

2011年6月保费点评： 寿险稳健增长，产险综合成本率下降

中国太保 (601601.SH)

谨慎推荐 维持评级

分析师：叶云燕 电话：(8610) 6656 8028 邮箱：yeyunyan@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130207091555
联系人：唐子佩 电话：(8610) 8357 4030 邮箱：tangzipei@chinastock.com.cn

1. 事件

中国太保于7月14日晚间发布保费公告。中国太平洋人寿保险股份有限公司、中国太平洋财产保险股份有限公司于2011年1月1日至2011年6月30日期间根据《保险合同相关会计处理规定》(财会[2009]15号)要求的累计原保险业务收入，分别为人民币546亿元、人民币322亿元。

2. 我们的分析与判断

(一) 寿险市占率稳健提高至2008年以来的历史高点，增长态势有望维持

中国太保今年前六月按照《保险合同相关会计处理规定》处理后的寿险保费达到人民币546亿元，与去年同期的523亿元相比增长4.4%。此业绩体现远远好于市场平均水平，进入2011年以来，由于去年年底颁布的银保销售限制等利空逐渐在市场上显现，全市场寿险保费收入出现明显下滑，全年保费收入的同比增长率由1月份2.9%的高峰一路降至5月份-4.8%的全年低点。

延续至今的“聚焦营销，聚焦期缴”的战略布局为保费持续增长指明了基本方向，而不断改善的代理人增员和产能提高态势也为保费增长提供了强大动力。营销渠道代理人增员及产能提高稳健，年底分别增长10%的目标达成压力小。年初以来，全行业代理人增员呈下降态势，但太保还是保持稳健增长。近年来不断强化代理人渠道，无论是在考核机制、基础管理以及营销渠道建设都有很大投入，使得近两三年以来的稳定增员情况有望延续。目前不到30万人的营销队伍规模不大，在市场上排到第三名，但是总体上还能保持一个稳健的增长。

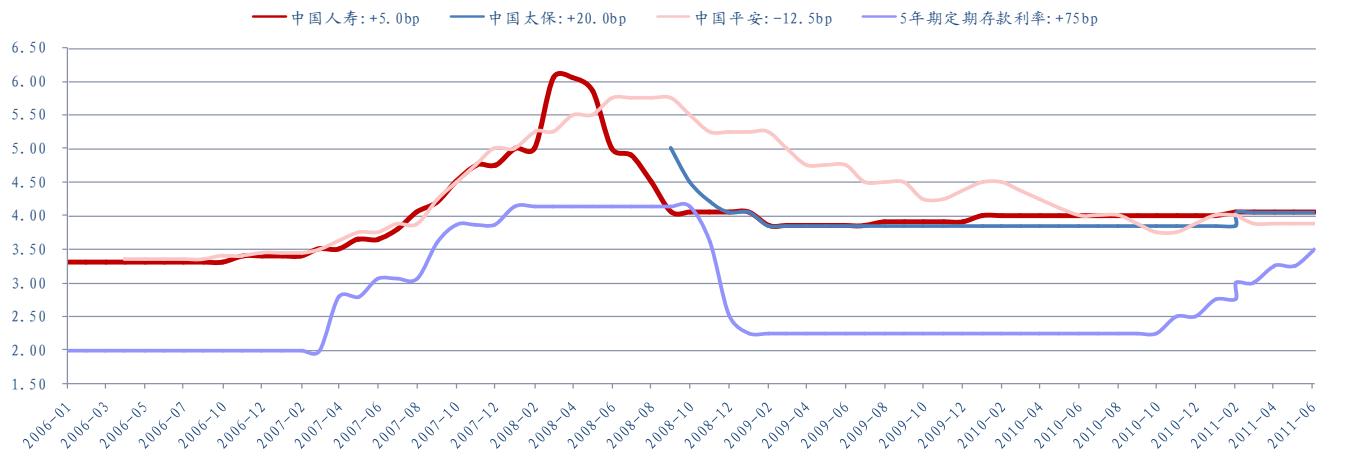
图1. 尽管高基数效应逐渐淡化，全国寿险市场下滑趋势仍未停止



资料来源：中国保监会，Wind资讯，中国银河证券研究部

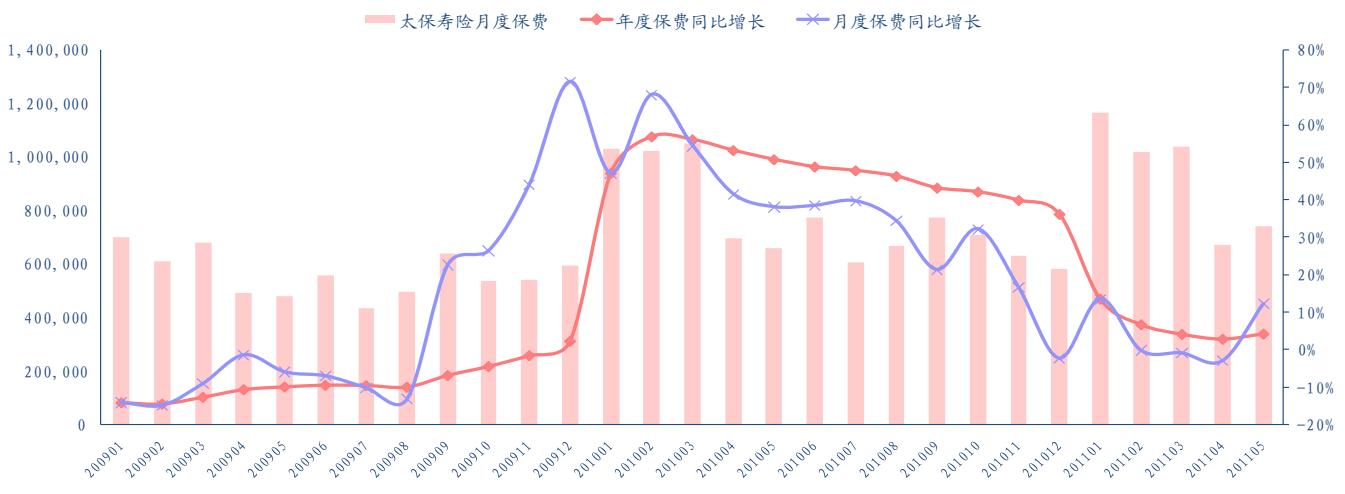
自央行7月7日宣布加息0.25个百分点以来，5年期定期存款利率同时上涨，并进一步将相对太保万能险结算利率的差距缩小至0.55个百分点。相对5年定期存款利率，万能险销售已经难以提供足够吸引保户的利差，但是由于太保新单销售中已无万能险部分，险种战略决定此方面利空较小。银行资金压力大，需要多吸储；另一方面银行理财产品收益率很高，对保险产品有替代效应，保险产品回报的长期性决定了在短期内很难追赶上银行存款利率。

图2. 太保新单销售中已无万能险部分，加息环境对产品销售利空减弱



资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

图3. 太保寿险新准则下保费达到5.7%的同比增长



资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

市场占有率达到5.7%，相比2008年以来的历史高点，同时寿险增长态势有望维持。在寿险板块全市场显著下跌的情况下，太保寿险的稳健增长为市场份额的持续提高提供了充足的向上动力，由2008年底的8%一路增长至5月底的9.7%。营销渠道在20%以上的全年增长目标可以达到，上半年全行业银保有10%的负增长，太保表现优于市场平均，但由于下半年银保政策和宏观政策的不确定性使得对银保走势难以作出过于乐观的判断。

综合以上因素，我们看好太保寿险将继续前五个月市场占有率不断扩大的发展态势，并预计全年新业务价值超越20%的增长速度。

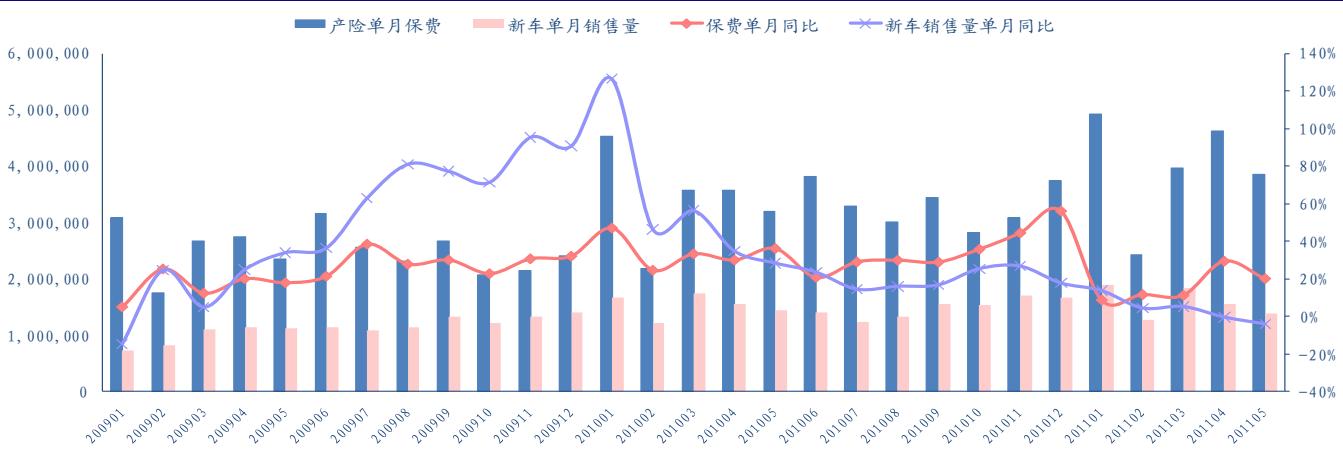
(二) 产险板块收入增长超同业，综合成本率的进一步下降放大利润增长效应

中国太保今年前六月产险保费达到322亿元，与去年同比增长19.1%，增速达到年内峰值，并预期高于市场平均水平，近似比较下，产险全市场今年上半年同比增长16%。今年整体上新车、转保、续保业务都平稳增长，综合结果好于行业平均水平。

综合成本率在去年93.7%的水平上有望进一步降至93%左右，进一步领先行业平均水平，同时车险盈利周期有望进一步延长至少到2年。

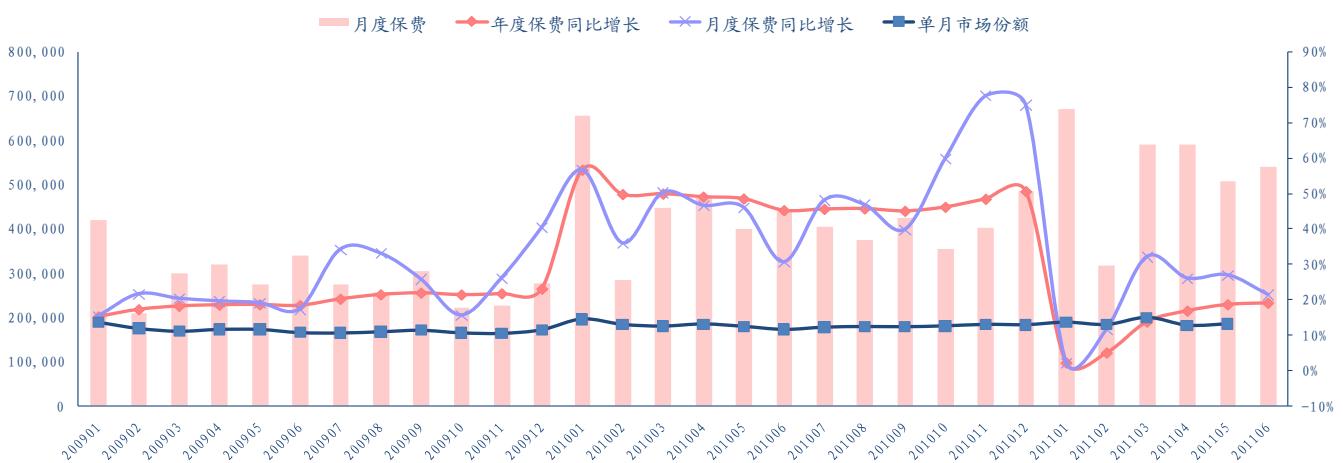
综合以上观点，中国太保财险板块的中报利润占比有望进一步提高。

图4. 2011年前五月新车销量逐步回暖，拉动产险保费持续回升



资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

图5. 太保产险新车、转保、续保业务都平稳增长，综合结果好于行业平均水平



资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

3. 投资建议

预计在未来三年，EPS 将达到1.58/1.36/1.65元，在2011年18倍新业务价值倍数假设下，合理估值区间27-30元。2011年，寿险在产品结构转型的预期下，新业务价值边际改善趋势明确，利润占比也有望进一步提高；产险板块保费收入增长超同业，同时综合成本率的进一步下降放大利润增长效应。在2011-2013年，每股内含价值估值为8.6/9.4/11.1

元，隐含 PE 分别为 14/16/13x。

维持之前作出的谨慎推荐评级。

表1：2011-2013年中国太保财务预测（百万元）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2009	2010	2011E	2012E	2013E	
利润表												
保险业务收入	96,342	139,555	186,620	190,670	222,991		资产总额	397,187	475,711	627,938	723,311	889,393
投资收益	19,389	21,067	23,064	31,961	38,531		交易类金融资产	333	3,604	3,121	5,480	6,738
营业收入	104,313	141,662	185,647	195,564	229,196		可供出售类金融资产	118,475	119,759	152,225	182,092	223,902
提取保险责任准备	-39,225	-64,707	-89,087	-81,726	-94,226		持有到期类金融资产	104,618	157,360	173,610	239,263	294,202
退保金	-4,386	-4,489	-6,303	-6,865	-8,115		投资资产	366,018	433,385	689,886	658,955	810,260
赔款支出	-30,494	-34,523	-40,086	-50,906	-60,709		其他非投资资产	31,169	42,326	-61,948	64,356	79,133
保单红利支出	-2,053	-3,399	-4,637	-8,874	-10,306		负债总额	321,514	394,160	535,757	619,171	770,567
业务及管理费用	-13,237	-16,989	-18,374	-22,797	-26,844		保险合同准备金	236,152	307,186	407,638	482,547	600,536
营业支出	-94,772	-130,972	-169,923	-180,698	-211,164		应付保单红利	5,113	7,110	8,655	11,169	13,900
税前利润	9,506	10,670	15,719	14,865	18,031		股东权益	74,651	80,297	90,648	102,538	116,999
净利润	7,473	8,665	12,824	11,892	14,425		权益合计	75,673	81,551	92,181	104,139	118,826
	2009	2010	2011E	2012E	2012E			2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入增长												
已赚保费收入增长	27.2%	44.9%	33.7%	2.2%	17.0%		资产/负债增长率					
投资收益增长	47.3%	8.9%	8.0%	39.2%	20.6%		总资产增长率	-59.9%	19.8%	32.0%	15.2%	23.0%
营业收入增长	29.1%	35.8%	31.0%	5.3%	17.2%		投资资产增长率	-60.6%	18.4%	59.2%	-4.5%	23.0%
支出增长												
退保金	10.4%	2.3%	40.4%	8.9%	18.2%		总负债增长率	-62.4%	22.6%	35.9%	15.6%	24.5%
赔款支出	-2.9%	13.2%	16.1%	27.0%	19.3%		寿险准备金增长率	-69.7%	30.1%	32.7%	18.4%	24.5%
准备金提转差	81.9%	65.0%	37.7%	-8.3%	15.3%		股东权益增长	-44.7%	7.6%	12.9%	13.1%	14.1%
保单红利支出	-20.1%	65.6%	36.4%	91.4%	16.1%		每股数据					
佣金及手续费	33.7%	27.0%	30.7%	5.9%	17.0%		股本	8,483	8,600	8,600	8,600	8,600
业务及管理费用	15.8%	28.3%	8.2%	24.1%	17.8%		EPS	0.95	1.00	1.58	1.36	1.65
净利润增长	180.2%	16.0%	48.0%	-7.3%	21.3%		BVPS	9.67	13.60	11.35	11.92	13.60
盈利能力												
营业净利率	7.64%	6.13%	6.8%	6.1%	6.4%		EV	5.97	8.21	8.64	9.39	11.05
总资产周转率	24.26%	29.34%	29.7%	26.4%	25.1%		NBV	0.73	0.88	0.76	0.85	0.99
ROE	9.85%	7.31%	13.9%	11.4%	12.1%		当期市价	22.15	22.15	22.15	22.15	22.15
ROA	1.85%	1.80%	2.0%	1.6%	1.6%		市盈率	23.2	22.3	14.0	16.3	13.4
ROAE	7.01%	8.55%	18.1%	11.7%	12.9%		市净率	2.3	1.6	2.0	1.9	1.6
ROAA	1.69%	1.50%	1.9%	1.5%	1.6%		内含价值倍数	3.7	2.7	2.6	2.4	2.0
杠杆	532.06%	406.59%	6.9	7.1	7.6		隐含新业务倍数	22.1	15.8	17.7	15.1	11.2

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

叶云燕，金融行业证券分析师。本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

覆盖股票范围：

A股：中国人寿（601628.SH）、中国平安（601318.SH）、中国太保（601601.SH）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033
电话：010-66568888
传真：010-66568642
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849
上海地区联系：010-66568281
深圳广州地区联系：010-66568908