

产险利润贡献呈现跨越式增长， 高增长态势有望持续

投资要点：

一、事件

中国太保周日晚间发布中报，公司 2011 年上半年实现净利润 58.16 亿元，同比增长 44.7%。期内公司实现保险业务收入 868.75 亿元，同比增长 14.2%，整体市场占比 10.8%，较上年末提高 0.9 个百分点；每股收益 0.68 元。

二、我们的分析与判断

（一）营销渠道持续发力保障寿险板块持续高增长

营销渠道增员及产能提高稳健，年底分别增长 10%的目标达成压力小。营销渠道新业务大规模扩张，同时渠道业务结构进一步改善，期缴新保持续上升。

（二）综合成本率大幅下降带动产险利润贡献加大

费用率下降带动综合成本率持续下行，产险利润贡献加大，刺激公司整体业绩大规模改善。同时新渠道策略初见成效，电销业务实现保险业务收入 19.55 亿元，同比增长 485.3%，保障车险盈利区间进一步延长。

（三）投资收益率上行保障全年利润

在上半年资本市场总体状况欠佳的背景下，总投资收益率和净投资收益率皆达到了 4.4%的年华收益率，高于市场同期水平和主要竞争对手中报业绩。

三、投资建议

预计在未来三年，EPS 将达到 1.4/1.4/1.6 元，在 2011 年 18 倍新业务价值倍数假设下，合理估值区间 31-32 元。2011 年，产险业绩将加大业绩贡献力度，同时寿险营销渠道拉动板块运营情况回归正常增长。在 2011-2013 年，每股内含价值估值为 7.9/9.5/11.2 元，隐含 PE 分别为 15/15/13x。

维持之前作出的推荐评级。

中国太保（601601.SH）

推荐 维持评级

分析师

叶云燕 金融行业分析师

☎：（8610）6656 8028

✉：yeyunyan@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511010006

特此鸣谢

唐子佩（8610）6656 4030

(tangzipei@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2011.08.26

A 股收盘价(元)	20.94
市盈率	15.0
市净率	2.1
内含价值倍数	2.6
隐含新业务倍数	17.1
每股内含价值	7.9
每股新业务价值	0.8

相关研究

《保险行业中期策略：短期波动不影响市场长期发展态势》 11.06.26

一、事件背景

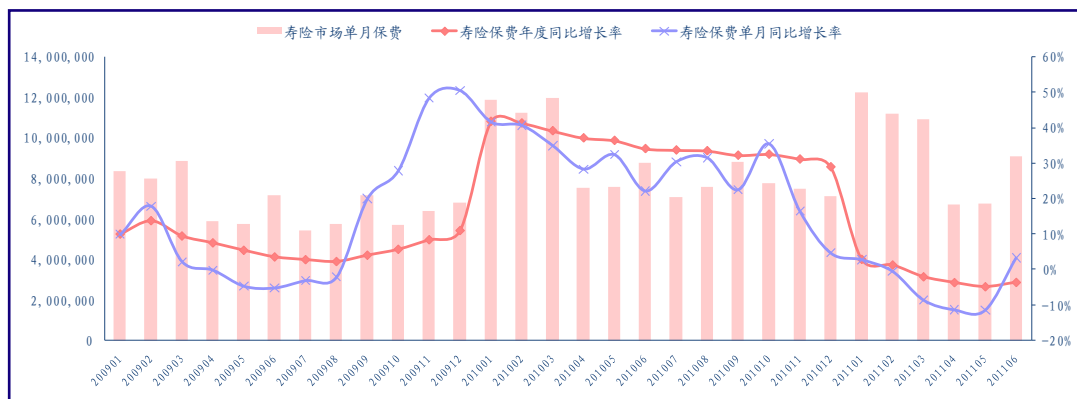
中国太保周日晚间发布中报,公司 2011 年上半年实现净利润 58.16 亿元,同比增长 44.7%。期内公司实现保险业务收入 868.75 亿元,同比增长 14.2%,整体市场占比 10.8%,较上年末提高 0.9 个百分点;每股收益 0.68 元。

二、我们的分析判断

(一) 营销渠道持续发力保障寿险板块持续高增长

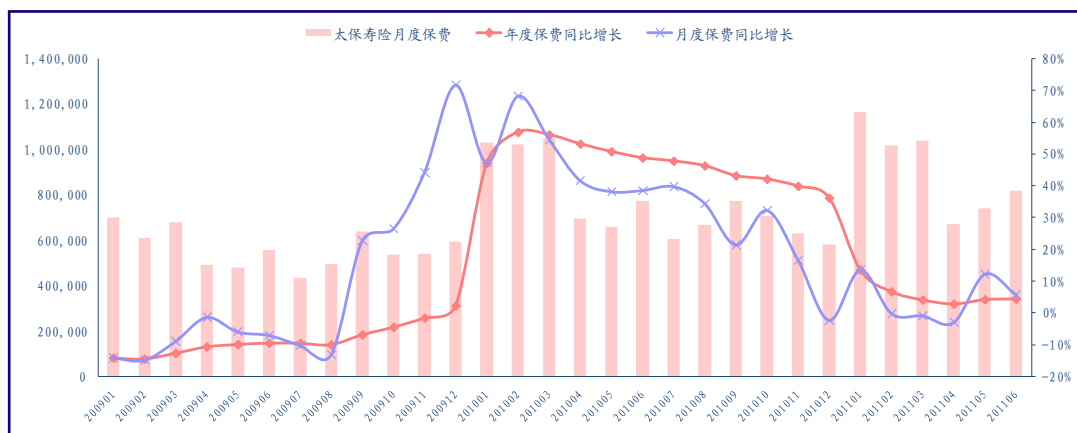
2011 年在聚焦期缴聚焦营销的思路下,上半年营销渠道实现新保业务收入 64.17 亿元,同比增长 31.4%;营销员月人均新保业务收入 3,773 元,同比增长 14.2%。新保期缴业务收入 100.22 亿元,占新保业务收入的 33.0%,同比提升 4.1 个百分点;其中营销渠道新保期缴业务收入 60.30 亿元,同比增长 33.7%。

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: 中国银河证券研究部, 中国保监会

图 2: 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

营销渠道增员及产能提高稳健，年底分别增长 10%的目标达成压力小。中国太保由于银保销售限制，个险营销渠道逐渐成为保险公司业务发展重点。从营销渠道特点来看，渠道需求受到投资收益率和资金机会成本的影响非常小，因此在持续加息引致的高利率环境中，营销渠道的关键地位将继续巩固。

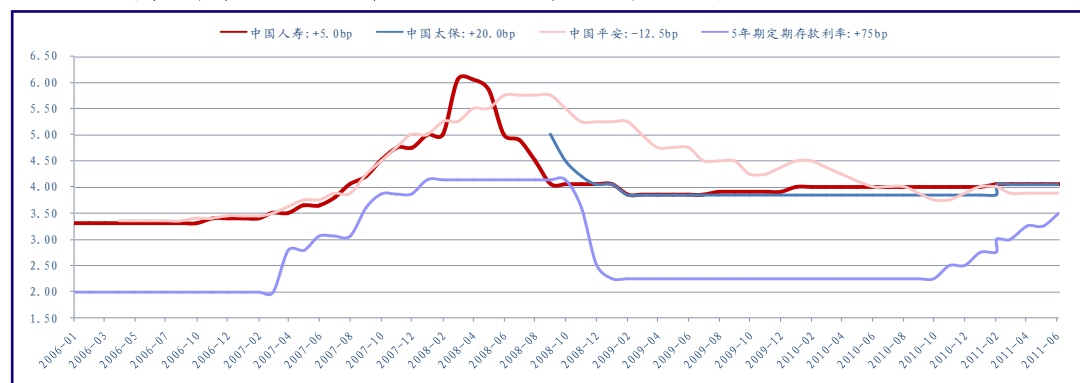
区域策略的侧重有助于代理人增员情况改善。太保的差异化竞争市场主要分布在二三线城市，城镇化推进潜力较大，劳动力供给情况也较好，对增员来说更加有利。

从公司内部来看，代理人增员也作为重要的考核指标，而且有相应的费用政策投入，整体上能有一个持续增长。通过这几年的发展，代理人增员进入一个相对稳定的阶段。

后续的培训和管理将留存率提高到 35%以上的水平。在市场竞争激烈，劳动力成本提高的背景下，不断提高的劳动力机会成本挑战保险行业。目前的 13 个月留存率能够达到 35-36%，高于行业 30%的平均水平。现今劳动力市场格局有利于大公司：对小公司来说，主要竞争集中在一二线城市，密集竞争加大营销增员压力。

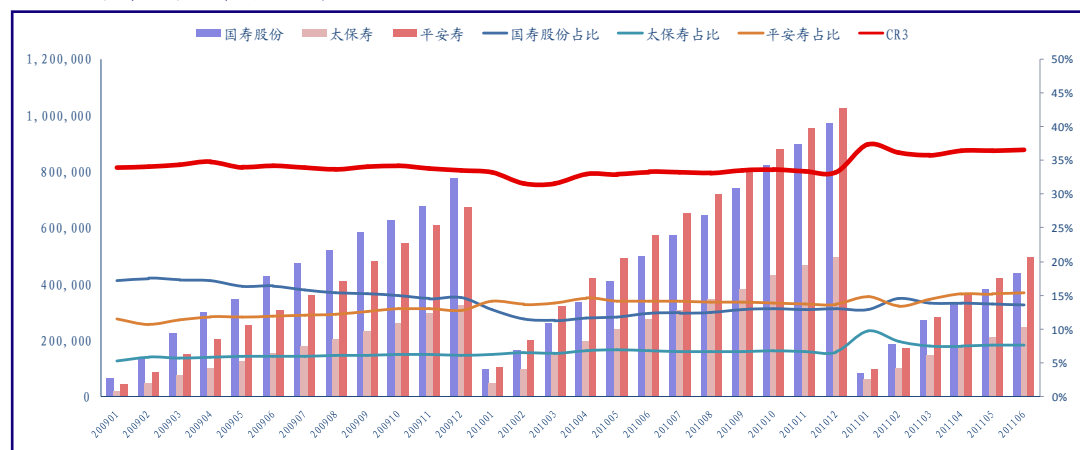
营销新保业务大规模扩张 31%，主要由期缴业务 34%的增长率贡献，同时营销渠道业务结构进一步改善，期缴新保占比由去年同期的 92%上升到当期的 94%。

图 3. 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



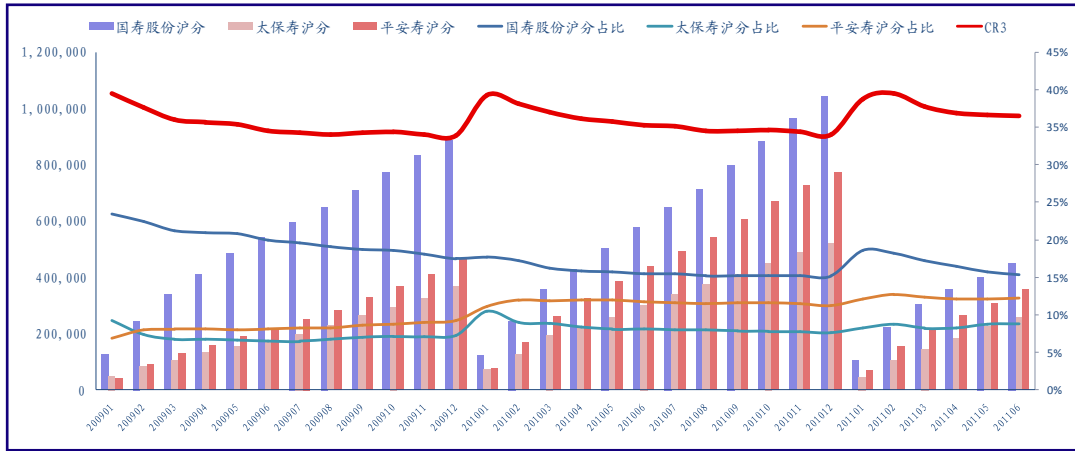
资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

图 4. 北京寿险市占率持续走平



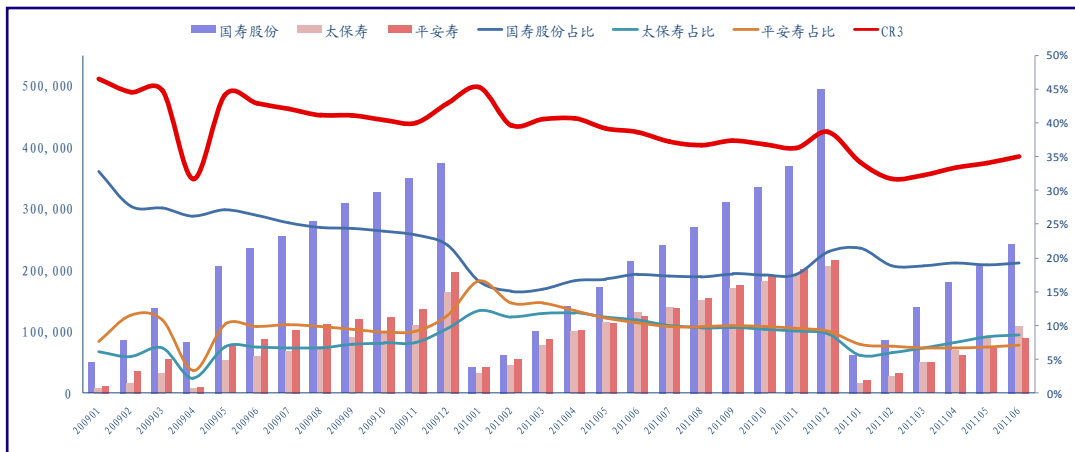
资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

图 5. 上海寿险市占率启动上行趋势



资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

图 6. 深圳寿险市占率持续上升



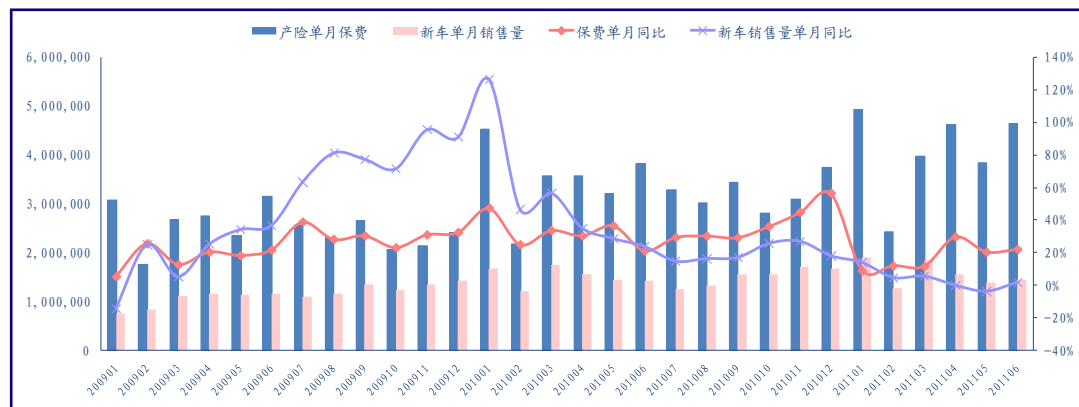
资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

（二）综合成本率大幅下降带动产险利润贡献加大

费用率下降带动综合成本率持续下行，产险利润贡献加大，刺激公司整体业绩大规模改善。太保产险上半年综合成本率 91.1%，同比下降 3.4 个百分点，远低于 93% 的市场预期。同时新渠道策略初见成效，电销业务实现保险业务收入 19.55 亿元，同比增长 485.3%，保障车险盈利区间进一步延长。产险板块利润同比上涨 54%，同时板块对公司整体利润贡献力度加大，符合前期预期。

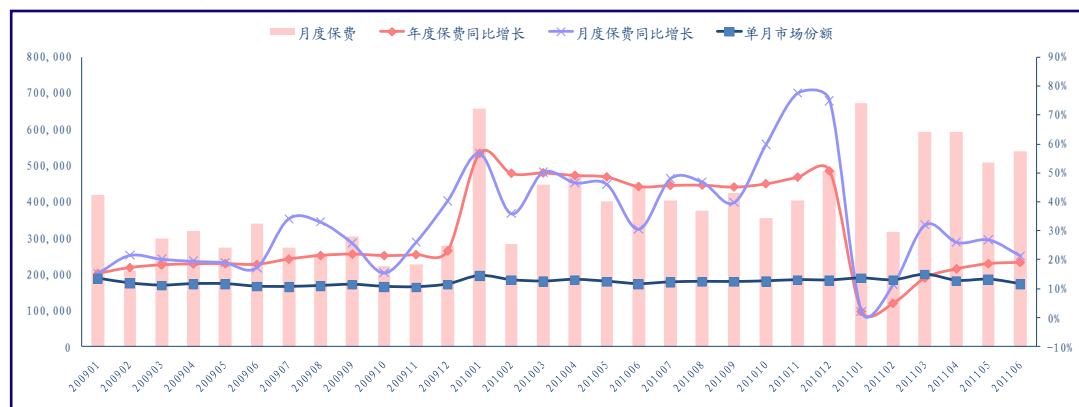
产险市场占有率由去年末的 12.8% 上涨到当期 13.2%，在上海等传统竞争激烈的市场上，市占率持续扩张。

图 7. 经过年中汽车销售旺季后，新车销量开始下滑拉低产险市场保费



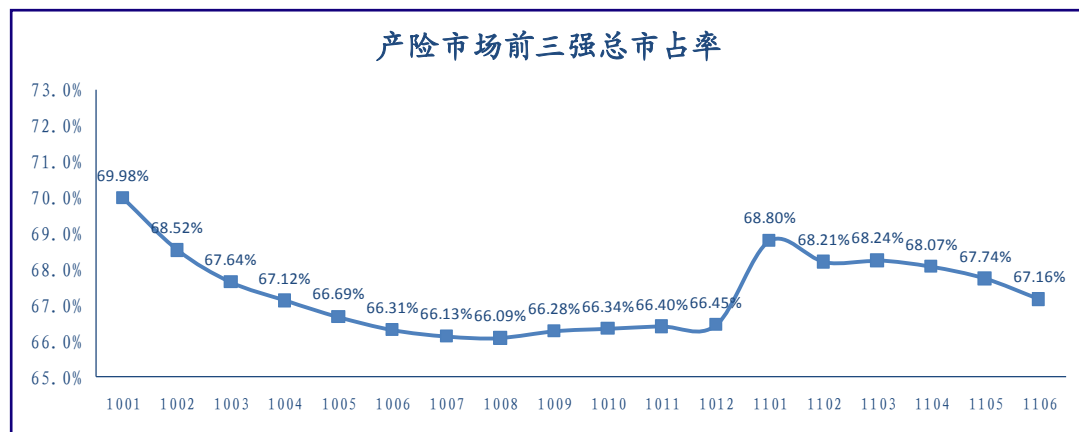
资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

图 8. 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



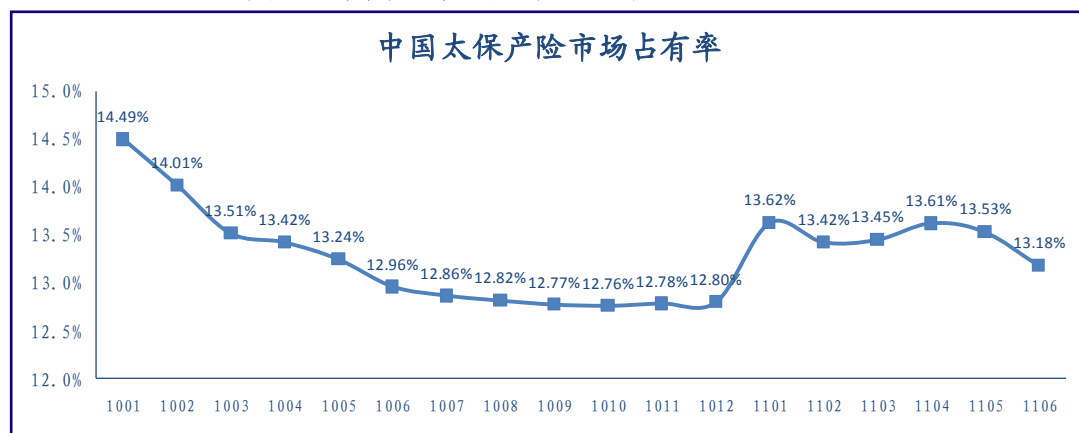
资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

图 9. 2011 年产险市场集中度连续三个月下降



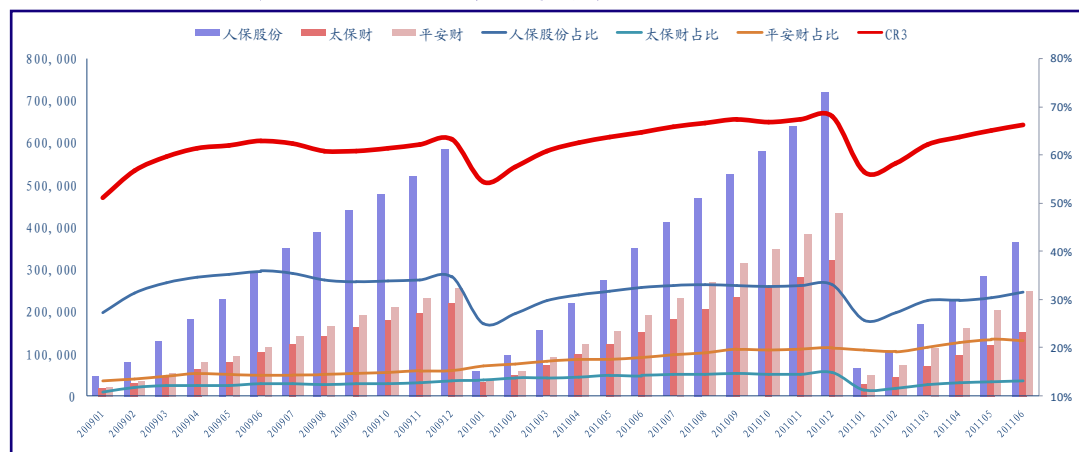
资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

图 10. 太保财险 2011 年市场占有率表现皆优于去年整体水平



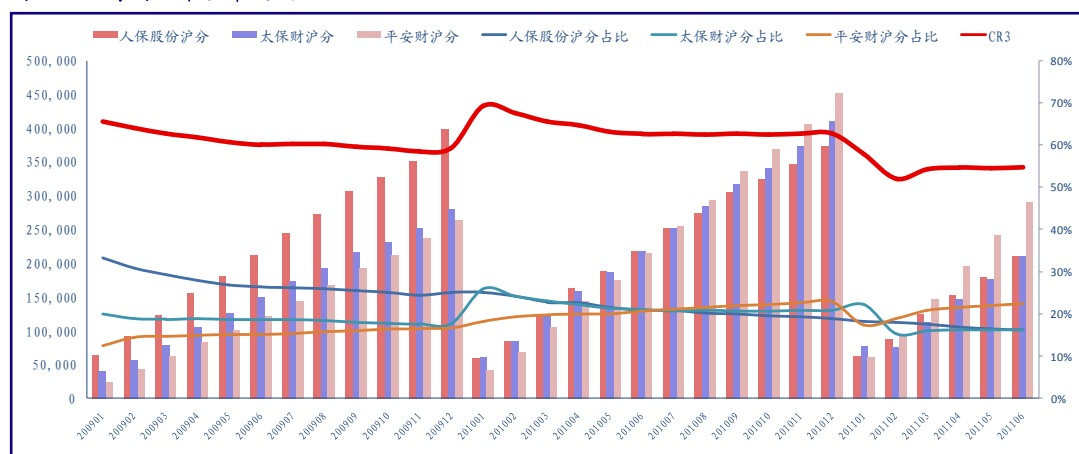
资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

图 11. 北京市财险市占率稳定增长，行业竞争进一步集中



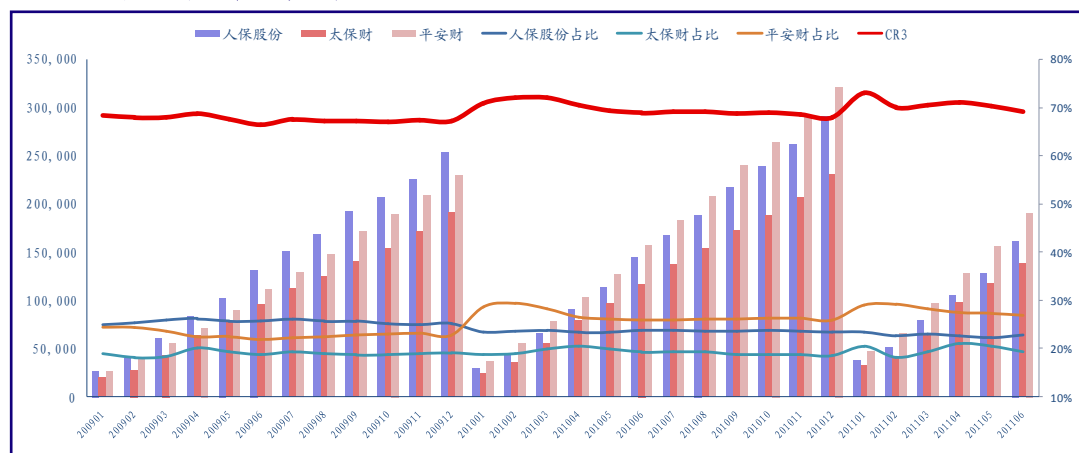
资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

图 12. 上海财险市占率趋稳



资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

图 13. 深圳财险市占率略有下降



资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

（三）投资收益率上行保障全年利润

在上半年资本市场总体状况欠佳的背景下，总投资收益率和净投资收益率皆达到了 4.4% 的年华收益率，高于市场同期水平和主要竞争对手中报业绩。

三、投资建议

预计在未来三年，EPS 将达到 1.4/1.4/1.6 元，在 2011 年 18 倍新业务价值倍数假设下，合理估值区间 31-32 元。2011 年，产险业绩将加大业绩贡献力度，同时寿险营销渠道拉动板块运营情况回归正常增长。在 2011-2013 年，每股内含价值估值为 7.9/9.5/11.2 元，隐含 PE 分别为 15/15/13x。

维持之前作出的推荐评级。

表 1. 中国太保主要指标预测 (百万元 人民币)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						资产负债表					
保险业务收入	96,342	139,555	173,425	190,670	222,991	资产总额	397,187	475,711	583,363	723,311	889,393
投资收益	19,389	21,067	24,225	31,961	38,531	交易类金融资产	333	3,604	3,304	5,480	6,738
营业收入	104,313	141,662	174,341	195,564	229,196	可供出售类金融资产	118,475	119,759	139,764	182,092	223,902
提取保险责任准备	-39,225	-64,707	-76,504	-81,726	-94,226	持有到期类金融资产	104,618	157,360	200,809	239,263	294,202
退保金	-4,386	-4,489	-7,185	-6,865	-8,115	投资资产	366,018	433,385	720,716	658,955	810,260
赔款支出	-30,494	-34,523	-40,784	-50,906	-60,709	其他非投资资产	31,169	42,326	-137,353	64,356	79,133
保单红利支出	-2,053	-3,399	-4,714	-8,874	-10,306	负债总额	321,514	394,160	503,146	619,171	770,567
业务及管理费用	-13,237	-16,989	-19,037	-22,797	-26,844	保险合同准备金	236,152	307,186	387,898	482,547	600,536
营业支出	-94,772	-130,972	-160,021	-180,698	-211,164	应付保单红利	5,113	7,110	8,954	11,169	13,900
税前利润	9,506	10,670	14,317	14,865	18,031	股东权益	74,651	80,297	79,031	102,538	116,999
净利润	7,473	8,665	11,269	11,892	14,425	权益合计	75,673	81,551	80,217	104,139	118,826
	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入增长						资产/负债增长率					
已赚保费收入增长	27.2%	44.9%	24.3%	9.9%	17.0%	总资产增长率	-59.9%	19.8%	22.6%	24.0%	23.0%
投资收益增长	47.3%	8.9%	13.4%	32.6%	20.6%	投资资产增长率	-60.6%	18.4%	66.3%	-8.6%	23.0%
营业收入增长	29.1%	35.8%	23.1%	12.2%	17.2%	总负债增长率	-62.4%	22.6%	27.7%	23.1%	24.5%
支出增长						寿险准备金增长率	-69.7%	30.1%	26.3%	24.4%	24.5%
退保金	10.4%	2.3%	60.1%	-4.5%	18.2%	股东权益增长	-44.7%	7.6%	-1.6%	29.7%	14.1%
赔款支出	-2.9%	13.2%	18.1%	24.8%	19.3%	每股数据					
准备金提转差	81.9%	65.0%	18.2%	6.8%	15.3%	股本	8,483	8,600	8,600	8,600	8,600
保单红利支出	-20.1%	65.6%	38.7%	88.3%	16.1%	EPS	0.95	1.00	1.39	1.36	1.65
佣金及手续费	33.7%	27.0%	27.6%	8.4%	17.0%	BVPS	9.67	9.34	9.90	11.92	13.60
业务及管理费用	15.8%	28.3%	12.1%	19.7%	17.8%	EV	5.97	8.21	7.91	9.54	11.19
净利润增长	180.2%	16.0%	30.0%	5.5%	21.3%	NBV	0.73	0.88	0.76	0.85	0.99
盈利能力						当期市价					
营业净利率	7.64%	6.13%	6.4%	6.1%	6.4%	市盈率	22.0	21.0	15.0	15.4	12.7
总资产周转率	24.26%	29.34%	29.7%	26.4%	25.1%	市净率	2.2	2.2	2.1	1.8	1.5
ROE	9.85%	10.66%	14.1%	11.4%	12.1%	内含价值倍数	3.5	2.6	2.6	2.2	1.9
ROA	1.85%	1.80%	1.9%	1.6%	1.6%	隐含新业务倍数	20.4	14.5	17.1	13.5	9.8
ROAE	7.01%	10.47%	14.7%	12.5%	12.9%						
ROAA	1.69%	1.56%	1.7%	1.5%	1.6%						
杠杆	532.06%	592.44%	7.4	7.1	7.6						

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

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。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

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

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证券投资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。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：010-66568641

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