



华泰联合证券
2012-03-26
金融/保险



中国太保 (601601) 买入/维持评级

股价: RMB19.56

分析师

李聪

SAC 执业证书编号:S1000510120013
(021)6849 8610
licong@mail.hthsc.com.cn

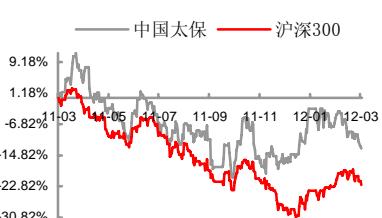
丁文韬
SAC 执业证书编号:S1000511090006
021-50106410
dingwentao@mail.hthsc.com.cn

相关研究

基础数据

| | |
|----------------|---------|
| 总股本 (百万股) | 8,600 |
| 流通 A 股 (百万股) | 6,287 |
| 流通 B 股 (百万股) | 0 |
| 可转债 (百万元) | |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 122,968 |

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

业绩符合预期，改善持续 ——中国太保(601601)11年年报点评

- 中国太保 3 月 25 日披露了年报, 内容如下: 太保 11 年净利润 83.13 亿元, EPS0.97 元, 同比下降 2.9%; 期末归属于公司股东的净资产为 767.96 亿元, BVPS 8.93 元, 较年初下降 4.4% (扣除分红后环比增长 3.8%); 新业务价值 67.14 亿元, 同比增长 10.1%。对此我们点评如下:
- 寿险行业乏力, 太保领先同业。**11 年寿险行业遭遇寒流, 受银保 90 号文影响行业保费出现大幅下滑。太保寿险业务在此背景下仍然保持了稳健增长, 公司代理人团队和产能双双保持正增长, 新业务价值增长 10%, 均领先于其主要竞争对手。
- 充足偿付能力确保个险保费持续增长。**伴随权益市场下跌, 人寿、平安偿付能力均已接近保监会 150% 警戒线。太保由于 H 股和次级债发行导致目前集团偿付能力仍然高达 284%。充足的偿付能力以及太保近年来坚持转型、追求利润的战略确保了公司 12 年个险保费持续稳健增长。
- 财险利润占比过半, 综合成本率再创新低。**伴随财险行业近两年来景气周期, 太保财险业务综合成本率达 93.1%, 再创历史新高。财险业务 11 年净利润达 37.7 亿元, 利润超寿险。不过伴随车险定价利率放开, 我们认为行业景气周期短期或达顶点, 未来业绩增速或将放缓。
- 百亿浮亏将对公司业绩产生影响, 12 年业绩前低后高。**11 年权益市场大幅调整导致太保年底浮亏约百亿(约每股 1.27 元)。巨额浮亏将会对公 司 12 年业绩逐步产生影响, 预计 12 年太保业绩将呈现前低后高的态势。
- 投资建议:** 公司年报业绩符合预期, 目前公司估值处于历史低点。而伴随投资和保费双双回暖, 我们预计行业拐点出现, 未来基本面趋势向上。维持对公司的“买入”评级, 建议关注季报净资产高速反弹带来的行业性机会。行业排序: 新华、太保、平安、人寿。
- 风险提示:** 权益市场波动会对公司业绩产生影响, 增加其不确定性。

| 经营预测与估值 | 2010A | 2011 | 2012E |
|---------------|-------|-------|-------|
| 每股内含价值(元) | 12.80 | 13.21 | 15.69 |
| (+/-%) | 10.4 | 3.2 | 18.8 |
| 每股一年期新业务价值(元) | 0.71 | 0.78 | 0.91 |
| (+/-%) | 20.3 | 10.1 | 15.9 |
| P/EV | | 1.49 | |
| 隐含一年期新业务价值倍数 | | 8.30 | |

目 录

| | |
|----------------------------------|---|
| 寿险行业乏力，太保领先同业..... | 3 |
| 保费收入：银保受困行业，个险改善持续 | 3 |
| 代理人团队规模、产能双双上升..... | 4 |
| 新业务价值增速领先行业..... | 5 |
| 充足偿付能力确保个险保费持续增长..... | 5 |
| 财险利润占比过半，综合成本率再创新低 | 6 |
| 百亿浮亏将对公司业绩产生影响， 12 年业绩前低后高 | 7 |
| 投资建议 | 7 |
| 风险提示 | 8 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------|---|
| 图 1： 太保保费收入明细..... | 3 |
| 图 2： 太保代理人团队产能：人均产能 11 年上升 11.7%..... | 4 |
| 图 3： 太保代理人团队规模：团队规模稳健增长 | 4 |
| 图 4： 太保新业务价值增速： 11 年仍然保持两位数增长..... | 5 |
| 图 5： 太保历年偿付能力额度—偿付能力近 300%..... | 5 |
| 图 6： 太保财险偿付能力再创历史新高 | 6 |
| 图 7： 太保财险利润占比超寿险 | 6 |
| 图 8： 太保历史浮亏—11 年末浮亏仍有约 100 亿 | 7 |
| 图 9： 保险行业估值表 | 8 |

中国太保 3 月 25 日披露了年报，内容如下：太保 11 年净利润 83.13 亿元，EPS0.97 元，同比下降 2.9%；期末归属于公司股东的净资产为 767.96 亿元，BVPS 8.93 元，较年初下降 4.4%（扣除分红后环比增长 3.8%）；新业务价值 67.14 亿元，同比增长 10.1%。对此我们点评如下：

寿险行业乏力，太保领先同业

11 年寿险行业遭遇寒流，受银保 90 号文影响行业保费出现大幅下滑。太保寿险业务在此背景下仍然保持了稳健增长，公司代理人团队和产能双双保持正增长，新业务价值增长 10%，均领先于其主要竞争对手。

保费收入：银保受困行业，个险改善持续

11 年寿险行业遭遇寒流：银保渠道受 90 号文影响行业保费全面下滑，太保在此过程中银保业务也经受了较大冲击，银保渠道新单保费同比下降 25.8%。

但是另一方面，太保近年来持续发展个险团队，重视高利润率的个险业务在今年取得了卓越的成效，公司个险新单 11 年同比高速增长 21.0%，其中个险期缴新单业务同比增速达 21.9%。公司个险业务增速领先于同业。

图 1：太保保费收入明细

| | 人民币 百万 | 2011年 | 2010年 | 同比 (%) |
|-------------|---------------|---------------|-------|----------|
| 营销渠道 | | | | |
| 保险业务收入 | 42,818 | 35,286 | | 21 |
| 新保业务 | 10,826 | 8,947 | | 21 |
| 续期业务 | 31,992 | 26,339 | | 22 |
| 银行渠道 | | | | |
| 保险业务收入 | 44,450 | 48,201 | | -8 |
| 新保业务 | 30,512 | 41,100 | | -26 |
| 续期业务 | 13,938 | 7,101 | | 96 |
| 直销渠道 | | | | |
| 保险业务收入 | 5,427 | 4,147 | | 31 |
| 新保业务 | 5,285 | 4,008 | | 32 |
| 续期业务 | 142 | 139 | | 2 |
| 新渠道 | | | | |
| 保险业务收入 | 508 | 239 | | 113 |
| 新保业务 | 313 | 131 | | 139 |
| 续期业务 | 195 | 108 | | 81 |
| 合计 | 93,203 | 87,873 | | 6 |

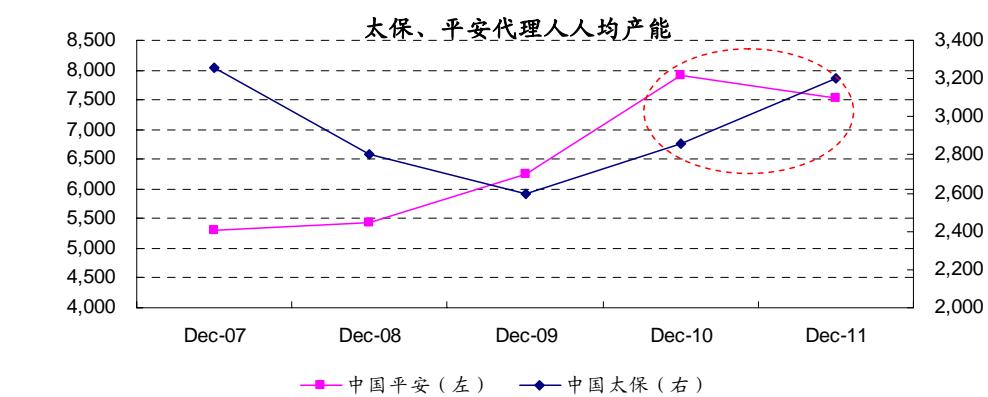
资料来源：华泰联合证券研究所

代理人团队规模、产能双双上升

11 年伴随通胀高启，社会最低劳动保障多次上调，人力成本迅速上升。而传统理解下，保险作为人力密集型行业则对人力成本迅速上升将会直接影响到公司未来经营情况。

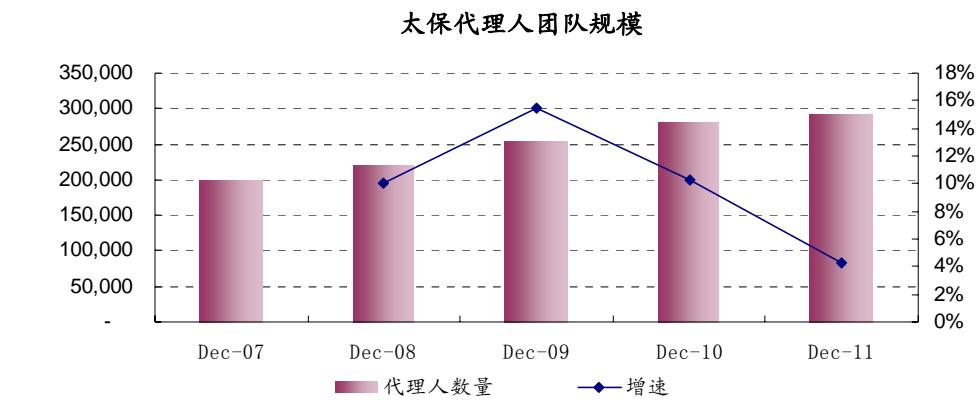
但是受益于公司近年来对于个险团队的持续建设，公司在艰巨的行业环境下仍然取得了代理人团队规模和产能的双双上升。特别是相比平安 11 年产能下降 5%，太保 11 年人均产能 3,199 元，同比上升 11.7%，更显出公司近年来寿险渠道持续改善的经营成果。

图 2： 太保代理人团队产能：人均产能 11 年上升 11.7%



资料来源：华泰联合证券研究所

图 3： 太保代理人团队规模：团队规模稳健增长



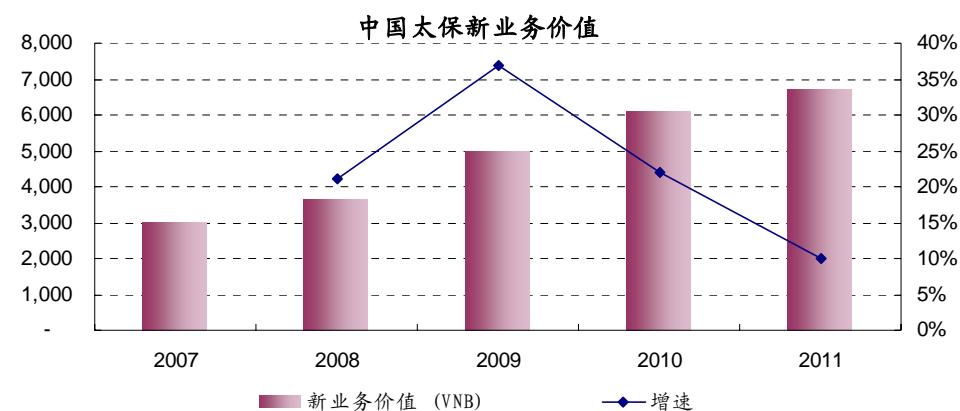
资料来源：华泰联合证券研究所

新业务价值增速领先行业

由于个险业务的稳健增长，太保在 11 年寿险行业趋势向下的困难情况下仍然保持了两位数的新业务价值增速。我们认为这主要是公司近年来坚持战略转型，重视代理人团队建设的成效。

我们预计太保新业务价值增速在国内主要竞争对手中处于领先地位，高于平安、新华、人寿。

图 4： 太保新业务价值增速：11 年仍然保持两位数增长

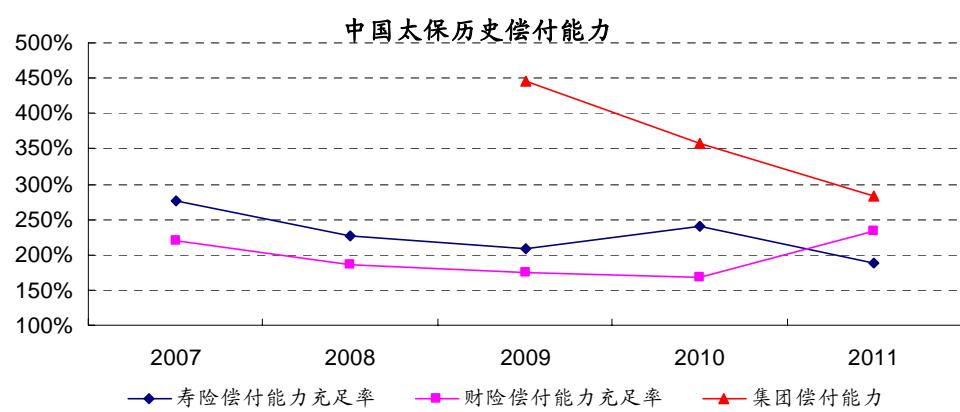


资料来源：华泰联合证券研究所

充足偿付能力确保个险保费持续增长

伴随权益市场下跌，人寿、平安偿付能力均已接近保监会 150% 警戒线。太保由于 H 股和 80 亿次级债发行导致目前集团偿付能力仍然高达 284%。充足的偿付能力以及太保近年来坚持转型、追求利润的战略确保了公司 12 年个险保费持续稳健增长。

图 5： 太保历年偿付能力额度—偿付能力近 300%

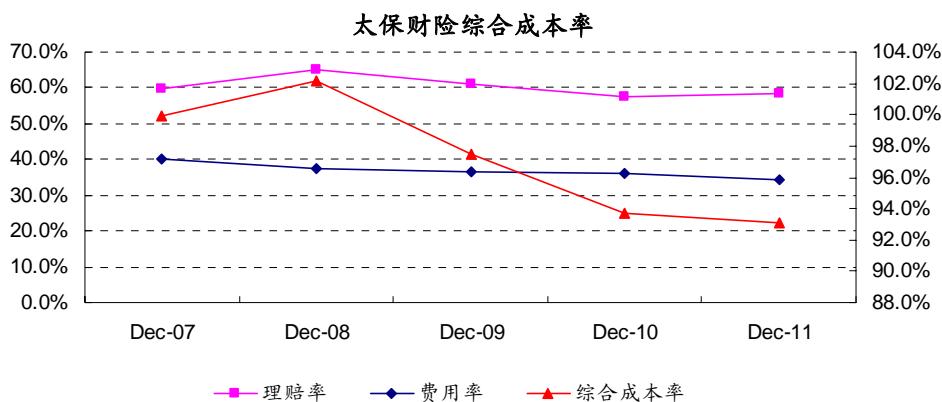


资料来源：华泰联合证券研究所

财险利润占比过半，综合成本率再创新低

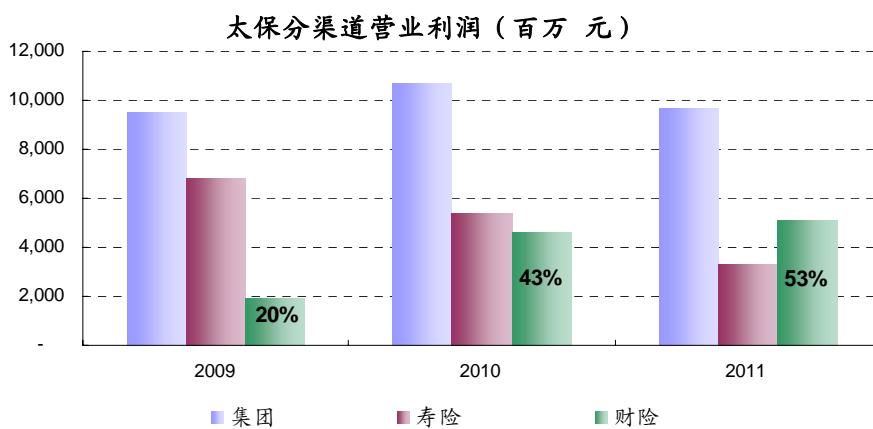
伴随财险行业近两年来景气周期，太保财险业务综合成本率达 93.1%，再创历史新高。首次影响下，太保财险业务 11 年净利润达 37.7 亿元，对集团利润贡献占比首次超过寿险。

图 6： 太保财险偿付能力再创历史新高



资料来源：华泰联合证券研究所

图 7： 太保财险利润占比超寿险



资料来源：华泰联合证券研究所

我们认为由于中国财险行业目前仍然以车险为主，而车险行业本身两大特点：1) 产品同质性强；2) 产品期限短（一年期），直接导致了市场竞争充分程度较高。因此在行业连续 2 年经历景气周期之后，外部资本必将逐步流入行业，行业竞争程度加剧，行业利润率进一步上升难度较大。

特别值得注意的是虽然特别 11 年综合成本率再创历史新低，达 93.1%，但是相比上半年公司综合成本率 91.1%，下半年太保财险成本率已经出现一定上升迹象。

最后，12 年保监会积极推动车险定价利率市场化改革，我们认为这或将成为财险行业此轮景气周期的拐点，预计行业和太保财险未来业绩增速或将下滑。

百亿浮亏将对公司业绩产生影响，12 年业绩前低后高

11 年权益市场大幅调整导致太保年底浮亏约百亿（约每股 1.27 元）。巨额浮亏将会对公司 12 年业绩逐步产生影响，预计 12 年太保业绩将呈现前低后高的态势。

图 8：太保历史浮亏—11 年末浮亏仍有约 100 亿

| 百万元 | 2008-12-31 | 2009-12-31 | 2010-6-30 | 2010-12-31 | 2011-6-30 | 2011-12-31 |
|-----------------------------------|------------|------------|-----------|------------|-----------|------------|
| 股本溢价 | 37.467 | 55.337 | 58.025 | 58.025 | 58.025 | 58.025 |
| 子公司增资 | 2.262 | 2.262 | 2.266 | 2.266 | 2.265 | 2.265 |
| 购买少数股东权益时子公司之可供出售金融资产公允价值累计变动的再分配 | -1,413 | -1,413 | -1,413 | -1,413 | -1,413 | -1,413 |
| 计入其他综合收益之可供出售金融资产变动净值 | -1,260 | 1,031 | -3,655 | -2,098 | -5,383 | -10,883 |
| 分步实现的企业合并的影响 | - | 28 | 28 | 28 | 28 | 28 |
| 其他 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 股本 | 7.700 | 8.483 | 8.600 | 8.600 | 8.600 | 8.600 |
| 每股浮盈： | -0.16 | 0.12 | -0.43 | -0.24 | -0.63 | -1.27 |

资料来源：华泰联合证券研究所

投资建议

我们认为太保年报业绩符合预期，目前公司 12PEV 和 VNBX 分别仅 1.25 倍和 4.41 倍，均处于历史低点，公司目前估值安全性较高。

伴随投资和保费双双回暖，我们预计行业拐点出现，未来基本面趋势向上。而太保坚持转型高利润率个险业务的战略下改善持续，预计今年增长仍然高于行业，维持对公司的“买入”评级，建议关注季报净资产高速反弹带来的行业性机会。

行业排序：新华、太保、平安、人寿。

图 9：保险行业估值表

| 证券简称 | 价格 | EV | | | | 1YrVNB | | | | P/EV | | | | VNBX | | | |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E |
| 中国平安 | 38.95 | 21.14 | 26.29 | 29.77 | 35.50 | 1.61 | 2.03 | 2.13 | 2.45 | 1.8 | 1.5 | 1.31 | 1.10 | 11.1 | 6.2 | 4.3 | 1.40 |
| 中国人寿 | 16.89 | 10.09 | 10.55 | 10.71 | 11.91 | 0.63 | 0.70 | 0.75 | 0.86 | 1.7 | 1.6 | 1.58 | 1.42 | 10.8 | 9.0 | 8.2 | 5.77 |
| 新华保险 | 29.44 | | 23.40 | 19.09 | 22.49 | | 3.95 | 1.52 | 1.82 | | 1.3 | 1.54 | 1.31 | | 1.5 | 6.8 | 3.81 |
| 中国太保 | 19.68 | 11.60 | 12.80 | 13.21 | 15.69 | 0.59 | 0.71 | 0.78 | 0.91 | 1.7 | 1.5 | 1.49 | 1.25 | 13.7 | 9.7 | 8.3 | 4.41 |

| 证券简称 | 价格 | EPS | | | | BVPS | | | | P/E | | | | P/B | | | |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E |
| 中国平安 | 38.95 | 1.89 | 2.26 | 2.46 | 3.11 | 11.57 | 14.66 | 16.53 | 19.13 | 20.6 | 17.20 | 15.8 | 12.5 | 3.4 | 2.66 | 2.4 | 2.0 |
| 中国人寿 | 16.89 | 1.16 | 1.19 | 0.60 | 1.03 | 7.47 | 7.38 | 6.67 | 7.30 | 14.5 | 14.20 | 28.1 | 16.4 | 2.3 | 2.29 | 2.5 | 2.3 |
| 新华保险 | 29.44 | | 1.87 | 0.87 | 1.14 | | 5.47 | 9.90 | 10.94 | | 15.71 | 33.8 | 25.8 | | 5.38 | 3.0 | 2.7 |
| 中国太保 | 19.68 | 0.87 | 1.00 | 0.97 | 1.11 | 8.80 | 9.34 | 8.93 | 9.65 | 22.7 | 19.78 | 20.4 | 17.7 | 2.2 | 2.11 | 2.2 | 2.0 |

资料来源：华泰联合证券研究所

风险提示

权益市场波动会对公司业绩产生影响，增加其不确定性。



华泰联合证券评级标准：

| | |
|-------------|------------------|
| 时间段 | 报告发布之日起 6 个月内 |
| 基准市场指数 | 沪深 300 (以下简称基准) |
| 股票评级 | |
| 买入 | 股价超越基准 20%以上 |
| 增持 | 股价超越基准 10%-20% |
| 中性 | 股价相对基准波动在±10% 之间 |
| 减持 | 股价弱于基准 10%-20% |
| 卖出 | 股价弱于基准 20%以上 |
| 行业评级 | |
| 增持 | 行业股票指数超越基准 |
| 中性 | 行业股票指数基本与基准持平 |
| 减持 | 行业股票指数明显弱于基准 |

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
 邮政编码：518048
 电　　话：86 755 8249 3932
 传　　真：86 755 8249 2062
 电子邮件：lzrd@mail.hthsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
 邮政编码：200120
 电　　话：86 21 5010 6028
 传　　真：86 21 6849 8501
 电子邮件：lzrd@mail.hthsc.com.cn

免责申明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供投资建议。