

**2012年3月27日**

谢继勇

C0056@capital.com.tw

目标价(元)

25.00

### 公司基本资讯

产业别	金融服务		
A 股价(2012/3/27)	19.73		
上证综合指数(2012/3/27)	2347.18		
股价 12 个月高/低	25.08/17.89		
总发行股数 (百万)	8600.00		
A 股数 (百万)	6208.29		
A 市值 (亿元)	1224.90		
主要股东	香港中央结算 (代理人)有限公司(21.69%)		
每股净值 (元)	8.93		
股价/账面净值	2.21		
一个月	三个月	一年	
股价涨跌(%)	-8.53	3.57	-10.79

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2012-02-21	21.01	买入

### 产品组合

保险业务收入	87.65%
投资收益收入	11.88%
其他净收入	0.47%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	7.21%
券商集合理财	0.19%
一般法人	62.16%

### 股价相对大盘走势



## 中国太保(601601/2601.HK) Buy 买入 (维持)

**年报点评：新业务价值增速回落，但仍高于行业平均**

### 结论与建议

中国太保 2011 年实现净利润 83.13 亿元，YoY 下降 3%；扣除非经常性损益后的净利润 73.24 亿元，YoY 下降 14.6%；EPS 为 0.97 元，低于预期。由于第四季度仍受资本市场拖累，计提资产减值损失继续增加，同时赔付支出比例提升加速，导致业绩低于预期。公司全年总投资收益率 3.7%，同比下降了 1.6 个百分点，仅高于行业平均 0.1 个百分点。2011 年利润分配方案为每股派发现金股利 0.35 元。

展望未来，我们认为，公司专注于保险主业，在“聚焦营销，聚焦期缴”的策略下，寿险结构将会继续改善；产险保费增长稳健，综合成本率将会因竞争加剧而有所提升。我们预计 2012、2013 年太保可实现净利润 112 亿、131 亿元，同比分别增长 35%、17%；EPS 分别为 1.31 元和 1.53 元，目前 A 股股价相对 2012 年动态 PE 为 15 倍，P/EV 为 1.3 倍，隐含一年新业务乘数为 6 倍；估值仍具有较大吸引力，考虑到 2012 年投资收益改善将带来业绩大幅提升，给予买入的投资建议。

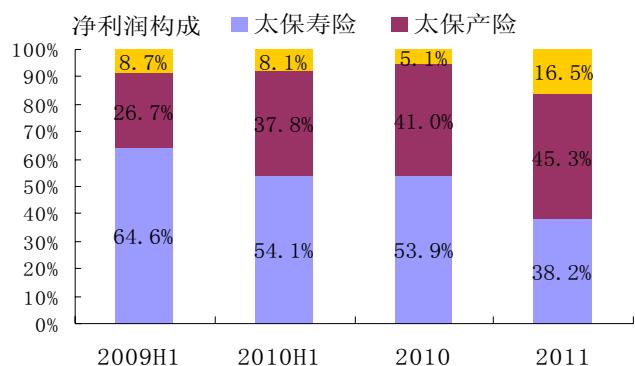
■ **寿险新业务价值增速放缓，但显著好于行业均值。**受通胀高企和相对投资收益下滑的影响，去年四季度寿险行业承保情况继续恶化，承保的低迷影响新业务价值的增长。太保寿险新业务价值全年增长 10.1%，与上半年 18.3% 的增速相比显著降低；但与同业相比仍处领先地位，高于平安 8.5% 和国寿的 1.8% 的新业务价值增速。我们认为太保寿险结构调整的效果显著优于同业，保费质量逐步向好，未来新业务价值增速仍可望获得好于行业均值的表现；预计 2012 年全行业新业务价值增长 10%，太保寿险增长 12%~14%。

■ **个险代理人保持增长，人均产能继续提升。**公司 2011 年个险新单保费业务收入 108.26 亿元，同比增长 19.26%；其中代理人数量增长 4.3%，人均产能提升 11.7%。公司为提高代理人留存率，在 2011 年对层级制的代理人制度进行了改进，加大了公司直接对代理人的培养。我们认为，随着公司对营销员管理的改善，有望减少代理人频繁流转，个险人均产能仍有较大的提升空间。银保渠道表现较差，新保业务和保费收入分别下降了 25.3% 和 7.8%，拖累寿险保费增长。展望未来，寿险承保整体尚未走出低迷，但随着通胀下行和对银保新规的适应，银保同比下滑趋势有望在二季度出现好转；个险则凭借营销员数量和个人产能的提升继续保持较快增长。

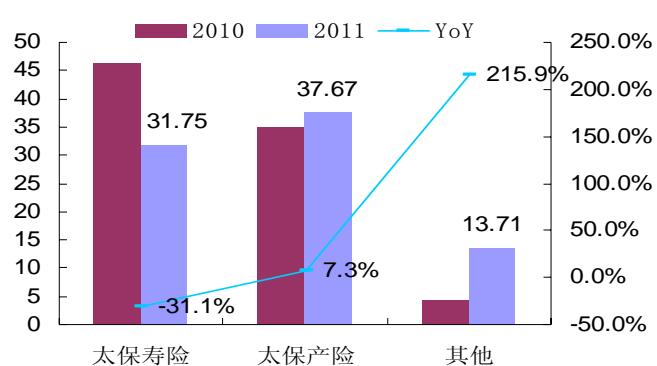
.....接续下页.....

年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011	2012F	2013F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	7,356	8,557	8,313	11,222	13,138
同比增减	%	449.37%	16.33%	-2.85%	34.99%	17.07%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.87	1.00	0.97	1.31	1.53
同比增减	%	398.66%	14.74%	-2.85%	34.99%	17.06%
市盈率(P/E)	X	22.65	19.74	20.32	15.05	12.86
股利 (DPS)	RMB 元	0.3	0.35	0.35	0.35	0.35
股息率 (Yield)	%	1.53%	1.78%	1.78%	1.78%	1.78%

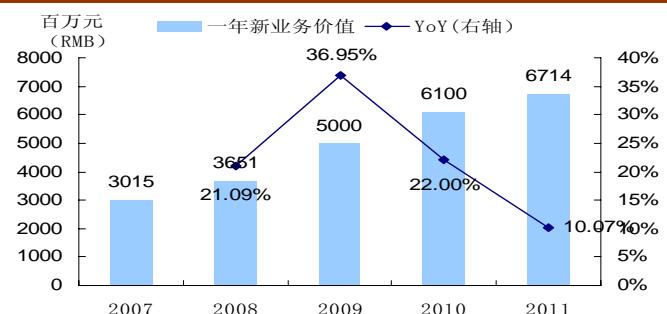
- **产险综合成本率在下半年显著上升，车险竞争将确认上涨趋势。**公司2011年综合成本率93.1%，同比下降了0.6个百分点；与上半年相比却提升了2个百分点，主要是受赔付成本上升的影响。由于产险赔付的监管趋于严格，车险费率市场化加剧竞争等原因，公司综合赔付率在下半年显著提升，影响了车险的承保利润率。尽管车险保费增长稳定，但由于综合成本率提升幅度高于预期，导致盈利增速有所下滑。展望未来，我们认为，车险竞争加剧将是长期趋势，未来综合成本率仍面临继续提升的压力，因此，我们判断2011年或是产险景气的高峰。但考虑到公司较好的管理水平和规模优势，综合成本率提升幅度有限，在投资转暖的情况下，太保产险仍可保持较高的盈利水平。
- **投资收益率显著下滑，但久期匹配持续改善。**公司2011年投资收益193亿元，比上年减少36.4亿元；总投资收益率3.7%，同比大幅下降了1.6个百分点。公司在2011年加大了固定收益类资产的配置比例，定期存款和债券投资计划的比例提升3.1个百分点。我们认为，公司对资产配置比例的调整有助于加长资产久期、降低与负债久期匹配风险。公司2012年投资仍以防御为主，由于去年资本市场跌幅较大，股指已处较低区间，投资表现好于去年将是大概率事件；预计2012年投资收益率将较去年明显提升，全年可望达到4.5%~5.0%。
- **产寿险偿付能力充足，一季度浮亏转回将提升净资本。**公司产寿险偿付能力充足，截至报告期末太保寿险和太保产险的偿付能力充足率分别为187%和233%，均处于行业较高水平。由于今年前两个月股市回暖，公司可供出售类投资的浮亏有望部分转回，公司净资本的增加将有助于偿付能力提升，短期内无再融资的压力。我们认为公司偿付能力充足率行业领先，经营风格稳健，具备较高的抗风险能力。

**图1、太保利润构成**


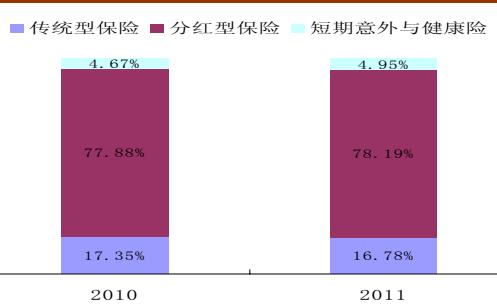
资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

**图2、产寿险利润规模及增速**


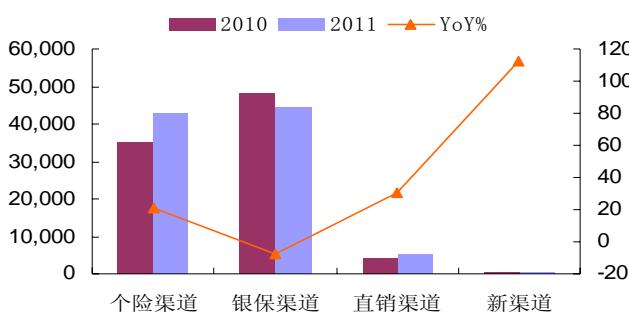
资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

**图3、寿险新业务价值增速下滑**


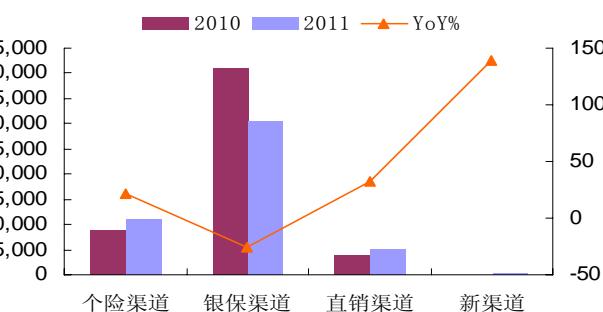
资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

**图4、分红险占比继续提升**


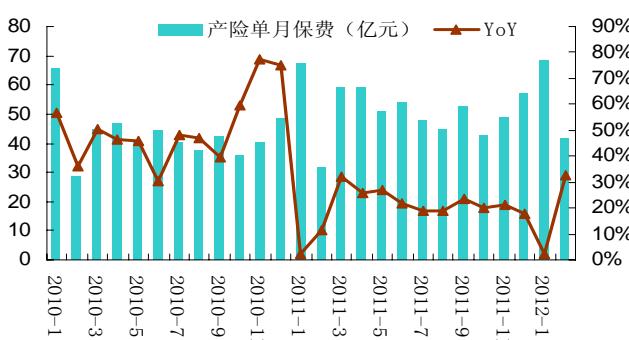
资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

**图 5、寿险分渠道保费收入情况 (单位: 百万元)**


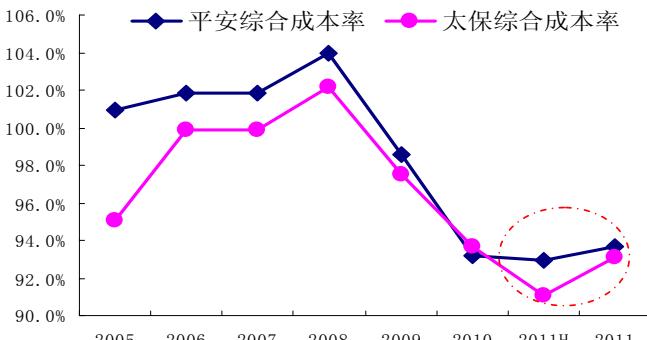
资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

**图 6、寿险首年保费 (单位: 百万元)**


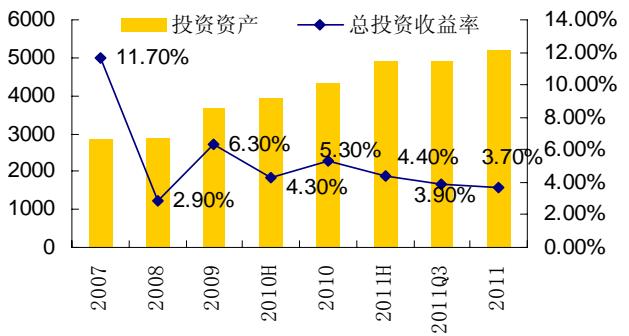
资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

**图 7、太保产险保费**


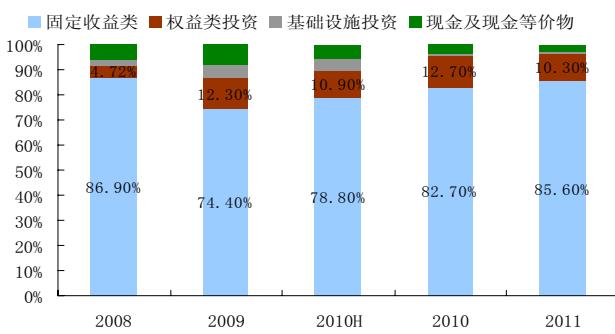
资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

**图 8、太保产险综合成本率变化**


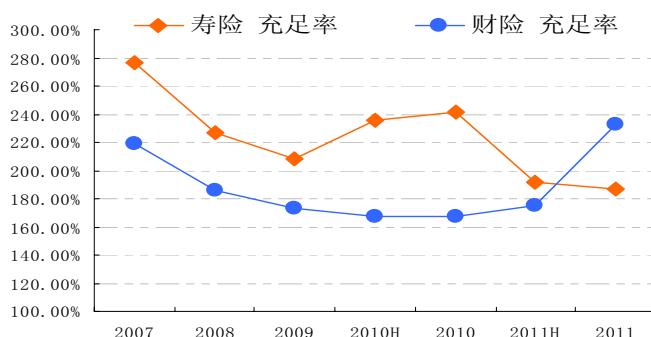
资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

**图 9、太保投资资产规模和收益率**


资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

**图 10、投资资产配置**


资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

**图 11、太保偿付能力充足率**


资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 StrongBuy (ER  $\geq 30\%$ ): 买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ ): 强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

#### 附一: 合并损益表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
营业收入	104,313	141,662	134,428	172,471	181,422
已赚保费	84,127	119,751	113,732	149,299	157,879
保险业务收入	96,342	139,555	154,958	173,763	182,083
提取未到期责任准备金	2424	6382	13230	7088	5996
投资收益	19,529	21,067	20,075	21,280	21,628
营业支出	94,772	130,972	147,288	158,359	165,098
退保金	4,386	4,489	9,588	8,074	8,945
赔付支出	30,494	34,523	41,452	48,898	48,206
提取保险责任准备金	39,225	64,707	61,795	67,076	70,509
保险手续费及佣金支出	8,820	11,198	13,226	13,897	15,021
营业利润	9,541	10,690	9,642	14,113	16,325
利润总额	9,506	10,670	10,399	14,142	16,353
净利润	7,356	8,557	8,313	11,222	13,138

#### 附二: 合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
货币资金	30123	14960	18,308	20,827	23,693
定期存款	86371	106772	125,991	141,412	158,721
交易性金融资产	333	3604	4,168	4,819	5,573
可供出售金融资产	118475	119759	143,711	168,113	196,658
持有至到期投资	104618	157360	198,274	235,232	279,079
其他资产合计	57,267	73,256	74,075	88,229	104,702
资产合计	397187	475711	564,526	658,633	768,427
保户储金及投资款	52179	51354	58,544	67,325	77,424
未到期责任准备金	15863	23407	30,429	38,036	47,545
寿险责任准备金	201249	258797	310,556	357,140	410,711
其他负债合计	52,223	60,602	64,208	83,095	106,224
负债合计	321514	394160	463,737	545,596	641,905
股本	8483	8600	8,600	8,600	8,600
股东权益总额	74651	80297	88,327	95,393	103,024
负债和所有者权益总计	397,187	475,711	564,526	658,633	768,427

#### 附三: 合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
经营活动产生的现金流量净额	38,474	61,618	55,527	64,034	73,844
投资活动产生的现金流量净额	-46,677	-70,600	-84,112	-90,841	-98,108
筹资活动产生的现金流量净额	20,871	-3,383	26,114	-5,223	6,267
现金及现金等价物净增加额	12,665	-12,678	-2,594	-32,030	-17,997

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。