

寿险保费结构优化趋势加速

买入调高

目标价格：28 元

投资要点:

- 寿险个险新单增幅近半，保费结构优化效率领先市场同业
- 产险增速回落，巨额存量仍为太保净利重要支柱
- 资产减值准备计提带来净利润下行，但后续影响并不显著
- 上海个税递延试点大幕将启，中国太保将成为标志性标的

报告摘要:

- 太保一季度实现净利润 6.52 亿元，每股收益 0.08 元，同比下降 81.1%。实现保险业务收入 494 亿元，同比增加 2.6%。
- 寿险个险新单增幅近半，保费结构优化效率领先市场同业。我们预计中国太保在 a 股四家险企中，改善幅度相较最优，太保寿险保费增长主要由个险渠道拉动，季度增幅预计超过 20%，领先 a 股险企。太保“聚焦期缴，聚焦营销”战略后续不断发酵，预计三月个险新单增幅同比近半。
- 对于太保寿险，我们建议关注承保端的保费结构迅速优化。更优良的保费结构，更长的保障期限，更高的保障比例，才是拉动公司新业务价值，长期持续增厚净资产的原动力之所在。
- 产险增速回落，巨额存量仍为太保净利重要支柱。外资财险将进入交强险竞争领域，现时车险市场竞争程度已很充分，竞争力相对薄弱的外资财险进入之后，产品形态或者市场需求并没有出现变化，现有格局将趋于稳定。产险市场缓慢进入下行通道，但下行加速好于之前市场预期，因此仍可将其视作公司利润增长的强力支持。在此背景之下，市场大势已定，太保本身竞争力亦无担忧之处。
- 资产减值准备计提带来净利润下行，但后续影响并不显著。预计在此轮减值过程将在年中结束，从一季报亦可观察到，净资产增厚主要由资本公积拉动，如果后期资产公允价值回升，将进一步增厚净资产。
- 上海个税递延试点大幕将启，中国太保将作为标志性标的，保费收入率先得到新的增长点。
- 合理估值区间 28-30 元。上调至买入评级。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
EPS	0.9	1.0	1.0	1.2	1.5
BVPS	8.7	9.3	8.9	10.4	11.9
EV	6.0	8.2	8.5	8.4	9.4
NBV	0.7	0.9	1.0	1.0	1.1
市盈率	25.4	21.8	22.5	18.0	14.4
市净率	2.5	2.3	2.4	2.1	1.8

非银行金融研究组

分析师:

黄立军 (S1180209070180)

电话: 010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

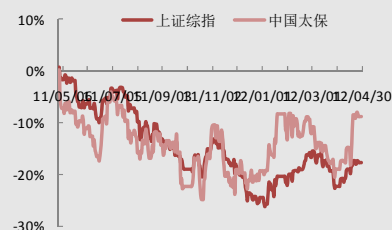
联系人:

唐子佩 (S0130111110630)

电话: 010-88013605

Email: tangzipei@hysec.com

市场表现



相关数据

总股本(万股)	860000
实际流通 A 股(万股)	620829
限售的流通 A 股(万)	7841
流通 A 股市值(亿元)	1348

数据来源: wind 资讯

相关研究

- 《宏源证券 * 点评报告 * 中国太保: 下半年 NBV 增速快速下降 * 601601 * 非银行金融 * 黄立军 邢波》，2012.3
- 《宏源证券 * 季报点评 * 中国太保: 承保、投资两重天 * 601601 * 非银行金融 * 黄立军 邢波》，2011.10
- 《宏源证券 * 中报点评 * 中国太保: 投资业绩领先同业 * 601601 * 非银行金融 * 黄立军、邢波》，2011.8

目录

一、 事件.....	3
二、 保费结构转型进行时，短期增长趋缓，长期确定上行.....	3
（一）寿险个险新单增幅近半，保费结构优化效率领先市场同业.....	3
（二）产险增速回落，巨额存量仍为太保净利重要支柱	4
（三）资产减值准备计提带来净利润下行，但后续影响并不显著.....	6
（四）太保将成为个税递延优惠的标志性标的	6
三、 投资建议.....	6

插图

图 1： 2012 年寿险市场保费增长略有改善.....	3
图 2： 中国太保今年前三月寿险保费基本与去年同期持平	4
图 3： 中国太保今年前两月寿险市场占有率有所回升，预期一季度增幅将继续上升	4
图 4： 2012 年产险市场颓势已去，但高峰难再起.....	5
图 5： 中国太保今年前三月产险保费 173 亿元，同比上涨 9.5%.....	5
图 6： 中国太保今年前两月产险市场占有率保持稳定.....	6

表格

表 1： 中国太保(601628.sh)： 财务比例预测（人民币百万元）	7
--	---

一、事件

中国太保 4 月 27 日晚间发布季度报告称，2012 年第一季度，公司实现净利润 6.52 亿元，每股收益 0.08 元，同比下降 81.1%。一季度中国太保实现保险业务收入 494 亿元，同比增加 2.6%。寿险收入 321 亿元，同比下降 0.6%，财险收入为 173 亿元，同比上涨 9.3%。退保金同比增长 96% 至 32 亿元。

二、保费结构转型进行时，短期增长趋缓，长期确定上行

（一）寿险个险新单增幅近半，保费结构优化效率领先市场同业

中国太保今年前三月按照《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 321 亿元，与去年同期 323 亿元同比下降 0.6%，单月保费同比下降 3.4%。

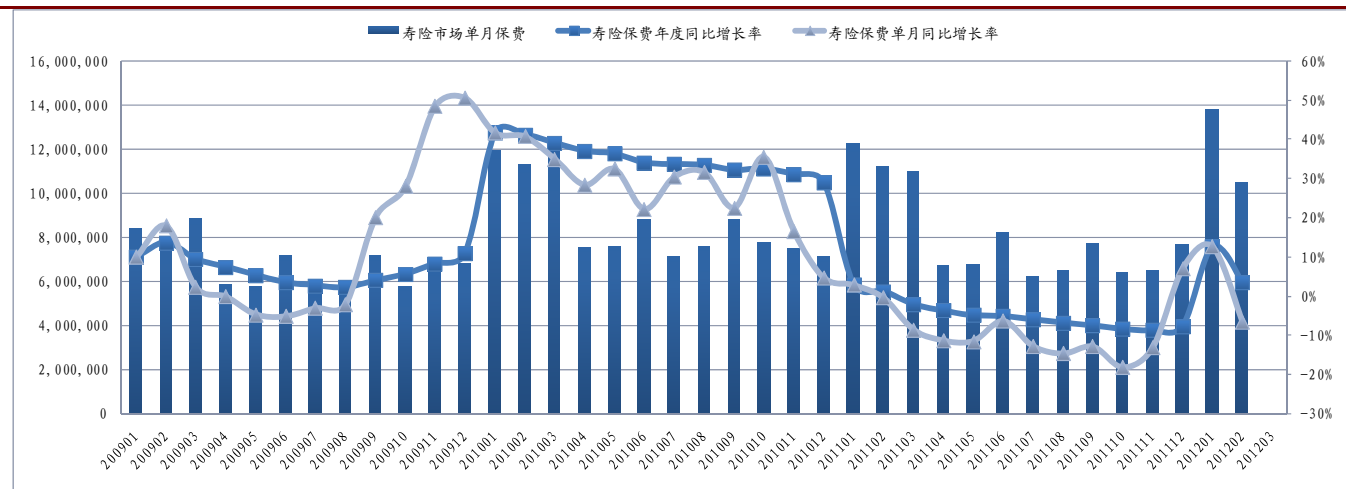
在渠道保费方面，我们预计中国太保在 a 股四家险企中，改善幅度相较最优。与新华保险类似，太保寿险保费增长主要由个险渠道拉动，渠道增幅也与新华并驾齐驱，季度增幅预计超过 20%，领先 a 股险企。太保“聚焦期缴，聚焦营销”战略后续不断发酵，预计三月个险新单增幅同比近半，在全市场个险新单增幅迟缓的大背景下尤为难得。

市场占有率方面，今年前二月，寿险市场集中度一路下行，中国太保前两月市占率小幅回升，预期三月市占率将继续上升。

一季度退保同比大幅上升，我们预计可能是来自银保渠道的退保高峰仍未过去。但依据宏源证券非银组判断，由于此波退保高峰主要由于去年下半年市场资金紧张所起。随着二季度紧张局面逐渐缓解，且上期退保基数上升，此次退保高峰将由峰值日渐回落。

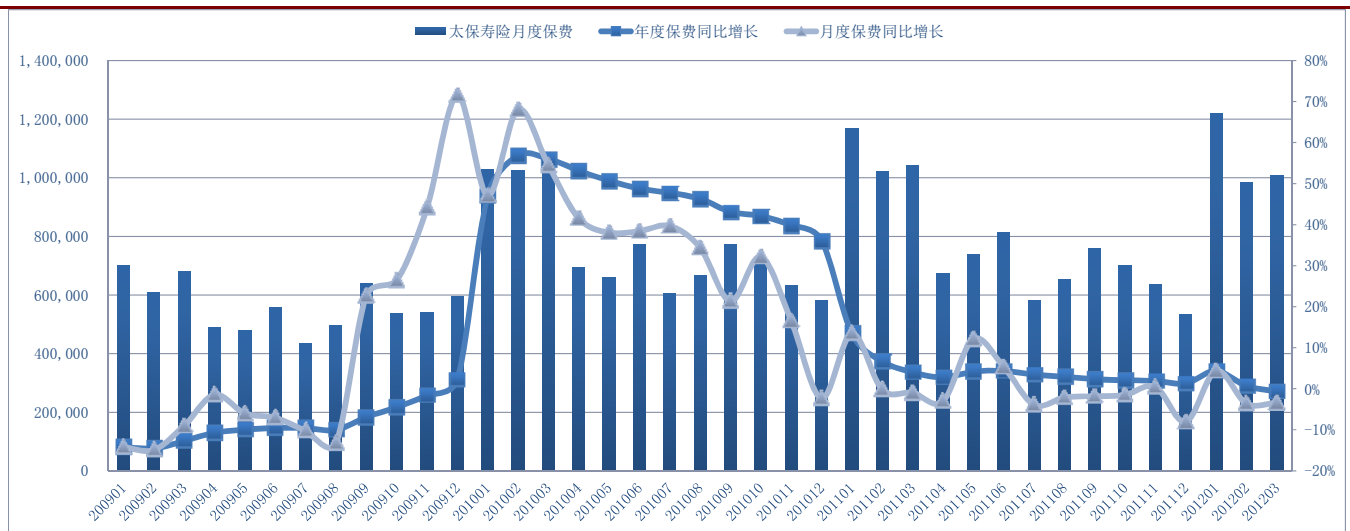
对于太保寿险，我们建议关注承保端的保费结构迅速优化。更优良的保费结构，更长的保障期限，更高的保障比例，才是拉动公司新业务价值，长期持续增厚净资产的原动力之所在。

图 1：2012 年寿险市场保费增长略有改善



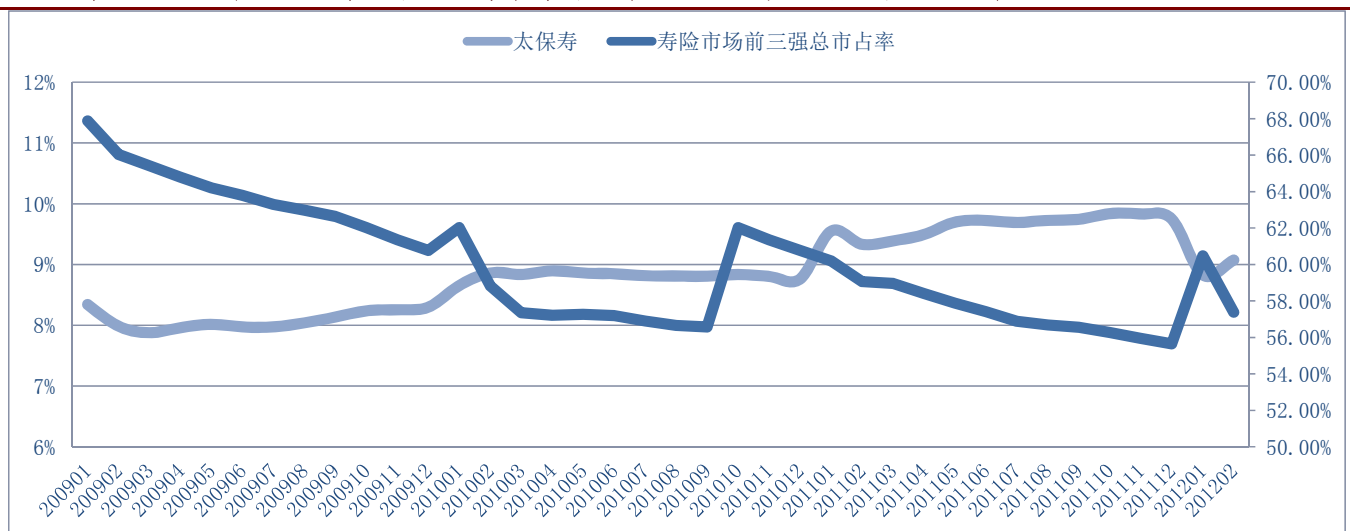
资料来源：宏源证券，circ

图 2: 中国太保今年前三月寿险保费基本与去年同期持平



资料来源: 宏源证券, circ

图 3: 中国太保今年前两月寿险市场占有率有所回升, 预期一季度增幅将继续上升



资料来源: 宏源证券, circ

(二) 产险增速回落, 巨额存量仍为太保净利重要支柱

中国太保今年前三月按照《保险合同相关会计处理规定》处理后的产险保费达到人民币 173 亿元, 与去年同期 158 亿元同比上涨 9.5%, 单月保费同比上涨 7.1%。

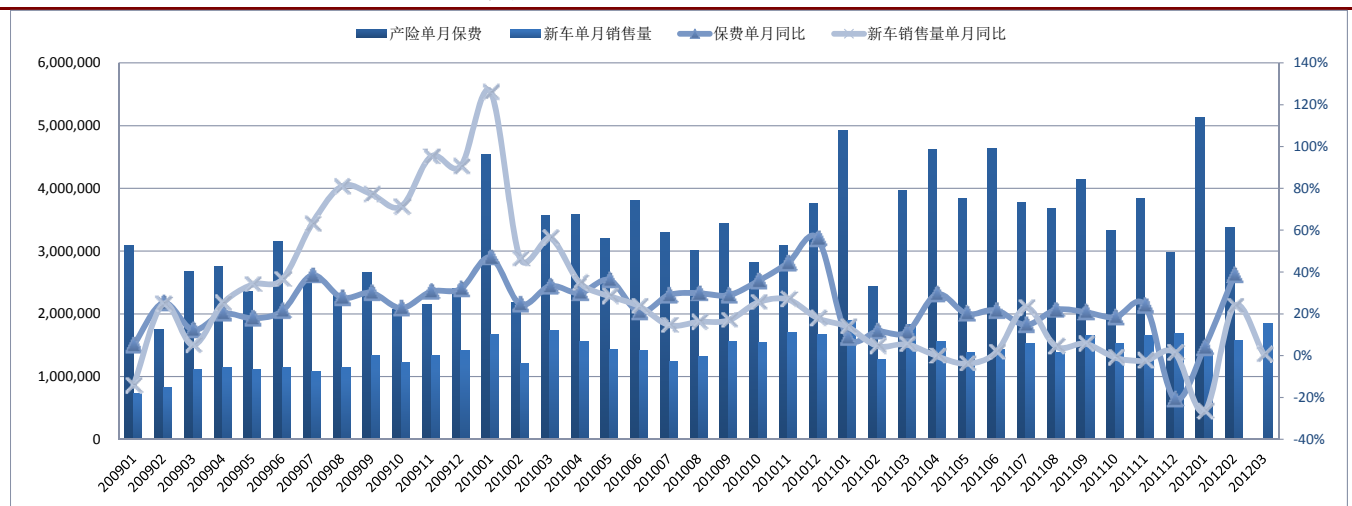
进入五月之后, 外资财险将进入交强险竞争领域。我们判断此举对太保产险并无大碍。现时车险市场竞争程度已很充分, 经过规范化经营之后所达到的综合成本率也日渐稳定, 竞争力相对薄弱的外资财险进入之后, 产品形态或者市场需求并没有出现变化, 现有格局将趋于稳定, 产险市场大势将仍由自身动力驱动。

然而根据产险市场保费所示, 二月始产险保费有所回升, 我们预期即将公布的一季度保费也将延续这个趋势。但是总体看来, 产险市场高增长态势难以再启。我们预期由于车险市场件均保额的提升会减缓车险市场下滑速度, 但是仍无法扭转保费增速下滑趋势。产

险市场缓慢进入下行通道已成定局，但是根据目前的数据反映，下行加速好于之前市场预期，尽管利润贡献力度日渐衰微，但至少不会在短时期内迅速下降，因此仍可将其视作综合类保险公司利润增长的强力支持。此上分析也成为我们对产险走势的总体趋势把握。

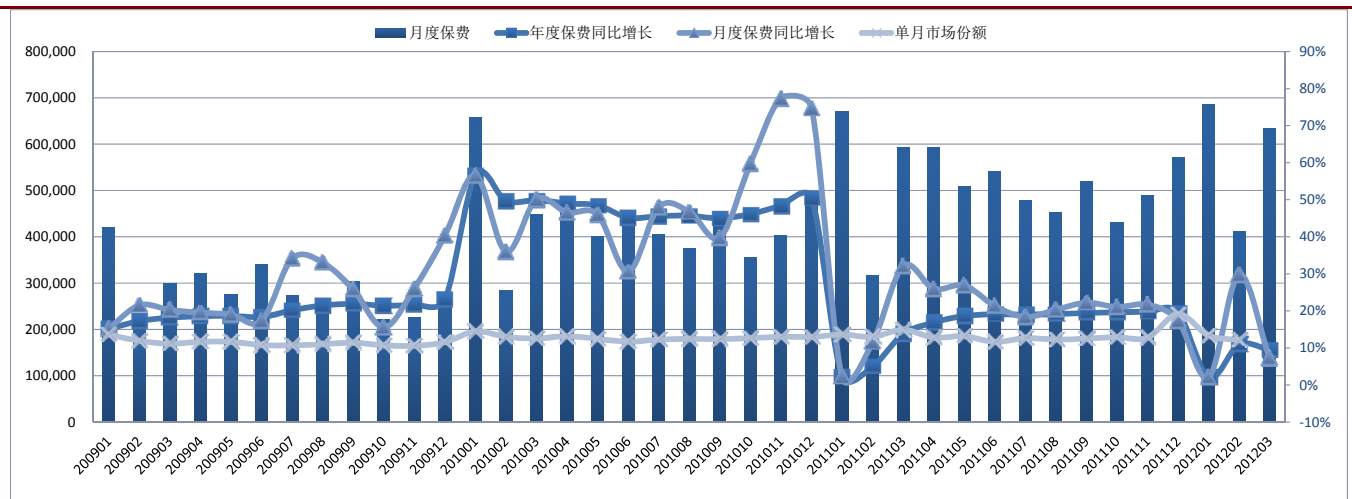
因此在此背景之下，市场大势已定，太保本身竞争力亦无担忧之处，我们总体判断太保产险仍将继续成为公司利润的贡献支柱。

图 4：2012 年产险市场颓势已去，但高峰难再起

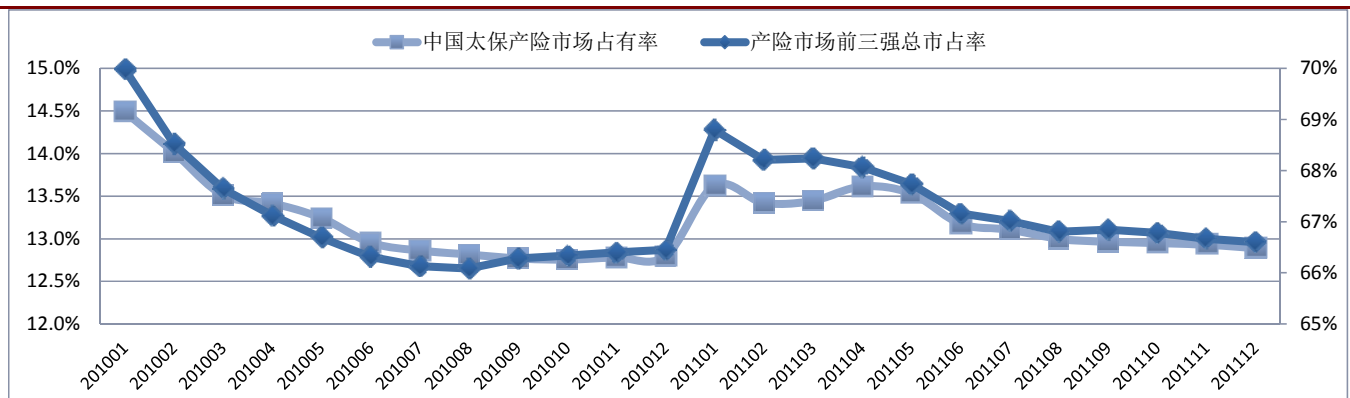


资料来源：宏源证券，circ

图 5：中国太保今年前三月产险保费 173 亿元，同比上涨 9.5%



资料来源：宏源证券，circ

图 6：中国太保今年前两月产险市场占有率保持稳定


资料来源：宏源证券，circ

（三）资产减值准备计提带来净利润下行，但后续影响并不显著

一季度报表最显著的科目即为资产减值准备计提的 137 亿元人民币，同比增幅达到 1035%，并拉低太保净利剧烈下行。由于各家计提原则不同，面临一季度资本市场不振，总体上一季度均出现大幅度的减值计提。我们总体判断在此轮减值过程将在二季度结束，从太保资产负债表亦可观察到，一季度净资产增厚主要由资本公积拉动，如果后期资产公允价值回升，将进一步增厚净资产。

（四）太保将成为个税递延优惠的标志性标的

寿险市场进入持续一年多的长期低迷以来，税延养老产品作为可能推动寿险市场未来十年增长的原动力，而受到广泛关注。进入四月份以来，市场预期日益强烈。上海试点大幕将启，中国太保将作为标志性标的，保费收入率先得到新的增长点。

三、投资建议

太保寿险保费出现回调，但是我们看好业务结构已实现的迅速优化对全年新业务价值的推动力，同时产险也将为全年利润增长持续加力。在 2012 年 13 倍新业务价值倍数的保守估值下，合理股价估值区间 28-30 元。在 2012-2014 年，每股内含价值估值为 8.4/9.4/11.0 元，EPS 分别为 1.2/1.5/2.2 元，隐含 PE 分别为 18/14/10x。

合理估值区间 28-30 元。上调至买入评级。

表 1: 中国太保(601628.sh): 财务比例预测 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表							资产负债表						
保险业务收入	96342	139555	154958	154240	172935	196158	资产总额	397187	475711	433239	596446	714499	863912
投资收益	19389	21067	20075	26512	32030	37662	交易类金融资产	333	3604	2907	4002	4794	5797
营业收入	104313	141662	157934	182732	207051	236041	可供出售类金融资产	118475	119759	117592	161891	193933	234488
提取保险责任准备金	-39225	-64707	-61795	-66686	-68126	-70746	持有到期类金融资产	104618	157360	202536	278834	334023	403873
退保金	-4386	-4489	-9588	-9588	-11206	-12852	投资资产	343355	406242	345161	475188	569240	688278
赔款支出	-30494	-34523	-41452	-50308	-59950	-71106	其他非投资资产	53832	69469	88078	121258	145258	175634
保单红利支出	-2053	-3399	-3807	-22471	-26098	-29772	负债总额	321514	394160	492557	505264	610678	741447
业务及管理费用	-13237	-16989	-20056	-15299	-19134	-21644	保险合同准备金	236152	307186	374931	384603	464844	564385
营业支出	-94772	-130972	-148292	-169693	-190745	-212301	应付保单红利	5113	7110	9132	9368	11322	13746
税前利润	9506	10670	10399	13038	16306	23739	股东权益	74651	80297	76796	89736	102174	120522
净利润	7473	8665	8393	10516	13156	19151	权益合计	75673	81551	78055	91182	103821	122465
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
收入增长							资产/负债增长率						
已赚保费收入增长	27.2%	44.9%	14.6%	-0.5%	12.1%	13.4%	总资产增长率	-60%	20%	-20%	38%	20%	21%
投资收益增长	47.3%	8.9%	-4.7%	34.6%	20.8%	17.6%	投资资产增长率	-63.0%	18.3%	-23.9%	37.7%	19.8%	20.9%
营业收入增长	29.1%	35.8%	11.5%	15.7%	13.3%	14.0%	总负债增长率	-62.4%	22.6%	5.9%	2.6%	20.9%	21.4%
支出增长							寿险准备金增长率	-69.7%	30.1%	2.5%	2.6%	20.9%	21.4%
退保金	10.4%	2.3%	113.6%	0.0%	16.9%	14.7%	股东权益增长	-44.7%	7.6%	2.9%	16.8%	13.9%	18.0%
赔款支出	-2.9%	13.2%	20.1%	21.4%	19.2%	18.6%	每股数据						
准备金提转差	81.9%	65.0%	-4.5%	7.9%	2.2%	3.8%	股本	8483	8600	8600	8600	8600	8600
保单红利支出	-20.1%	65.6%	12.0%	490.3%	16.1%	14.1%	EPS	0.9	1.0	1.0	1.2	1.5	2.2
佣金及手续费	33.7%	27.0%	18.1%	-22.3%	18.5%	10.2%	BVPS	8.7	9.3	8.9	10.4	11.9	14.0
业务及管理费用	15.8%	28.3%	18.1%	-23.7%	25.1%	13.1%	EV	6.0	8.2	8.5	8.4	9.4	11.0
净利润增长	180.2%	16.0%	-3.1%	25.3%	25.1%	45.6%	NBV	0.7	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2
盈利能力							当期市价						
营业净利率	7.6%	6.1%	5.4%	6.7%	7.5%	9.6%	21.74	21.74	21.74	21.74	21.74	21.74	21.74
总资产周转率	24.3%	29.3%	35.8%	25.9%	24.2%	22.7%	市盈率	25	22	22	18	14	10
ROE	9.9%	10.7%	10.8%	11.6%	12.7%	15.6%	市净率	2.5	2.3	2.4	2.1	1.8	1.6
ROA	1.9%	1.8%	1.9%	1.7%	1.8%	2.2%	内含价值倍数	3.6	2.6	2.6	2.6	2.3	2.0
ROAE	6.5%	11.0%	10.6%	12.5%	13.5%	16.9%	隐含新业务倍数	11.2	8.8	6.5	4.4	0.0	-4.8
ROAA	1.5%	1.7%	1.8%	1.6%	1.6%	2.2%							
杠杆	5.3	5.9	5.6	6.6	7.0	7.2							

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

分析师姓名: 黄立军, 宏源证券研究所非银行金融行业研究员, 中国人民银行研究生院金融硕士, 2009 年加盟宏源证券研究所。2008 年新财富非银行金融行业最佳分析师第三名。2009 年今日投资非银行金融行业第一名。

主要研究覆盖公司: 中国太保、中国太保、中国平安、中信证券、海通证券、招商证券、光大证券、东北证券、长江证券等。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	赵胤
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085230 zhaoyin@hysec.com
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。