

个险新单增幅继续领先行业

增持 维持

目标价格：27.10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

- 太保于5月15日晚间发布公告，今年前四月寿险和产险保费收入分别为人民币379亿元和232亿元，同比分别下降3%，上涨10%。
- 受四月传统淡季影响，个险新单增幅有所回落，但我们估测仍保持三成左右的高增速。一方面，太保继续“聚焦期缴，聚焦营销”的基本战略，在营销渠道推行高价值率的产品考核力度，另一方面，太保在各分公司开展直团开拓，同时在各分支机构推行开发客户第二张保单。两方面举措刺激个险新单增幅，结构优化促进价值增长。
- 太保银保渠道前四月同比降幅预计维持在20%左右，保费环比下降空间已不大，预计二季度末单月同比下降将结束。太保部分分支机构四月银保保费收入已不足去年十分之一，总体判断银保保费收入已经见底，环比出现上升势头。即将开始的五六联动也将进一步支撑业绩。
- 寿险板块总体看好保费结构优化带来的新业务价值率提升，目前太保在结构优化效率居同业前列，上半年保费增幅受困于银保不振，但总体判断全年新业务价值总量仍将得到有力支撑。
- 产险增速回落趋势已经非常显著，全年净利贡献率预期将下降。产险市场缓慢进入下行通道，太保产险保费下行加速明显，虽仍好于之前市场预期，但全年综合成本率上升趋势也已经明确。车险保费及利润下行已经明确，非车险市场成为竞争热点，总体利润将步入下行区间。
- 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。
- 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27-28元。在2012-2014年，内含价值倍数2.7/2.5/2.2x，隐含新业务倍数7.4/5.6/3.5x。维持增持评级。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
EPS	1.0	0.6	0.9	1.2	1.3
BVPS	9.3	6.8	6.8	8.8	10.2
EV	8.2	10.4	11.6	13.1	15.0
NBV	0.9	0.7	0.9	0.9	0.9
市盈率	21.8	22.5	42.6	27.5	24.9
市净率	2.3	2.4	2.4	2.2	2.0

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

A股收盘价(元)	21.03
总股本(万股)	860000
实际流通A股(万股)	620829
流通A股市值(亿元)	1305.60

数据来源：wind资讯

相关研究

1 《宏源证券 * 调研报告 * 中国太保：20120511 山东分公司产寿险调研纪要 * 601601 * 非银行金融 * 唐子佩、黄立军》，2012.5

2 《宏源证券 * 季报点评 * 中国太保：寿险保费结构优化趋势加速 * 601601 * 非银行金融 * 黄立军、唐子佩》，2012.5

图 1：2012 年寿险市场保费增长略有改善



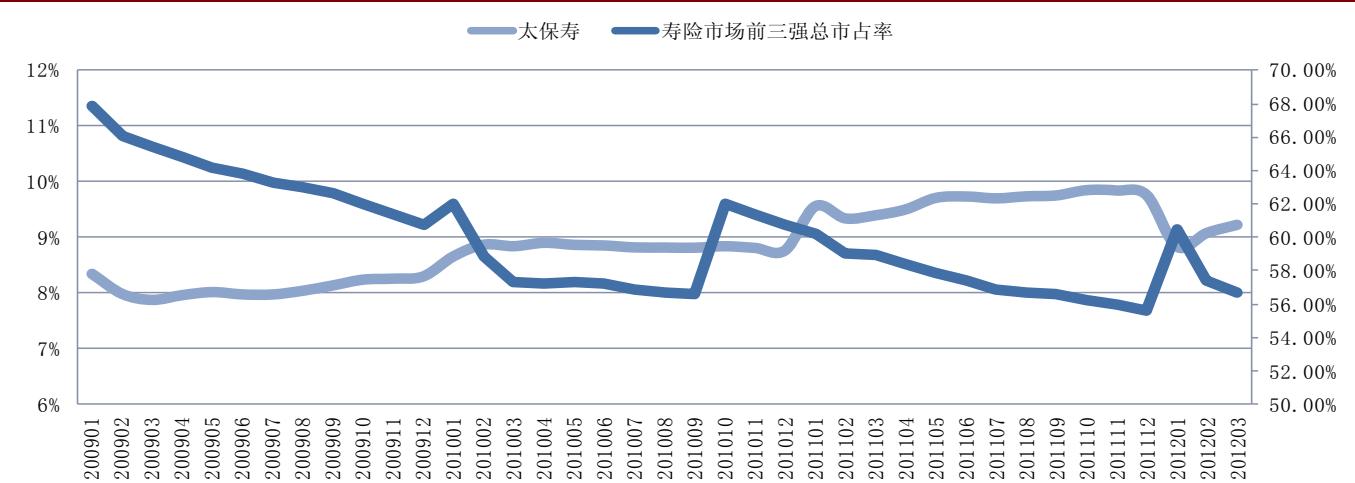
资料来源：宏源证券，circ

图 2：中国太保今年前四月寿险保费 379 亿元，与去年同比下降 3%，单月 58 亿元同比下降 14%



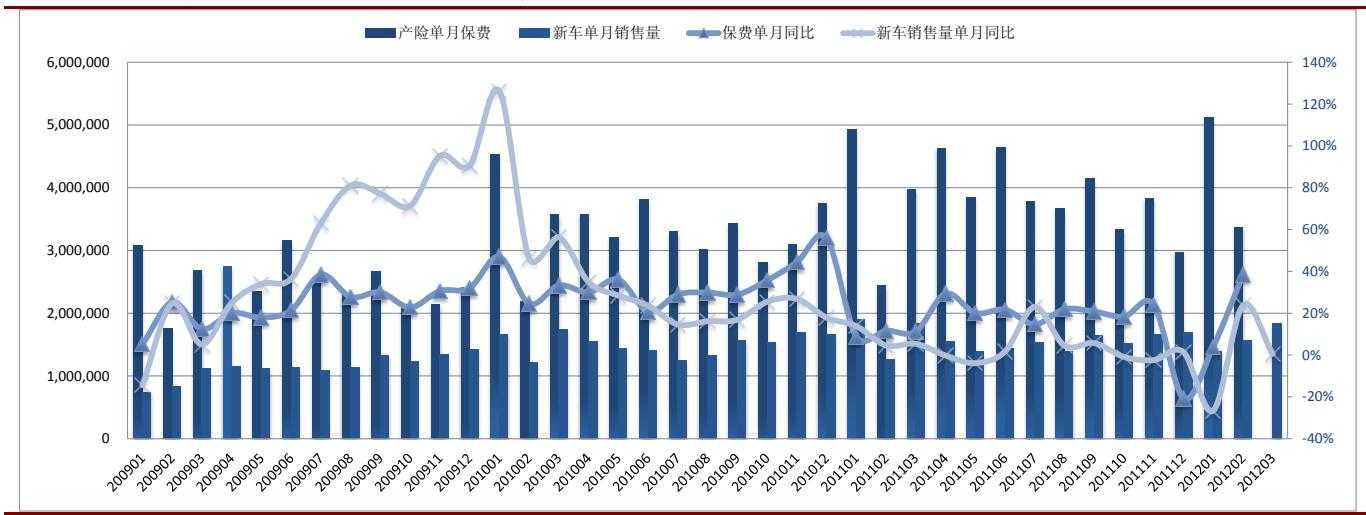
资料来源：宏源证券，circ

图 3：中国太保今年前三月寿险市场占有率达到 9.2%



资料来源：宏源证券，circ

图 4：2012 年产险市场颓势已去，但高峰难再起



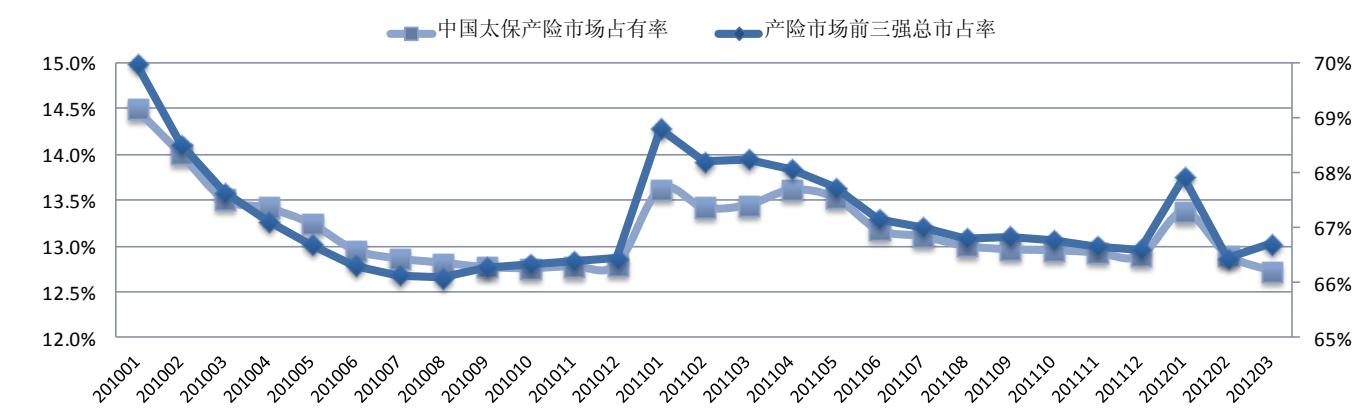
资料来源：宏源证券，circ

图 5：中国太保今年前四月产险保费 173 亿元，同比上涨 9.5%，单月同比上涨 4.7%



资料来源：宏源证券，circ

图 6：中国太保今年前三月产险市场占有率持续下滑



资料来源：宏源证券，circ

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												
退保金	10.4%	2.3%	113.6%	0.0%	16.9%	14.7%	寿险准备金增长率	-69.7%	30.1%	2.5%	2.6%	20.9%	21.4%
赔款支出	-2.9%	13.2%	20.1%	21.4%	19.2%	18.6%	股东权益增长	-44.7%	7.6%	2.9%	16.8%	13.9%	18.0%
准备金提转差	81.9%	65.0%	-4.5%	7.9%	2.2%	3.8%	每股数据						
保单红利支出	-20.1%	65.6%	12.0%	490.3%	16.1%	14.1%	股本	8483	8600	8600	8600	8600	8600
佣金及手续费	33.7%	27.0%	18.1%	-22.3%	18.5%	10.2%	EPS	0.9	1.0	1.0	1.2	1.5	2.2
业务及管理费用	15.8%	28.3%	18.1%	-23.7%	25.1%	13.1%	BVPS	8.7	9.3	8.9	10.4	11.9	14.0
净利润增长	180.2%	16.0%	-3.1%	25.3%	25.1%	45.6%	EV	6.0	8.2	8.5	8.4	9.4	11.0
盈利能力	NBV												
营业净利率	7.6%	6.1%	5.4%	6.7%	7.5%	9.6%	当期市价	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

华北 区域	郭振举	牟晓凤	李倩	王燕妮
	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88083561 liqian@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com
华东 区域	张璐	赵佳	奚曦	孙利群
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com
华南 区域	贾浩森	孙婉莹	罗云	李岚
	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	0755-82934785 sunwanying@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com	021-51782236 lilan@hysec.com
QFII	方芳	胡玉峰		
	010-88085842 fangfang@hysec.com	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。