



寿险结构优化进程仍在继续

增持维持

目标价格：27.0 元

投资要点：

- 公开数据已经确认太保寿险结构领先全行业
- 产险增速回落，巨额存量仍为太保净利重要支柱

- 太保于6月11日晚间发布公告，今年前五个月寿险和产险累计原保险业务收入，分别为人民币456亿元、人民币290亿元，同比分别下降1.8%，上涨8.2%。
- 太保个险新单增幅继续回落，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。从保监会公布数据来看，1季度太保寿险标准保费收入66.83亿元，同比增长6.17%，同期规模保费332.63亿元，同比增长-0.95%，我们预计主要来源于10年期以上保费的结构性增长。全年新业务价值率确认强烈支撑。
- 太保银保渠道前五个月同比降幅预计升至20%，总体判断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。
- 太保标准保费增速已经高出规模保费逾7个百分点，我们总体看好保费结构优化带来的新业务价值率提升，全年新业务价值总量仍将得到有力支撑。
- 产险板块增幅稳健，但考虑到全年综合费用率可能上升较大幅度，全年净利贡献率预期将下降。太保产险保费下行加速已获确认，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，总体利润提振艰难。
- 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2.5/2.4/2.1x，隐含新业务倍数6.1/4.5/2.5x。维持增持评级。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
EPS	1.0	1.0	0.5	0.8	0.9
BVPS	9.3	8.9	8.9	9.8	10.7
EV	8.2	8.5	8.1	8.7	9.8
NBV	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2
市盈率	20.6	21.2	40.2	25.9	23.5
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

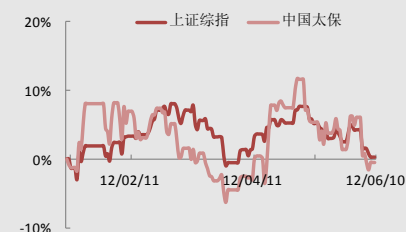
联系人：

唐子佩

电话：010-88013605

Email：tangzipei@hysec.com

市场表现



相关数据

A股收盘价(元)	20.50
总股本(万股)	860000
实际流通A股(万股)	620829
流通A股市值(亿元)	1,272.70

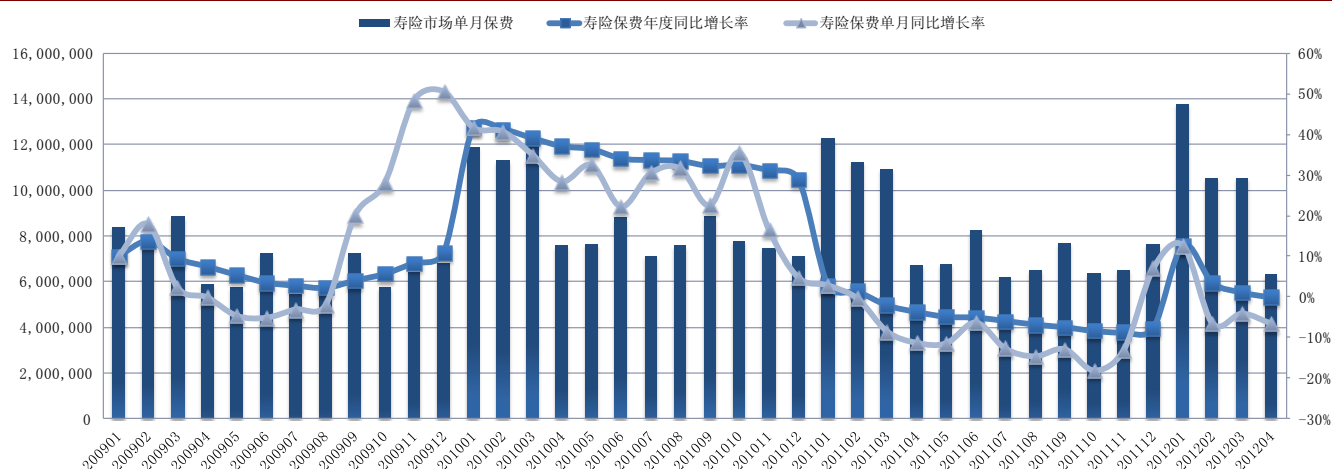
数据来源：wind 资讯

相关研究

- 1 《宏源证券 * 动态跟踪报告 * 中国太保：个险新单增幅继续领先行业 * 601601 * 非银行金融 * 黄立军、唐子佩》，2012.5
- 2 《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
- 3 《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

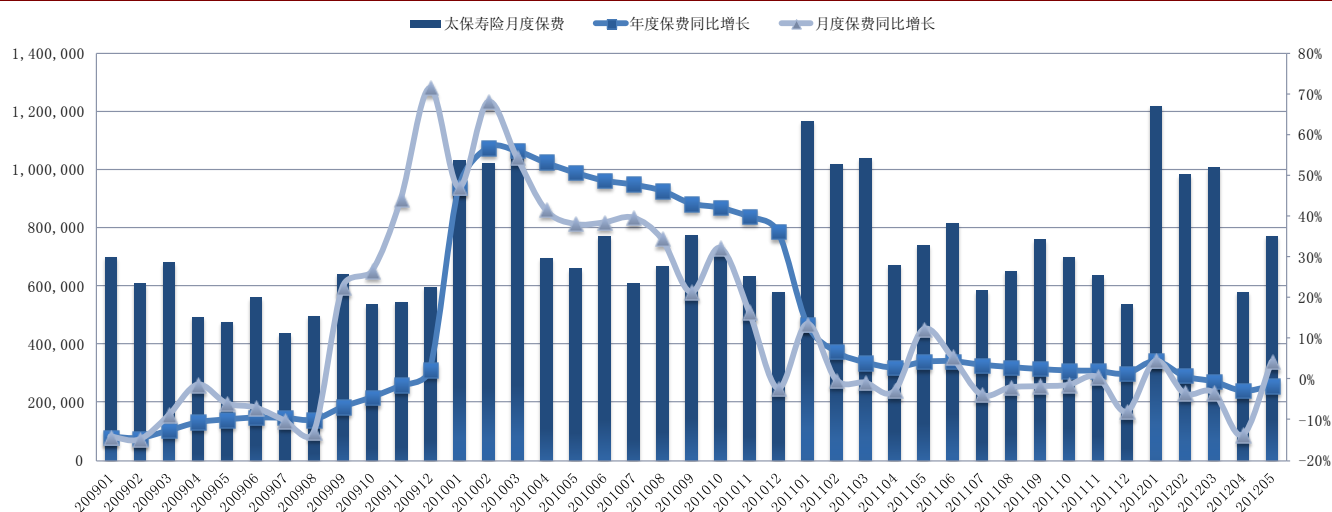
* 北研仁公和 * 井二安 * 唐子佩

图 1：2012 年寿险市场保费增长略有改善



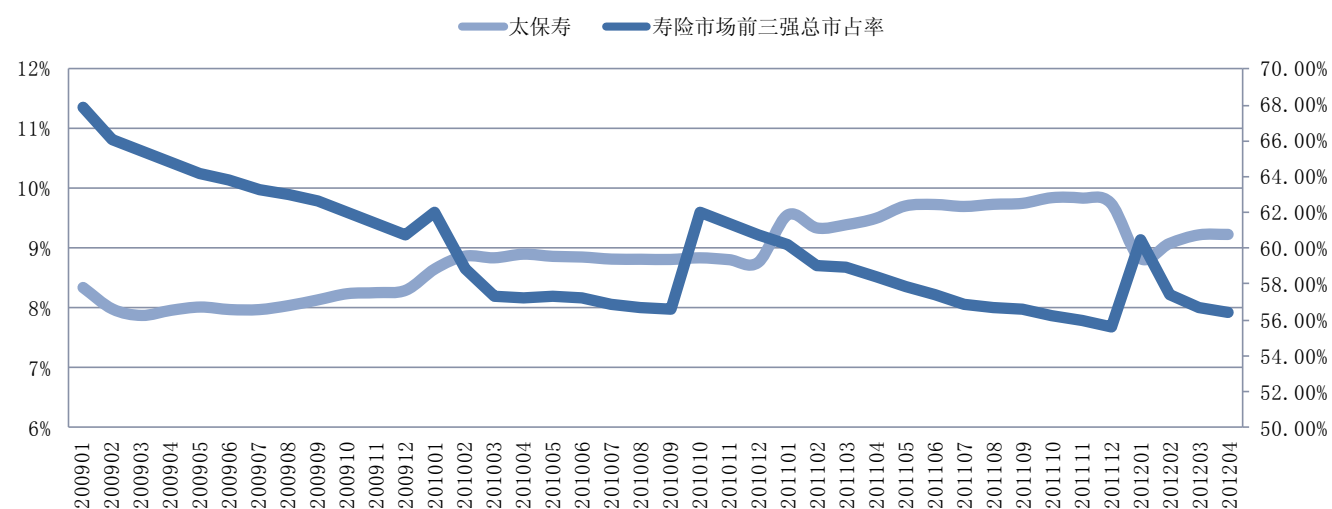
资料来源：宏源证券，circ

图 2：中国太保今年前五个月寿险累计原保险业务收入 456 亿元，同比下降 1.8%



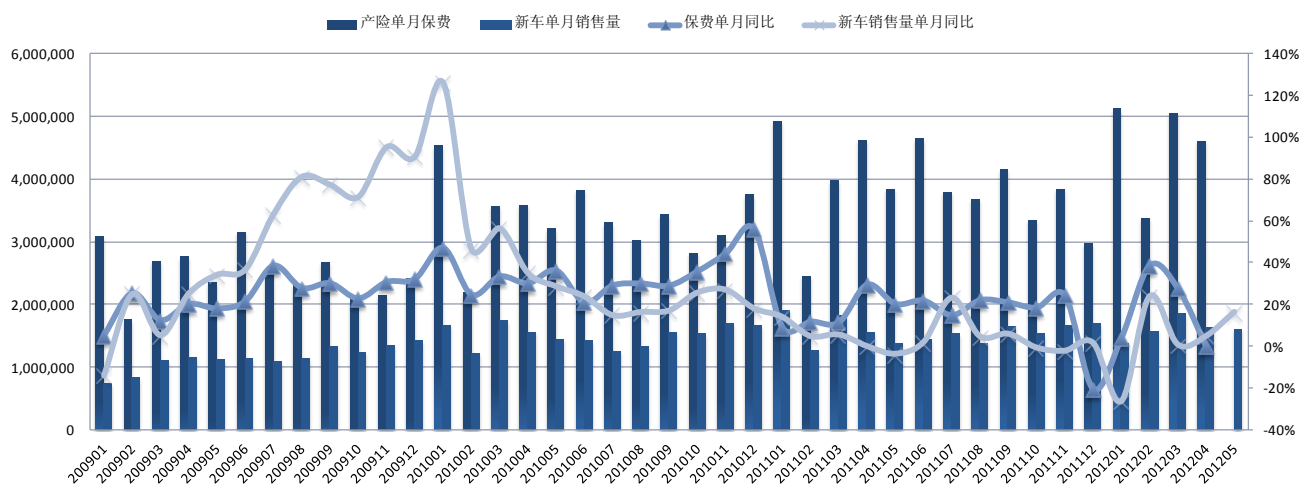
资料来源：宏源证券，circ

图 3：中国太保今年前四月寿险市场占有率触底回升



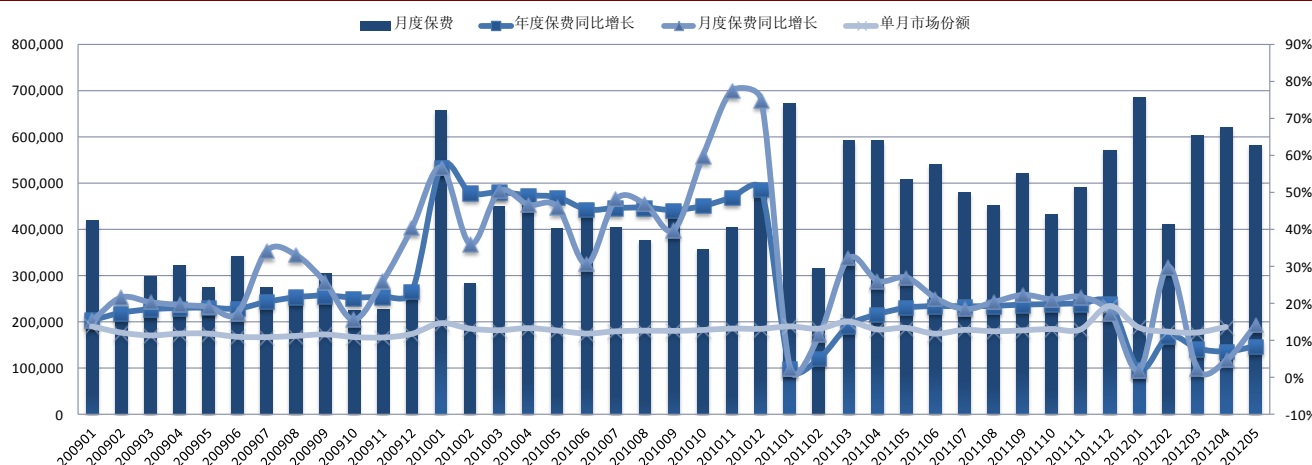
资料来源：宏源证券，circ

图 4：2012 年产险市场颓势已去，但高峰难再起



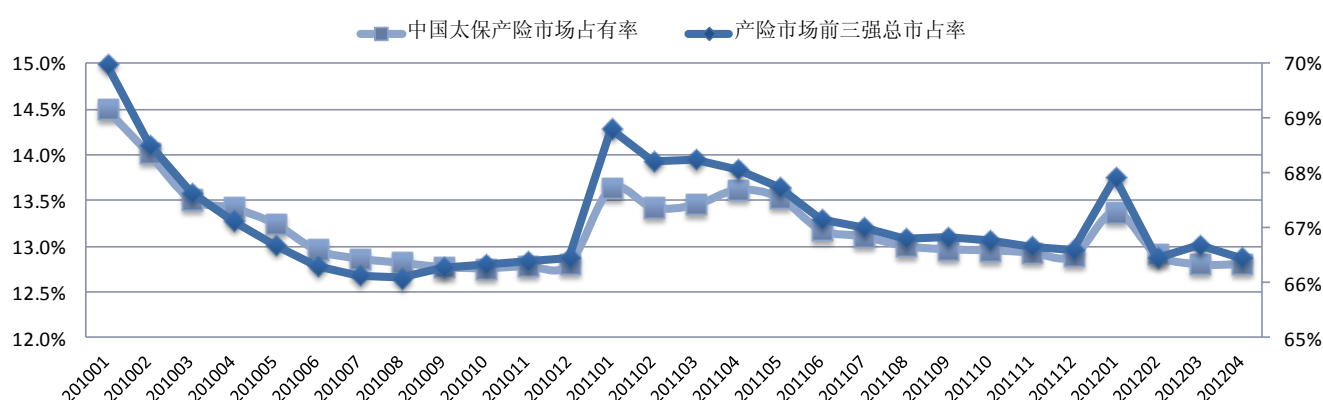
资料来源：宏源证券，circ

图 5：中国太保今年前五个月产险累计原保险业务收入 290 亿元，同比上涨 8.2%



资料来源：宏源证券，circ

图 6：中国太保今年前四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)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表						资产负债表					
保险业务收入	139555	154958	144937	155003	166973	资产总额	475711	433239	652579	761942	900061
投资收益	21067	20075	25859	34676	38652	交易类金融资产	3604	2907	4379	5113	6039
营业收入	141662	157934	172743	191719	207778	可供出售类金融资产	119759	117592	177126	206810	244299
提取保险责任准备金	-64707	-61795	-64080	-72540	-79895	持有到期类金融资产	157360	202536	305076	356202	420772
退保金	-4489	-9588	-11649	-13090	-14646	投资资产	406242	345161	519909	607039	717078
赔款支出	-34523	-41452	-47918	-50569	-53393	其他非投资资产	69469	88078	132670	154904	182984
保单红利支出	-3399	-3807	-4112	-4389	-4701	负债总额	394160	492557	574577	676686	806924
业务及管理费用	-16989	-20056	-20452	-21829	-23381	保险合同准备金	307186	374931	437364	515089	614225
营业支出	-130972	-148292	-167224	-182902	-198193	应付保单红利	7110	9132	10653	12546	14960
税前利润	10670	10399	5519	8817	9585	股东权益	80297	76796	76764	83904	91660
净利润	8665	8393	4452	6910	7621	权益合计	81551	78055	78002	85256	93137
	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2010	2011	2012E	2013E	2014E
收入增长						资产/负债增长率					
已赚保费收入增长	44.9%	14.6%	-6.5%	6.9%	7.7%	总资产增长率	20%	-20%	51%	17%	18%
投资收益增长	8.9%	-4.7%	31.3%	34.1%	11.5%	投资资产增长率	18.3%	-23.9%	50.6%	16.8%	18.1%
营业收入增长	35.8%	11.5%	9.4%	11.0%	8.4%	总负债增长率	22.6%	5.9%	16.7%	17.8%	19.2%
支出增长						寿险准备金增长率	30.1%	2.5%	16.7%	17.8%	19.2%
退保金	2.3%	113.6%	21.5%	12.4%	11.9%	股东权益增长	7.6%	2.9%	0.0%	9.3%	9.2%
赔款支出	13.2%	20.1%	15.6%	5.5%	5.6%	每股数据					
准备金提转差	65.0%	-4.5%	3.7%	13.2%	10.1%	股本	8600	8600	8600	8600	8600
保单红利支出	65.6%	12.0%	8.0%	6.7%	7.1%	EPS	1.0	1.0	0.5	0.8	0.9
佣金及手续费	27.0%	18.1%	20.1%	6.7%	7.1%	BVPS	9.3	8.9	8.9	9.8	10.7
业务及管理费用	28.3%	18.1%	2.0%	6.7%	7.1%	EV	8.2	8.5	8.1	8.7	9.8
净利润增长	16.0%	-3.1%	-47.0%	55.2%	10.3%	NBV	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2
盈利能力						当期市价					
营业净利率	6.1%	5.4%	3.0%	4.4%	4.5%	市盈率	21	21	40	26	23
总资产周转率	29.3%	35.8%	22.2%	20.3%	18.6%	市净率	2.2	2.3	2.3	2.1	1.9
ROE	10.7%	10.8%	5.7%	8.1%	8.2%	内含价值倍数	2.5	2.4	2.5	2.4	2.1
ROA	1.8%	1.9%	0.7%	0.9%	0.8%	隐含新业务倍数	7.4	5.2	6.1	4.5	2.5
ROAE	11.0%	10.6%	5.7%	8.5%	8.6%						
ROAA	1.6%	1.8%	0.6%	0.8%	0.8%						
杠杆	5.9	5.6	8.5	9.1	9.8						

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	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	李倩 010-88083561 liqian@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com	张瑶 010-88013560 zhangyao@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	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	李岚 02151782236 lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云 13631505872 xiasuyun@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	赵越 18930809316 zhaoyue@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉 010-88085842 qinhan@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。