

## 寿险转型见成效 业绩弹性空间大

——中国太保(601601)公司投资价值分析

### 核心观点

**1. 寿险业绩积极推动转型 成效显著。**太保寿险坚持推行“聚焦营销渠道、聚焦期缴业务”的发展策略,2012年在新保业务负增长的情况下仍然保持了新业务价值持续增长。2012年公司实现新业务价值70.6亿元,同比增长5.2%,表现优于可比上市同业。营销渠道新保业务的稳步增长以及期缴业务占比的不断提升是驱动公司新业务价值增长的两个重要因素。

**2. 产险盈利能力进入下行周期。**太保产险为国内第三大产险公司,近三年平均市占率为12.8%。凭借运营及成本优势,公司产险业务具有较强的盈利能力。产险业务具有一定的周期性,2011是本轮周期的顶点,公司产险净利达37.67亿,利润贡献占比达到45%,但是随着业务增速的放缓及赔付率的上升,目前产险业务盈利能力已经进入下行周期,2012年产险净利下滑了29.4%。2012年公司产险的综合成本率达到95.8%,同比上升2.7个百分点,赔付增加是主要原因。由于车险费率市场化改革将带来市场竞争的加剧和成本的上升,今年财险业务的盈利能力仍将可能下降。

**3. 投资风格稳健 积极开辟多元投资渠道。**2012年,公司的投资表现好于同业,尤其是净投资收益率明显高于同业,投资资产净值实现了5.5%的增长,这点非常可贵。历史上来看,公司的净投资收益率比较稳定,且都明显高于同业,总投资收益率波动较大,主要受股票市场影响,公司在把握股票市场投资机会的能力上略逊于平安,但好于新华保险。

**5. 投资建议。**今年公司主要有两大看点。其一是个险新单增长继续领先同业,新业务价值稳定增长。数据显示一季度人寿、平安、太保、新华的个险新单保费增速分别为-2%、8%、19%、-34%。公司延续去年以来好于同业的表現,这主要得益于其“聚焦个险、聚焦期缴”战略的成功实施。虽然银保新保业务增速仍在下滑,但个险开门红预示全年良好的增长势头,我们预计公司今年新业务价值有望取得5%以上的增长。其二是业绩弹性高。去年1季度公司计提了44.8亿的大额资产减值损失造成净利基数很低,考虑到去年4季度以来A股市场回暖,公司投资账面浮亏已基本消化,1季度公司业绩同比有望大幅反弹,预计增速可达200%以上,全年来看盈利增速将达52.4%,2014年盈利增速为18.8%。目前公司股价对应2013年的P/EV估值只有1.2倍,隐含新业务乘数只有2倍,估值低估。建议作为板块首选,目标估值25元(对应1.5倍P/EV和9倍新业务乘数)。

### 财务数据与估值

|            | 2011    | 2012    | 2013E  | 2014E  |
|------------|---------|---------|--------|--------|
| 主营业务收入(百万) | 1,57934 | 1,71451 | 189124 | 207148 |
| 同比增速(%)    | 11.49%  | 8.56%   | 10.31% | 9.53%  |
| 净利润(百万)    | 8393    | 5130    | 7808   | 9283   |
| 同比增速(%)    | -2.85%  | -38.93% | 52.41% | 18.85% |
| EPS(元)     | 0.97    | 0.56    | 0.85   | 1.01   |
| P/E        | 19.9    | 34.5    | 26.7   | 19.1   |

### 股价走势图

2012-4-12~2013-4-12

—— 上证综指 —— 中国太保

### 基础数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 总股本(万股)     | 906200.00   |
| 流通A股(万股)    | 620828.73   |
| 52周内股价区间(元) | 16.15-23.88 |
| 总市值(亿元)     | 1751.68     |
| 总资产(亿元)     | 0.00        |
| 每股净资产(元)    | 10.61       |
| 目标价         | 6个月<br>12个月 |

### 相关报告

- 《国都证券-公司研究-公司点评-中国太保(601601):产寿险盈利能力同升 业绩好于预期》 2011-08-30
- 《国都证券-公司研究-公司点评-中国太保(601601):估值低估,具有较高的业绩弹性》 2011-05-31
- 《国都证券-公司研究-公司点评-中国太保(601601):业务结构调整与高增长并行 主要不确定性来自投资》 2010-04-19

### 研究员: 邓婷

电话: 010-84183228

Email: dengting@guodu.com

执业证书编号: S0940510120007

### 联系人: 周红军

电话: 010-84183380

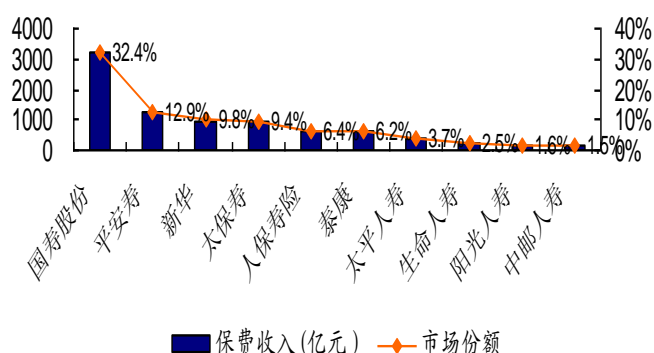
Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 1. 公司基本情况

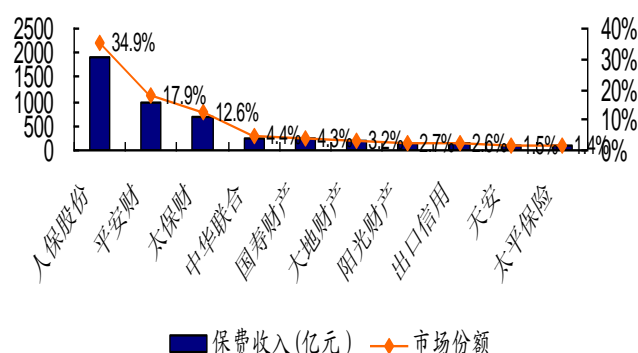
公司是国内综合实力排名第三的大型保险集团，旗下拥有太保寿险、太保产险以及长江养老险三家子公司，分别经营寿险、产险以及养老险业务，公司是一家纯粹的保险集团。公司是中国领先的综合性保险集团公司，在人寿保险、财产保险和保险资产管理等多个业务领域均拥有领先的市场份额和举足轻重的市场地位。主要通过下属的太保寿险、太保产险为客户提供全面的人寿及财产保险产品和服务，并通过下属的太保资产管理公司管理和运用保险资金。中国人寿保险市场排名第四，财产保险市场排名第二，投资资产总额排名第三。

图 1：寿险公司市场份额排名



资料来源：国都证券

图 2：产险行业前十公司市场份额



资料来源：国都证券

公司于 2007 年底完成 A 股首发，募集资金 290 亿元；随后 2009 年底，公司又成功完成 H 股发行，募集资金 214.58 亿元。上市以来，公司经营稳健，综合竞争力度逐步提升。公司股东结构较为分散，第一大股东为华宝投资有限公司，持股比例为 14.17%，第二大股东为中能集团有限公司，持股比例为 13.63%，前十大股东合计持股比例为 73.78%，公司没有实际控制人。

表 1：公司前十大股东

|                                     | 持股比例  | 持股数量          | 持股类型 |
|-------------------------------------|-------|---------------|------|
| 香港中央结算（代理人）有限公司                     | 28.32 | 2,566,515,999 | H 股  |
| 华宝投资有限公司                            | 14.17 | 1,284,277,846 | A 股  |
| 中能（集团）有限公司                          | 13.63 | 1,235,291,781 | A 股  |
| 上海海烟投资管理有限公司                        | 5.17  | 468,828,104   | A 股  |
| 上海国有资产经营有限公司                        | 4.68  | 424,099,214   | A 股  |
| 上海久事公司                              | 2.77  | 250,949,460   | A 股  |
| 云南红塔集团有限公司                          | 1.92  | 174,339,390   | A 股  |
| Carlyle Holdings Mauritius Limited  | 1.25  | 113,323,498   | H 股  |
| Parallel Investors Holdings Limited | 1     | 90,384,102    | H 股  |
| 全国社会保障基金理事会转持一户                     | 0.87  | 78,412,727    | A 股  |

来源：公司年报

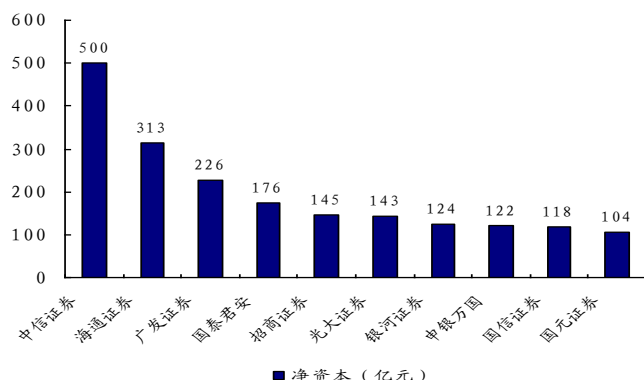
## 2. 寿险走向品质之路

公司为国内综合实力排名第三的寿险公司，寿险业务是公司的核心业务。近几年，公司寿险业务的市场份额稳定在 9% 以上。

2012 年，受宏观经济增速减缓、资本市场低迷、行业进入调整期等因素影响，公司实现寿险业务收入 934.61 亿元，同比增长 0.3%；其中新保业务收入 373.33 亿元，同比下降 20.5%；续期业务收入 561.28 亿元，同比增长 21.3%。新保业务下降主要因为银保渠道新保业务收入同比下降 40.2%；其中趸交同比降 40.7%，期缴也下降了 38%。

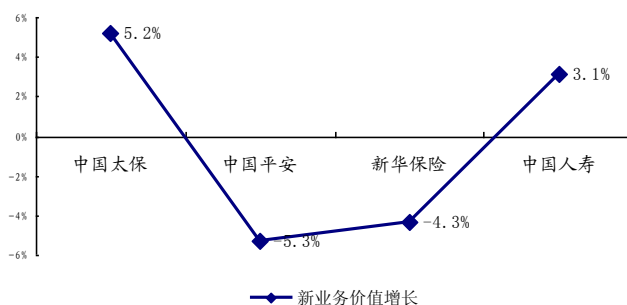
面对行业不利发展形势，太保寿险坚持推行“聚焦营销渠道、聚焦期缴业务”的发展策略，在新保业务负增长的情况下仍然保持了新业务价值持续增长。2012 年公司实现新业务价值亿元，同比增长 5.2%，表现优于可比上市同业。

图 3：太保寿险新业务价值增长



资料来源：国都证券

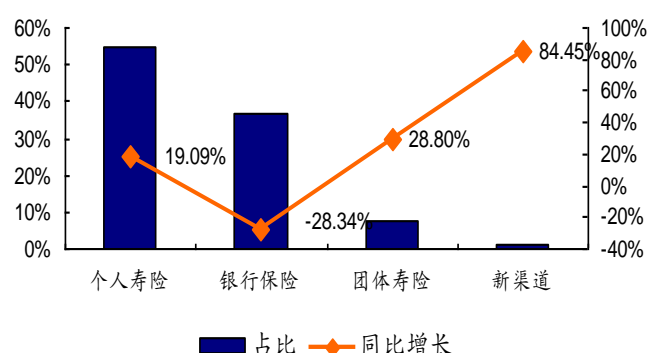
图 4：可比上市同业新业务价值增长（2012 年）



资料来源：国都证券

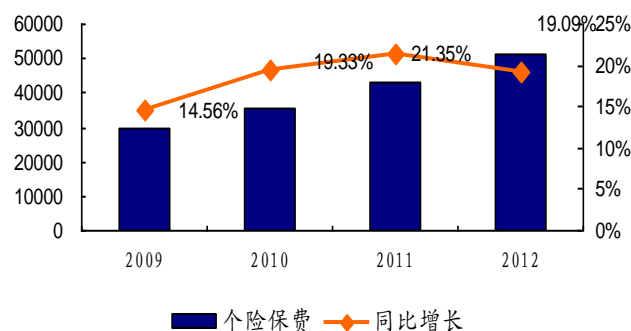
营销渠道保持良好发展态势是新业务价值增长的主要驱动力。2012 年，公司营销渠道实现保费收入 509.93 亿元，同比增长 19.1%，其中新保业务收入 117.52 亿元，同比增长 8.6%。营销渠道创造新业务价值 55.58 亿元，同比增长 9.4%，营销渠道新业务价值占比达到 78.7%，同比提升 3.0 个百分点。营销渠道业务收入占寿险业务收入的比例从 2011 年的 45.9% 提升至 54.6%，同比提升 8.7 个百分点。营销渠道价值占比 78.7%，同比提升 3.0 个百分点。

图 5：太保各渠道保费收入增速及占比



资料来源：国都证券

图 6：营销渠道保费收入及增速（2012 年）



资料来源：国都证券

营销渠道新保业务的稳步增长得益于代理人数量的稳定增长和产能的提高。2012 年,公司在保持总人力规模平稳的同时,大力推动人力结构优化,绩优人力比重不断提高;同时依托营销模式创新以及基础管理水平提升,营销员的销售能力不断提高,月人均首年保费达到 3573 元,同比增长 11.7%。公司历时三年的代理人体制改革已经取得了明显成效,相比中国平安 5795 元的人均产能,公司个险仍有较大的潜力可以挖掘。据最新的数据显示,今年一季度,公司个险新单保费收入同比增长 19%,大幅领先同业,成功实现开门红预示今年公司的个险渠道将继续发力。

表 2：太保寿险保险营销员数量及产能

|             | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 保险营销员 (千名)  | 224   | 254   | 280   | 292   | 295   |
| 月人均首年保费 (元) | 2,296 | 2,597 | 2,863 | 3,199 | 3,573 |
| 月人均寿险新单 (件) | 1.26  | 1.36  | 1.1   | 1.1   | 1.15  |

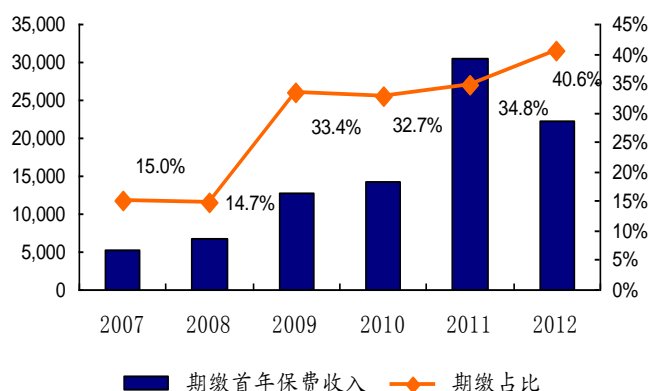
来源：公司年报

期缴业务占比的持续提升是驱动新业务价值增长的另一个重要因素。通过实施“聚焦期缴业务”的发展策略,公司业务结构不断优化,2012 年全部期缴业务收入占比达到 76.3%,同比提升 9.2 个百分点;新保业务收入中,期缴业务占比为 40.6%,同比提高 6.0 个百分点。新保期缴中 10 年期及以上业务占比达到 52.6%,同比提升 6.7 个百分点。营销渠道新保期缴业务收入 109.80 亿元,同比增长 9.1%。银行渠道围绕价值增长目标积极推动转型,实现新保期缴业务收入 36.24 亿元,其中缴费期五年及以上的业务收入 29.26 亿元。受益于期缴业务占比的提升,2012 年公司新业务利润率提高 4.6 个百分点,达到 18.96%。

表 3: 太保寿险新业务利润情况

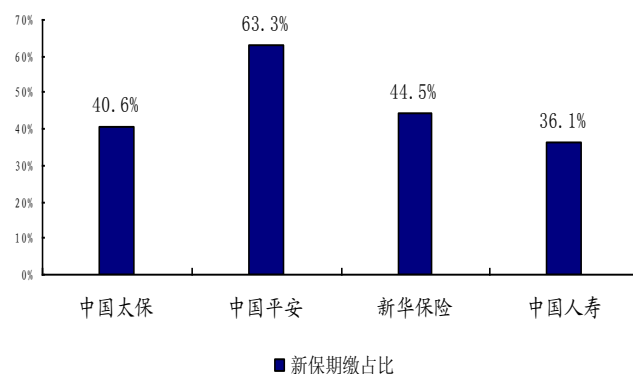
|                    | 2012   | 2011   | 同比      |
|--------------------|--------|--------|---------|
| 扣除偿付能力成本之前的一年新业务价值 | 8,184  | 8,316  | 1.6%    |
| 偿付能力成本             | -1,470 | -1,256 | -14.6%  |
| 扣除偿付能力成本之后的一年新业务价值 | 6,714  | 7,060  | 5.2%    |
| 标准保费               | 19,304 | 17,367 | -10.0%  |
| 标准保费利润率            | 34.8%  | 40.7%  | +5.9ppt |
| 首年保费               | 46,936 | 37,333 | -20.5%  |
| 首年保费利润率            | 14.3%  | 18.9%  | +4.6ppt |

图 7: 太保寿险新保期缴占比



资料来源: 国都证券

图 8: 可比上市同业新保期缴占比 (2012 年)

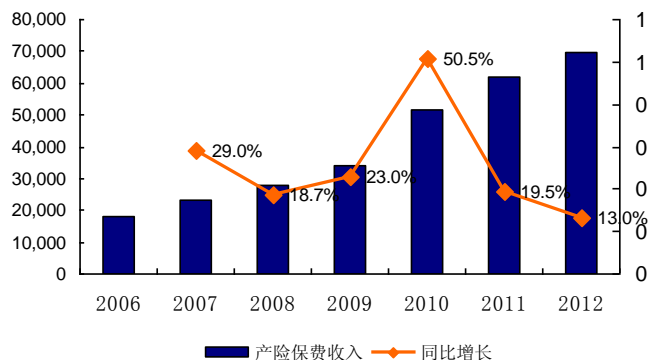


资料来源: 国都证券

### 3. 产险盈利能力进入下滑周期

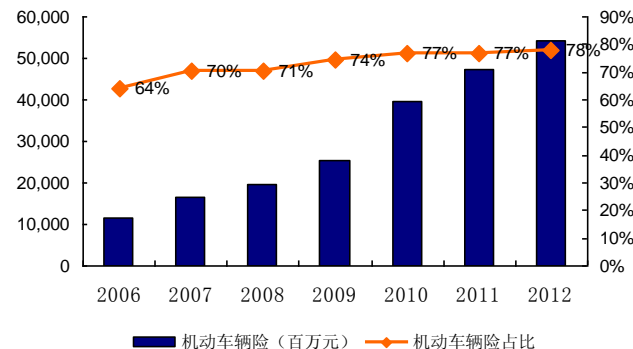
太保产险为国内第三大产险公司，近三年公司市场份额基本稳定，平均市占率为 12.8%。公司产险保费连续多年持续增长，尤其是 2010 年受益于汽车销售的大幅增长，保费增速高达 50.5%，市场份额也由 09 年的 11.4% 提高至 12.8%，之后虽然公司保费增速回落至 20% 以下，但仍保持了平稳增长并超越行业整体水平。

图 9: 太保产险保费及增速



资料来源: 国都证券

图 10: 机动车险保费及占比 (2012 年)



资料来源: 国都证券



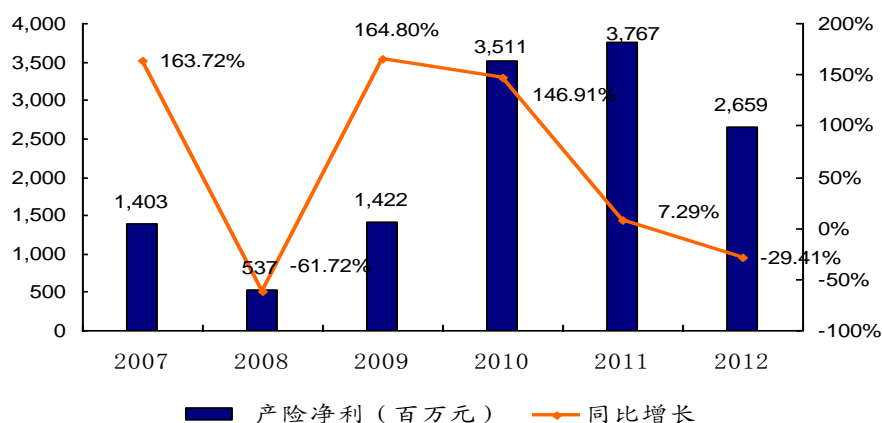
产险的核心是机动车辆险。近几年，公司机动车辆险在产险中的占比呈现逐步提高的趋势，2012 年占比达到 78%。公司持续巩固传统渠道优势，着力推进车险续保管理和新渠道发展；依托“3G 快速理赔系统”等新技术，创新理赔服务、改善客户体验、打造差异化竞争优势，实现车险业务平稳增长。2012 年车险业务收入 543.33 亿元，同比增长 14.6%；商业车险续保率 61.9%，同比提升 4.6 个百分点。

在非机动车辆险方面，公司主要实施差异化的险种发展策略，加快发展责任险、短期意外险、家庭财产险等效益良好的非车险业务，增强盈利能力的稳定性；同时积极发展农险、信用险和保证险，发挥航运保险专业化集约化经营优势。2012 年非车险业务收入 153.64 亿元，同比增长 7.6%。面对宏观经济增速放缓和市场竞争行为出现新变化的挑战，公司加快推进转型发展，理性参与市场竞争，持续提高运营效率和成本管控能力。

公司坚持多渠道协同发展，加强渠道专业化建设，提高渠道产能。新渠道方面，公司提升渠道获客能力，实现电销业务收入 102.94 亿元，同比增长 91.6%；完善交叉销售体系建设，深入推动寿代产业务发展，实现交叉销售收入 26.00 亿元，同比增长 30.5%；新渠道业务占全部财产保险业务收入的比重同比上升 6.7 个百分点，达到 18.6%。兼业代理渠道方面，进一步开拓车商、银行等具有优势的渠道业务，开辟业务新空间。车商渠道业务收入同比增长 18.3%，银行渠道业务收入增长 26.1%。

凭借运营及成本优势，公司产险业务具有较强的盈利能力。产险业务具有一定的周期性，一般 3-5 年为一个周期，2011 是本轮周期的顶点，公司产险净利达 37.67 亿，利润贡献占比达到 45%，但是随着业务增速的放缓赔付率的上升，目前产险业务盈利能力已经进入下行周期，2012 年产险净利下滑了 29.4%。

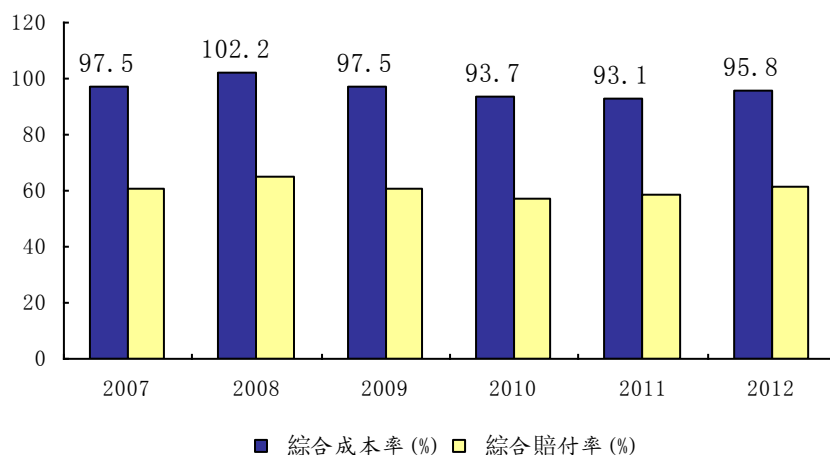
图表 4：产险综合赔付率



数据来源：国都证券

受市场竞争和理赔成本不断上升等因素的影响，2012 年公司产险的综合成本率达到 95.8%，同比上升 2.7 个百分点，赔付增加是主要原因。2012 年公司综合赔付率为 61.2%，上升 2.6 个百分点；赔付上升主要因上一年度车险在高基数上继续较快增长以及理赔成本上升。理赔成本上升主要包括汽车零配件成本上升、工时费上升；以及行业提高车险服务标准导致成本上升。

图表 5: 产险综合赔付率



数据来源: 国都证券

虽然整体综合成本率上升,但目前仍属合理水平;今年将推行车险费率市场化改革,保险责任扩大,车险赔付率可能进一步上升,公司今年将通过进一步提高运营效率以及加强成本管控保持综合成本率处于合理水平。由于市场化改革将带来市场竞争的加剧和成本的上升,今年财险业务的盈利能力将不可避免的下降。

#### 4. 投资稳健 积极开辟多元投资渠道

公司坚持稳健的投资策略,服务于保险资产负债管理的要求,同时以市场化为导向逐步培育和提高投资管理能力,努力保持投资收益的稳定性和持续性。

2012 年股票市场表现低迷,在央行下调存款准备金率和存贷款基准利率的背景下,市场利率水平总体下行,公司基于对市场走势的分析,积极增加了收益率相对较高的固定收益类资产配置,净投资收益率稳步提高;同时公司通过灵活动态调整持仓有效应对权益市场波动,避免了亏损额的扩大,从而保证了投资资产净值不降反升。

2012 年末公司投资资产总额达到 6,273.28 亿元,较上年末增长 20.1%,投资资产净值增长率达到 5.5%,同比提升 4.3 个百分点。公司实现总投资收益 185.21 亿元,同比增加 7.4%;总投资收益率 3.2%,同比下降 0.5 个百分点,主要是权益类资产的买卖价差损失以及计提投资资产减值损失所致;实现净投资收益 268.78 亿元,同比增长 25.7%,主要是固定收益类资产投资总额增加及新增资产投资收益率上升所致,固定息投资利息收入同比增长 30.4%,投资性房地产租金收入同比上升 45.6%;净投资收益率 5.1%,同比提升 0.4 个百分点。

表 6: 公司投资收益构成

|             | 2008 年 | 2009 年 | 2010   | 2011   | 2012   |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 固定息证券投资利息收入 | 10,590 | 11,902 | 14,229 | 18,902 | 24,646 |
| 权益投资资产分红收入  | 7,132  | 832    | 2,723  | 2,217  | 1,852  |
| 投资性房地产租金收入  | -      | -      | -      | 261    | 380    |

|               |        |        |        |        |        |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 净投资收益         | 17,722 | 12,734 | 16,952 | 21,380 | 26,878 |
| 证券买卖收益/(损失)   | -3,756 | 6,575  | 4,049  | -1,619 | -4,244 |
| 公允价值变动收益/(损失) | -742   | 140    | 193    | -383   | 99     |
| 计提投资资产减值损失    | -5,147 | -128   | -615   | -2,805 | -4,413 |
| 出售联营企业损益      | -      | -      | -      | 479    |        |
| 其他收益注-        | 323    | 215    | 323    | 200    | 201    |
| 总投资收益         | 8,400  | 19,536 | 20,902 | 17,252 | 18,521 |

来源：公司年报

2012 年，公司投资的总体表现好于同业，尤其是净投资收益率明显高于同业，投资资产净值实现了 5.5% 的增长，这点非常可贵，显示公司稳健的投资风格。历史上来看，公司的净投资收益率比较稳定，且都明显高于同业，总投资收益率的波动较大，主要受股票市场影响，公司在把握股票市场投资机会的上能力略逊于中国平安，但好于新华保险。

表 7：上市险企投资收益率比较

|               | 2008   | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  |
|---------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>净投资收益率</b> |        |       |       |       |       |
| 中国人寿          | 4.96%  | 3.69% | -     | 4.28% | 4.44% |
| 中国平安          | 4.10%  | 3.90% | 4.20% | 4.50% | 4.70% |
| 新华保险          | 7.30%  | 3.90% | 3.80% | 4.70% | 4.10% |
| 中国太保          | 6.20%  | 4.00% | 5.30% | 4.70% | 5.1%  |
| <b>总投资收益率</b> |        |       |       |       |       |
| 中国人寿          | 3.40%  | 5.78% | 5.11% | 3.51% | 2.79% |
| 中国平安          | -1.70% | 6.40% | 4.90% | 4.00% | 2.90% |
| 新华保险          | 1.10%  | 4.60% | 4.30% | 3.80% | 3.20% |
| 中国太保          | 2.90%  | 6.30% | 4.30% | 3.70% | 3.2%  |

来源：公司年报

公司一直致力于实施多元化的投资组合配置以此保持投资收益的稳定性。目前公司的投资组合中，债券及定存占比接近 80%；股票、基金占比为 8.86%，同比下降 21 个 BP，另类投资的占比为 6.67%。自去年 7 月以来，保监会颁布了一揽子的保险资金运用新政，新政对保险资金投资渠道和范围进行了前所未有的放开，这其中最受瞩目的是对股权投资、不动产投资及基础设施债权等另类投资限制的放松，这对于扩宽保险资金运用渠道，提高和稳定保险资金收益具有重要作用。作为行业中最早开展另类投资的公司，中国太保将充分受益于投资新政。在 2012 年业绩发布会上公司管理层明确表示，即将开展对境内依法发行的商业银行理财产品、银行业金融机构信贷资产支持证券、信托公司集合资金信托计划、证券公司专项资产管理计划等四类新的金融产品的投资，并探索在基础设施股权投资计划、不动产股权投资计划、项目资产支持计划等另类业务创新产品方面的突破。



**表 8: 公司投资组合**

|              | 2011           |               | 2012           |               |
|--------------|----------------|---------------|----------------|---------------|
| <b>固定收益类</b> | <b>447,418</b> | <b>85.63%</b> | <b>533,274</b> | <b>85.01%</b> |
| —债券投资        | 276,688        | 52.95%        | 331,006        | 52.76%        |
| —定期存款        | 137,373        | 26.29%        | 164,297        | 26.19%        |
| —债权投资计划      | 25,563         | 4.89%         | 28,341         | 4.52%         |
| 其它固定收益投资     | 7,794          | 1.49%         | 9,630          | 1.54%         |
| <b>权益投资类</b> | <b>53,573</b>  | <b>10.25%</b> | <b>62,715</b>  | <b>10.00%</b> |
| 基金           | 20,547         | 3.93%         | 28,516         | 4.55%         |
| 股票           | 26,862         | 5.14%         | 27,058         | 4.31%         |
| 其它权益投资       | 6,164          | 1.18%         | 7,141          | 1.14%         |
| 投资性房地产       | 6,573          | 1.26%         | 6,349          | 1.01%         |
| 现金及现金等价物     | 14,966         | 2.86%         | 24,990         | 3.98%         |
| <b>合计</b>    | <b>522,530</b> | <b>100%</b>   | <b>627,328</b> | <b>100%</b>   |

来源：公司年报

2012 年公司可供出售金融资产累计计提了约 44.78 亿元的资产减值损失，加之出售变现损失 42.44 亿，股票市场给公司带来的损失已经很大程度上被消化了，从年报来看，2012 年 12 月末公司可供出售的浮亏额只有 18.66 亿，2013 年公司将甩掉包袱轻装上阵，投资收益将具有较大的改善空间并给业绩带来高弹性。

**表 9: 资本公积金项目变动**

| 资本公积             | 2011          | 2012H         | 2012          |
|------------------|---------------|---------------|---------------|
| 股本溢价             | 58,025        | 58,025        | 65,860        |
| 子公司增资            | 2,265         | 2,265         | 2,265         |
| 可供出售金融资产公允价值变动净额 | -10,883       | -5,561        | -1,866        |
| 其他               | 2             | 2             | 2             |
| <b>合计</b>        | <b>48,024</b> | <b>53,346</b> | <b>64,876</b> |

来源：公司年报

**表 10: 同业可供出售浮盈/浮亏情况**

|      | 2011    | 2012H   | 2012  |
|------|---------|---------|-------|
| 中国平安 | -19,084 | -11,051 | 770   |
| 新华保险 | -7,687  | -3,681  | -360  |
| 中国人寿 | -19,455 | -846    | 5,373 |

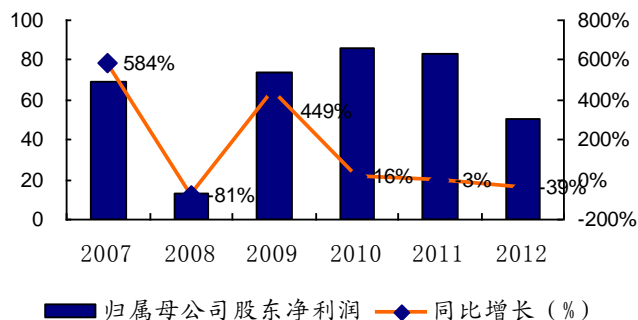
来源：公司年报

## 5 盈利能力有望回升 发展后劲充足

受大幅计提资产减值损失、赔付上升影响，2012 年公司净利同比下降 38.9%，净

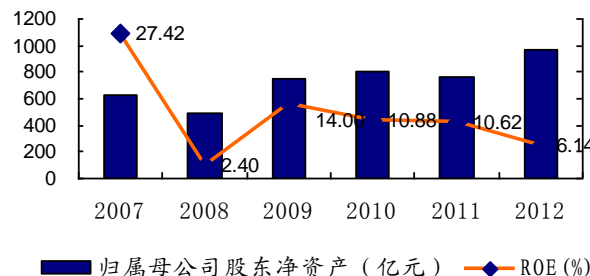
资产收益率为 6.13%。历史上来看，作为一家纯保险企业，公司业绩波动性较大，这主要因股票市场表现直接影响公司投资收益进而影响公司业绩。2012 年为公司近几年的业绩低点，考虑到公司股票资产的浮亏已经基本消化完毕，2013 年股票市场投资机会整体好于 2012 年，公司盈利水平有望显著回升。

图 11: 太保净利及同比变动



资料来源：国都证券

图 12: 公司净资产及 ROE (2012 年)



资料来源：国都证券

虽然盈利水平波动较大，但是近几年公司的内含价值保持了持续增长。2012 年集团内含价值为 1352.8 亿元，同比增长 19.1%，扣除分红与融资的影响后同比增长 14.5%。2012 年，公司内含价值增速低于中国平安，但高于中国人寿和新华保险。

表 11: 上市险企内含价值比较 (单位: 亿元)

|      | 2009   | 2010    | 2011    | 2012    |
|------|--------|---------|---------|---------|
| 中国太保 | 984    | 1100.88 | 1135.64 | 1352.8  |
| 同比增速 | 39.94% | 11.91%  | 3.16%   | 19.12%  |
| 中国平安 | 1553   | 2,010   | 2356    | 2,859   |
| 同比增速 | 26.37% | 29.45%  | 17.24%  | 21.32%  |
| 中国人寿 | 2852.3 | 2980.99 | 2928.54 | 3375.96 |
| 同比增速 | 18.80% | 4.51%   | -1.76%  | 15.28%  |
| 新华保险 | 182    | 281     | 490     | 568.7   |
| 同比增速 | -      | 54.31%  | 74.44%  | 16.08%  |

来源：公司年报

偿付能力充足，业务有望稳步扩张。由于 2012 年完成 H 股定向增发融资约 83 亿元，太保寿险及集团的偿付能力充足率分别提升 24 个百分点和 28 个百分点，唯有太保产险的偿付能力充足率为 188%，较期初下降 45 个百分点，但仍可满足未来一年业务发展需要，后续集团也会向产险进一步注资。

表 12: 公司偿付能力情况

|      |         | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   |
|------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 太保寿险 | 实际资本    | 25,702 | 36,687 | 34,213 | 43,478 |
|      | 最低资本要求  | 12,361 | 15,222 | 18,267 | 20,654 |
|      | 偿付能力充足率 | 208%   | 241%   | 187%   | 211%   |
|      | 太保产险    |        |        |        |        |
| 太保产险 | 实际资本    | 7,023  | 10,266 | 17,644 | 16,739 |

|      |         |       |       |       |        |
|------|---------|-------|-------|-------|--------|
| 太保集团 | 最低资本要求  | 4,049 | 6,132 | 7,568 | 8,891  |
|      | 偿付能力充足率 | 173%  | 241%  | 233%  | 188%   |
|      | 实际资本    | 73583 | 76673 | 73556 | 92,254 |
|      | 最低资本要求  | 16523 | 21486 | 25884 | 29,600 |
|      | 偿付能力充足率 | 445%  | 357%  | 284%  | 312%   |

来源：公司年报

## 6. 投资建议

今年公司主要有两大看点。其一是个险新单增长继续领先同业，新业务价值稳定增长。数据显示一季度人寿、平安、太保、新华的个险新单保费增速分别为-2%、8%、19%、-34%。太保延续去年以来好于同业的表现，这主要得益于公司“聚焦个险、聚焦期缴”战略的成功实施，营销员人力及产能皆稳定增长，期缴占比稳步提升。虽然银保新保业务增速仍在下滑，但个险开门红预示全年良好的增长势头，我们预计公司今年新业务价值有望取得5%以上的增长。其二是业绩弹性高。去年1季度公司计提了13.7亿的大额资产减值损失造成净利基数很低（为当期税前利润1.5倍），考虑到去年4季度以来A股市场回暖，公司投资账面浮亏已基本消化，1季度公司业绩同比有望大幅反弹，预计增速可达200%以上，全年来看盈利增速将达52.4%，2014年盈利增速为18.8%。

综合来看，我们认为寿险业务结构的持续改善和业绩高弹性有望成为公司2季度股价上涨的催化剂。目前公司股价对应2013年的P/EV估值只有1.2倍，隐含新业务乘数只有2倍，估值低估。建议作为板块首选，目标估值25元（对应1.5倍P/EV和9倍新业务乘数）。

表 13：中国太保估值

|                              | 2010    | 2011    | 2012    | 2013    |
|------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| 一年新业务价值                      | 6100    | 6714    | 7060    | 7413    |
| 长期投资收益率假设                    | 5.20%   | 5.20%   | 5.20%   | 5.20%   |
| 风险贴现率                        | 11.50%  | 11.50%  | 11.50%  | 11.50%  |
| 集团调整后资产净值                    | 75,905  | 72,664  | 86,237  | 94,054  |
| 寿险业务调整后净资产                   | 35836   | 31,381  | 35,371  | 39,584  |
| 扣除偿付能力成本后有效业务价值              | 34778   | 41,611  | 49,895  | 53642   |
| 太保集团持有的太保寿险股份比例              | 98.29%  | 98.29%  | 98.29%  | 98.29%  |
| 太保集团应占太保寿险扣除偿付能力额度成本后的有效业务价值 | 34,184  | 40,900  | 49,043  | 52,725  |
| 集团内涵价值                       | 110,089 | 113,564 | 135,280 | 146,779 |
| 寿险业务内涵价值                     | 70,613  | 72,992  | 85,266  | 93,226  |
| 寿险业务每股内涵价值                   | 8.21    | 8.49    | 9.41    | 10.29   |
| 集团每股内涵价值                     | 12.80   | 13.21   | 14.93   | 16.20   |
| 每股新业务价值                      | 0.71    | 0.78    | 0.78    | 0.82    |
| P/EV                         |         |         |         | 1.19    |

|                        |           |
|------------------------|-----------|
| 新业务乘数                  | 10        |
| 未来新业务价值                | 74130.00  |
| 评估价值(AV)               | 167356.00 |
| 总股本 (百万股)              | 9062.00   |
| 太保寿险每股价值               | 18.47     |
| 包括产险在内其他业务每股净资产(1.5PB) | 7.21      |
| 太保每股合理价值 (元)           | 25.68     |

来源：国都证券

表 14：中国太保盈利预测表

|                    | 2011     | 2012     | 2013E   | 2014E   |
|--------------------|----------|----------|---------|---------|
| 营业收入               | 1,579.34 | 1,714.51 | 1891.24 | 2071.48 |
| 已赚保费               | 1,372.38 | 1,478.39 | 1578.45 | 1698.28 |
| 保费业务收入             | 1,549.58 | 1,632.28 | 1723.19 | 1854.00 |
| 其中：分保费收入           | 1.01     | 1.48     | 1.56    | 1.68    |
| 减：分出保费             | 133.84   | 117.95   | 146.30  | 157.40  |
| 提取未到期责任准备金         | 43.36    | 35.94    | 41.00   | 43.00   |
| 投资净收益              | 200.75   | 223.74   | 258.9   | 315     |
| 其中：对联营企业和合营企业的投资收益 | 0.16     | 0.00     | 0.00    | 0.00    |
| 公允价值变动净收益          | -3.83    | 0.99     | 0.89    | 3.60    |
| 汇兑净收益              | -0.71    | -0.11    | 0.00    | 0.00    |
| 其他业务收入             | 10.75    | 11.50    | 12.00   | 11.60   |
| 营业支出               | 1,482.92 | 1,654.07 | 1797.40 | 1958.82 |
| 退保金                | 95.88    | 123.18   | 132.59  | 142.66  |
| 赔付支出               | 414.52   | 496.33   | 585.67  | 677.03  |
| 减：摊回赔付支出           | -59.21   | -67.00   | (70.00) | (76.00) |
| 提取保险责任准备金          | 617.95   | 601.69   | 662.95  | 696.29  |
| 减：摊回保险责任准备金        | -13.33   | -5.08    | (7.60)  | (8.90)  |
| 保户红利支出             | 38.07    | 39.05    | 40.50   | 43.60   |
| 分保费用               | 0.24     | 0.30     | 0.50    |         |
| 营业税金及附加            | 36.50    | 41.38    | 47.28   | 51.79   |
| 手续费及佣金支出           | 132.26   | 147.99   | 165.74  | 171.53  |
| 管理费用               | 200.56   | 221.66   | 247.75  | 271.36  |
| 减：摊回分保费用           | -47.30   | -40.87   | (41.50) | (43.10) |
| 其他业务成本             | 27.78    | 29.80    | 30.00   | 30.00   |
| 资产减值损失             | 28.50    | 44.78    | 3.52    | 2.56    |
| 营业利润               | 96.42    | 60.44    | 93.84   | 112.66  |
| 加：营业外收入            | 8.12     | 1.08     | 0.00    | 0.00    |
| 减：营业外支出            | 0.55     | 0.39     | 0.00    | 0.00    |
| 利润总额               | 103.99   | 61.13    | 93.84   | 112.66  |
| 减：所得税              | 20.06    | 9.83     | 15.77   | 19.83   |
| 净利润                | 83.93    | 51.30    | 78.08   | 92.83   |
| 减：少数股东损益           | 0.80     | 0.53     | 0.70    | 0.87    |
| 归属于母公司所有者的净利润      | 83.13    | 50.77    | 77.38   | 91.96   |
| 总股本                | 86.00    | 90.62    | 90.62   | 90.62   |
| 每股收益               | 0.97     | 0.56     | 0.85    | 1.01    |

来源：国都证券

## 国都证券投资评级

| 国都证券行业投资评级的类别、级别定义 |    |                               |
|--------------------|----|-------------------------------|
| 类别                 | 级别 | 定义                            |
| 投资评级               | 推荐 | 行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数 |
|                    | 中性 | 行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数 |
|                    | 回避 | 行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数 |

| 国都证券公司投资评级的类别、级别定义 |      |                                   |
|--------------------|------|-----------------------------------|
| 类别                 | 级别   | 定义                                |
| 投资评级               | 强烈推荐 | 预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15% 以上          |
|                    | 推荐   | 预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15% 之间        |
|                    | 中性   | 预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间 |
|                    | 回避   | 预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5% 以上           |

### 免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

### 国都证券研究员及其研究行业一览表

| 研究员 | 研究领域      | E-mail                | 研究员 | 研究领域 | E-mail                 |
|-----|-----------|-----------------------|-----|------|------------------------|
| 肖世俊 | 研究管理、策略研究 | xiaoshijun@guodu.com  | 邓婷  | 金融   | dengting@guodu.com     |
| 魏静  | 工程机械、普通机械 | weijing@guodu.com     | 赵宪栋 | 商业   | zhaoxiandong@guodu.com |
| 王树宝 | 煤炭、钢铁、电力  | wangshubao@guodu.com  | 刘洵  | IT   | liuyun@guodu.com       |
| 王双  | 化工        | wangshuang@guodu.com  | 张巍  | 房地产  | zhangweiwei@guodu.com  |
| 丰亮  | 汽车及零部件    | fengliang@guodu.com   | 卢珊  | 食品饮料 | lushan@guodu.com       |
| 王寅  | 医药        | wangyin@guodu.com     | 袁放  | 有色   | yuanfang@guodu.com     |
| 杨志刚 | 家电/旅游     | yangzhigang@guodu.com | 张咏梅 | IT   | zhangyongmei@guodu.com |
| 向磊  | 机械        | xianglei@guodu.com    | 李春艳 | 基金联络 | lichunyan@guodu.com    |