



中国太保 (601601): 未来空间值得期待

公司评级: 推荐

➤ **半年业绩增长显著。**半年报显示,公司上半年实现归属上市公司股东净利润 40.19 亿元,同比增长 66.8%,每股收益 0.47 元,同比增长 51.6%,归属上市公司股东的每股净资产 8.63 元,较 09 年底下降 1.9%,加权平均净资产收益率 5.2%。上半年公司内含价值 1047.24 亿元,较 09 年末增长 6.5%;新业务价值 32.38 亿元,同比增长 18.13%。除净资产受超额配售和分红的影响略降外,其他业绩指标均增长显著。

➤ **寿险量升价平。**公司上半年寿险业务特点表现为代理人与银保渠道并举,期缴与趸缴并举,以及分红险比重的进一步提升。在这样的业务布局下,寿险实现了保费收入高速增长,新业务价值的表现基本在市场预期之内。上半年寿险保费收入 489.59 亿元,同比增长 53.1%,其中新保业务 320.91 亿元,同比增长 60.2%,期缴同比增长 36.5%;银行渠道保费大增 92.0%的同时营销渠道增长 19.1%;上半年新业务价值增速 18.13%。整体而言保费增长速度快于新业务价值增长。但有一可喜的数据在于寿险营销员产能的提升,每月人均首年保费业务收入 3305 元,较 09 年的 2597 元大增 27.3%,表明公司未来在代理人产能方面还有很大的提升空间并贡献更大的业务价值。

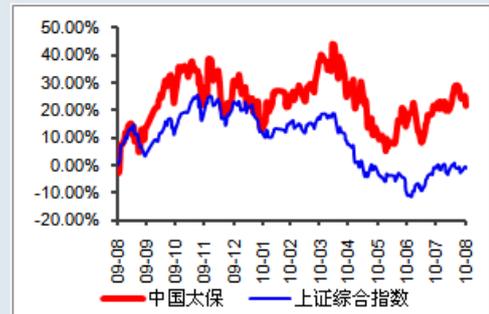
➤ **产险量价齐升。**公司产险业务上半年保费收入 270.78 亿元,较上年同期增长 45.1%,其中车险业务大幅增长 50.6%。在业务量快速增长的同时,公司继续保持了领先的承保利润率。上半年公司综合成本率 94.5%,创下 05 年以来的最低水平,并且远好于人保产险的 96.7%和平安产险的 96.5%。产险量价齐升受益于公司一贯领先的经营水平,但市场环境的好转以及新会计准则的作用带来质的飞跃。公司市场份额略有提高,但已经被平安产险大幅超越。参照平安产险的发展,公司未来还有进一步的量升空间。

➤ **投资收益来源于分红** 上半年公司受股票市场大幅下滑的影响,公司实现总投资收益 92.59 亿元,同比增长 3.5%,总投资收益率由 5.0%下降至 4.3%;净投资收益率 4.2%。这一成绩主要受益于基金分红收入的大幅增加。上半年公司调整了投资结构,固定收益类投资比例由 74.4%上升至 78.8%,权益类投资由 12.3%进一步下降至 10.9%。需要关注的是公司浮亏有待消化。

盈利预测与评级

公司寿险业务高速增长但对业务价值的提升贡献不大,代理人产能提升较快,未来在价上还有极大的提升空间;产险承保利润率行业领先,业务增长也较快,若重回市场第二公司还有极大的量升空间。基于未来公司仍将保持高速发展的态势,股市债市进一步下行的可能性不大,我们对公司评级为“推荐”。

一年来中国太保相对大盘表现



市场表现 (截至2010-08-30)

| | 最新收盘 | 近一年 |
|---------|-------|--------|
| 开盘价(元) | 24.25 | 19.61 |
| 最高价(元) | 24.6 | 28.63 |
| 最低价(元) | 24.1 | 18.5 |
| 收盘价(元) | 24.17 | 24.17 |
| 换手率 | 0.96 | 294.12 |
| 涨跌(元) | 0.07 | 4.56 |
| 涨跌幅 | 0.28 | 24.89 |
| 行业涨跌幅 | 0.07 | 6.49 |
| 相对行业涨跌幅 | 0.21 | 18.4 |
| 上证指数涨跌幅 | 1.61 | -7.27 |
| 相对大盘涨跌幅 | -1.33 | 32.16 |

基础数据 (截至2010-08-30)

| | |
|------------|---------|
| 总股本(亿股) | 86.00 |
| 流通 A 股(亿股) | 26.81 |
| 流通比例 | 50.07% |
| 总市值(亿元) | 2019.28 |
| 每股净资产(元) | 8.63 |

王泽军
 执业证书编号: S1490209080023
 王慧萍
 010-58568221
wanghuiping@hrsec.com.cn

1. 半年业绩增长显著

上半年实现归属上市公司股东净利润 40.19 亿元，同比增长 66.8%，每股收益 0.47 元，同比增长 51.6%，归属上市公司股东的每股净资产 8.63 元，较 09 年底下降 1.9%，加权平均净资产收益率 5.2%。上半年公司内含价值 1047.24 亿元，较 09 年末增长 6.5%；新业务价值 32.38 亿元，同比增长 18.13%。

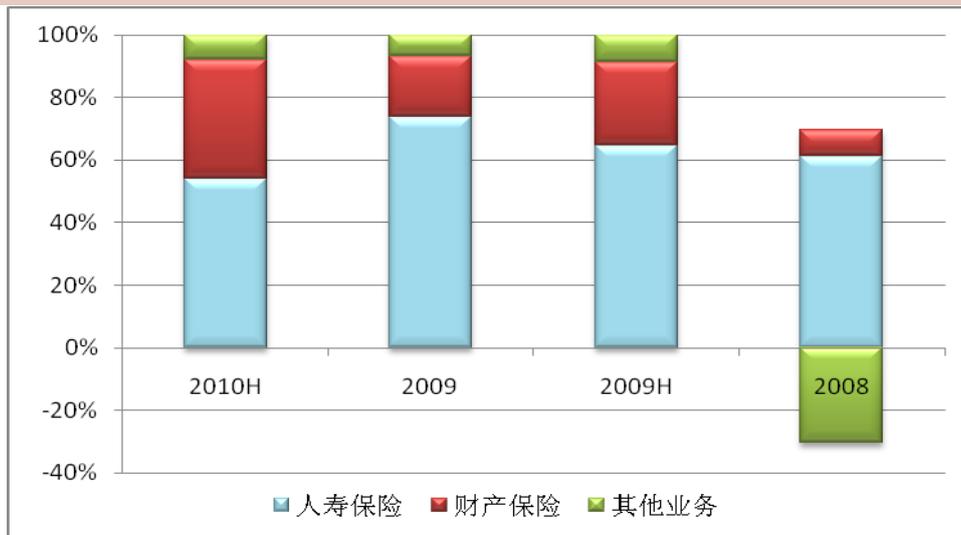
图表 1：主要财务数据

| 单位：百万元 | 2010.06.30 | 2009.12.31 | 增长% |
|--------|------------|------------|--------|
| 总资产 | 435,470 | 397,187 | 9.64% |
| 净资产 | 74,210 | 74,651 | -0.59% |
| BVPS | 8.63 | 8.8 | -1.93% |
| | 2010H1 | 2009H1 | |
| 净利润 | 4,019 | 2,410 | 66.76% |
| 每股收益 | 0.47 | 0.31 | 51.61% |
| 加权 ROE | 5.2 | 4.8 | 0.4 |

数据来源：公司公告、华融证券

从各利润贡献来看，寿险仍是最大的利润中心（占 54.1%），但产险的盈利提升带来产险利润贡献的快速上升，由 09 年底的 19.3% 跃升至 37.8%。产险同比 136.5% 的增长速度拉升了公司利润的增长。

图表 2：各条业务线利润分布



数据来源：公司公告、华融证券

在上半年上证综指大幅下跌 28.3% 的背景下，保险股的消费属性被投资收益的悲观预期所压制。从公司半年报上看，产险业务的消费属性更加强烈，产险利润的增长加大了对公司的贡献；另外一方面，寿险业务的消费属性在新会计准则下更加显著，根据新的保险合同准备金计量基准收益率曲线公司应该调整了折现率假设，降低折现率从而增加了税前利润。

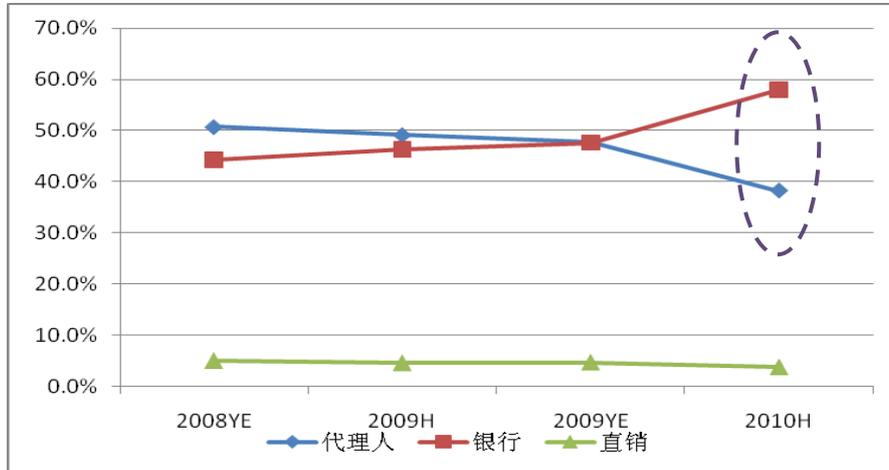
2. 太保寿险量升价平

上半年公司寿险业务大幅增长，实现保费收入 489.59 亿元，同比增长 53.1%。高速增长之下上半年新业务价值增速 18.13%，业务质量提升不明显。解构寿险业务，我们认为寿险业务的增长主要由银保、分红带动，但营销员渠道以及银保的期缴亦保持一定的增长，从而实现保费与新业务价值的双双

增长，但整体而言寿险业务量升价平。

从营销渠道看，银行业务同比大幅增长 90.2%。这一方面是因为去年基数较低，另一主要原因就是市场更加接受银保产品。代理人渠道也增长 19.1%，但这个渠道是需要长期的耕耘才有收获的。

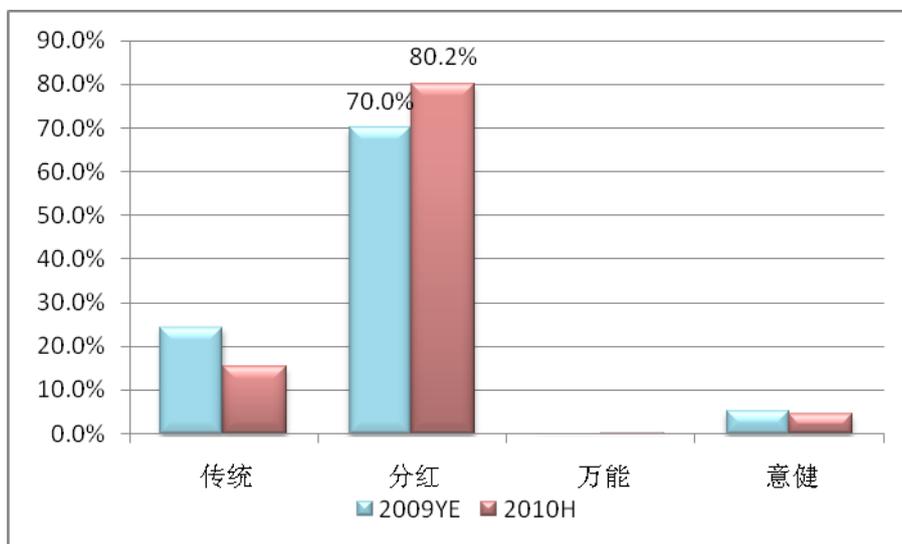
图表 3：渠道上银保业务比重大幅增长



数据来源：公司公告、华融证券

从险种看，分红险业务比重进一步提升，传统型业务的绝对金额和业务比例都在下降。分红险的一险独大说明分红险仍是目前供需双方最认可的险种。

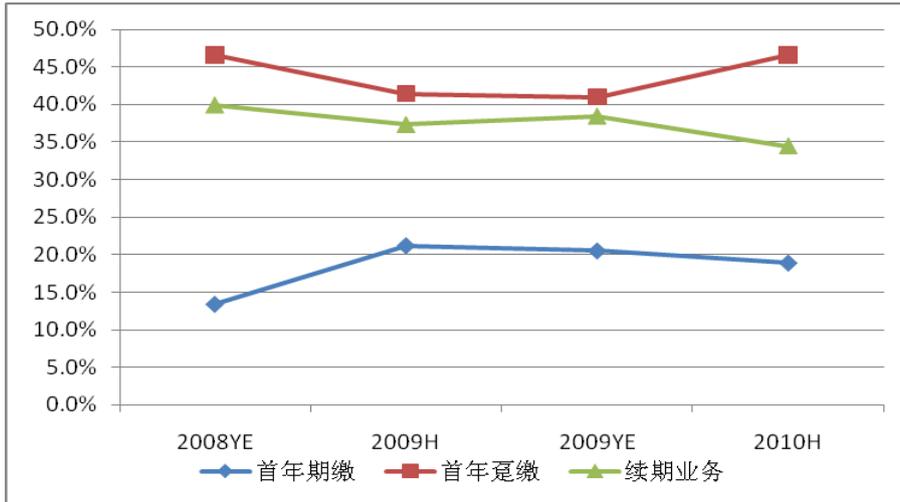
图表 4：险种上分红业务比重进一步抬升



数据来源：公司公告、华融证券

从缴费方式看，今年趸缴的比例重新抬头，恢复到结构调整之前的态势。期缴的比重虽然在下降，但也同比保持了 36.5% 的增长。缴费方式本身没有优劣，而且受到需求方偏好的影响。从公司的角度，期缴业务保持稳定增长的同时，顺应市场需求的趸缴业务无需刻意放弃。

图表 5：缴费方式上趸缴比重提高



数据来源：公司公告、华融证券

值得期待的是公司在代理人渠道上还有极大的提升空间。上半年代理人产能增长较快，月人均首年保费增长 27.3%。但与平安相比还有很大的成长空间。当然代理人队伍的建设不是一蹴而就的事情，需要长期的投入和培育。一旦形成就是核心竞争力的保证。因此，尽管公司在保费规模上增长很快，未来仍需关注代理人队伍的建设以及产能的提升，从而获得新业务价值的快速提升。

图表 6：代理人产能还有提升的空间

| 太保寿险 | 2010H | 2009 | 2008 |
|----------------------|--------|-------|-------|
| 保险营销员(千名) | 252 | 254 | 224 |
| 保险营销员每月人均首年保险业务收入(元) | 3305 | 2,597 | 2,296 |
| 保险营销员每月人均寿险新保单件数(件) | | 1.36 | 1.26 |
| 平安寿险 | | | |
| 代理人首年规模保费(元/人均每月) | 10,311 | 6,261 | 5,423 |
| 代理人个险新保单件数(件/人均每月) | 1.2 | 1.1 | 1.1 |

数据来源：公司公告、华融证券

3. 太保产险量价齐升

太保产险在上半年实现保费收入 270.78 亿元，同比增长 45.1%，远远超过产险行业 33.5%的增速；但增速落后于平安产险的 61.1%。从行业集中度看，进入 2010 年市场集中度持平，平安和太保基本填补了人保和中华联合份额的下滑。公司市场份额有所提升，但与超越自身的平安产险的差距越来越大。在与平安的比拼中，公司还有很大的量升空间。

迅猛的保费增长主要得益于汽车销量的高速增长以及产险经营环境的好转。在宏观经济转型的过程中，汽车销量的增速虽然有所放缓，但汽车消费仍将保持增长态势，产险公司的最大业务线车险仍将高速增长。

公司超越行业中的大多数公司，但由于电销平台建设稍稍落后，短期内增长还是比较难以超越平安产险。

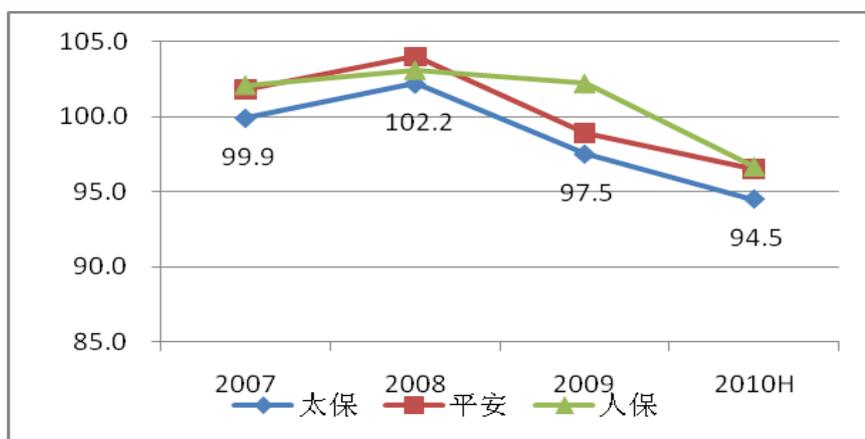
图表 7：产险行业 TOP 5

| 2010H1 | | 2009年 | | 2008年 | | 2007年 | | 2006年 | |
|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|
| 人保产险 | 39.00% | 人保产险 | 39.92% | 人保产险 | 41.56% | 人保产险 | 42.46% | 人保产险 | 45.12% |
| 平安产险 | 14.36% | 平安产险 | 12.86% | 平安产险 | 10.94% | 平安产险 | 10.28% | 平安产险 | 10.67% |
| 太保产险 | 12.96% | 太保产险 | 11.44% | 太保产险 | 11.37% | 太保产险 | 11.23% | 太保产险 | 11.47% |
| 中华联合 | 4.81% | 中华联合 | 6.50% | 中华联合 | 7.82% | 中华联合 | 8.78% | 中华联合 | 9.53% |
| 大地产险 | 3.28% | 大地产险 | 3.43% | 大地产险 | 3.85% | 大地产险 | 4.81% | 大地产险 | 4.00% |
| TOP 5 | 74.40% | | 74.13% | | 75.53% | | 77.55% | | 80.79% |

数据来源：wind、华融证券

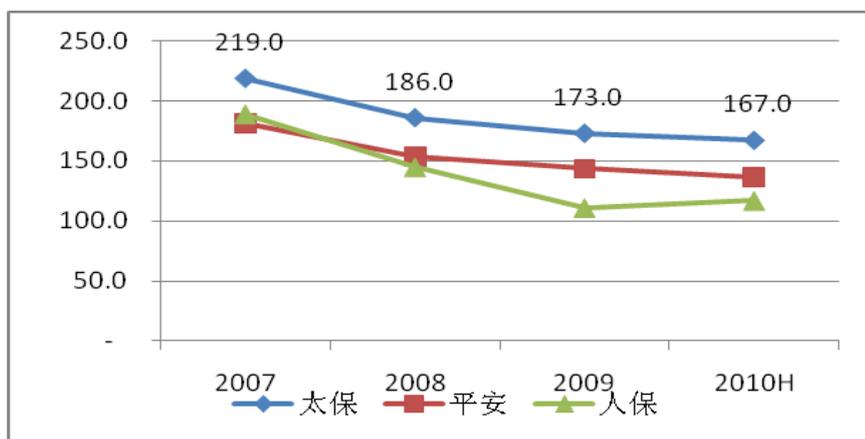
公司产险业务有自身的优势：1 是综合成本率领先行业，2 是偿付能力状况好于同业上市公司。在这两个优势下，公司未来的发展空间更大，动力更足。

图表 8：公司综合赔付率一直优于同业



数据来源：公司公告、华融证券

图表 9：公司偿付能力一直优于同业



数据来源：公司公告、华融证券

4. 投资尚可但须关注浮亏

上半年公司受股票市场大幅下滑的影响，公司实现总投资收益 92.59 亿元，同比增长 3.5%，总投资收益率由 5.0% 下降至 4.3%；净投资收益率 4.2%。这一成绩主要受益于基金分红收入的大幅增加。上半年公司调整了投资结构，固定收益类投资比例由 74.4% 上升至 78.8%，权益类投资由 12.3% 进一步下降至 10.9%。需要关注的是公司浮亏有待消化。报告期末资本公积项下可供出售金融资产公允价值变动净额-36.55 亿元。

图表 10: 权益类投资比重下降

| 单位: 百万元 | 2010H | | 2009 | |
|---------------|----------------|-------|----------------|-------|
| 投资资产(合计) | 金额 | 比例 | 金额 | 比例 |
| 按投资对象分 | 395,896 | | 366,018 | |
| 固定收益类 | 312,067 | 78.8% | 272,469 | 74.4% |
| — 债券投资 | 214,224 | 54.1% | 182,778 | 49.9% |
| — 定期存款 | 93,832 | 23.7% | 86,371 | 23.6% |
| — 其他固定收益投资 | 4,011 | 1.0% | 3,320 | 0.9% |
| 权益投资类 | 42,982 | 10.9% | 44,915 | 12.3% |
| — 基金 | 18,117 | 4.6% | 18,959 | 5.2% |
| — 股票 | 23,114 | 5.8% | 24,190 | 6.6% |
| — 其他权益投资 | 1,751 | 0.4% | 1,766 | 0.5% |
| 基础设施类投资计划 | 18,340 | 4.6% | 18,396 | 5.0% |
| 现金及现金等价物 | 22,507 | 5.7% | 30,238 | 8.3% |

数据来源: 公司公告、华融证券

5 盈利预测

公司寿险业务高速增长但对业务价值的提升贡献不大, 代理人产能提升较快, 未来在价上还有极大的提升空间; 产险承保利润率行业领先, 业务增长也较快, 若重回市场第二公司还有极大的量升空间。基于未来公司仍将保持高速发展的态势, 股市债市进一步下行的可能性不大, 我们对公司评级为“推荐”。

图表 14: 盈利预测简表

| 损益表 | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E |
|---------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 93,008 | 97,835 | 104,313 | 134,522 | 168,484 |
| 已赚保费 | 65,536 | 84,274 | 84,127 | 109,365 | 136,706 |
| 投资收益(含公允价值变动收益) | 27,009 | 14,008 | 19,389 | 24,485 | 30,935 |
| 营业支出 | 84,512 | 98,584 | 94,772 | 120,952 | 139,744 |
| 提取保险责任准备金 | 41,354 | 37,139 | 38,142 | 65,111 | 66,986 |
| 赔付支出 | 17,395 | 28,336 | 26,446 | 24,060 | 34,177 |
| 佣金及管理费 | 13,239 | 15,784 | 18,710 | 19,686 | 24,607 |
| 营业利润 | 8,496 | -749 | 9,541 | 13,571 | 28,740 |
| 利润总额 | 8,443 | -355 | 9,506 | 13,503 | 28,596 |
| 所得税 | 1,374 | -1,770 | 2,033 | 2,701 | 5,719 |
| 净利润(归属母公司股东) | 6,893 | 1,339 | 7,356 | 10,478 | 22,191 |

数据来源: 公司公告、华融证券

图表 15: 内含价值预测简表

| 内含价值估值 | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E |
|------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 调整后净资产 | 60,740 | 51,876 | 72,368 | 79,127 | 99,958 |
| 调整后寿险业务净资产 | 16,243 | 24,352 | 24,150 | 35,607 | 44,981 |
| 有效业务价值 | 14,015 | 18,103 | 26,003 | 34,824 | 42,780 |
| 内含价值(EV) | 74,755 | 69,978 | 98,371 | 113,951 | 142,738 |
| 寿险业务内含价值 | 30,570 | 42,769 | 50,605 | 70,431 | 87,761 |

| | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1年新业务价值 | 3,865 | 4,740 | 5,000 | 6,000 | 7,080 |
| 调整后每股净资产 | 7.1 | 6.0 | 8.4 | 9.2 | 11.6 |
| 调整后每股寿险业务净资产 | 1.9 | 2.8 | 2.8 | 4.1 | 5.2 |
| 每股有效业务价值 | 1.6 | 2.1 | 3.0 | 4.0 | 5.0 |
| 每股内含价值 | 8.7 | 8.1 | 11.4 | 13.3 | 16.6 |
| 寿险业务每股内含价值 | 3.6 | 5.0 | 5.9 | 8.2 | 10.2 |
| 每股新业务价值 | 0.4 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.8 |
| 新业务价值倍数 | | | | 20.0 | 18.0 |
| 每股新业务估值 | | | | 14.0 | 14.8 |
| 寿险每股评估价值(元) | | | | 22.1 | 25.0 |
| 产险及其他业务每股价值(元) | | | | 7.6 | 9.6 |
| 每股价值 | | | | 29.7 | 34.6 |

数据来源：公司公告、华融证券

投资评级定义

| 公司评级 | | 行业评级 | |
|------|------------------------------|------|------------------------|
| 强烈推荐 | 预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上 | 看好 | 预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上 |
| 推 荐 | 预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15% | 中性 | 预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平 |
| 中 性 | 预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内 | 看淡 | 预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上 |
| 卖 出 | 预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上 | | |

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层（100033）

传真：010-58568159

网址：www.hrsec.com.cn