

中国太保：行业秩序改善提升财险利润

增持（维持）

投资要点：

- 银保驱动保费迅猛增长
- 行业秩序改善提升财险利润贡献度
- 校正后总投资收益率优于国寿，与平安相仿

报告摘要：

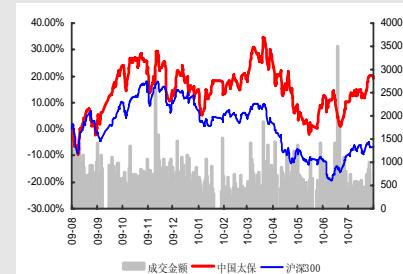
- 上半年公司实现营业收入 726.3 亿元，同比增长 40.4%；归属于公司股东的净利润达 40.2 亿，同比增长 66.8%；每股收益达 0.47 元，综合收益为 -7.05 亿，而去年同期为 54.7 亿。归属于公司股东的净资产为 742.1 亿，较 09 年底下降 0.6%。期末集团内含价值为 1047 亿，同比增长 6.5%。
- **银保驱动保费迅猛发展。**上半年公司实现保费达 489.6 亿元，同比增长 53%，贡献净利润 21.7 亿。公司寿险保费迅速增长主要是受银保渠道推动。上半年银保实现保费收入 283.9 亿，同比增长 92%，权重由 46% 提高到 58%。险种结构方面，分红险占比继续提高，由 09 年同期的 71% 提高到 80%。由于公司保费增长主要由银保推动，长险占比下降，因此新业务价值增长落后于保费增长。上半年新业务价值为 32.38 亿，同比增长 18%，APE Margin 为 28%，去年同期为 34%。综合赔付率 ((退保金+赔付支出+提取保险责任准备金)/已赚保费) 略有下降，本期为 83%，09 年中期为 87%。此外，中报并未披露责任准备金评估利率相关信息。
- **受益于行业秩序好转，财险迅速发展。**上半年公司财险业务实现保费收入 271 亿，同比增长 45%，贡献净利润 15.2 亿，同比增长 136.5%，财险市场占比 13%，较去年提高 1.6 个百分点。综合赔付率为 94.5%，同比下降 3 个百分点，且优于平安。
- **校正后公司总投资收益率为 2.1%，优于国寿，与平安相仿。**期末公司投资资产规模为 3959 亿元，较年初增长 8.2%，固定收益类占比较年初提高 4.4 个百分点到 78.8%，权益类投资占比较年初下降 1.4 个百分点至 10.9%，本期公司投资收益为 92.6 亿，同比增长 3.5%，总投资收益率为 4.3%。期末，公司可供出售金融资产浮亏 36.6 亿，而 09 年末有 10.3 亿，即本年内损失 46.9 亿。还原后，公司本年总投资收益为 45.7 亿，总投资收益率为 2.1%。
- 整体来看，尽管公司未披露评估利率变动，但我们估计公司承保利润率不容乐观，较高的规模保费增速能否继续将是个疑问，同时业绩更多的要依赖于投资情况。估值方面，公司目前股价隐含的新业务价值倍数为 14 倍，从长期来看，具备投资价值，维持增持评级。短期资本市场走势将对其造成双重影响。

分析师：黄立军 邢波

电话：010-88085983

Email：huanglijun@hysec.com

市场表现



行业数据

股票家数 (家)	18
总市值 (亿元)	14848
流通市值 (亿元)	10328
重点公司 (家)	16
重点公司占行业市值比重	99.3%

数据来源：港澳资讯

相关研究

中国人寿：期待业绩催化剂	8.26
中国平安：非投资业务业绩超预期	8.25
广发证券：出售华福或成催化剂	8.16
长江证券：二季度自营拖累业绩	8.10
广发证券：定向增发正当其时	8.3
东北证券：高弹性特性强化	7.29

利润表(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	80,828	104,313	123,224	147,770	174,434
已赚保费	66,253	84,127	107,135	123,595	144,282
提取未到期责任准备金	-1,064	-2,424	-2,435	-2,841	-3,317
投资收益及公允价值变动	13,258	19,529	15,530	23,513	29,370
营业支出	1,317	657	559	661	781
退保金	-79,905	-94,772	-113,360	-135,090	-159,690
赔付支出	-3,974	-4,386	-4,546	-6,896	-8,016
提取保险责任准备金	-31,408	-30,494	-36,809	-43,226	-51,221
保单红利支出	-21,561	-39,225	-46,358	-54,640	-64,420
手续费及佣金支出	-2,569	-2,053	-2,279	-2,499	-3,385
业务及管理费	-6,599	-8,820	-10,957	-12,786	-14,926
其他支出	-11,430	-13,237	-16,019	-19,210	-22,676
营业利润	923	9,541	9,863	12,679	14,744
营业外收支	394	-35	120	120	120
利润总额	1,317	9,506	9,983	12,799	14,864
所得税费用	1,350	-2,033	-1,997	-2,560	-2,973
净利润	2,667	7,473	7,987	10,239	11,891
资产负债表(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
投资资产	250,190	272,469	332,130	382,898	438,046
货币资金	164,898	182,778	208,135	249,947	298,379
定期存款	82,756	86,371	123,995	132,951	139,667
债券投资	2,536	3,320	0	0	0
权益投资	13,772	44,915	35,427	69,134	88,879
基础设施建设	465	464	886	1,064	1,270
投资资产	514,617	590,317	700,573	835,993	966,242
其他资产	-197,612	-193,130	-223,948	-264,044	-279,902
资产合计	317,005	397,187	476,624	571,949	686,339
负债	194,239	236,152	296,937	344,885	427,589
准备金	73,646	85,362	98,424	138,633	161,995
负债合计	267,885	321,514	395,361	483,518	589,584
归属母公司所有者权益	48,638	74,651	80,310	87,287	96,755
少数股东权益	482	1,022	953	1,144	0
股东权益合计	49,120	75,673	81,264	88,431	96,755
每股数据(元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股净资产	6.33	8.80	9.34	10.15	11.25
每股盈利	0.33	0.95	0.94	1.21	1.40
每股内含价值	9.09	11.60	12.54	13.92	15.90

保费收入(百万元, %)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
个人保险	50.74%	47.70%	45.00%	50.00%	53.00%
首年保费	11.58%	12.19%	11.25%	12.50%	13.25%
期缴首年	10.27%	11.10%	9.00%	10.00%	10.60%
趸缴保费	1.31%	1.09%	2.25%	2.50%	2.65%
续期保费	39.16%	35.51%	33.75%	37.50%	39.75%
银行保险	44.25%	47.60%	50.00%	45.00%	43.00%
首年保费	43.68%	44.87%	49.50%	44.55%	42.57%
期缴首年	3.10%	9.32%	9.90%	8.91%	8.51%
趸缴保费	40.58%	35.55%	39.60%	35.64%	34.06%
续期保费	0.57%	2.73%	0.50%	0.45%	0.43%
团体保险	0.57%	2.73%	0.50%	0.45%	0.43%
首年保费	5.01%	4.70%	5.00%	5.00%	4.00%
期缴首年	4.78%	4.47%	4.95%	4.95%	3.96%
趸缴保费	0.05%	0.11%	0.01%	0.01%	0.01%
续期保费	4.73%	4.35%	4.94%	4.94%	3.95%
寿险保费收入合计	47,828	61,998	80,597	92,687	106,590
同比增速	-5.64%	29.63%	30.00%	15.00%	15.00%
首年保费合计	28,715	38,147	52,952	57,466	63,720
同比增速	-15.96%	32.85%	38.81%	8.52%	10.88%
APE	8,651	15,273	19,014	21,531	24,718
同比增速	7.55%	76.54%	24.50%	13.24%	14.80%
APE margin	42.20%	32.74%	37.00%	36.00%	37.00%
车险	19,681	25,449	30,037	36,045	43,254
非车险	8,194	8,840	9,052	10,863	13,035
短期意外和健康险	0	0	2,057	2,469	2,963
财险保费收入合计	27,875	34,289	41,147	49,376	59,251
同比增速	18.75%	23.01%	20.00%	20.00%	20.00%
内含价值(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
期末内含价值	69,978	98,371	107,861	119,697	136,707
经调整净资产	51,876	72,368	77,901	84,669	93,852
有效业务价值	24,858	33,971	41,141	48,101	55,987
调整后有效业务价值	18,417	26,454	30,481	35,638	43,600
一年新业务价值	4,740	6,218	-1,759	-1,938	-2,286
调整后一年新业务价值	3,651	5,000	7,035	7,751	9,146
估值水平	2008	2009	2010E	2011E	2012E
P/B	3.81	2.74	2.58	2.37	2.14
P/E	73.03	25.37	25.60	19.97	17.19
P/EVPS	2.65	2.08	1.92	1.73	1.52

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。

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

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@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。