

产险综合成本率降低拉高利润， 寿险产品结构转型动力不足

中国太保 (601601.SH)

谨慎推荐 维持评级

分析师: 叶云燕 电话: (8610) 6656 8028 电子邮箱: yeyunyan@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130207091555

联系人: 唐子佩 电话: (8610) 8357 4030 电子邮箱: tangzipei@chinastock.com.cn

1. 事件

中国太保 2010 年实现营业收入 1416.62 亿元，同比增长 35.8%。每股收益 1.0 元，同比增长 5.3%，拟每股派 0.35 元（含税），按照总股本 86 亿股，共计分配 30.1 亿元。中国太保表示，2010 净利润出现增长主要是因公司保险业务业绩提升，并受资本市场下滑以及寿险准备金评估利率曲线下移的影响所致。中国太保预计，2011 公司保险业务收入增速将在 15% 以上。

2. 我们的分析与判断

(一)、会计利润增长高于预期

每股净收益 1.0 元，比上年增长 4%。2010 年所属公司股东净收益 85.57 亿元，比上年增长 16%，高于我们之前的预期。其中在佣金市场价格战白热化的 2010 年，佣金率由 9.2% 下降到 8.0%，体现卓越的成本控制能力。

寿险业务收入实现快速增长，达到 878.73 亿元，同比增长 41.7%，寿险净利润下降 15%。主要由于寿险责任准备金计提大幅上涨 60%，营业支出增长拉高至 40%，寿险净利润下降 15%。从产品种类看，寿险业务结构向好，万能险业务占比同比下降 9.6%。从营销渠道看，太保在代理增员普遍困难的 2010 年，代理人数量尚能上升，体现出增员方面的卓越能力。

产险业务收入 516.22 亿元，同比增长 50.5%，净利润同比增长 146.9%。综合成本率 93.7%，较上年末下降 3.8%，净利润 35.11 亿元，同比增长 146.9%。综合成本率的下降将带动车险盈利周期的延长。

投资收益 5.3% 符合预期。2010 年总体投资收益率为 5.3%，较上年同期下降 1%。2010 年实现投资收益 210.67 亿元，比上年增加 9%。由于去年太保股票投资资产降低，基金投资板块加重，导致投资收益主要由基金股息收入和债券利息收入拉高，而权益投资的不利将整体投资收益率拉低。

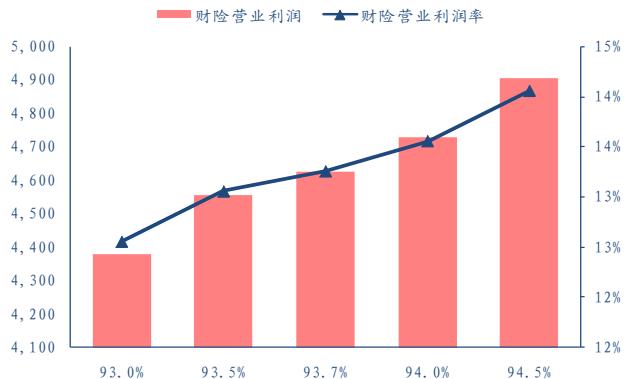
(二)、内含价值增长高于预期

寿险业务内含价值上年同比增加 40%。其中，调整净资产大幅上涨 48% 成为主要驱动因素。而内含价值各项基本假设与往年保持一致。

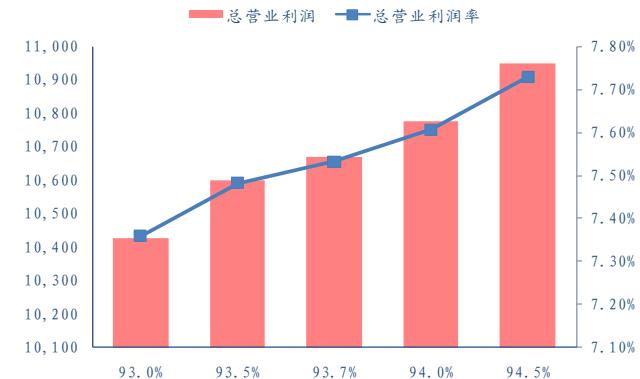
一年新业务价值同比增长 22%。太保 2010 年一年新业务价值达到 75.65 亿元，折合每股 0.88 元，高于我们的预期，推动股价上扬。

(三)、产险综合成本率降低拉高利润

产险综合成本率 93.7%，较上年末下降 3.8%。产险综合成本率的持续下降延长了在车险盈利周期停留时间，对公司股价形成利好。以下对产险综合成本率对财产险和公司整体业务运营的影响作出敏感性分析：

图 1: 产险综合成本率下降拉高财险营业利润 (百万元)


资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 2: 产险综合成本率下降拉高太保总营业利润 (百万元)


资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

(四)、寿险产品结构转型动力不足或拉低长期盈利潜力

2010年公司期缴业务占比由上年的33%降至31%，趸缴业务占比相应上升至69%。期缴业务增长率33%，慢于趸缴业务的47%增长率。只有在银保渠道，期缴业务占比与上年基本持平，而46.5%的增长率亦略低于趸缴业务的48.1%。

一方面，由于产品大类本身对公司新业务价值贡献有限，趸缴业务拉低公司总体新业务价值；另一方面，趸缴业务的高速增长对准备金占用要求加大，将拉低公司整体利润率。

3. 投资建议

公司价值明显低估，23倍新业务价值倍数下估值33元。太保将进入较长期的产险盈利周期，至少在未来三年将得到产险盈利显著增长。但由于在寿险板块仍面临期缴产品结构转型动力不足的问题，将拉低投资者预期。预计在未来三年，EPS将达到1.13/1.50/1.91元。在2011年23倍新业务价值倍数假设下，合理估值33元。在2011-2013年，每股内含价值估值为8.2/9.2/10.3元，目标股价为33/37/45元，隐含PE分别为29/25/24。

维持之前作出的谨慎推荐评级。

表 1：2011-2013 年中国太保财务预测（百万元）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						资产负债表					
保险业务收入	96,342	139,555	172,667	213,919	265,437	资产总额	397,187	475,711	596,780	738,607	923,077
投资收益	19,389	21,067	25,810	32,225	39,406	投资资产	343,355	406,242	515,897	638,501	797,970
营业收入	104,313	141,662	174,026	214,638	264,221	其他非投资资产	53,832	69,469	80,884	100,106	125,108
提取保险责任准备金	-39,225	-64,707	-74,419	-89,737	-108,250	负债总额	321,514	394,160	504,335	632,701	800,092
退保金	-4,386	-4,489	-5,760	-6,935	-8,343	保险合同准备金	236,152	307,186	370,434	464,719	587,667
赔款支出	-30,494	-34,523	-44,617	-56,308	-71,139	应付保单红利	5,113	7,110	8,020	10,062	12,724
保单红利支出	-2,053	-3,399	-7,428	-8,718	-10,254	股东权益	74,651	80,297	91,197	104,476	121,324
业务及管理费用	-13,237	-16,989	-20,628	-25,886	-32,537	权益合计	75,673	81,551	92,446	105,906	122,985
营业支出	-94,772	-130,972	-161,676	-198,200	-243,303	资产/负债增长率					
税前利润	9,506	10,670	12,351	16,438	20,919	总资产增长率	-59.9%	19.8%	25.5%	23.8%	25.0%
净利润	7,473	8,665	9,880	13,151	16,735	投资资产增长率	-63.0%	18.3%	27.0%	23.8%	25.0%
收入增长						总负债增长率	-62.4%	22.6%	28.0%	25.5%	26.5%
已赚保费收入增长	27.2%	44.9%	23.7%	23.9%	24.1%	寿险准备金增长率	-69.7%	30.1%	20.6%	25.5%	26.5%
投资收益增长	47.3%	8.9%	21.4%	24.9%	22.3%	股东权益增长	-44.7%	7.6%	13.6%	14.6%	16.1%
营业收入增长	29.1%	35.8%	22.8%	23.3%	23.1%	每股数据					
支出增长						股本	8,483	8,600	8,600	8,600	8,600
退保金	10.4%	2.3%	28.3%	20.4%	20.3%	EPS	0.95	1.00	1.13	1.50	1.91
赔款支出	-2.9%	13.2%	29.2%	26.2%	26.3%	BVPS	9.67	9.34	10.60	12.15	14.11
准备金提转差	81.9%	65.0%	15.0%	20.6%	20.6%	EV	5.97	8.21	8.18	9.21	10.32
保单红利支出	-20.1%	65.6%	118.5%	17.4%	17.6%	NBV	0.73	0.88	0.81	0.99	1.17
佣金及手续费	33.7%	27.0%	25.3%	24.0%	24.2%	当期市价	22.26	22.26	22.26	22.26	22.26
业务及管理费用	15.8%	28.3%	21.4%	25.5%	25.7%	市盈率	23.35	22.37	19.69	14.80	11.63
净利润增长	180.2%	16.0%	14.0%	33.1%	27.3%	市净率	2.30	2.38	2.10	1.83	1.58
盈利能力						内含价值倍数	3.73	2.71	2.72	2.42	2.16
营业净利率	7.64%	6.13%	5.6%	6.0%	6.2%	隐含新业务倍数	22.23	15.97	17.49	13.24	10.20
总资产周转率	24.26%	29.34%	28.9%	29.0%	28.8%	当期成本率					
ROE	9.85%	10.66%	10.7%	12.4%	13.6%	佣金率	9.2%	8.0%	8.1%	8.1%	8.1%
ROA	1.85%	1.80%	1.6%	1.8%	1.8%	行政费用率	13.7%	12.2%	11.9%	12.1%	12.3%
ROAE	7.01%	10.47%	11.3%	13.2%	14.6%	赔付率	31.7%	24.7%	25.8%	26.3%	26.8%
ROAA	1.69%	1.60%	1.5%	1.6%	1.8%	退保率	4.6%	3.2%	3.3%	3.2%	3.1%
杠杆	532.06%	592.44%	6.5	7.1	7.6	当期综合成本率	101.9%	97.0%	96.6%	95.8%	95.0%

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

叶云燕，金融行业证券分析师。本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

覆盖股票范围：

A股：中国人寿（601628.SH）、中国平安（601318.SH）、中国太保（601601.SH）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849
上海地区联系：010-66568281
深圳广州地区联系：010-66568908