

2011-02-19

非银行金融—保险

中国太保 601601-SH

2011 年 1 月保费点评

◇ 事件：公司公布 1 月保费

◆ 产寿险保费增速放缓

公司公告 2011 年 1 月寿险业务旧会计准则下规模保费 124 亿, 同比增长 20.4%; 新会计准则下保费 117 亿, 同比增长 31.5%; 保费确认率由去年 1 月的 86.4% 提升至 94.4%, 我们认为这主要归因于公司寿险业务结构发生变化, 风险保费占比逐步提高。

2011 年 1 月产险业务保费 67 亿元, 同比增长 8.0%。相比去年全年 50.5% 的增速, 1 月产险保费增速大幅放缓。由于与产险行业整体增速大致相当, 我们预计公司市场份额并不会发生大的变化。

◆ 期待寿险业务结构调整实质推进

我们预计公司 1 月寿险业务结构有所改变, 个险新单增速较高。但考虑到去年基数不高以及去年底最后 1 月负增长, 我们还需要继续观察接下来两个月公司个险增长情况以及公司在营销员管理等方面工作的进展, 从而来判断公司个险新单保费增速是否超过我们全年 20% 增速的预测。

◆ 产险 1 月受多因素影响, 全年仍有望增长 25%

除平安产险强劲增长 33.4% 以外, 大多数产险公司 1 月保费放缓至个位数增长, 最大的产险公司中国人保更是同比负增长 1%。我们预计产险行业 1 月保费增速约在 10% 左右。

各产险公司 1 月保费增速放缓引起大家对产险行业全年保费增长 20% 的担忧。但我们认为, 1 月份受到如下暂时因素的影响:

一是新车购置税优惠政策去年底到期, 导致原计划今年初购车者提前至去年底购买, 从而去年最后两月的保费高增长透支今年年初的增速;

二是数据真实性监管加强导致各公司年底人为预留保费的习惯被改变。

这两个因素均导致去年底保费增速较高, 而年初保费增速则放缓, 且这种影响对今年 1 月单月数据影响非常大, 但全年来看则影响会逐步变小。

同时我们认为, 产险保费增速下滑最担心的问题是保费充足度的下滑, 因为它同时会带来综合成本率的上升。而根据我们的行业跟踪信息, 1 月份保费充足度与去年底持平, 保费增速下滑并非是保费充足度下降所致。

我们仍然维持产险行业 2011 年保费 20% 增速的预测。我们预计今年车均保费与去年持平, 即使今年新车销量零增长, 全年产险保费增速也在 20% 左右。详细预测参见下表。

太保产险作为具有品牌优势和规模优势的大公司是市场规范的受益者。我们预计公司 2011 年保费增长 25%, 市场份额继续提高, 业务品质仍能得到保证, 今年财务综合成本率相比去年持平, 维持在 92%-93% 的较低水平。

◆ 投资建议

受益加息以及 750 天国债收益率移动平均触底回升的影响, 我们预计, 公司今年 2 季度开始业绩将有上佳表现, 特别是下半年。公司现有股价对应 2011 年业绩的隐含新业务价值倍数为 10X, P/EV 为 1.6X, 估值明显偏低, 我们维持公司买入评级。

维持

买入

当前价格	22.63 元
目标价格	37 元
目标期限	12 个月

分析师: 许雯

(执业证书编号: S0930510120018)

联系人: 唐圣波, 北美精算师

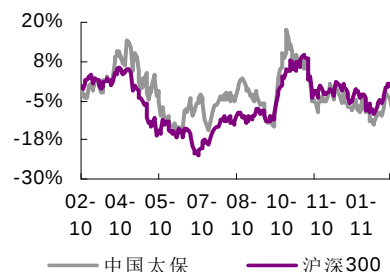
021-22169078

tangsb@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	8,600
总市值(百万元)	194,618
流通比例(%)	72.19%
12 个月最高/最低(元)	28.99/20.14
近 3 月日均成交量(百万股)	24.26
主要股东	华宝投资有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-6.88	-4.75	-6.56
绝对收益	0.98	-2.72	-7.77

相关报告:

会计处理难掩真实业绩, 短期调整不改向上趋势

..... 2010-10-30
产险量价齐升亮点可持续; 寿险以量补价结构待优化

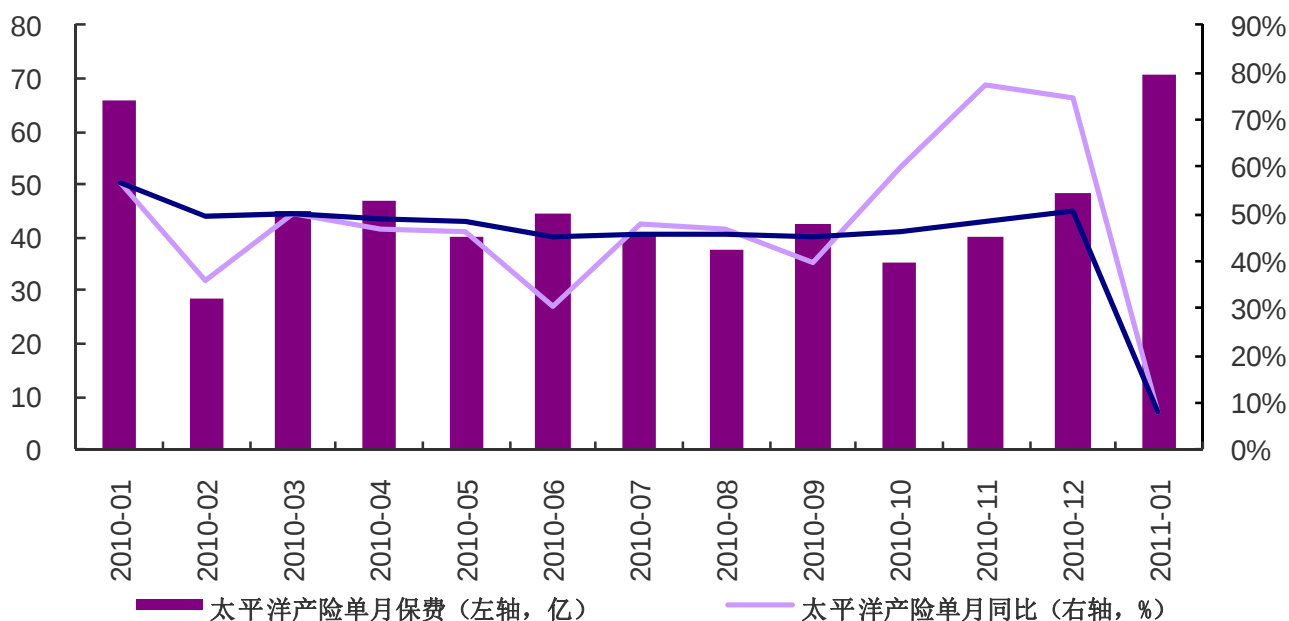
..... 2010-08-30

图表 1：2011 年产险行业保费增速预测

单位：亿	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
产险保费	1,998	2,337	2,876	3,894	4,682	5,519
增速	32.4%	17.0%	23.1%	35.4%	20.2%	17.9%
车险保费	1,484	1,703	2,155	2,959	3,560	4,174
增速	34.0%	14.7%	26.6%	37.3%	20.3%	17.2%
其中：新车贡献增速	15.9%	12.6%	20.0%	25.1%	18.3%	15.2%
其他因素	18.1%	2.1%	6.6%	12.2%	2.0%	2.0%
新车保费	176	188	341	542	542	542
车均保费	2,000	2,000	2,500	3,000	3,000	3,000
新车销量	879	938	1,364	1,806	1,806	1,806
增速	21.8%	6.7%	45.5%	32.4%	0.0%	0.0%
非车险保费	513	634	720	935	1,121	1,346
增速	27.9%	23.5%	13.6%	29.7%	20.0%	20.0%

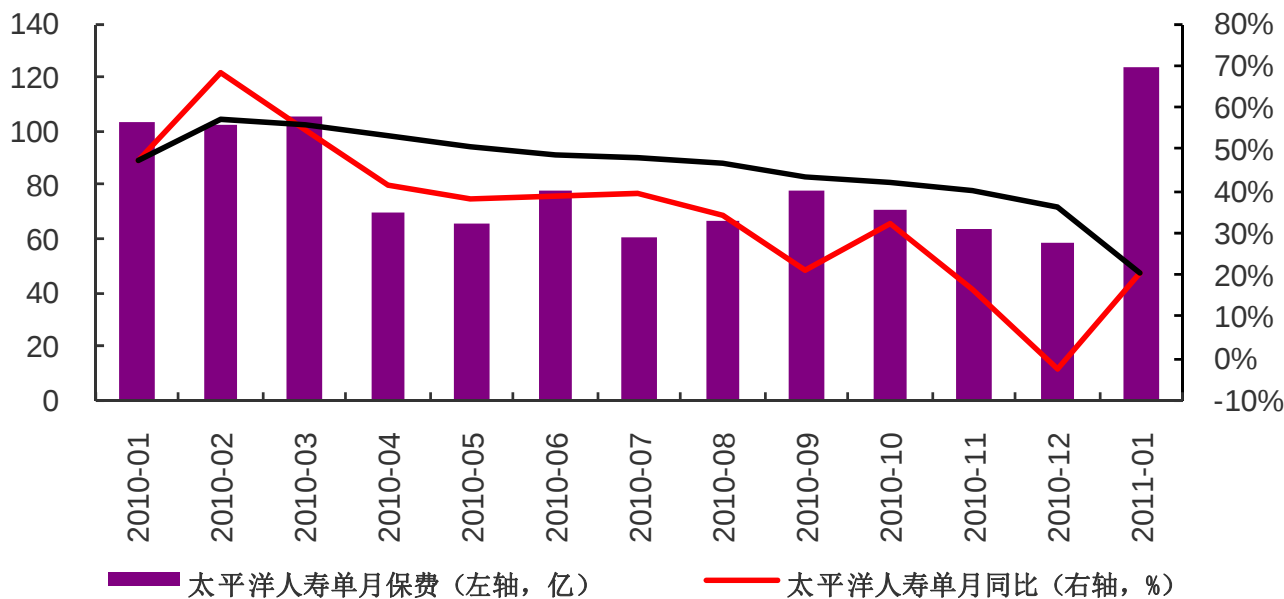
资料来源：光大证券研究所

图表 2：太保产险保费增速



资料来源：CIRC,光大证券研究所

图表 3：太保寿险保费增长



资料来源：CIRC，光大证券研究所

图表 4：750 天国债收益率移动平均及其影响

评估日	750天国债收益率移动平均 (%)					平均值 (bp)	对净利润影响 (百万)		
	5年	10年	15年	20年	30年	变动幅度	中国人寿	中国平安	中国太保
2009-12-31	3.32	3.86	4.21	4.35	4.48				
2010-03-31	3.34	3.89	4.26	4.40	4.52	3.80	1,546	1,265	959
2010-06-30	3.28	3.84	4.24	4.39	4.52	-2.63	-1,070	-875	-664
2010-09-30	3.17	3.74	4.17	4.33	4.45	-8.29	-3,376	-2,761	-2,094
2010-12-31	3.10	3.68	4.12	4.28	4.40	-5.52	-2,247	-1,837	-1,394
2011-03-31	3.08	3.67	4.11	4.27	4.39	-1.21	-495	-404	-307
2011-06-30	3.08	3.69	4.13	4.28	4.40	1.21	491	402	305
2011-09-30	3.10	3.72	4.15	4.30	4.42	2.09	850	695	527
2011-12-31	3.26	3.86	4.26	4.39	4.51	11.76	4,792	3,919	2,972
2010合计						-12.63	-5,146	-4,209	-3,192
2011合计						13.84	5,639	4,611	3,497

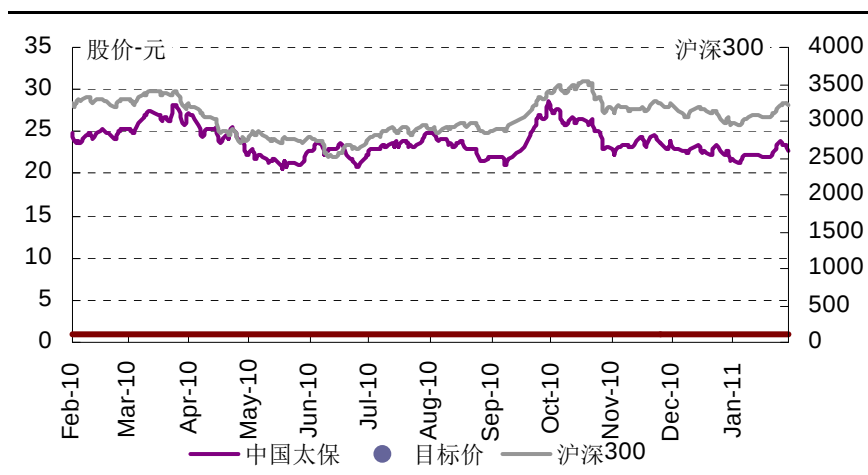
资料来源：中国债券网，光大证券研究所

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

中国太保（601601）



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2009-08-30	19.61	29.00	买入
2010-08-05	23.80	30.00	买入
2010-08-19	24.42	33.00	买入
2010-08-30	24.10	33.00	买入
2010-10-12	24.10	33.00	买入
2010-10-25	24.10	37.00	买入
2010-10-30	25.85	37.00	买入
2010-11-19	25.85	37.00	买入

买入 — 增持 — 中性 —
 减持 — 卖出 —

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lxy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。