

证券研究报告

金融、保险业

强烈推荐 (维持)

证券分析师

龚泽云

S1060210090001
0755-22625902
Liuyh1@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

中国太保 (601601)

银保业务持续下滑，拖累寿险保费增速

--7月保费收入公告点评

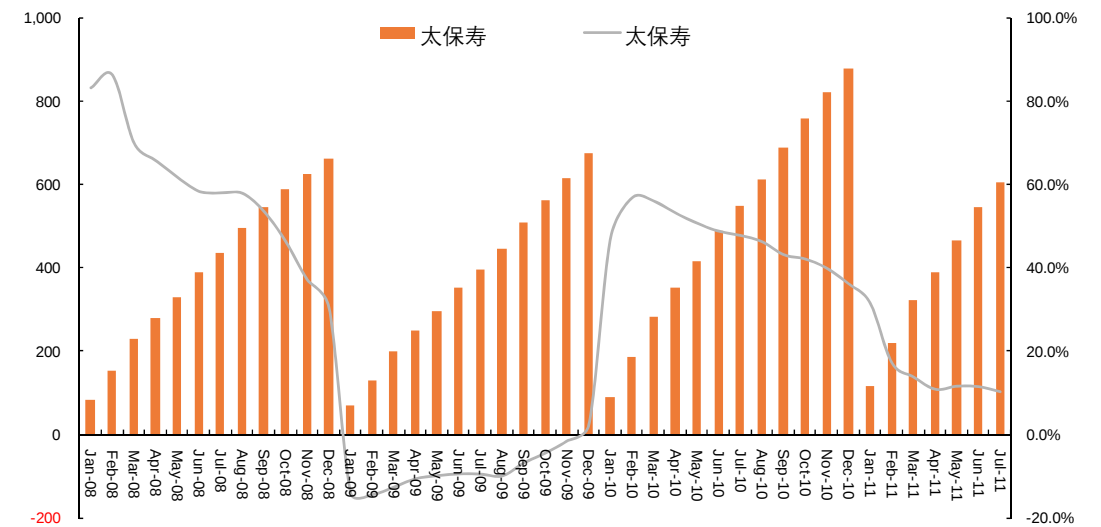
事项:

8月13日，中国太保发布2011年7月保费收入公告。中国太平洋人寿保险股份有限公司、中国太平洋财产保险股份有限公司于2011年1月1日至2011年7月31日期间根据《保险合同相关会计处理规定》（财会[2009]15号）要求的累计原保险业务收入，分别为人民币604亿元、人民币370亿元。

平安观点:

- **寿险总保费增速下滑主要受银保业务影响。**2011年7月当月寿险保费收入58亿，同比持平；累计保费604亿，同比增长10.2%。
- **上半年个险新单增速远超同业，预计下半年会略有放缓。**公司自年初以来个险业务表现优异，预计上半年个险新单保费增速超过30%，远超主要竞争对手。出于长期发展和市场竞争的考虑，我们认为公司下半年个险业务增速会略有回落，预计全年个险新单保费增速为25%左右。
- **银保业务拖累总保费增速，但对盈利影响甚微。**目前5年定存利率大幅高于当前保险公司的分红水平和万能结算利率，而禁止“驻点销售”后银保展业模式也迟迟未有突破，银保产品销售能力下降，银保渠道保费增速持续下滑。去年同期银保业务增速较高，而今年银保业务同比下降，使得总保费增速受较大影响。
- **产险业务保持增长态势，但增速略低于预期。**太保产险7月当月保费收入48亿，同比增长18.8%；累计保费收入370亿，同比增长19.0%。开门红以后产险业务增速保持了超越行业水平的高速增长，但近两月增速略有回落，预计全年保费增速超过20%。
- **维持公司“强烈推荐”评级。**中国太保今年处于业务和盈利双丰收之年，公司增长情况远好于同业，目前估值处于历史低位。中报公司业绩兑现后，将有助于加强市场对于公司未来发展的信心，股价存在较大的修复空间，我们维持对于公司“强烈推荐”评级。我们预计公司2011-2012年的EPS分别为1.45元和1.72元，对应PE分别为14倍和12倍，P/EV为1.4倍。

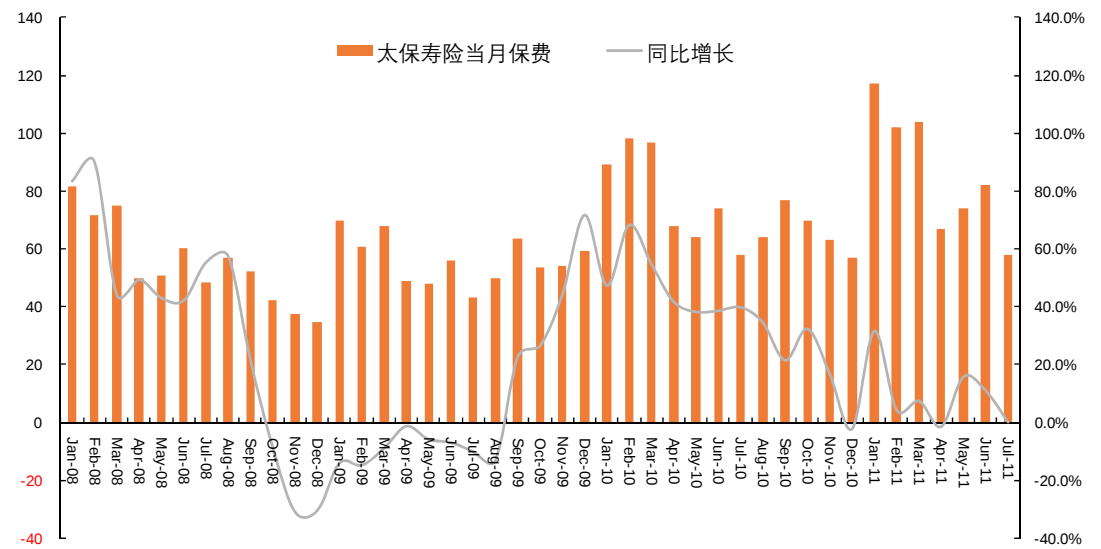
图表1 太保寿险累计保费收入



资料来源：公司数据，平安证券研究所

注：2010 年、2011 年保费为新会计准则下保费收入

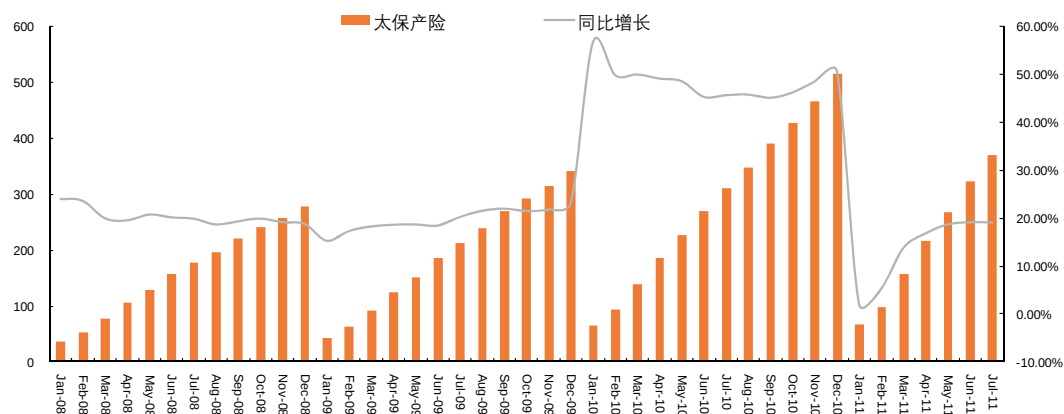
图表2 太保寿险月度保费收入



资料来源：公司数据，平安证券研究所

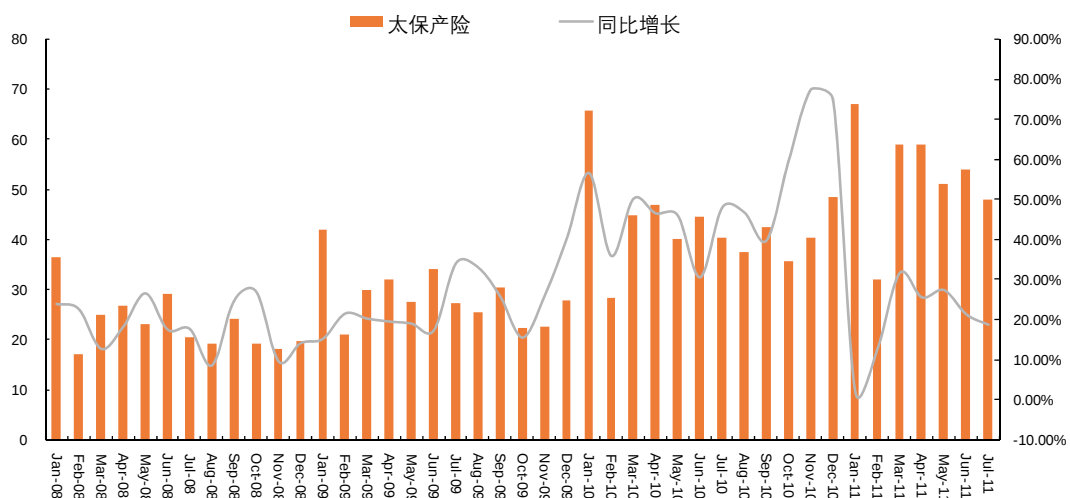
注：2010 年、2011 年保费为新会计准则下保费收入

图表3 太保产险累计保费收入



资料来源：公司数据，平安证券研究所

图表4 太保产险月度保费收入



资料来源：公司数据，平安证券研究所

图表5 中国太保财务预测表

单位: 亿元人民币	2009A	2010A	2011E	2012E		2009A	2010A	2011E	2012E
利润表					YoY				
总规模保费	620.0	878.7	1,074.0	1,272.2	总规模保费	29.6%	41.7%	22.2%	18.5%
已赚保费	841.3	1,197.5	1,530.3	1,813.2	已赚保费	-0.2%	42.3%	27.8%	18.5%
投资收益	195.2	210.6	268.1	344.2	投资收益	48.6%	7.9%	27.3%	28.4%
退保金	43.9	44.9	46.8	54.0	退保金	-39.6%	2.3%	4.3%	15.3%
净赔付支出	264.5	299.3	352.2	433.6	净赔付支出	-6.7%	13.2%	17.7%	23.1%
提取保险责任准备金	381.4	626.7	812.7	964.6	提取保险责任准备金	2.7%	64.3%	29.7%	18.7%
保户红利支出	20.5	34.0	45.7	66.1	保户红利支出	-20.9%	65.6%	34.5%	44.5%
营业税金及附加	22.6	31.9	5.6	6.6	营业税金及附加	34.5%	41.5%	-82.4%	17.8%
手续费及佣金支出	88.2	112.0	150.8	179.5	手续费及佣金支出	21.5%	27.0%	34.7%	19.1%
管理费用	98.9	125.6	213.8	252.8	管理费用	16.0%	27.0%	70.1%	18.2%
营业利润	95.4	106.9	156.6	185.7	营业利润		12.0%	46.5%	18.6%
减: 所得税费用	20.3	20.1	30.3	36.3	归属股东净利润	449.4%	16.3%	45.8%	18.3%
净利润	74.7	86.6	126.4	149.5	总资产	24.4%	19.8%	22.4%	21.2%
减: 少数股东损益	1.2	1.1	1.6	1.9	总负债	19.0%	22.6%	24.6%	22.9%
归属股东净利润	73.6	85.6	124.8	147.6	股东权益	53.7%	7.8%	11.8%	11.5%
资产负债表					成长性指标				
货币资金	302.4	175.6	200.3	273.0	寿险总规模保费增长率	29.6%	41.7%	22.2%	18.5%
定期存款	863.7	1,067.7	1,402.0	1,759.2	寿险首年趸交保费	14.0%	46.8%	0.5%	5.0%
债券	1,827.8	2,325.3	2,503.5	2,911.7	寿险首年期交保费	98.2%	32.5%	25.5%	19.4%
权益投资	449.2	515.2	901.3	1,122.2	NBEV增长率	36.9%	22.0%	20.2%	15.8%
其他方式	217.2	250.0	300.4	364.0	EV增长率	40.6%	12.0%	10.8%	9.3%
投资资产合计	3,433.6	4,101.3	5,007.0	6,066.1	产险保费增长率	23.0%	50.5%	20.4%	17.3%
总资产	3,971.9	4,757.1	5,822.1	7,053.5	车险增长率	29.3%	55.7%	22.0%	18.0%
保险合同准备金合计	2,361.5	3,071.9	3,949.6	4,967.4	非车险增长率	7.9%	35.6%	15.0%	15.0%
非保险合同准备金合计	521.8	513.5	525.9	538.6					
总负债	3,215.1	3,941.6	4,910.7	6,036.9					
股东权益	756.7	815.5	911.4	1,016.6	资本实力				
					寿险偿付能力充足率	207.9%	241.0%	222.4%	201.3%
					产险偿付能力充足率	173.5%	167.4%	166.7%	174.3%
					集团偿付能力充足率	445.3%	356.9%	326.9%	294.5%
					股东权益/总资产	19.1%	17.1%	15.7%	14.4%
					股东权益/准备金负债	26.2%	22.7%	20.4%	18.5%
盈利性指标					每股指标				
净资产收益率 (ROE)	12.0%	11.0%	14.6%	15.5%	EPS	0.87	0.99	1.45	1.72
总资产回报率 (ROA)	2.5%	2.4%	2.9%	2.7%	DPS	0.30	0.30	0.35	0.51
净利润/总资产	1.9%	1.8%	2.2%	2.1%	BVPS	8.80	9.34	10.44	11.65
净利润/总准备金	2.6%	2.4%	2.8%	2.7%	EVPS	11.65	12.87	14.26	15.58
NBEV/FYP	12.9%	11.1%	12.3%	12.9%	NBEVPS	0.59	0.71	0.85	0.99
寿险投资收益率	6.0%	5.1%	5.2%	5.5%					
产险投资收益率	3.3%	4.3%	4.3%	4.5%					
产险赔付率	61.0%	57.4%	57.0%	57.0%					
产险费用率	36.5%	36.3%	36.5%	36.5%					
产险综合成本率	97.5%	93.7%	93.5%	93.5%					

资料来源: 公司数据, 平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755)82449257