

中国太保 (601601.sh)

寿险保费增速虽下降，走势或与投资改善预期更相关

曹恒乾 分析师

电话: 020-87555888-8419

eMail: chq@gf.com.cn

执业编号: S0260511010006

事件:

按照《保险合同相关会计处理规定》调整后，中国太保寿险业务和产险业务 2011 年 1-10 月期间的累计原保险业务收入分别为 815 亿元和 510 亿元。

点评:

- 1、新规定下，1-10 月寿险保费同比增长 7.4%，保费增速持续下滑；产险保费增长 19.6%，增速与上期基本持平。按新规定调整后，2011 年 1-10 月期间中国太保寿险保费收入 815 亿元；1-10 月产险保费收入为 510 亿元。
- 2、上年度同期的保费基数较大是保费增速放慢的原因之一。由于上年度同期产寿险保费增速快、基数大，导致今年保费增速较上年度慢一些。银保保费收入增长缓慢是另外一个原因。受保监会和银监会联合发布《商业银行代理保险业务监管指引》的影响，导致占寿险收入过半的银保保费增速大幅减小。
- 3、产险保费增速加快总趋势不变。虽然汽车销量增速放缓，但预计保有量依然有 20% 的增长，产险保费增速加快的趋势也较为明显。

风险提示与投资建议

从历史走势来看，保费增速大部分时间与股价走势并不相关，我们分析，保费增速更多是一种结果的体现。而投资收益改善才是开始，当投资收益改善，会解决很多问题，保险公司的业绩提升，净资产回升；偿付能力充足率提升，融资预期下降；投资收益率上升，根据规定，来年给分红险投保人的分红率提升，增加产品的吸引力，导致投资收益改善的下一年寿险保费增速大幅提升。我们预测中国太保 2011-2013 年 EPS 分别为 1.32、1.71 和 1.96 元，目标价 34.2 元，给予买入评级。资本市场不确定性对公司经营带来风险。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	1,043	1,417	1,700	1,955	2,248
增长率 (%)	29.0%	35.9%	20.0%	15.0%	15.0%
已赚保费 (亿元)	841	1198	1469	1689	1943
净利润 (亿元)	74	86	115	149	171
增长率 (%)	175.8%	16.3%	32.66%	29.6%	14.6%
每股收益 (元)	0.95	1	1.32	1.71	1.96
市盈率	20.46	19.44	14.73	11.37	9.92
市净率	2.21	2.08	1.89	1.68	1.48
隐含新业务价值倍数	13.32	9.35	5.89	2.99	0.58

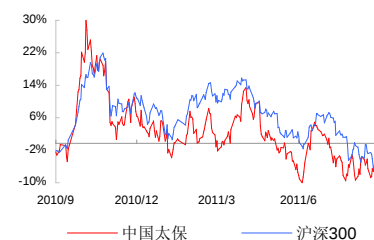
数据来源: 中国太平洋保险(集团)股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	20.25 元
合理价值	34.20 元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-1.07	-3.53	-11.88
沪深 300	-4.95	-8.70	-7.82

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

8600/6208

主要股东:

香港中央结算(代理人)有限公司

主要股东持股比例 18.79%

流通 A 股比例 72.19%

财务比率

ROE	10.66%
ROA	1.96%
资产负债率	82.86%

2010 年报数据

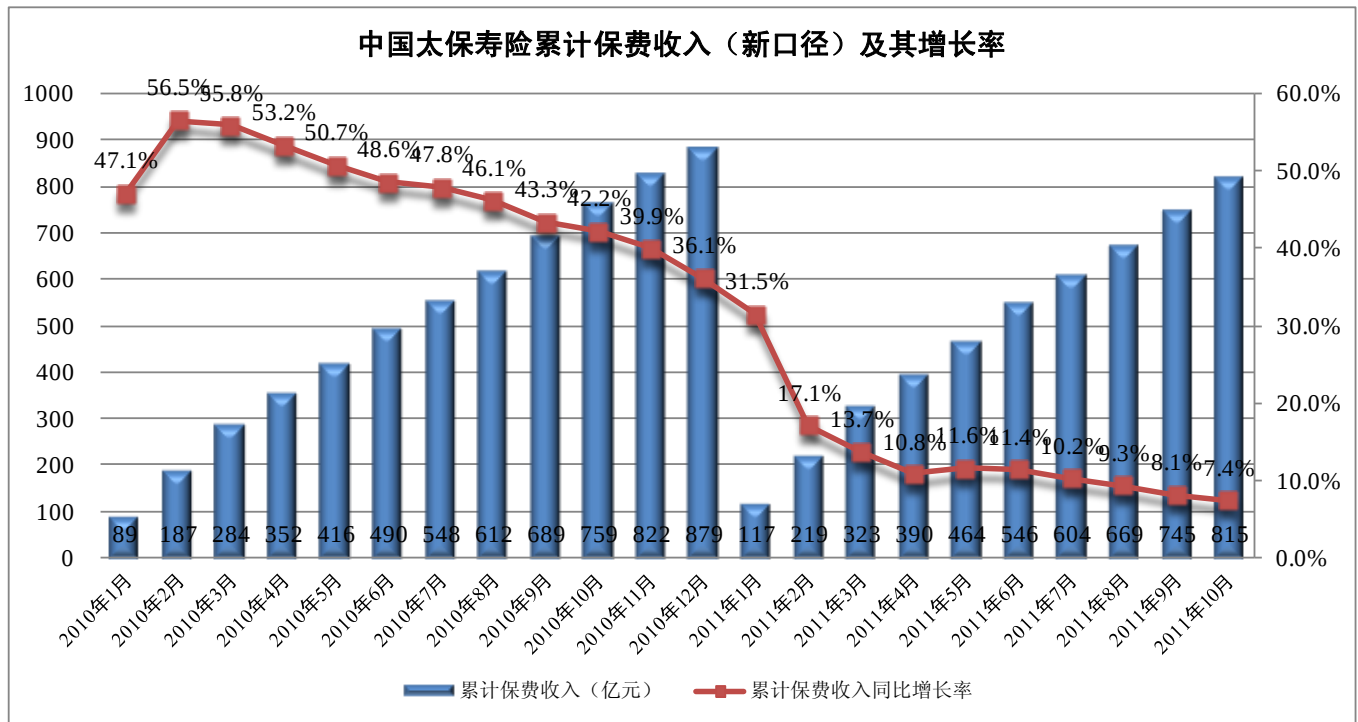
表1：中国太保产寿险保费累计收入与增长率

中国太保	寿险保费				产险保费			
	年度累计收入（亿元）	同比增长率	当月收入（亿元）	同比增长率	年度累计收入（亿元）	同比增长率	当月收入（亿元）	同比增长率
2010年1月	89	47.1%	89	47.1%	66	56.6%	66	56.6%
2010年2月	187	56.5%	98	67.2%	94	49.7%	28	35.9%
2010年3月	284	55.8%	97	54.4%	139	49.9%	45	50.2%
2010年4月	352	53.2%	68	42.9%	186	49.0%	47	46.6%
2010年5月	416	50.7%	64	37.5%	226	48.5%	40	46.0%
2010年6月	490	48.6%	74	37.5%	270	45.2%	44	30.6%
2010年7月	548	47.8%	58	41.9%	311	45.6%	40	48.0%
2010年8月	612	46.1%	64	32.0%	348	45.7%	38	46.8%
2010年9月	689	43.3%	77	23.8%	391	45.0%	43	39.8%
2010年10月	759	42.2%	70	31.5%	426	46.1%	36	59.7%
2010年11月	822	39.9%	63	16.7%	467	48.4%	40	77.5%
2010年12月	879	36.1%	57	-3.3%	515	50.5%	49	74.8%
2011年1月	117	31.5%	117	31.5%	67	2.0%	67	2.0%
2011年2月	219	17.1%	102	4.1%	99	5.0%	32	12.0%
2011年3月	323	13.7%	104	7.2%	158	13.8%	59	32.2%
2011年4月	390	10.8%	67	-1.5%	217	16.7%	59	25.4%
2011年5月	464	11.6%	74	16.1%	268	18.6%	51	27.4%
2011年6月	546	11.4%	82	10.4%	322	19.1%	54	21.4%
2011年7月	604	10.2%	58	0%	370	19.0%	48	18.8%
2011年8月	669	9.3%	62	1.6%	415	19.1%	45	19.9%
2011年9月	745	8.1%	76	-1.3%	467	19.5%	52	22.2%
2011年10月	815	7.4%	70	0%	510	19.6%	43	21.0%

数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

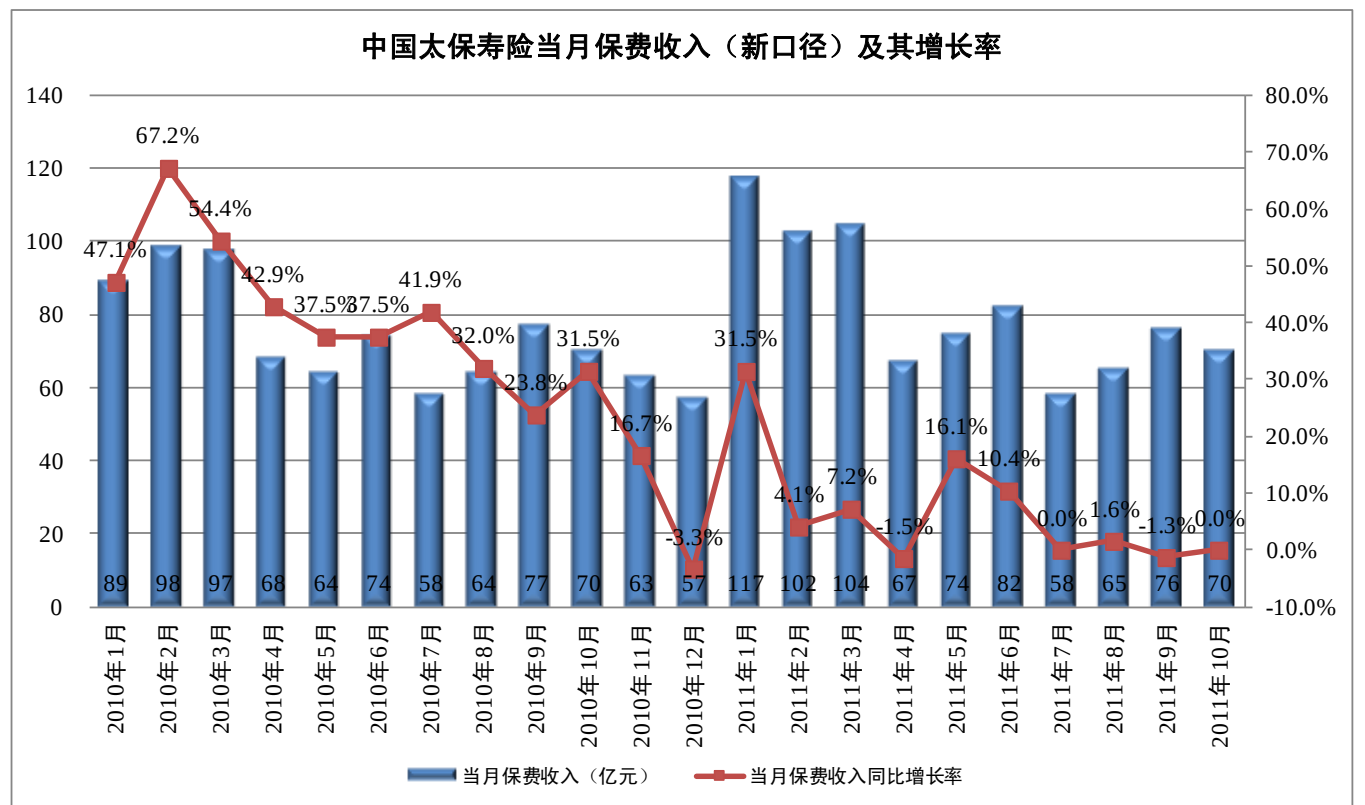
注：表中灰色覆盖的数据是用规模保费计算所得，由于中国太保保费确认率在 90%以上，所以这些数据基本能反映新规定下保费的增速。

图1：中国太保寿险保费累计收入及其增长率



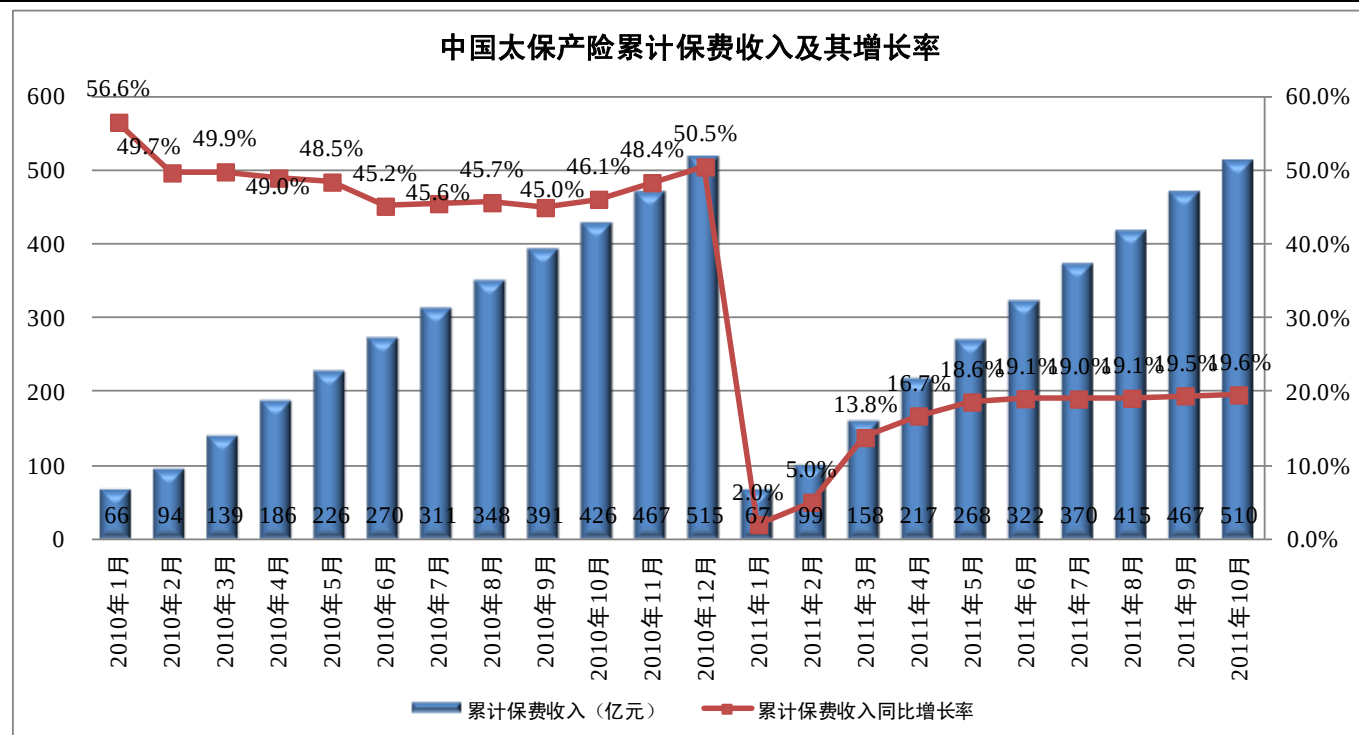
数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

2：中国太保寿险保费单月收入及其增长率



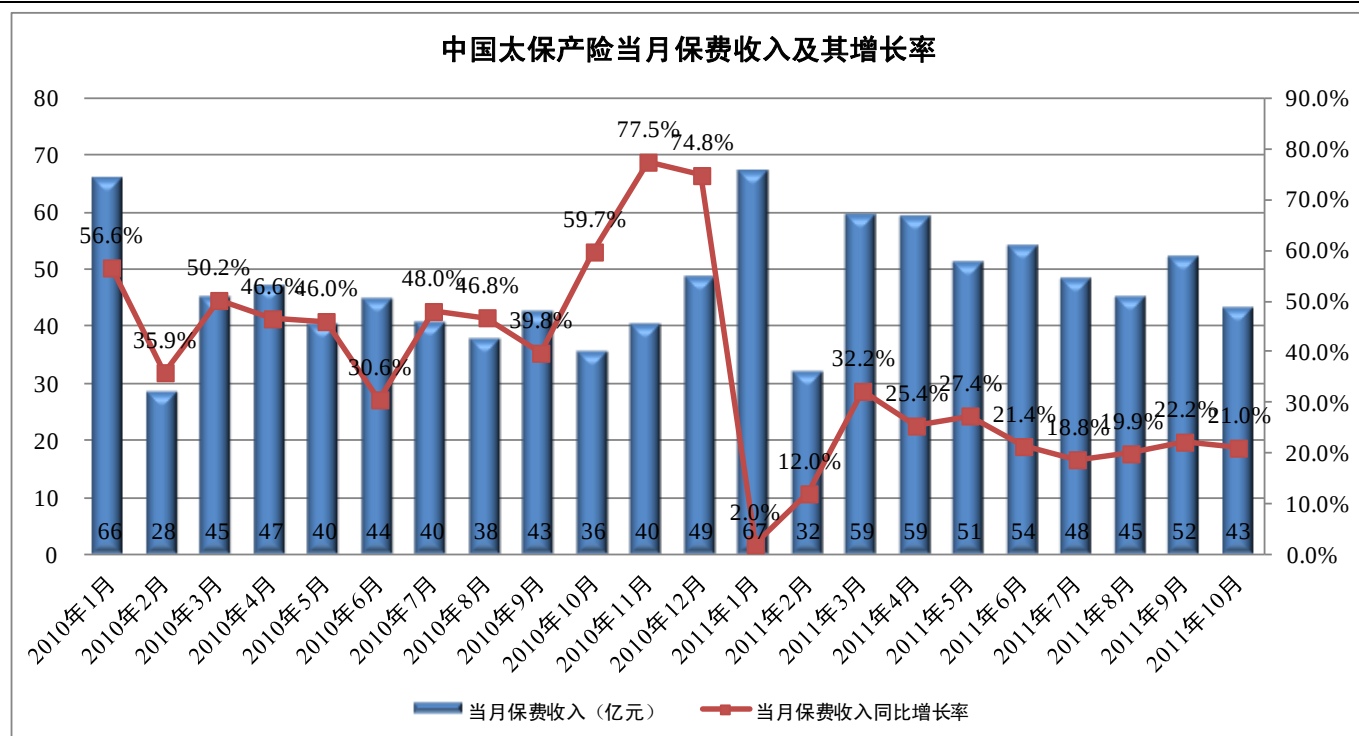
数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

图3：中国太保产险保费累计收入及其增长率



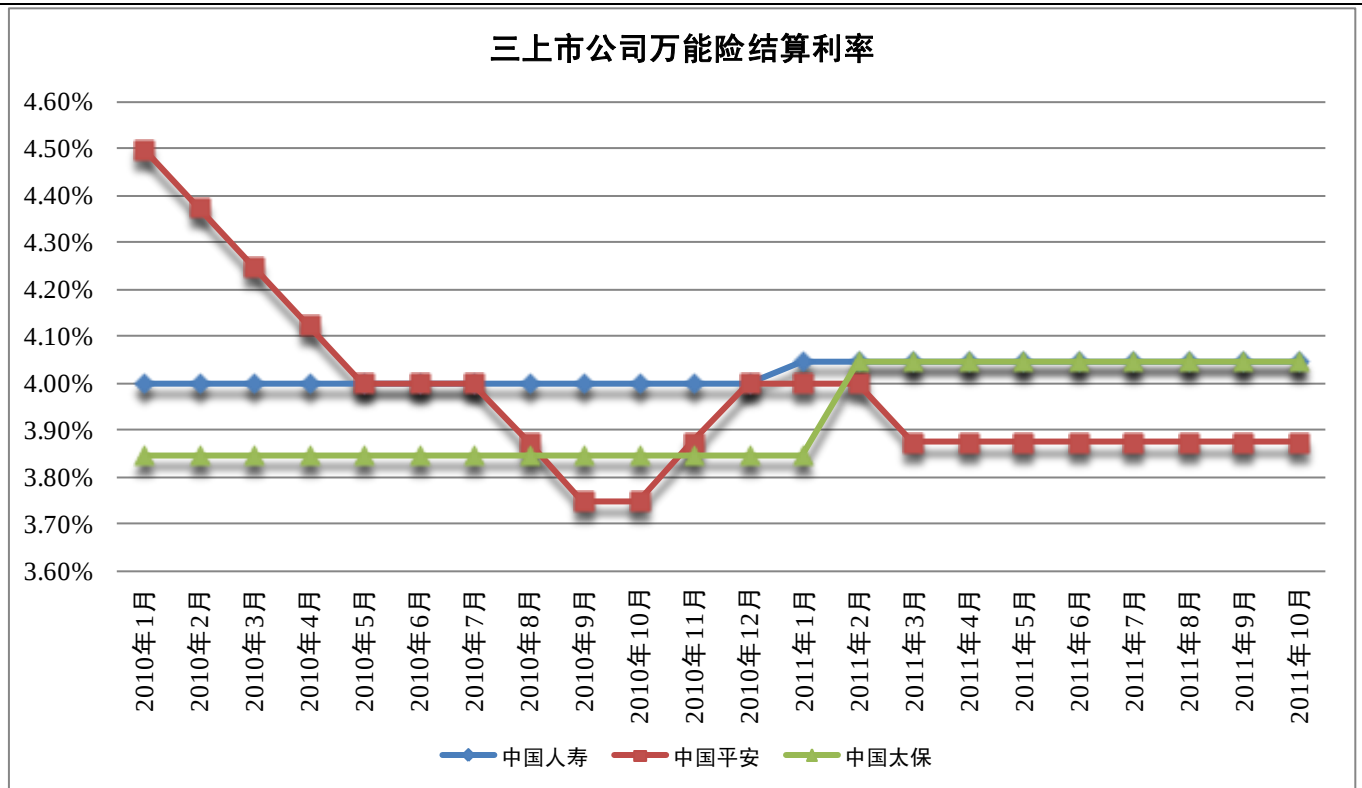
数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

图4：中国太保产险保费单月收入及其增长率



数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

图5：三家保险公司的万能险结算利率（中国太保2011年10月该率为4.05%）



数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

资产负债表简表
单位：亿元

报表项目	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	150	205	235	271
交易性金融资产	36	44	50	58
买入返售金融资产	26	32	36	42
应收利息	92	108	125	143
应收款项	178	209	240	276
保户质押贷款	23	28	32	37
归入贷款及应收款的投资	228	277	319	366
定期存款	1068	1349	1552	1784
可供出售金融资产	1198	1454	1673	1923
持有至到期投资	1574	1911	2198	2527
长期股权投资	4	5	6	7
存出资本保证金	28	34	39	45
固定资产	51	60	69	80
无形资产	8	9	10	12
其他资产	95	112	129	148
资产总计	4757	5837	6713	7720
卖出回购金融资产款	82	103	119	137
预收保费	35	45	52	60
应付分保账款	35	45	51	59
应交税费	21	26	30	35
应付赔付款	23	29	34	39
应付保单红利	71	90	104	119
应付手续费及佣金	13	17	19	22
应付职工薪酬	15	18	21	24
其他应付款	23	30	34	39
保户储金及投资款	514	651	749	861
未到期责任准备金	234	297	341	367
未决赔款准备金	158	201	223	256
寿险责任准备金	2588	3210	3716	4303
长期健康险责任准备金	92	116	134	154
其他负债	38	48	55	63
负债合计	3942	4927	5683	6539
股本	86	86	86	86
资本公积	568	568	568	568
盈余公积	17	28	43	60
未分配利润	132	200	298	415
归属母公司股东权益	803	882	995	1129
股东权益合计	816	896	1010	1147
负债股东权益总计	4757	5823	6693	7685
每股净资产(元)	9.34	10.26	11.57	13.13

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表

单位：亿元

报表项目	2010	2011E	2012E	2013E
已赚保费	1198	1469	1689	1943
投资收益	211	221	254	293
公允价值变动收益与汇兑损失	(0)	(0)	(0)	(0)
其他业务收入	9	10	11	13
营业收入合计	1417	1700	1955	2248
退保金	45	53	61	70
赔付净支出	299	353	406	467
提取保险责任准备金	627	745	838	965
保户红利支出	34	40	46	53
营业税金及附加	32	38	43	50
手续费及佣金支出	112	132	152	175
管理费用	126	148	171	196
其他业务成本	28	33	38	44
资产减值损失	7	8	9	11
营业支出合计	1310	1551	1765	2031
营业利润	107	149	190	218
利润总额	107	149	190	218
净利润	87	115	149	171
归属于母公司净利润	86	114	147	169
少数股东损益	1	1	2	2
基本每股收益	1.00	1.32	1.71	1.96
稀释每股收益	1.00	1.32	1.71	1.96

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

寿险保费分类简表

单位：亿元

报表项目	2010	2011E	2012E	2013E
首年期缴保费	169	211	264	329
趸缴保费	332	346	354	354
短期险	41	49	59	71
续期保费	337	404	485	582
合计	879	1011	1162	1336

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标

指标项目	2010E	2011E	2012E	2013E
每股内含价值（元）	12.8	14.43	16.39	18.73
每股新业务价值（元）	0.71	0.85	1.02	1.23
PE	19.44	14.73	11.37	9.92
PB	2.08	1.89	1.68	1.48
P/EV	1.52	1.35	1.19	1.04
隐含新业务价值倍数	9.35	5.89	2.99	0.58

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发非银行金融行业研究小组

曹恒乾，分析师，英国达勒姆大学（University of Durham）金融学硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

温重伟，研究助理，华南理工大学管理学硕士，2011 年加入广发证券发展研究中心。联系方式：wcw@gf.com.cn，020-87555888-8089

相关研究报告

中国太保(601601.sh): 产险累计保费增速向上，寿险保费增速保持平稳	曹恒乾	2011-07-15
中国太保(601601.sh): 寿险保费增速首现向上拐点，产险增速超预期	曹恒乾	2011-06-15
中国太保(601601.sh): 产险增速回升，寿险受高基数与银保新政影响，增速较低	曹恒乾	2011-05-12

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。