

2012年2月23日

群益香港研究部

[csc\\_research@e-capital.com.hk](mailto:csc_research@e-capital.com.hk)

[C0056@capital.com.tw](mailto:C0056@capital.com.tw)

02/23 收盤價(港幣) 27.75  
目標價(港幣) 32.00

**基本資料**

產業別	保險
02/23 收盤價(港幣)	27.75
52週高點	35.45
52週低點	19.78

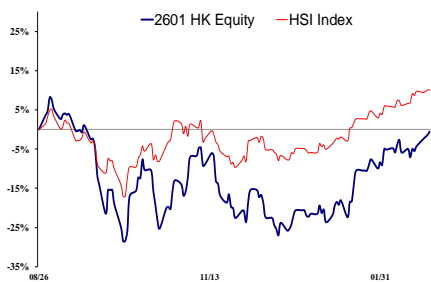
**市值**

港幣(十億元)	238.65
美元(十億元)	30.67
在外流通股數(百萬)	8,600

**股價表現(%)**

	相對報酬 恆生指數	絕對報酬 2601.HK
1個月	4.0%	11.1%
3個月	3.3%	23.9%
12個月	(3.2%)	(9.1%)

**股價相對大盤走勢**



**中國太保(2601.HK)**

**Buy 買入(維持)**

**調研簡評：保險主業發展穩健，資本償付能力無憂**

**結論與建議**

公司專注於保險主業，壽險堅持聚焦營銷、聚焦期繳戰略，個人產能不斷提高；產險保費增速好於行業平均，綜合成本率保持行業領先；產壽險結構合理，盈利增長穩定。預計2011、2012年太保可實現淨利潤114億、138億元；同比增長33%、22%；EPS分別為1.32元和1.61元。目前H股股價相對2011年動態PE為14倍，P/EV為1.35倍，隱含一年新業務乘數為4.67倍，估值具有較大吸引力；考慮到未來投資收益率提升將顯著改善公司經營情況，且預計壽險承保將由於基期的原因初現改善，維持買入的投資建議。

**壽險：**

- 一、1月壽險實現開門紅，二季度可望看到銀保同比改善。太保1月份保費收入同比增長4.4%，其中個險新單增速在10%以上；銀保依然負增長，但同比降幅將有所收窄。2011年受銀保新規的影響，渠道保費受限十分明顯；考慮到銀保新規真正嚴格落實和顯現效果是在2011年二季度；由於基期的原因，在加上公司針對新規的適應性調整，預計二季度以後銀保保費可重回增長。
- 二、個險代理人管理方式調整，人均產能仍有較大提升空間。2010年以來，人力成本確實有明顯的上升，從傭金率水平上來看，2011年半年報披露的代理人傭金率同比增長了20%左右。公司為提高代理人留存率，改革了原來層級的上下線制度，變成公司直接負責代理人的培養，這樣不僅有助於提高留存率，也減輕了因人員頻繁流轉帶來的額外成本。在公司管理能力不斷提升的情況下，人均產能仍有較大提升空間。
- 三、保費結構持續調整，提升新業務價值。太保堅持聚焦營銷、聚焦期繳的策略，保單銷售以分紅險為主，傳統險比例持續下降。未來保費結構調整的方向主要還是注重期限結構，通過長期限期繳產品實現較高的新業務價值。2011年初的目標是新業務價值增長20%，由於三四季度承保的增長都不理想，達到20%的目標增速可能比較困難。

**產險：**

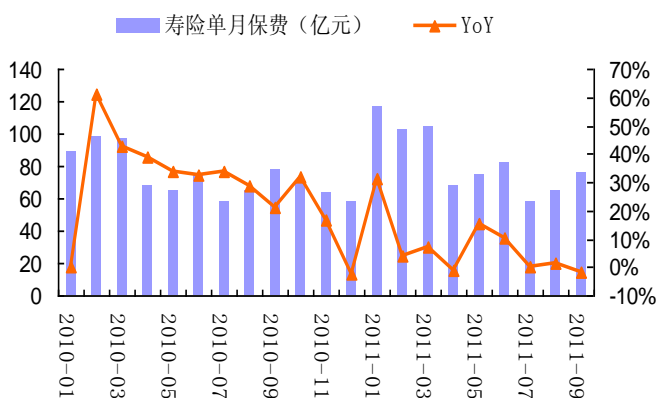
- 一、保費收入保持較快增長，車險費率市場化加劇競爭。考慮到新車銷量增速受影響，未來有放緩跡象，公司已經有意識提升續保率，通過存量汽車續保來增加承保。前三季度電話車險45億元，電銷加交叉銷售渠道銷售的保費已經占到車險保費的10%左右。我們認為公司電話車險相對平安起步較晚，憑藉公司綜合實力，未來仍可望取得高速增長

..... 接續下頁 .....

年度截止12月31日		2008	2009	2010	2011F	2012F
純利(Net profit)	RMB 百萬元	1,339	7,356	8,557	11,378	13,732
同比增減	%	-80.57%	449.37%	16.33%	32.97%	20.69%
每股盈餘(EPS)	RMB 元	0.16	0.86	1.00	1.32	1.60
同比增減	%	-80.57%	449.37%	16.33%	32.97%	20.69%
市盈率(P/E)	X	140.86	26.18	22.56	17.13	14.09
股利(DPS)	RMB 元	0.3	0.3	0.35	0.35	0.35
股息率(Yield)	%	1.33%	1.33%	1.55%	1.55%	1.55%

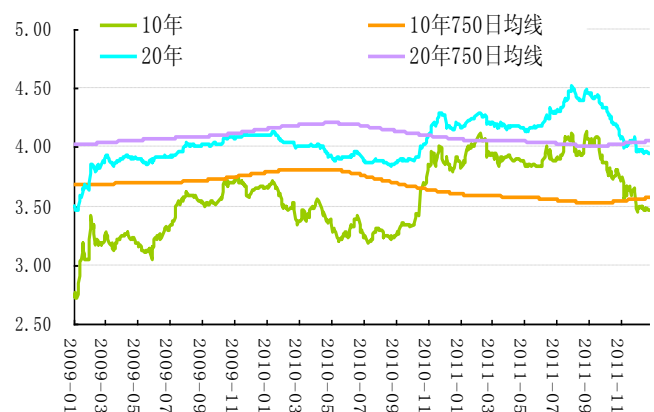
- **二、注重效益貢獻，堅持綜合成本率行業領先。**公司2003年開始嚴格執行核保核賠，一直在綜合成本率方面保持領先優勢。除了管理水平方面的提升，對效益型險種的關注也是綜合成本率長期領先的原因之一。太保在農業險和保證保險方面投入較少，由於農業險處虧損狀態，有意放緩發展；保證保險則因為公司在2002年推出時產生較大虧損而被公司叫停；非車險增速略低於市場平均。目前在這兩塊的保費收入增長與同業有較大差距，但對於公司產險盈利表現影響很小。
- **三、交強險開放外資進入影響有限。**交強險2012年將實現對外資開放。我們認為，由於服務網點數量較少，外資保險公司在國內發展長期受限，目前這一條件並沒有發生改變，因此外資在交強險方面並不具備競爭優勢。此外，交強險在產險承保中的占比相對較小，且目前處於整體虧損狀態；即使市場份額被侵佔，對於內資產險公司業績的影響仍較為有限。
- **投資：長期投資收益提升，久期匹配持續改善。**2011年公司固定收益類的資產配置收益率提高，其中，協議存款以五年定存為主，目前存款利率在6%左右，較之前有近一個百分點的提升；債券收益率也通過新增和置換部分獲得一定提升。由於去年三季度已經減持了一部分帶來浮虧的投資資產，預計四季度將轉回部分浮虧。以持有目的劃分，公司交易性金融資產主要是可轉債等，占比較小；可供出售類金融資產包括幾乎所有股票和大量債券，未來股市債市的回暖有利於增加股東權益。公司通過投資國債、債權計劃、固定資產等拉長資產久期，以匹配負債長期限產品的增加。
- **資本充足率：償付能力充足，無減持壓力。**公司產壽險償付能力充足，短期內沒有融資壓力；主要股東持股穩定，可在必要時為公司提供可靠的資金支持。壽險償付能力自上市以來均在150%以上，2011年中期192%的償付能力充足率顯著高於同業其他壽險公司；產險償付能力175%。我們認為公司償付能力充足率行業領先，經營風格穩健，具備較高的抗風險能力。

圖 1、壽險保費增速繼續下滑趨勢



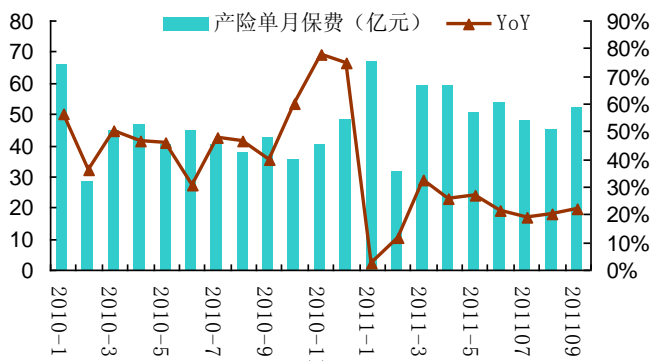
資料來源：公司公告，群益證券上海研究部

圖 2、國債 750 日收益率移動平均曲線



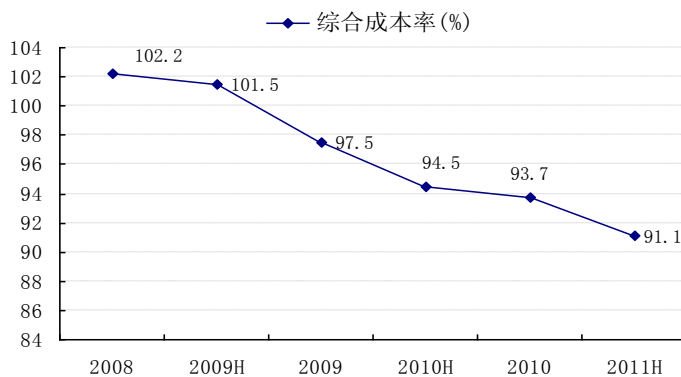
資料來源：公司公告，群益證券上海研究部

圖 3、太保產險保費



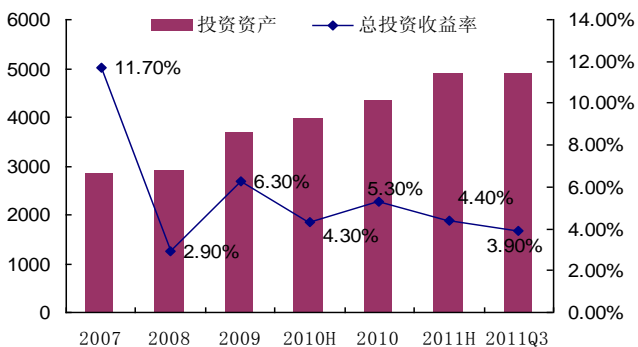
資料來源：公司公告，群益證券上海研究部

圖 4、太保產險綜合成本率變化



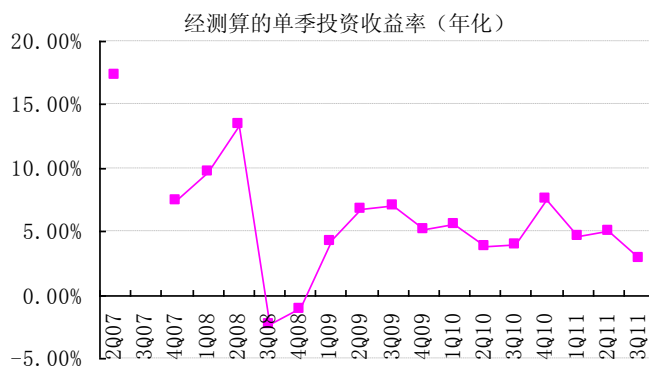
資料來源：公司公告，群益證券上海研究部

圖 5、太保投資資產規模和收益率



資料來源：公司公告，群益證券上海研究部

圖 6、太保單季度投資收益率



資料來源：公司公告，群益證券上海研究部

預期報酬(Expected Return; ER)為准，說明如下：

- 強力買入 StrongBuy (ER ≥ 30%)；買入 Buy (30% > ER ≥ 10%)
- 中性 Neutral (10% > ER > -10%)
- 賣出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

## 附一：合并損益表

百萬元·人民幣	2008	2009	2010	2011F	2012F
營業收入	97,835	104,313	141,662	168,338	185,770
已賺保費	84,274	84,127	119,751	143,572	158,763
保險業務收入	94,016	96,342	139,555	155,981	184,769
提取未到期責任準備金	1307	2424	6382	5022	7529
投資收益	13,266	19,529	21,067	24,181	25,390
營業支出	98,584	94,772	130,972	148,737	169,012
退保金	7,257	4,386	4,489	9,524	8,584
賠付支出	32,741	30,494	34,523	40,124	44,871
提取保險責任準備金	37,909	39,225	64,707	65,602	80,004
保險手續費及備金支出	7,258	8,820	11,198	13,265	14,783
營業利潤	-749	9,541	10,690	13,151	16,758
利潤總額	-355	9,506	10,670	13,990	16,797
淨利潤	1,339	7,356	8,557	11,378	13,732

## 附二：合并資產負債表

百萬元·人民幣	2008	2009	2010	2011F	2012F
貨幣資金	17513	30123	14960	18,308	20,827
定期存款	82756	86371	106772	125,991	141,412
交易性金融資產	1166	333	3604	4,168	4,819
可供出售金融資產	96064	118475	119759	143,711	168,113
持有至到期投資	70980	104618	157360	198,274	235,232
其他資產合計	50,911	57,267	73,256	74,075	88,229
資產合計	319390	397187	475711	564,526	658,633
保戶儲金及投資款	766	52179	51354	58,544	67,325
未到期責任準備金	15946	15863	23407	30,429	38,036
壽險責任準備金	211547	201249	258797	310,556	357,140
其他負債合計	41,903	52,223	60,602	64,208	83,095
負債合計	270162	321514	394160	463,737	545,596
股本	7700	8483	8600	8,600	8,600
股東權益總額	48741	74651	80297	88,327	95,393
負債和所有者權益總計	319,390	397,187	475,711	564,526	658,633

## 附三：合并現金流量表

百萬元·人民幣	2008	2009	2010	2011F	2012F
經營活動產生的現金流量淨額	25,056	38,474	61,618	73,942	85,269
投資活動產生的現金流量淨額	-29,374	-46,677	-70,600	-67,070	-72,436
籌資活動產生的現金流量淨額	-7,131	20,871	-3,383	-3,552	-2,617
現金及現金等價物淨增加額	-11,549	12,665	-12,678	3,319	10,217

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券；@持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券；@。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。