

承保、投资两重天

增持维持

投资要点:

- 整体看中规中矩，投资收益拖累业绩
- 个险新单和个险新单期缴保费增速远远领先规模保费
- 权益投资收益率未跑赢大盘

报告摘要:

- **投资业务拖累公司业绩。**2011 年前三季度，中国太保实现营业收入 1223.7 亿，同比增长 16%，实现归属母公司股东的净利润 70.18 亿，同比增长 43%，每股净利润为 0.82 元，其中第三季度实现净利润 12 亿，环比下降 31.4%。季末公司归属公司股东的净资产环比下降 6.45%。公司业绩下滑主要是被投资收益下降拖累。
- **寿险保费质量较高。**公司成功实施“聚焦营销渠道，聚焦期缴业务”的发展战略，寿险业务发展势头良好。1-9 月份，公司实现新准则下寿险保费收入 745 亿，同比增长 8%。表面看增速较低，但按照我们草根调研的数据，三大渠道中盈利能力较高的个险渠道新单保费增速为 27%，个险新单期交保费同比增长 29%，远高于规模保费增速。寿险保费质量高，意味着较高的盈利性和新业务价值贡献率。
- **准备计提策略环比较为稳定。**从准备金计提充足率上看，本期内公司客户利益转移比率为 78%，与一二季度的 79%、77%相比差距不大，这表明公司在准备金计提政策上较为稳定。
- **三季度财险业务继续稳定发展。**前三季度公司实现财险业务保费收入 467 亿，同比增长 19%，增速快于行业，但是低于平安财险。中报显示公司财险综合成本率继续下降，承保利润率较高，稳定发展的财险业务将为集团公司业绩提供稳定支持。
- **投资业务亏损 50 亿，权益投资收益未跑赢大盘。**期末公司投资资产达 4891 亿，由于投资收益不佳，投资资产环比略降 0.3%。第三季度，公司实现归属公司股东的投资收益-50.15 亿，投资收益率为-1.02%。假设公司投资资产分布与中期比未变，并假定三季度固息类投资收益率为 5%（年化后），那么权益类亏损应为 100 亿左右，对应的权益投资收益率为-15.78%，与沪深 300 三季度 15.4%的跌幅相差无几。
- 目前寿险行业受内外多重不利因素叠加影响，处于历史的低景气区间，景气上行拐点仍未出现，未来依赖股市好转带来的投资收益增加和估值中枢抬升。三季度业绩基本在市场预期内，整体看中规中矩。对于公司来讲，目前公司股价对应的 2011 年一年期新业务价值倍数为 5.7 倍，考虑到公司业绩增速领先行业，且基本面无明显利空，维持增持评级。

非银行金融行业研究组

分析师:

黄立军 (S1180209070180)

电话: 010-88085983

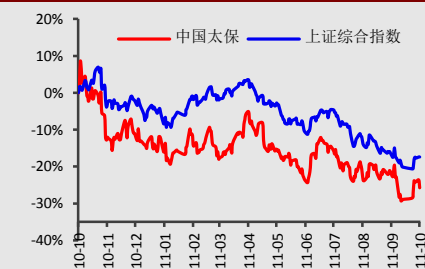
Email: huanglijun@hysec.com

邢波 (S1180511080004)

电话: 010-88085963

Email: xingbo@hysec.com

市场表现



相关研究

- 保险行业四季度策略: 攻守兼备 10.10
- 中国平安: 计划外变化加深跌幅, 不改趋势 9.26
- 保险公司偿付能力充足率评估 9.2
- 保险月报: 寿险承保惯性下探 8.30
- 中国太保: 投资业绩领先同业 8.28
- 中国人寿: 新业务价值增长乏力 8.24
- 中国平安: 偿付能力压力凸显 8.18

利润表(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	104,313	141,662	168,345	206,873	243,588
已赚保费	84,127	119,751	147,878	175,113	204,860
提取未到期责任准备金	-2,424	-6,382	-5,099	-6,038	-7,064
投资收益及公允价值变动	19,529	21,260	19,666	30,802	37,598
其他收入	657	651	801	958	1,130
营业支出	-94,772	-130,972	-154,995	-189,158	-221,060
退保金	-4,386	-4,489	-5,311	-6,108	-7,024
赔付支出	-30,494	-34,523	-44,531	-54,922	-64,971
提取保险责任准备金	-39,225	-64,707	-69,413	-84,730	-97,644
保单红利支出	-2,053	-3,399	-2,619	-3,230	-4,378
手续费及佣金支出	-8,820	-11,198	-15,298	-18,115	-21,192
业务及管理费	-13,237	-16,989	-21,885	-26,893	-31,666
其他支出	3,443	4,333	4,062	4,840	5,815
营业利润	9,541	10,690	13,350	17,714	22,528
营业外收支	-35	-20	20	20	20
利润总额	9,506	10,670	13,370	17,734	22,548
所得税费用	-2,033	-2,005	-2,674	-3,547	-4,510
净利润	7,473	8,665	10,696	14,187	18,038
资产负债表(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	272,469	344,384	382,917	450,463	547,317
定期存款	182,778	232,533	249,960	306,837	372,810
债券投资	86,371	106,772	132,957	143,626	174,507
权益投资	3,320	5,079	0	0	0
基础设施建设	44,915	51,516	63,819	78,341	95,186
其他投资资产	464	440	1,064	1,306	1,586
投资资产	590,317	740,724	830,717	980,573	1,191,407
其他资产	-193,130	-265,013	-259,864	-295,549	-369,378
资产合计	397,187	475,711	570,853	685,024	822,029
准备金	236,152	307,186	344,224	426,770	512,124
其他负债	85,362	86,974	138,125	160,529	200,455
负债合计	321,514	394,160	482,350	587,298	712,578
归属母公司所有者权益	74,651	80,297	87,362	96,355	107,806
少数股东权益	1,022	1,254	1,142	1,370	1,644
股东权益合计	75,673	81,551	88,504	97,725	109,450
每股数据(元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股净资产	8.80	9.34	10.16	11.20	12.54
每股盈利	0.95	1.00	1.23	1.62	2.07
每股内含价值	11.60	12.80	14.51	16.81	19.37

分析师简介:

分析师姓名: 黄立军, 宏源证券研究所非银行金融行业研究员, 中国人民银行研究生院金融硕士, 2009 年加盟宏源证券研究所。2008 年新财富非银行金融行业最佳分析师第三名。2009 年今日投资非银行金融行业第一名。

主要研究覆盖公司: 中国人寿、中国太保、中国平安、中信证券、海通证券、招商证券、光大证券、东北证券、长江证券等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。