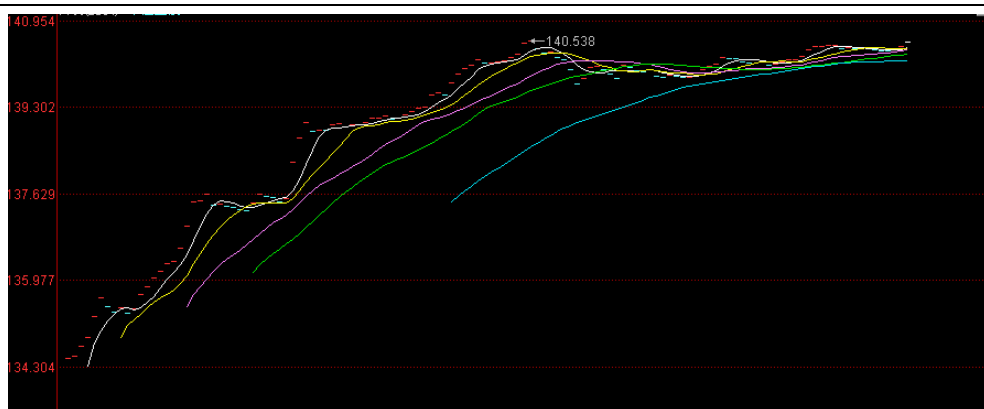


净资产增速提振信心

中国太保 1 季度净资产增幅为每股 0.46 元(即综合收益),相对 2011 年年末上涨 5.2%,此项比例可谓靓丽,再次证实我们此前对于整个保险行业 1 季度净资产增速在 5%以上的判断,全年对于保险行业的净资产增速最保守预期将达到 15%以上,甚至有可能超过 20%。保险行业在投资收益率稍微回升的情况下,将让投资者再次见到净资产的高增长。

保险行业在投资收益率稍微回升的情况下,将让投资者再次见到净资产的高增长。今年 1 季度,中证全债指数上涨 0.78%,沪深 300 上涨 4.65%。

图表 1、2011 年 8 月起至今中证全债走势图:



资料来源:同花顺、华泰联合证券

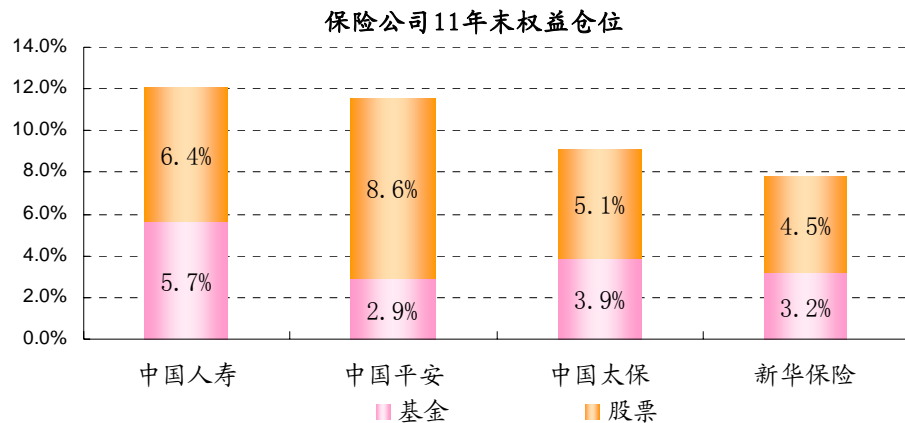
图表 2、2011 年起至今沪深 300 走势图:



资料来源:同花顺、华泰联合证券

我们判断,由于 2011 年年底是中国太保持有的权益类仓位相对较低,因此,在一季度的净资产增速中,与新华保险增速略低。

图表 3、2011 年上市公司权益类投资占比：



资料来源：公司财报、华泰联合证券

浮亏减少近 33 亿，EPS 仍有压力

EPS 虽然同比下降 81.1%，但是每股浮亏减少 0.39 元，换句话说，此次的中国太保没有为了再要利润而不顾资产负债表的亏损。再次验证短期的 EPS 只是公司调节利润的方式，并不反应当期公司的实际创造价值。

既 2011 年 4 季度的大幅计提浮亏后，在今年的 1 季度又再次以牺牲 EPS 来降低账面的浮亏，今年，目前中国太保的可能出售类金融资产的账面浮亏已经由 2011 年 3 季度末的 108 亿下降到目前的 75 亿，下降了 33 多亿。每股账目浮亏为 0.88 元，也就是说，即便在今年的二季度，中国太保的 EPS 也将难有靓丽的表现，从时间点上来看，今年的 3 季度，有可能成为保险公司再次释放 EPS 的时点。

图表 4、中国太保可供出售金融资产浮盈亏情况：

中国太保	2011-6-30	2011-9-30	2011-12-31	2012-3-31
资本公积	53,524	47,179	48,024	51,360
购买少数股东权益时子公司之可供出售金融资产公允价值累计变动的再分配	-1,413	-1,413	-1,413	-1,413
计入其他综合收益之可供出售金融资产变动净值	-5,383	-11,728	-10,883	-7,547
分步实现的企业合并的影响	28	28	28	28
其他	2	2	2	2
股本：	8,600	8,600	8,600	8,600
每股浮盈：	-0.63	-1.36	-1.27	-0.88

资料来源：华泰联合证券、公司财报

投资建议

太保的净资产表现已经非常明确的证实了我们此前判断，即在投资收益稍恢复正常的情况下，保险公司的净资产都将出现大幅的上升，目前情况下，预计今年的一年期新业务还将维持两位数增长，同时今年投资收益相对去年将回归正常化，预期总的实际投资收益将达到 4.5%以上，基于如上判断，今年保险公司的净资产增速，最保守预期，整个行业将达到 15%以上。而这个效应是由于 2009 年财务报表的更改之后才有所体现的，因此，在市场上还需要时间去验证，但是我们认为这样的认可将成为必然。

目前保险行业估值仍属偏低：目前平安、太保、人寿与新华对应的 P/EV 分别为：1.2 倍，1.45 倍，1.55 倍，1.86 倍。对应的 VNBX 分别为 2.6 倍、7.4 倍、8.5 倍和 9.7 倍。

目前的中国太保应该说是保险板块中最为稳定的一个公司，从公司经营数据而言，在 2012 年极有可能再次成为保险公司中最为优秀的一家，从长期的配置角度而言，如果追求最为稳定的收益，那么我们认为可能在接下来的 1-2 年内，中国太保仍将是最佳选择。

从保险行业的发展趋势而言，递延税收养老保险的推出将成为必然，在金融改革创新的大背景下，我们认为在今年上半年有望取得进展，维持行业“增持”评级，个股推荐排序：平安、太保/新华、人寿。

图表 5、上市保险公司估值情况汇总：

证券简称	价格	EV				1YrVNB				P/EV				VNBX			
		2010A	2011A	2012E	2013E	2010A	2011A	2012E	2013E	2010A	2011A	2012E	2013E	2010A	2011A	2012E	2013E
中国平安	40.71	26.29	29.77	34.33	40.86	2.03	2.13	2.45	2.89	1.5	1.4	1.19	1.00	7.1	5.2	2.6	-0.05
中国人寿	18.19	10.55	10.36	11.71	13.30	0.70	0.71	0.76	0.81	1.7	1.8	1.55	1.37	10.9	11.0	8.5	6.01
新华保险	33.97	23.40	15.72	18.24	21.48	3.95	1.40	1.62	1.86		2.2	1.86	1.58		13.0	9.7	6.71
中国太保	21.72	12.80	13.21	15.03	17.02	0.71	0.78	0.91	1.06	1.7	1.6	1.45	1.28	12.6	10.9	7.4	4.44

证券简称	价格	EPS				BVPS				P/E				P/B			
		2010A	2011A	2012E	2013E	2010A	2011A	2012E	2013E	2010A	2011A	2012E	2013E	2010A	2011A	2012E	2013E
中国平安	40.71	2.26	2.46	3.11	3.73	14.66	16.53	20.50	24.25	18.0	16.55	13.1	10.9	2.8	2.46	2.0	1.7
中国人寿	18.19	1.19	0.65	0.89	1.13	7.38	6.78	7.27	7.99	2.5	2.68	2.5	2.3	2.5	2.68	2.5	2.3
新华保险	33.97	1.87	0.90	1.08	1.27	5.47	10.04	11.02	12.19		37.83	31.5	26.8		3.38	3.1	2.8
中国太保	21.72	1.00	0.97	0.75	1.21	9.34	8.93	10.29	11.64	21.8	22.47	28.8	17.9	2.3	2.43	2.1	1.9

资料来源：华泰联合证券、公司财报

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 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, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。