

中国太保 (601601.SH) 保险行业

评级: 增持 维持评级

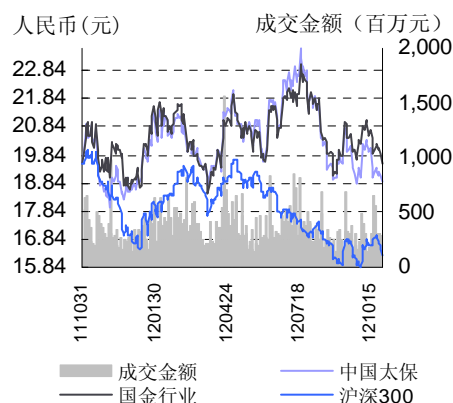
业绩点评

市价(人民币): 18.86元
目标(人民币): 24.08-26.49元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	6,208.29
流通港股(百万股)	2,313.30
总市值(百万元)	1,621.96
年内股价最高最低(元)	23.64/18.00
沪深 300 指数	2247.91
上证指数	2066.21



相关报告

1. 《寿险转型阵痛涅槃生,产险经营恶化待破解》, 2012.8.20
2. 《太保寿险 75 亿次级债额度获批,警惕市场过激反应》, 2012.8.13
3. 《不畏浮云遮望眼,风物长宜放眼量》, 2012.7.13

童楠

联系人
(8621)61357589
tongnan@gjzq.com.cn

陈建刚

分析师 SAC 执业编号: S1130511030021
(8621)61038264
chenjg@gjzq.com.cn

费用率提升导致利润下降, 公司基本面弱化

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
基本每股收益(元)	1.00	0.97	0.49	0.74	0.89
摊薄每股收益(元)	1.00	0.85	0.49	0.74	0.89
每股净资产(元)	9.34	8.93	9.27	10.27	10.72
每股新业务价值(元)	0.71	0.78	0.84	0.98	1.15
每股内含价值(元)	12.80	13.21	14.64	16.30	18.26
净利润增长率(%)	16.33%	-2.85%	-48.8%	50.0%	20.0%
净资产收益率(%)	11.04%	10.58%	5.44%	7.60%	8.49%
总股本(百万股)	7700	8483	8600	8600	8600

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 中国太保 2012 年前 3 季度已赚保费 1145.65 亿元, 同比增长 7.6%; 其中人寿保险业务收入为 749.38 亿元, 同比增加 0.6%; 财产保险业务收入为 520.51 亿元, 同比增长 11.2%。归属于公司股东的净利润 31.35 亿元(折合 EPS 0.36 元), 同比下降 58.7%, 其中 3Q12 当季净利润 4.97 亿元(折合 EPS 0.06 元); 期末净资产为 814.07 亿元, 折合每股 9.47 元, 较 11 年底增长 6%, 但较 2Q12 环比下降 0.42%。

经营分析

- 净利润大幅下降归因于费用率的持续提升。中国太保 3Q12 当季增提 16 亿资产减值损失, 资本公积减少 8.39 亿, 加之中报累计 AFS 公允价值 55.61 亿, 预计仍有 64 亿左右的浮亏, 因此净利润的大幅下降与中国人寿因大幅计提资产减值损失导致净利润下降 55.6% 不同。3Q12 的费用率同比提升 1.8%, 季度环比提升 1.1%, 我们认为主要源于寿险转型“聚焦营销, 聚焦期交”的展业费用大幅提升以及为保持产险不低于行业平均增速而提升手续费支出以及加强对电销车险的支持力度。
- 产寿险表现不一, 公司基本面弱化。财产险保费同比增长 11.2%, 较中期提升 1.91%, 与行业平均增速的缺口由中期的 5.49% 下降至 4%, 改善显著, 新渠道业务仍保持较快增长, 但未披露综合成本率等指标, 我们预计全年综合成本率或达 96.1%。寿险新保业务收入 314.24 亿元, 其中营销渠道 96.31 亿元, 同比增长 11.2%, 较中期同比增速下降 2.37%。
- 估值低、风险低支撑股价。目前股价对应 12 年 EV 和 NBEV 分别为 1.28x 和 4.9x, 估值较低, 而且没有类似新华保险年底巨量解禁的冲击, 在大盘维稳的前提下具有较强的安全边际。
- 我们预计寿险个险新单全年同比增长 12%, 银保新单全年同比下降 40%, 寿险新业务价值全年同比增长 7.35%, 集团内含价值同比增长 10.9%, 财产险赔付率 60.5%, 费用率 35.6%, 综合成本率 96.1%。

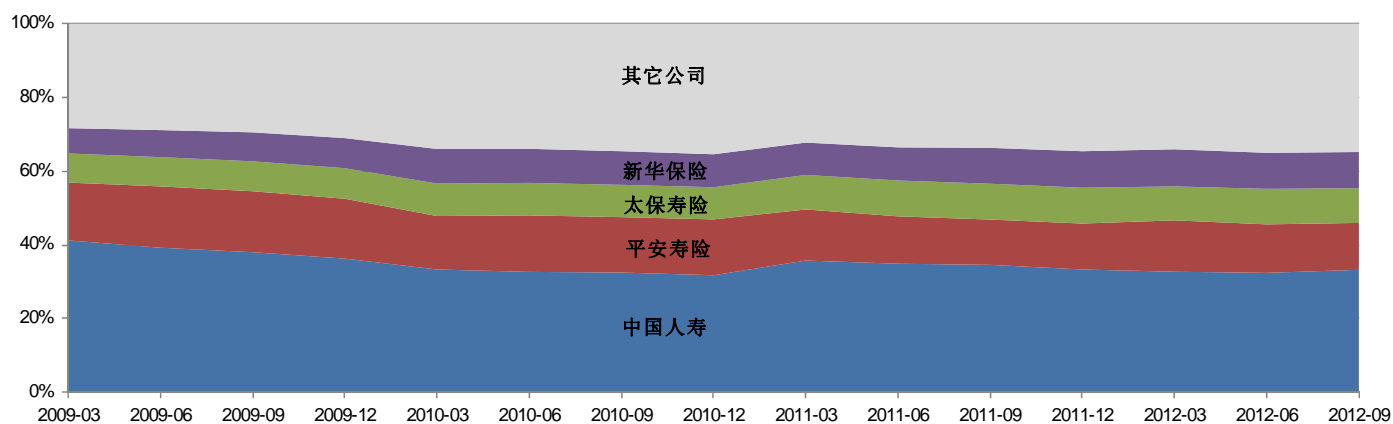
盈利调整

- 我们下调 12-13 年 EPS 由 1.03 元/1.20 元至 0.49 元/0.74 元。

投资建议

- 目前股价对应 12-13 年 EV 和 NBEV 分别为 1.28x/1.14x 和 4.9x/2.4x, 我们维持“增持”评级。

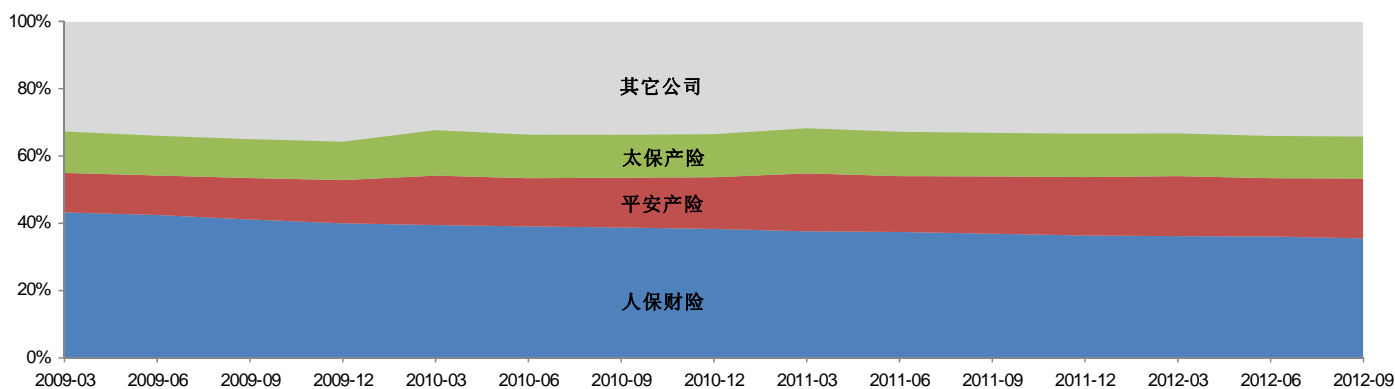
图表1: 寿险公司市场份额



	2009-03	2009-06	2009-09	2009-12	2010-03	2010-06	2010-09	2010-12	2011-03	2011-06	2011-09	2011-12	2012-03	2012-06	2012-09
中国人寿	41.2%	39.2%	38.0%	36.2%	33.3%	32.7%	32.5%	31.7%	35.7%	34.8%	34.5%	33.3%	32.7%	32.4%	33.2%
平安寿险	15.7%	16.6%	16.5%	16.2%	14.5%	15.3%	15.0%	15.1%	13.8%	12.9%	12.3%	12.4%	13.9%	13.2%	12.7%
太保寿险	7.9%	8.0%	8.1%	8.3%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	9.4%	9.7%	9.7%	9.7%	9.2%	9.6%	9.5%
新华人寿	6.9%	7.3%	7.9%	8.2%	9.4%	9.2%	9.1%	8.9%	8.8%	9.0%	9.7%	9.9%	10.1%	9.8%	9.8%

来源: CIRC, 国金证券研究所

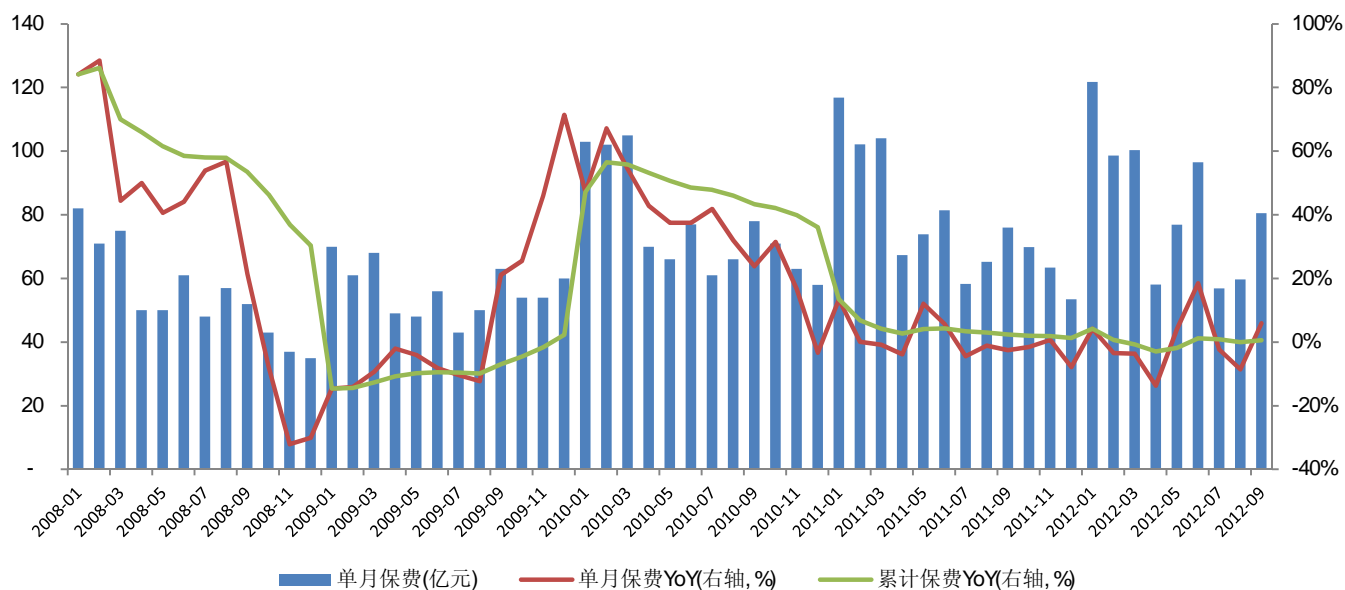
图表2: 财产险公司市场份额



	2009-03	2009-06	2009-09	2009-12	2010-03	2010-06	2010-09	2010-12	2011-03	2011-06	2011-09	2011-12	2012-03	2012-06	2012-09
人保财险	43.1%	42.4%	41.1%	39.9%	39.4%	39.0%	38.7%	38.2%	37.5%	37.3%	36.8%	36.3%	36.1%	36.0%	35.4%
平安产险	11.8%	11.8%	12.3%	12.9%	14.8%	14.4%	14.8%	15.4%	17.3%	16.7%	17.1%	17.4%	17.9%	17.4%	17.8%
太保产险	12.3%	11.8%	11.6%	11.4%	13.5%	13.0%	12.8%	12.8%	13.4%	13.2%	13.0%	12.9%	12.7%	12.5%	12.5%

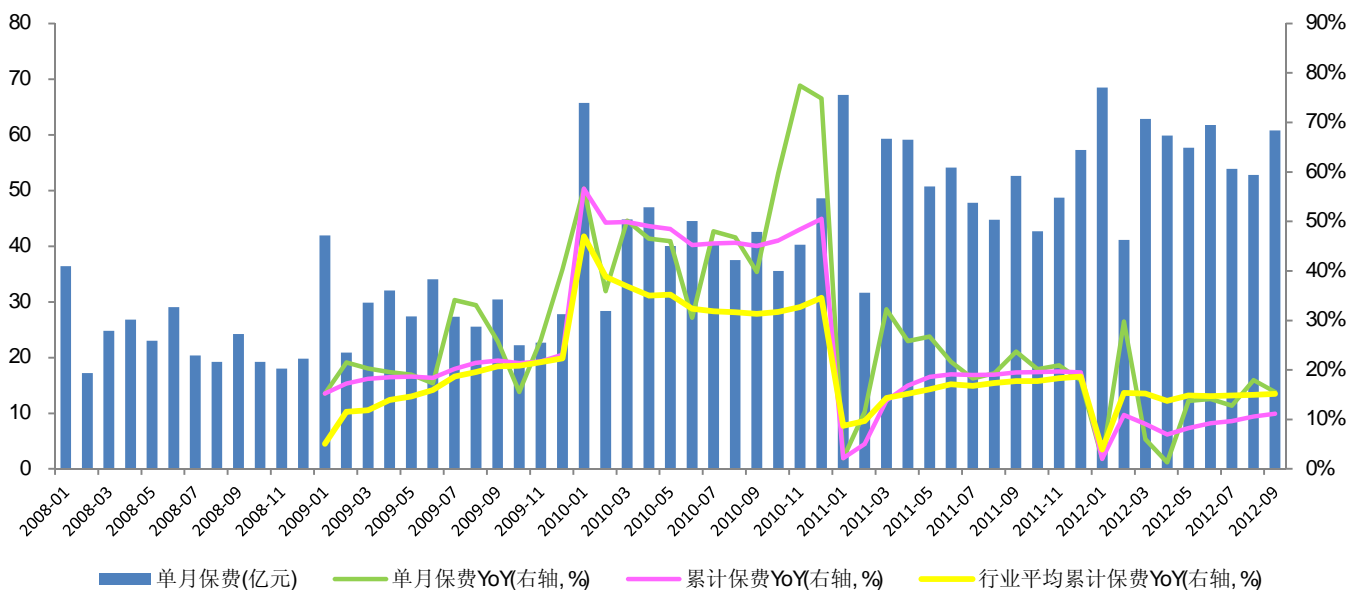
来源: CIRC, 国金证券研究所

图表3: 太保寿险月度保费收入



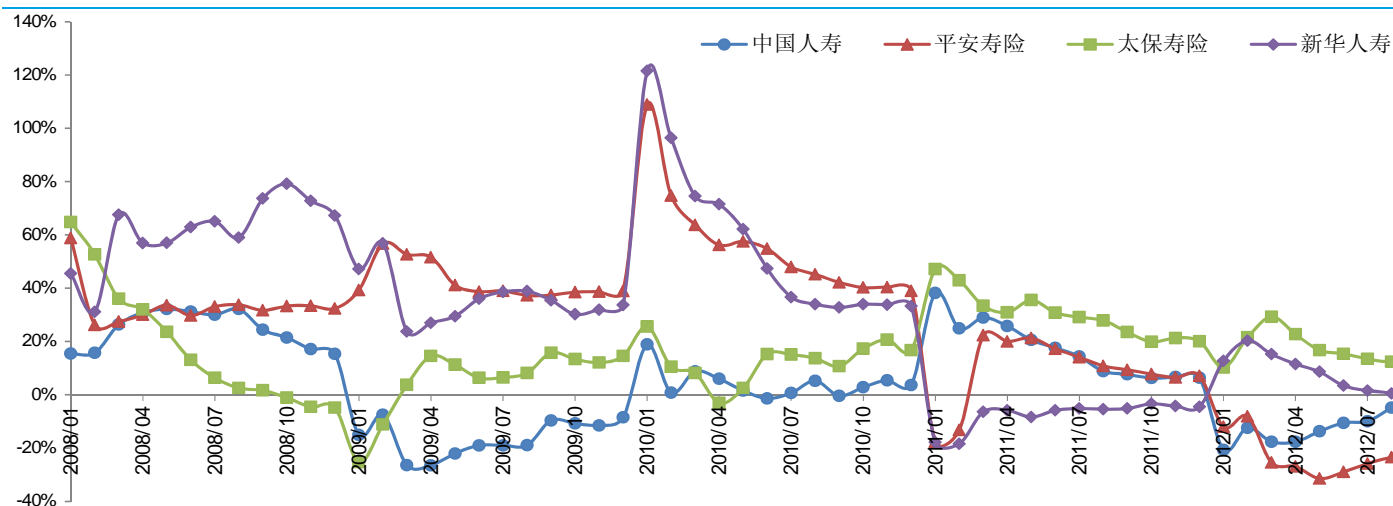
来源: CIRC, 国金证券研究所

图表4: 太保产险月度保费收入



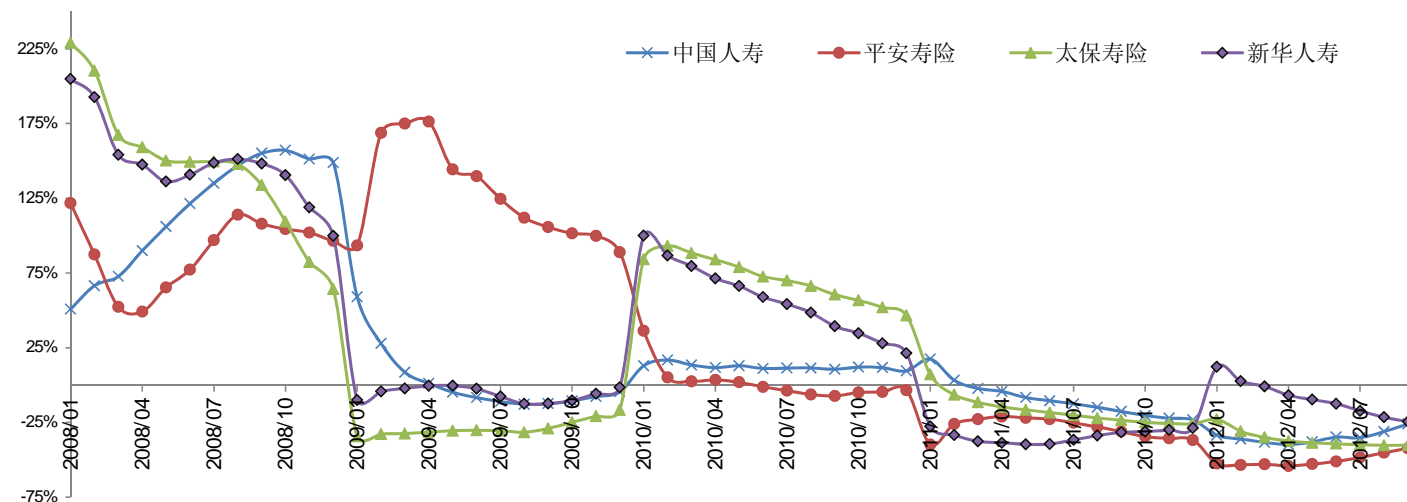
来源: CIRC, 国金证券研究所

图表5: 寿险公司个险新单累计保费同比增速 (预测值)



来源: 国金证券研究所预测

图表6: 寿险公司银保新单累计保费同比增速 (预测值)



来源: 国金证券研究所预测

图表7: 中国太保 3Q12 投资资产变动

	3Q12	占比	较11年底增长	2Q12	2011	2010
投资资产	590,961	100%	13.1%	586,607	522,530	435,311
货币资金	15,047	3%	1.0%	21,003	14,903	14,960
买入返售金融资产	2,584	0%	5909.3%	6,901	43	2,600
保户质押贷款	5,265	1%	28.6%	4,783	4,094	2,307
定期存款	167,517	28%	21.9%	168,816	137,373	106,772
长期股权投资	-	-	n.a.	-	-	440
归入贷款及应收款的投资	33,035	6%	0.3%	32,280	32,929	22,811
投资性房地产	6,394	1%	-2.7%	6,451	6,573	2,366
存出资本保证金	3,580	1%	0.0%	3,580	3,580	2,772
交易性金融资产	1,737	0%	-40.2%	1,944	2,907	3,604
可供出售金融资产	132,165	22%	12.4%	126,119	117,592	119,759
持有至到期投资	223,637	38%	10.4%	214,730	202,536	157,360
投资资产占总资产比例	91.5%			91.6%	91.6%	91.5%

来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表8：历史和预测的财务数据

每股数据 (元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
EPS	1.00	0.97	0.49	0.74	0.89
BVPS	9.34	8.93	9.27	10.27	10.72
EV	12.80	13.21	14.64	16.30	18.26
NBV	0.71	0.78	0.84	0.98	1.15

寿险保费 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
新保业务					
营销渠道	8,947	10,826	12,125	13,944	16,035
标准保费 (APE)	8,327	10,141	11,579	13,316	15,314
银行渠道	41,100	30,512	18,307	15,561	14,783
标准保费 (APE)	11,732	8,314	5,126	4,637	4,538
直销渠道	4,008	5,285	7,928	10,306	11,852
标准保费 (APE)	411	541	814	1,058	1,217
新渠道	131	313	689	1,239	2,045
标准保费 (APE)	131	309	676	1,212	1,990
续期业务					
营销渠道	26,339	31,992	39,962	49,012	59,252
银行渠道	7,101	13,938	17,936	19,548	20,777
直销渠道	139	142	149	164	186
新渠道	108	195	419	912	1,767
总保费	87,873	93,203	97,515	110,686	126,697

财产险保费 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
机动车辆保险	39,636	47,409	52,923	60,861	69,990
其中：电话销售	1,081	5,373	12,089	22,365	33,548
企业财产保险	4,149	4,902	5,527	6,356	7,310
责任保险	1,339	1,967	2,073	2,384	2,741
意外伤害保险	1,338	1,508	1,658	1,907	2,193
其他保险	5,160	5,901	6,909	7,945	9,137
总保费	51,622	61,687	69,089	79,453	91,371

投资资产 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
固定收益类	360,309	447,418	510,773	587,389	672,560
债券投资	232,533	276,688	316,679	364,181	416,987
定期存款	106,772	137,373	153,232	176,217	201,768
债券投资计划	15,925	25,563	30,646	35,243	40,354
其他固定收益投资	5,079	7,794	10,215	11,748	13,451
权益投资类	55,516	53,573	60,091	69,105	79,125
基金	24,857	20,547	24,036	27,642	35,606
股票	24,979	26,862	30,045	34,552	35,606
其它权益工具投资	5,680	6,164	6,009	6,910	7,912
投资性房地产	2,366	6,573	9,014	11,057	12,660
现金及现金等价物	17,560	14,966	21,032	23,496	26,902
合计	435,751	522,530	600,910	691,046	791,248

投资收益 (%)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净投资收益率	4.3%	4.5%	4.3%	4.3%	4.4%
总投资收益率	5.3%	3.7%	3.6%	3.9%	4.4%

内含价值 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
一年新业务价值	6,100	6,714	7,208	8,417	9,849
YOY	22.0%	10.1%	7.4%	16.8%	17.0%
寿险业务内含价值	70,613	72,992	85,323	100,217	118,051
YOY	39.5%	3.4%	16.9%	17.5%	17.8%
其他业务经调整的净资产	41,255	42,477	42,727	42,496	41,937
YOY	-16.2%	3.0%	0.6%	-0.5%	-1.3%
集团内含价值	110,089	113,564	125,909	140,189	157,005
YOY	11.9%	3.2%	10.9%	11.3%	12.0%

合并资产负债表 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
总资产	475,711	570,612	650,586	748,538	859,141
其中：现金及存款投资	124,332	152,339	174,264	199,712	228,671
其中：债券投资	232,533	276,688	316,679	364,181	416,987
其中：股权投资	49,836	47,409	54,082	62,194	71,212
总负债	394,160	492,557	569,454	658,598	762,628
其中：保险合同负债	307,186	374,931	439,572	513,395	600,145
其中：投资合同负债	51,354	47,262	52,749	56,473	60,015
其中：次级债	2,338	8,000	8,440	8,880	9,320
股东权益合计	81,551	78,055	81,132	89,941	96,514
归属于公司股东的股东权益	80,297	76,796	79,761	88,333	92,208

合并利润表 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
保险业务收入	139,555	154,958	166,604	190,139	218,068
减：分出保费	(13,422)	(13,384)	(15,118)	(17,345)	(19,931)
减：提取未到期责任准备金	(6,382)	(4,336)	(4,421)	(4,926)	(5,629)
已赚净保费	119,751	137,238	147,065	167,868	192,508
保户利益	(100,487)	(109,388)	(119,534)	(137,470)	(160,289)
综合费用	(29,796)	(36,054)	(37,775)	(43,393)	(50,240)
承保利润	(10,532)	(8,204)	(10,244)	(12,995)	(18,021)
投资收益	21,067	20,075	18,859	23,293	29,982
其他收益	844	621	639	881	1,186
计提资产减值准备	(689)	(2,850)	(4,297)	(3,550)	(1,500)
营业利润	10,690	9,642	4,957	7,629	11,648
所得税	(2,005)	(2,006)	(633)	(1,141)	(1,510)
净利润	8,665	8,393	4,324	6,488	10,138
归属于公司股东的净利润	8,557	8,313	4,257	6,384	7,662
其中：寿险	4,531	3,121	1,046	3,223	4,401
其中：财产险	3,455	3,711	3,211	3,161	3,262

财产险综合成本率 (%)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
赔付率	57.4%	58.6%	60.5%	60.9%	61.5%
费用率	36.3%	34.5%	35.6%	36.6%	37.5%
综合成本率	93.7%	93.1%	96.1%	97.6%	99.0%

估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
市盈率	18.93	19.51	38.10	25.41	21.17
市净率	2.02	2.11	2.03	1.84	1.76
内含价值倍数	1.47	1.43	1.29	1.16	1.03
隐含新业务倍数	8.5	7.2	5.0	2.6	0.5

来源：公司资料，国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	0	5	22	47
增持	0	1	15	25	41
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.76	1.60	1.53

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-11-01	增持	25.71	38.10 ~ 38.10
2 2011-01-26	增持	21.08	38.10 ~ 38.10
3 2012-07-02	增持	22.52	24.08 ~ 26.49
4 2012-07-13	增持	22.99	N/A
5 2012-08-13	增持	20.45	24.08 ~ 26.49
6 2012-08-20	增持	19.33	24.08 ~ 26.49

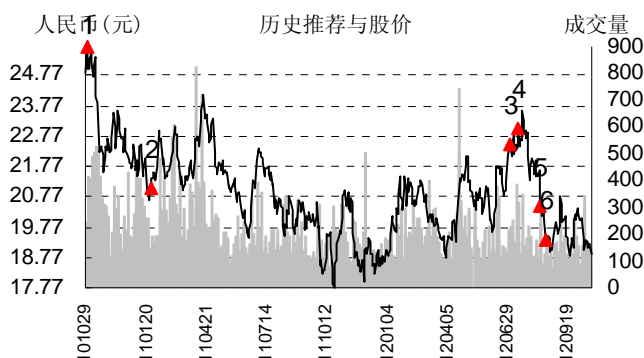
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
增持：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 5% – 20%；
中性：预期未来 6 – 12 个月内变动幅度在 -5% – 5%；
减持：预期未来 6 – 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B