



股票代码	601601.CH	2601.HK
评级	买入	持有
收盘价	人民币 18.86	港币 24.30
目标价	人民币 22.50	港币 25.08
上/下浮比例	19%	3%
目标价格基础	价格/每股内含价值 价格/每股内含价值	
板块评级	中立	中立

本报告要点

- 2012年3季报
- 主要催化剂/事件
- 资本市场出现明显反弹
- 寿险保费收入在下半年开始出现好转

股价表现 — A股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(1)	(1)	(18)	(3)
相对新华富时A50指数	2	(4)	(14)	9

发行股数(百万)	6,287
流通股(%)	60
流通股市值(人民币 百万)	75,595
3个月日均交易额(人民币 百万)	355
主要股东(%)	
华宝投资	20.4

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2012年10月26日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

金融：保险

尹劲桦

(8621) 2032 8590

jinhua.yin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120024

袁琳, CFA

(8610) 6622 9070

lin.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120005

中国太保

净资产保持稳定，继续大幅计提减值准备

太保前三季度业绩同比下滑55.3%，如果剔除一次性因素，3季度单季利润下滑约28.3%。在3季度股市和债市均出现明显调整的情况下，太保仍保持了净资产的相对稳定。但由于投资压力和寿险保费难以恢复，短期走势不容乐观。我们维持对中国太保A股买入评级和H股持有评级不变。

支撑评级的要点

- 中国太保前三季度实现净利润31.35亿元，同比下降55.3%，导致太保上半年业绩大幅下降的因素包括：保费增长乏力、寿险退保金大幅增长、产险赔付支出和营业费用的增加、疲弱的投资收益和较高的减值损失准备等。单季度来看，2012年3季度中国太保实现净利润4.97亿元，同比下降58.7%，但如果剔除去年3季度处置金融学院获得的一次性收益，单季度净利润同比降幅约在28.3%左右。
- 9月末净资产约814.07亿元，与年中的817.48亿元基本持平。在3季度股市和债市均出现明显调整的情况下，考虑到可供出售资产的公允价值损失，太保仍能保持净资产的相对稳定较为难得，这对其内含价值和偿付能力具有积极意义。
- 寿险保费增长仍然疲弱。太保前三季度实现寿险保费收入749.38亿元，同比增加0.6%，增速相比年中的1.2%仍有下滑。营销渠道表现相对较好，新保保费同比增长11.2%，期缴在新保中的占比也保持在94%左右的较高水平。
- 财险保费增速有所提高。前三季度财险保费收入520.51亿元，同比增速由年中的9.2%提升至11.2%。电销及交叉销售收入占产险业务收入的比例达到17.3%。
- 3季度计提资产减值准备仍高达15.99亿元，同比增长97.9%。我们估计太保前三季度的总投资收益率仅在3.4%左右。展望4季度，A股市场走势仍不容乐观，太保目前的账面浮亏在4季度仍有计提减值准备的压力，全年业绩预计仍难有起色。

评级面临的主要风险

- 寿险保费增长持续疲弱；股市出现大幅下滑。

估值

- 目前太保A股均相当于1.32倍2012年预期每股内含价值，5.34倍2012年新业务价值；H股均相当于1.38倍2012年预期每股内含价值，6.33倍2012年新业务价值。长期来看，考虑到保险行业的发展潜力，目前的估值并不算高。但是，三季度以来股市和债市的双重调整，一方面直接影响了保险公司的投资收益，另一方面也使得储蓄类保险产品的吸引力难以提升，导致保费增长乏力，保险行业短期内面临的瓶颈依然存在。我们维持对中国太保A股买入评级和H股持有评级不变。

投资摘要 — A股

年结日：12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
保费收入(人民币 百万)	139,555	154,958	166,142	189,006	216,216
变动(%)	44.9	11.0	7.2	13.8	14.4
净利润(人民币 百万)	8,557	8,313	5,621	7,778	8,780
全面摊薄每股收益(人民币)	1.00	0.97	0.64	0.86	0.97
变动(%)	4.2	(2.9)	(34.2)	34.9	12.9
全面摊薄市盈率(倍)	20.14	20.73	31.48	23.35	20.68
每股账面价值(人民币)	9.34	8.93	9.81	10.52	11.32
市净率(倍)	2.15	2.24	2.04	1.91	1.77
每股内含价值(人民币)	12.80	13.21	14.16	15.03	16.80
价格/每股内含价值(倍)	1.57	1.52	1.42	1.33	1.19
每股新业务价值(人民币)	0.71	0.78	0.81	0.89	1.03
隐含新业务价值倍数(倍)	10.21	8.75	7.26	5.61	3.16
每股股息(人民币)	0.35	0.35	0.22	0.30	0.34
股息率(%)	1.7	1.7	1.1	1.5	1.7

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现—H股



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	10	8	(3)	8
相对恒生中国企业指数	6	(1)	(16)	4

发行股数(百万)	2,313
流通股(%)	100
流通股市值(港币 百万)	58,288
3个月日均交易额(港币 百万)	284
主要股东(%)	
华宝投资	13.5

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2012年10月26日收市价为标准

投资摘要—H股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
保费收入(人民币 百万)	139,555	154,958	166,142	189,006	216,216
变动(%)	44.9	11.0	7.2	13.8	14.4
净利润(人民币 百万)	8,557	8,313	5,621	7,778	8,780
全面摊薄每股收益(人民币)	1.00	0.97	0.64	0.86	0.97
变动(%)	4.2	(2.9)	(34.2)	34.9	12.9
全面摊薄市盈率(倍)	20.53	21.06	31.87	23.63	20.94
每股账面价值(人民币)	9.34	8.93	9.81	10.52	11.32
市净率(倍)	2.19	2.27	2.07	1.93	1.79
每股内含价值(人民币)	12.80	13.21	14.16	15.03	16.80
价格/每股内含价值(倍)	1.60	1.54	1.43	1.35	1.21
每股新业务价值(人民币)	0.71	0.78	0.81	0.89	1.03
隐含新业务价值倍数(倍)	10.76	9.07	7.56	5.89	3.40
每股股息(人民币)	0.35	0.35	0.22	0.30	0.34
股息率(%)	1.7	1.7	1.1	1.5	1.7

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

损益表 (人民币 百万)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
毛承保保费收入	139,555	154,958	166,142	189,006	216,216
净保费收入	119,751	137,238	144,478	163,942	187,434
营业及管理费用	28,063	33,120	35,863	40,514	45,842
理赔及保户红利	102,209	111,645	118,233	135,647	156,581
承保利润	(10,894)	(8,375)	(10,544)	(13,238)	(16,109)
投资收益(扣除财务成本)	20,657	16,392	16,732	21,906	26,013
其他收益及费用	907	2,382	1,007	1,041	1,079
税前利润	10,670	10,399	7,194	9,709	10,983
税项	2,005	2,006	1,485	1,834	2,096
净利润	8,557	8,313	5,621	7,778	8,780
同比增速 (%)	16.3	(2.9)	(32.4)	38.4	12.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	10,670	10,399	7,194	9,709	10,983
经营活动净现金流	61,618	55,527	28,297	20,724	7,069
投资活动净现金流	(70,600)	(84,112)	(24,168)	(11,087)	(3,859)
融资活动净现金流	(3,383)	26,114	679	667	649
汇率变动影响	(313)	(123)	(129)	(136)	(142)
现金及现金等价物净变动	(12,678)	(2,594)	4,678	10,168	3,717
期初现金及现金等价物	30,238	17,560	14,966	19,644	29,812
期末现金及现金等价物	17,560	14,966	19,644	29,812	33,528

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金和定期存款	124,332	152,339	163,549	172,370	174,592
固定收益投资	253,537	310,045	341,050	363,467	381,640
权益投资	55,516	53,573	61,804	71,605	81,583
固定资产	6,831	7,833	8,616	9,392	10,143
分保资产	12,347	14,118	15,530	16,927	18,282
应收利息	9,207	11,006	12,657	14,302	15,876
其他资产	13,941	21,698	24,226	26,664	28,896
资产合计	475,711	570,612	627,432	674,728	711,010
保险准备金	307,186	374,931	412,424	445,418	472,143
保户储金及投资	51,272	47,182	49,541	52,018	54,619
应付次级债	2,338	8,000	8,000	8,000	8,000
卖出回购金融资产	8,150	32,105	33,710	35,396	37,166
其他负债	25,214	30,339	33,460	37,071	34,867
负债合计	394,160	492,557	537,136	577,903	606,794
股本	8,600	8,600	9,062	9,062	9,062
公积金	58,476	50,203	58,203	59,537	61,069
未分配利润	13,221	17,993	21,647	26,702	32,410
归属于母公司股东权益	80,297	76,796	88,911	95,301	102,540
少数股东权益	1,254	1,259	1,385	1,523	1,676
负债和权益合计	475,711	570,612	627,432	674,728	711,010

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

(%)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
保费增速					
总保费增长率	44.9	11.0	7.2	13.8	14.4
寿险保费增长率	41.7	6.1	4.0	16.4	17.0
产险保费增长率	50.5	19.5	12.0	10.0	10.5
寿险首年保费增长率	42.0	-13.4	-17.4	13.9	15.5
寿险主要指标					
内含价值增长率	11.9	3.2	10.1	8.9	11.7
新业务价值增长率	22.0	10.1	6.5	13.1	15.0
新业务利润率(NBV/FYP)	11.3	14.3	18.4	18.3	18.2
内含价值回报率	24.6	19.8	20.1	20.1	20.5
产险主要指标					
费用率	36.6	34.7	36.2	36.7	36.7
赔付率	57.4	58.6	59.6	59.8	59.8
综合成本率	94.1	93.3	95.8	96.5	96.5
投资主要指标					
投资资产增长率	26.1	19.9	10.0	6.0	5.0
净投资收益率	4.46	4.62	4.36	4.14	4.36
总投资收益率	5.37	3.54	3.09	3.79	4.29
收益率					
资产收益率	1.96	1.59	0.94	1.19	1.27
净资产收益率	11.04	10.58	6.78	8.44	8.88
偿付能力					
偿付能力比率-集团	356.9	284.2	293.8	266.4	249.6
偿付能力比率-寿险	241.0	187.3	152.1	138.3	133.9
偿付能力比率-财险	167.4	233.1	219.6	207.0	191.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371