

2013年10月30日


国金证券
SINOLINK SECURITIES

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): 16.97元

目标(人民币): 21.93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)	2,775.30
总市值(百万元)	1,537.82
年内股价最高最低(元)	22.41/15.49
沪深300指数	2372.05
上证指数	2128.86



相关报告

1. 《价值和利润改善明显》，2013.8.26
2. 《业绩靓丽,提示行业风险》，2013.4.25
3. 《资本高手,保险玩家》，2013.3.25

童楠

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

贺国文

分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

寿险转型见成效, 产险承保需检视

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
基本每股收益(元)	0.97	0.59	1.00	1.24	1.48
摊薄每股收益(元)	0.97	0.59	1.00	1.24	1.48
每股净资产(元)	8.93	10.61	11.22	12.94	15.01
每股新业务价值(元)	0.78	0.78	0.81	0.88	1.00
每股内含价值(元)	13.21	14.93	16.55	18.43	20.69
净利润增长率(%)	-3.0%	-39.2%	70%	24%	20%
ROE(%)	10.58%	5.87%	9.16%	10.25%	10.60%
总股本(百万股)	8,600	8,639	9,062	9,062	9,062

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 前3季度净利润80.8亿, 同比增157.8%(基数低), EPS 0.89元, 符合预期; 归属母公司净资产1008亿, BVPS 11.13元, 较12年底增4.8%。

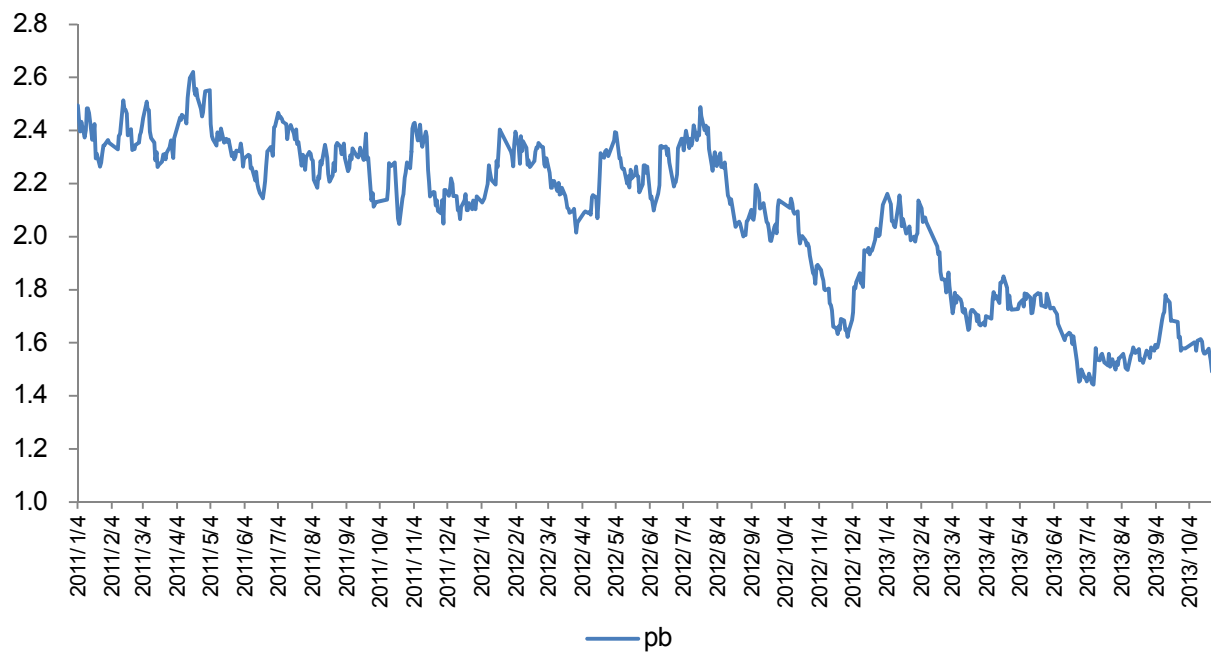
经营分析

- 寿险“聚焦个险, 聚焦期交”成效逐步验证。前3季度寿险保费768.6亿, 同比增2.6%, 其中营销员渠道新单保费105亿, 同比增9.4%; 保费收入456亿, 同比增14.5%, 占比较中期提升1pct至59.4%, 保费结构持续优化。受部分银保产品退保增加, 前3季度退保金149亿, 同比增60%, 略高于中期水平。
- 产险综合成本率需持续检视。前3季度产险保费615亿, 同比增18.2%, 领先主要竞争对手, 车险占比较中期提升96bps, 与12年全年基本持平, 其中电网销及交叉销售121.8亿, 占比提升48bps, 有助于缓解成本压力, 但受3季度自然灾害频发, 预计综合成本率高于中期97.7%的水平, 我们预计全年或达到98.3%。
- 投资收益高增长和计提资产减值损失大幅下降是净利润增长主要原因。前3季度投资收益236.7亿, 同比增42.6%(中期47.7%); 计提资产减值损失6.9亿, 同比下降83.4%, 单季度计提资产减值损失0.64亿。股债投资持续增长, 按投资对象分, 债权投资和股权投资持续增长, 较中期分别提升2.9pcts和12.6pcts, 现金及存款持续减少, 较中期下降3.5%; 按投资目的分, 交易性金融资产和可供出售金融资产分别提升20.6%和12.1%至23.6亿和1810亿。

投资建议

- 我们预计全年业绩增速70%, 保费增速基本维持在3季报水平(略低), 寿险新业务价值增速5%左右, 产险综合成本率98.3%左右。寿险转型成效显著, 我们持续看好其可持续性, 需要观察公司寿险定价利率放开后产品应对策略。产险我们需要持续跟踪综合成本率水平, 这也是较为不确定的因素。
- 在年底估值切换及行业政策真空期, 以及预计央行总体维持中性货币政策不会接受银行间市场利率大幅飙升下, 我们维持“增持”评级, 目前估值1.53x 13年PB, 给予6个月目标价21.93元。

图表1: 中国太保动态估值



来源: 国金证券研究所

图表2：历史和预测的财务数据

每股数据 (元)						每股数据 (同比, %)					
2011	2012	2013E	2014E	2015E		2011	2012	2013E	2014E	2015E	
EPS	0.97	0.59	1.00	1.24	1.48	EPS	-3%	-39%	70%	24%	20%
BVPS	8.93	10.61	11.22	12.94	15.01	BVPS	-4%	19%	6%	15%	16%
EV_Group	13.21	14.93	16.55	18.43	20.69	EV_Group	3%	13%	11%	11%	12%
EV_Life	8.49	9.41	11.09	13.05	15.36	EV_Life	3%	11%	18%	18%	18%
NBV	0.78	0.78	0.81	0.88	1.00	NBV	10%	0%	3%	9%	15%

合并利润表 (百万元)						合并资产负债表 (百万元)					
2011	2012	2013E	2014E	2015E		2011	2012	2013E	2014E	2015E	
寿险保费	93,203	93,461	97,865	107,131	120,562	总资产	570,612	681,502	757,171	850,614	957,802
新保业务	46,936	37,333	33,538	34,436	38,843	投资资产	522,530	627,328	699,270	785,719	887,395
续期业务	46,267	56,128	64,326	72,695	81,718	其中：现金及存款	152,339	189,287	211,723	239,247	270,349
财产险保费	61,687	69,697	81,894	94,178	108,305	其中：债权投资	276,688	331,006	372,382	420,791	475,494
其中：车险	47,409	54,333	62,239	71,575	82,312	其中：股权投资	47,409	55,574	62,105	70,179	79,302
已赚保费	137,238	147,839	162,289	181,293	205,861	保险资产	20,370	22,298	24,002	26,933	30,538
赔付及保户利益	(109,388)	(118,817)	(131,123)	(145,684)	(163,780)	运营资产	24,832	26,344	27,842	31,159	32,091
综合费用	(36,054)	(42,112)	(48,990)	(54,677)	(63,459)	其他资产	2,880	5,532	6,057	6,805	7,662
承保利润	(8,204)	(13,090)	(17,824)	(19,069)	(21,378)	总负债	492,557	583,933	654,028	731,788	820,065
投资收益	16,842	17,995	27,955	31,776	36,687	保险负债	444,539	509,215	572,230	641,766	720,784
其他收益	1,761	1,208	1,299	1,447	1,629	融资负债	40,105	65,643	71,092	77,702	85,205
营业利润	10,399	6,113	11,430	14,154	16,937	运营负债	4,597	5,160	6,128	7,197	8,335
所得税	(2,006)	(983)	(2,286)	(2,831)	(3,387)	其他负债	3,316	3,915	4,578	5,123	5,740
净利润	8,393	5,130	9,144	11,323	13,550	股东权益合计	78,055	97,569	103,143	118,827	137,738
归属于母公司股东的净利润	8,313	5,077	9,057	11,215	13,421	归属于母公司股东权益	76,796	96,177	101,664	117,240	136,022

价值指标 (百万元)						价值指标 (同比, %)					
2011	2012	2013E	2014E	2015E		2011	2012	2013E	2014E	2015E	
一年新业务价值	6,714	7,060	7,298	7,941	9,099	一年新业务价值	10%	5%	3%	9%	15%
寿险业务内含价值	72,992	85,266	100,479	118,261	139,157	寿险业务内含价值	3%	17%	18%	18%	18%
其他业务经调整的净资产	42,477	52,094	51,865	51,364	51,227	其他业务经调整的净资产	3%	23%	0%	-1%	0%
集团内含价值	113,564	135,280	150,018	167,036	187,479	集团内含价值	3%	19%	11%	11%	12%

寿险保费 (百万元)						寿险保费 (同比, %)					
2011	2012	2013E	2014E	2015E		2011	2012	2013E	2014E	2015E	
新保业务						新保业务					
营销渠道	10,826	11,752	12,751	14,026	16,130	营销渠道	21%	9%	9%	10%	15%
银行渠道	30,512	18,245	15,964	15,166	16,683	银行渠道	-26%	-40%	-13%	-5%	10%
直销渠道	5,285	6,840	4,104	4,309	4,956	直销渠道	32%	29%	-40%	5%	15%
新渠道	313	496	719	935	1,075	新渠道	139%	58%	45%	30%	15%
续期业务						续期业务					
营销渠道	31,992	39,241	46,957	55,052	63,735	营销渠道	21%	23%	20%	17%	16%
银行渠道	13,938	16,296	16,334	16,012	15,617	银行渠道	96%	17%	0%	-2%	-2%
直销渠道	142	150	192	225	259	直销渠道	2%	6%	28%	17%	15%
新渠道	195	441	843	1,406	2,107	新渠道	81%	126%	91%	67%	50%
总保费	93,203	93,461	97,865	107,131	120,562	总保费	6%	0%	5%	9%	13%

财产险保费 (百万元)						财产险保费 (同比, %)					
2011	2012	2013E	2014E	2015E		2011	2012	2013E	2014E	2015E	
机动车辆保险	47,409	54,333	62,239	71,575	82,312	机动车辆保险	20%	15%	15%	15%	15%
企业财产保险	4,902	5,064	5,733	6,592	7,581	企业财产保险	18%	3%	13%	15%	15%
责任保险	1,967	2,286	2,866	3,296	3,791	责任保险	47%	16%	25%	15%	15%
意外伤害保险	1,508	1,866	2,457	2,825	3,249	意外伤害保险	13%	24%	32%	15%	15%
其他保险	5,901	6,148	8,599	9,889	11,372	其他保险	14%	4%	40%	15%	15%
总保费	61,687	69,697	81,894	94,178	108,305	总保费	19%	13%	18%	15%	15%

投资收益 (%)					
2011	2012	2013E	2014E	2015E	
净投资收益率	4.7%	5.1%	5.2%	5.2%	5.3%
总投资收益率	3.7%	3.2%	4.6%	4.6%	4.7%

财产险综合成本率 (%)					
2011	2012	2013E	2014E	2015E	
赔付率	58.6%	61.2%	62.1%	63.3%	63.3%
费用率	34.5%	34.6%	36.2%	36.2%	36.2%
综合成本率	93.1%	95.8%	98.3%	99.5%	99.5%

估值指标					
2011	2012	2013E	2014E	2015E	
P/E	17.72	29.15	17.14	13.84	11.57
P/B	1.92	1.61	1.53	1.32	1.14
P/EV_Group	1.30	1.15	1.03	0.93	0.83
P/EV_Life	1.46	1.23	1.05	0.90	0.77
新业务价值倍数	5.0	2.8	0.7	(1.5)	(3.5)

来源：公司资料，国金证券研究所。基于 2013 年 10 月 30 日收盘价 17.13 元。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	7	10
增持	0	0	1	11	13
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.50	1.60	1.61

来源：朝阳永续

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。

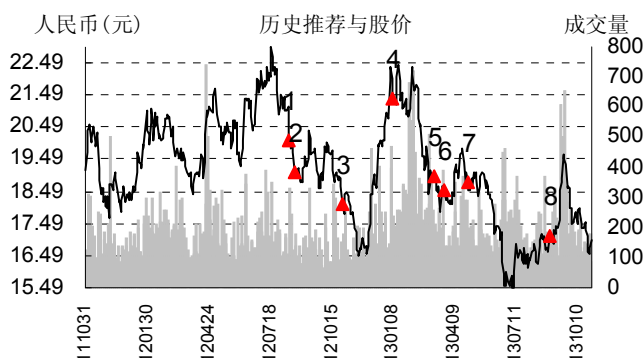
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-08-13	买入	20.09	24.08 ~ 26.49
2 2012-08-20	增持	19.07	24.08 ~ 26.49
3 2012-10-29	增持	18.08	N/A
4 2013-01-08	增持	21.41	N/A
5 2013-03-11	增持	18.95	24.08 ~ 26.49
6 2013-03-25	增持	18.51	24.08 ~ 26.49
7 2013-04-25	增持	18.77	24.08 ~ 26.49
8 2013-08-26	增持	17.12	N/A

来源：国金证券研究所



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 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD