

中国太保：业绩增长符合预期

增持（维持）

投资要点：

- 财寿险保费收入快速增长
- 三季度单季投资收益率反弹
- 估值具一定吸引力，长期看好

报告摘要：

- 前三季度公司实现营业收入1051.6亿元，同比增长35%，其中三季度实现营业收入325.3亿，环比持平；实现归属于上市公司股东的净利润49亿元，同比持平，其中第三季度实现8.86亿，环比下降26.5%，EPS0.57元，归属母公司股东的综合收益总额37.3亿，其中第三季度实现44亿，每股净资产9.14元，较中期增加5.9%，介于国寿的7.7%和平安的5.6%之间。
- 财寿险保费均快速增长。**前三季度公司寿险实现保费收入728亿，同比增长43%，增速领先国寿、平安。新准则下能够确认为保费的部分为689亿，保费确认比例为95%。财险方面，受益于09年末以来的财险市场快速发展，前三季度公司实现财险保费收入391亿，同比增长45%，增速快于行业的41%。
- 投资收益大幅反弹。**财报显示，公司前三季度分别实现投资收益53.7、37.6、40亿。由于保险公司投资收益受可供出售金融资产浮盈和影子会计影响，所以我们需对上述数据进行校正：前三季度分别实现投资收益40.7亿、2.8亿、75.8亿。
- 债券投资收益率上行趋势基本确立为保险公司提供可靠利差。**目前宏观经济基本企稳，通胀预期上升，债券收益率震荡上行，而加息则确立了这种趋势。截止10月27日，我们拟合的债券收益率达3.94%，较8月的低点上升了57个BP，超越保险公司定价利率144个BP。其直接影响就是9月保险公司债券新增托管量达到08年9月以来的新高，达625亿，我们认为这只是债券吸引保险资金的开始。
- 与已公布季报的中国人寿、中国平安类似，公司三季度业绩承保业务平稳，投资业务表现突出。**从行业基本面来看，保险公司面临的投资环境在逐步改善，债券收益率上行为保险公司提供可观利差；中长期来看，保险行业将是国民经济转型受益的行业。用内含价值/新业务倍数法估值，公司目前股价隐含的新业务价值倍数为16倍，估值较低，维持增持评级。

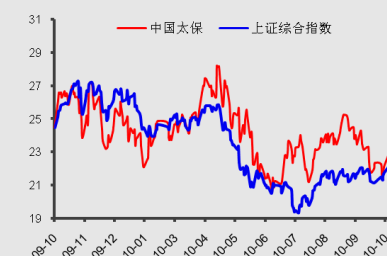
分析师：黄立军 邢波

电话：010-88085983

Email huanglijun@hysec.com

:

市场表现



行业数据

股票家数（家）	18
总市值（亿元）	14848
流通市值（亿元）	10328
重点公司（家）	16
重点公司占行业市值比重	99.3%

数据来源：港澳资讯

相关研究

中国人寿：投资收益率或进入上行通道	10.30
广发证券：估值已偏高	10.25
保险：万事俱备，空间将开	10.13
证券：盈利模式转变与估值变迁	10.11
保险：收入调整对保险的非对称影响	9.28
中国人寿：期待业绩催化剂	8.26

利润表(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	80,828	104,313	123,224	147,770	174,434
已赚保费	66,253	84,127	107,135	123,595	144,282
提取未到期责任准备金	-1,064	-2,424	-2,435	-2,841	-3,317
投资收益及公允价值变动	13,258	19,529	15,530	23,513	29,370
其他收入	1,317	657	559	661	781
营业支出	-79,905	-94,772	-113,360	-135,090	-159,690
退保金	-3,974	-4,386	-4,546	-6,896	-8,016
赔付支出	-31,408	-30,494	-36,809	-43,226	-51,221
提取保险责任准备金	-21,561	-39,225	-46,358	-54,640	-64,420
保单红利支出	-2,569	-2,053	-2,279	-2,499	-3,385
手续费及佣金支出	-6,599	-8,820	-10,957	-12,786	-14,926
业务及管理费	-11,430	-13,237	-16,019	-19,210	-22,676
其他支出	-2,364	3,443	3,607	4,166	4,953
营业利润	923	9,541	9,863	12,679	14,744
营业外收支	394	-35	120	120	120
利润总额	1,317	9,506	9,983	12,799	14,864
所得税费用	1,350	-2,033	-1,997	-2,560	-2,973
净利润	2,667	7,473	7,987	10,239	11,891
资产负债表(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	250,190	272,469	332,130	382,898	438,046
定期存款	164,898	182,778	208,135	249,947	298,379
债券投资	82,756	86,371	123,995	132,951	139,667
权益投资	2,536	3,320	0	0	0
基础设施建设	13,772	44,915	35,427	69,134	88,879
其他投资资产	465	464	886	1,064	1,270
投资资产	514,617	590,317	700,573	835,993	966,242
其他资产	-197,612	-193,130	-223,948	-264,044	-279,902
资产合计	317,005	397,187	476,624	571,949	686,339
准备金	194,239	236,152	296,937	344,885	427,589
其他负债	73,646	85,362	98,424	138,633	161,995
负债合计	267,885	321,514	395,361	483,518	589,584
归属母公司所有者权益	48,638	74,651	80,310	87,287	96,755
少数股东权益	482	1,022	953	1,144	0
股东权益合计	49,120	75,673	81,264	88,431	96,755
每股数据(元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股净资产	6.33	8.80	9.34	10.15	11.25
每股盈利	0.33	0.95	0.94	1.21	1.40
每股内含价值	9.09	11.60	12.82	13.92	15.90

保费收入(百万元, %)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
个人保险	50.74%	47.70%	45.00%	50.00%	53.00%
首年保费	11.58%	12.19%	11.25%	12.50%	13.25%
期缴首年	10.27%	11.10%	9.00%	10.00%	10.60%
趸缴保费	1.31%	1.09%	2.25%	2.50%	2.65%
续期保费	39.16%	35.51%	33.75%	37.50%	39.75%
银行保险	44.25%	47.60%	50.00%	45.00%	43.00%
首年保费	43.68%	44.87%	49.50%	44.55%	42.57%
期缴首年	3.10%	9.32%	9.90%	8.91%	8.51%
趸缴保费	40.58%	35.55%	39.60%	35.64%	34.06%
续期保费	0.57%	2.73%	0.50%	0.45%	0.43%
团体保险	0.57%	2.73%	0.50%	0.45%	0.43%
首年保费	5.01%	4.70%	5.00%	5.00%	4.00%
期缴首年	4.78%	4.47%	4.95%	4.95%	3.96%
趸缴保费	0.05%	0.11%	0.01%	0.01%	0.01%
续期保费	4.73%	4.35%	4.94%	4.94%	3.95%
寿险保费收入合计	47,828	61,998	80,597	92,687	106,590
同比增速	-5.64%	29.63%	30.00%	15.00%	15.00%
首年保费合计	28,715	38,147	52,952	57,466	63,720
同比增速	-15.96%	32.85%	38.81%	8.52%	10.88%
APE	8,651	15,273	19,014	21,531	24,718
同比增速	7.55%	76.54%	24.50%	13.24%	14.80%
APE margin	42.20%	32.74%	37.00%	36.00%	37.00%
车险	19,681	25,449	30,037	36,045	43,254
非车险	8,194	8,840	9,052	10,863	13,035
短期意外和健康险	0	0	2,057	2,469	2,963
财险保费收入合计	27,875	34,289	41,147	49,376	59,251
同比增速	18.75%	23.01%	20.00%	20.00%	20.00%
内含价值(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
期末内含价值	69,978	98,371	110,224	119,697	136,707
经调整净资产	51,876	72,368	80,264	84,669	93,852
有效业务价值	24,858	33,971	41,141	48,101	55,987
调整后有效业务价值	18,417	26,454	30,481	35,638	43,600
一年新业务价值	4,740	6,218	-1,759	-1,938	-2,286
调整后一年新业务价值	3,651	5,000	7,035	7,751	9,146
估值水平	2008	2009	2010E	2011E	2012E
P/B	3.81	2.74	2.58	2.37	2.14
P/E	73.03	25.37	25.60	19.97	17.19
P/EVPS	2.65	2.08	1.88	1.73	1.52

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。

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、招商证券、东北证券、长江证券等

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@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。