

中国太保 (601601)

买入/维持评级

股价: RMB22.75

分析师

李聪

SAC 执业证书编号:s1000210020007

(021)6849 8610

licong@mail.hthsc.com.cn

联系人

戚海鹏

(021)5010 6012

qihp@mail.hthsc.com.cn

相关研究

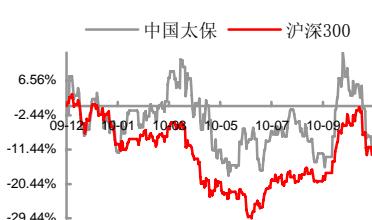
中国太保 (601601) 转让太平洋安泰 50% 股权事件点评

- 事件:
- 中国太保 12 月 27 日发布公告:
- 中国太保向由建设银行牵头中国人寿 (台湾)、建银投资、上海锦江和上海华旭组成的联合受让团转让太平洋安泰 50% 股权, 转让价为 950 百万元, 交易的最终完成尚待监管部门审批。
- 对此, 我们点评如下:
- 1、按 950 百万元的转让价格, 此次交易会使交易完成当期太保税后净利润增厚 0.04 元;
- 2、太平洋安泰从市场份额或保费收入来考量, 都规模较小, 并且增长速度较慢, 因此, 出售太平洋安泰股权不对太保业务增长造成影响。
- 3、关于此次的转让价格, 其对应的太平洋安泰 2010 隐含 P/B 倍数为 2.00 倍, 对应的 2010 隐含 P/EV 为 1.5 倍, 隐含新业务价值倍数为 28.0 倍, 综合考虑太平洋安泰为非上市公司, 同时增长速度缓慢, 这一价格较为合理。
- 4、按目前股价, 太保 2011 年隐含 P/EV 为 1.44 倍, 隐含新业务价值倍数为 8.69 倍, 处于估值底部, 我们继续维持对太保的“买入”评级。
- 风险提示: 权益市场的波动会对太保估值造成影响。

基础数据

总股本 (百万股)	8,600
流通 A 股 (百万股)	6,287
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	143,903

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

	2009A	2010E	2011E
每股内含价值 (元)	11.60	13.48	15.78
(+/-%)	27.6	16.3	17.0
每股一年期新业务价值(元)	0.59	0.67	0.80
(+/-%)	24.3	13.4	20.0
隐含 P/EV		1.69	1.44
隐含一年期新业务价值倍数		13.86	8.69

中国太保 11 月 26 日在上海联合产权交易所挂牌太平洋安泰人寿保险公司 50% 股权，12 月 27 日，太保发布公告，向中国建设银行股份有限公司牵头中国人寿保险股份有限公司（台湾）、中国建银投资有限责任公司、上海锦江国际投资管理有限公司和上海华旭投资有限公司组成的联合受让团转让太平洋安泰股权，转让的股权比例依次分别为 1%、19.9%、19.35%、4.9% 和 4.85%，合计转让价款为人民币 950 百万元。

对此，我们点评如下：

对交易价格的评价

此次转让价为 950 百万元。根据 11 月 26 日挂牌公告中披露的信息进行测算，交易对价对应的 2010 隐含 P/B 倍数为 2.00 倍。根据我们的评估模型，太平洋安泰 2010 年内含价值为 1,223 百万元，新业务价值为 27 百万元，交易对价对应的 2010 隐含 P/EV 为 1.5 倍，隐含新业务价值倍数为 28.0 倍。

表格 1、太平洋安泰基于 2010 年预测估值与上市公司对比

	隐含 P/B	隐含 P/EV	隐含 VNBX
太平洋安泰	2.0	1.5	28.0
中国人寿	2.9	2.0	15.4
中国平安	3.4	2.1	14.1
中国太保	2.3	1.7	13.9

数据来源：公司年报，华泰联合证券研究所

太平洋安泰交易对价估值水平与3家上市保险公司相比略低，但第一、太平洋安泰是一家非上市公司，应有一定的折价；第二、太平洋安泰发展速度缓慢，其保费复合增长率只有9.8%。因此综合多方面的考量，这一价格水平比较公允。

对中国太保的影响

太平洋安泰作为中国太保的合营企业，按权益法计入太保的长期股权投资，创立时初始投资成本为 250 百万元，之后根据每年的增资、分红等事项对账面余额进行调整。根据太保 2009 年年报，2009 年底时太平洋安泰的账面余额为 464 百万元，如果按照 950 百万元价格成交，预计可确认的投资收益折合每股 0.06 元，考虑税收因素后，该项交易可以增厚当期税后每股净利 0.04 元。由于交易的完成尚待监管部门审批，在年内确认完成的可能性较小，因此预计对 2011 年 1 季度太保的业绩有小幅推动力作用。

回顾中国太保与太平洋安泰的关系

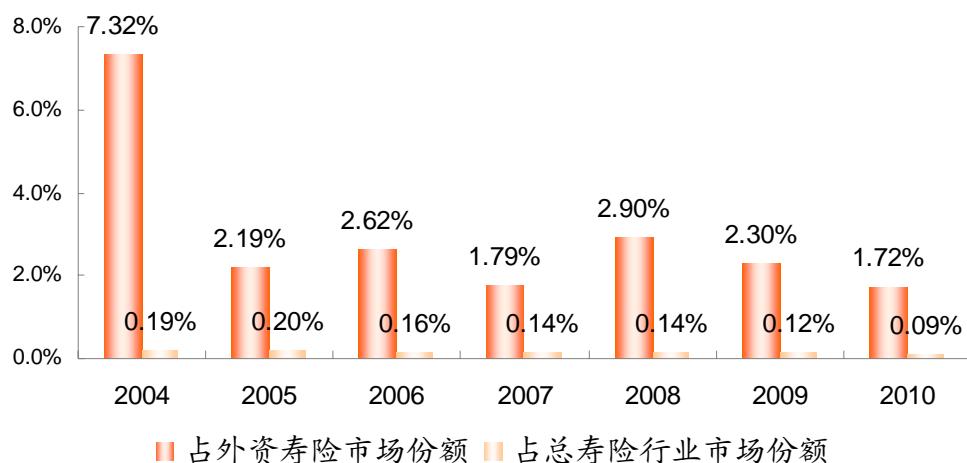
1998年8月，太保与美国安泰人寿合资设立太平洋安泰。2000年，荷兰国际集团收购美国安泰人寿的金融服务和国际业务后，荷兰保险国际受让美国安泰人寿持有的50%股权。太平洋安泰作为太保的合营企业，由于它与太保人寿同样经营人寿保险业务，形成同业竞争，违反了保监会规定，因此，太保在上市之初就承诺，将择机出售所持有的50%股权，因此，此次交易一直在市场的预期之中。

回顾太平洋安泰的发展

太平洋安泰只经营寿险业务，目前有上海总公司和广东、江苏两个分公司。其 2009 年前 10 个月的保费收入为 8.3 亿，占总寿险市场份额的 0.09%，占外资寿险市场份额

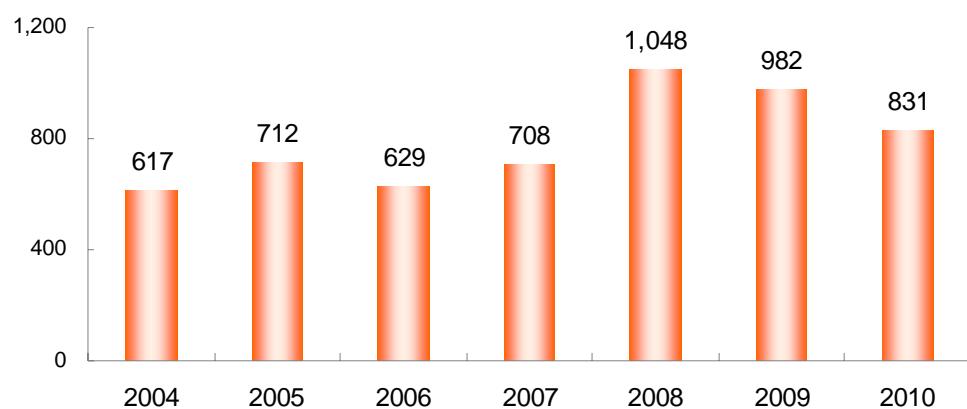
额的 1.72%。客观来说,由于股权关系不顺的原因,太平洋安泰近年来业务发展缓慢,2004 年至今,它保费复合增长率只有 9.8%,远低于整体行业 20.6% 的复合增长速度。

图表 1、太平洋安泰市场份额



数据来源: 保监会, 华泰联合证券研究所

图表 2、太平洋安泰保费收入增长缓慢 (单位: 百万元)



数据来源: 保监会, 华泰联合证券研究所

从另一个角度解读该交易

太平洋安泰无论是保费收入,还是净利润贡献,都对太保的总业绩影响较小,因此,此次交易对太保不构成影响。

但这次交易却可能从另一个角度进一步证实了银保未来发展的方向,2009 年底,荷兰保险国际与建设银行达成协议,由建设银行接手其持有的 50% 股权,交易尚需监管部门批准。而此次交易再向建行转让 1% 股权,前后合计 51% 股权,建设银行已成为太平洋安泰控股股东。

近几年的保险公司股权转让案一再证明了，银行正在积极寻找合适的保险公司，以结合银行的渠道优势和保险公司的产品优势，充分利用银保渠道发展银行中间业务收入。这无疑会使银保市场的竞争更为激烈，但这种影响是长期性的，目前由于银行参股或控股的保险公司规模较小，在3年内尚不足以对3大保险公司的银保渠道造成影响。

表格 2、近年来银行对保险公司股权的控制

时间	事件
2007 年下半年	国务院同意商业银行投资保险公司
2009 年 11 月	银监会开闸商业银行投资保险公司股权试点，工商银行、交通银行、建设银行、北京银行
2009 年 12 月	建行入股“太平洋安泰人寿”，计划受让 ING50% 股权
2010 年 1 月	交行入股“中保康联”，改名为“交银康联人寿”受让中国人寿 51% 股权
2010 年 5 月	北京银行入股“首创安泰人寿”，改名为“中荷人寿”
2010 年 10 月	工行入股“金盛人寿”，持股 60%。

数据来源：公开媒体，华泰联合证券研究所



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

免责申明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司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，还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。

我们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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

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.hthsc.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.hthsc.com.cn