

中国太保(601601)

太保H上市首日点评

彭玉龙 董乐
 021-38676683 021-38676650
 pengyulong@gtjas.com dongle@gtjas.com

本报告导读:

太保H股上市首日上涨1.07%，目前估值仍有较明显优势，业务发展潜力较大，增持。

投资要点:

- 太保H股上市首日收盘价28.30港元，较发行价28港元上涨1.07%，鉴于不算高的27倍申购倍数和近期疲软的保险A股市场，不少投资者担心太保H股破发，虽然1.07%的涨幅不高，但相对市场预期已算不错。
- 太保A股估值仍有较明显优势。全面摊薄后，太保PB倍数(2.67倍)低于国寿(5.11倍)和平安(3.92倍)。由于新募资金今年不产生收益，对每股收益和新业务价值的摊薄作用最大，但太保摊薄后的PE(35倍)也只略高于国寿(32倍)，而远低于平安(41倍)；新业务价值倍数(17倍)远低于国寿(30倍)，接近于平安(15倍)。
- 太保目前A股折价率最低，但从A股估值水平来看，太保A股不应出现相对下跌。我们认为，截至12月23日收盘时，太保A/H股折价率为6.41%，低于平安和国寿的13.4%与10.66%，其中，平安A股近期由于受新会计准则的影响下跌较多，导致折价率上升。
- H股发行有助于提升财务实力，对A股估值有支撑作用。发行完成后，太保每股净资产增厚1.69元，虽然公司2009年EPS和寿险业务内涵价值(假设新募资金暂不进入寿险业务)有所摊薄，但随着明年新募资金产生回报以及新募资金注入寿险业务，摊薄作用就会消失。即使考虑摊薄作用，只考虑今年的情况，主要估值指标也得到了提升，最明显的是PB，由发行前的3.3倍明显下降至2.67倍，新业务价值倍数也有所下降。
- 太保业务明年增长值得期待。太保寿险从2008年4季度开始进行结构调整，由于目前结构调整已经经历了一个完整年度，增长基础得到夯实，公司2010年寿险保费增长的可持续和盈利性进入良性循环轨道。事实上，1-11月，太保实现寿险保费收入616亿元，同比下降1.6%，但月度保费同比增速自10月起明显提升，11月同比增速已达42.5%，明年在强大资本实力的支持下，业务增长值得期待。
- 太保资本运用具备良好环境和机遇。H股所募资金如何运用很受关注，除了支持业务发展外，太保作为上海本地的保险集团，是上海市属的核心金融机构，上海国际金融中心建设将为太保的资金运用和业务发展提供良好环境和不少机遇。
- 上海税延型养老保险试点明年将推行，太保将受益。虽然国税总局近日发了个关于企业年金所得税的文件，导致市场对税延型养老保险试点的推出持怀疑态度，但我们认为国税总局明确一般规则和上海试点并不矛盾，我们仍对上海税延型养老保险在明年初推出抱乐观态度，太保将在试点中将受益明显。

评级:

增持

上次评级: 增持

目标价格:

¥27.00

上次预测: ¥27.00

当前价格:

¥23.68

2009.12.24

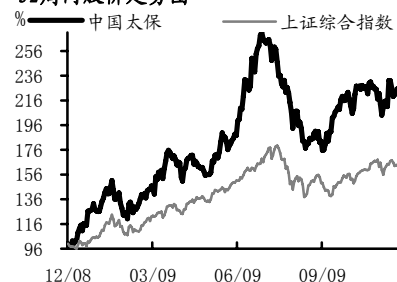
交易数据

52周内股价区间(元)	10.02 ~ 29.73
总市值(百万元)	200,877
总股本/流通A股(百万股)	8,483/4,762
流通B股/H股	0/2,185
流通股比例	0.56
日均成交量(百万股)	38.7
日均成交值(百万元)	766.9

资产负债表摘要(12/08)

股东权益(百万元)	48,741
每股净资产	6.33
市净率	6.6
资产负债率	84.6%

52周内股价走势图



相关报告

太保H股发行有助于降低A股估值水平
(09.12.11)

盈利合预期，净资产缩水
(09.11.01)

太保寿险步入正增长阶段——9月保费点评
(09.10.15)

表 1 太保 H 股发行后主要财务指标

	发行后	发行前
发行价 (港元)	28	
EPS (元)	0.66	0.73
BVPS (元)	8.52	7.06
EV (元)	11.95	10.72
EV (元, 仅含寿险业务)	6.05	6.73

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

表 2 太保 H 股发行前后估值对比

	发行后	发行前
PE	35.33	31.95
PB	2.74	3.30
PEV*	1.94	2.18
PEV**	2.63	2.57
新业务价值倍数	16.87	17.41

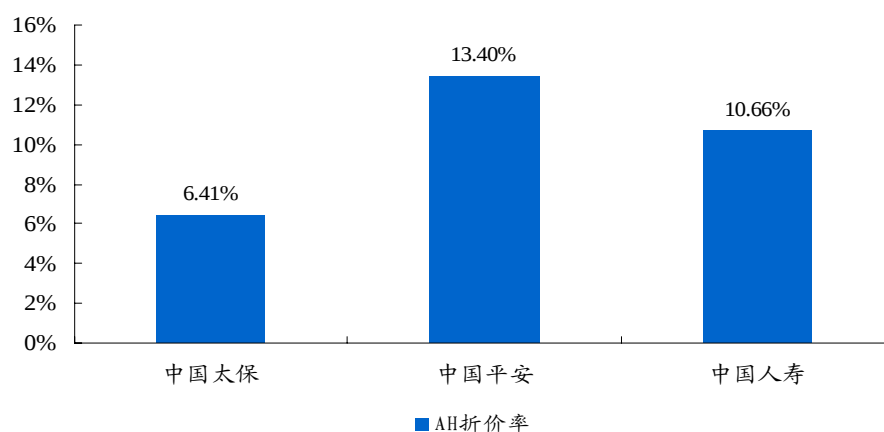
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

注: P/EV*计算由“股价/EV”计算所得; P/EV* 计算由“(股价-其他价值)/寿险 EV”计算所得。

表 3 估值比较

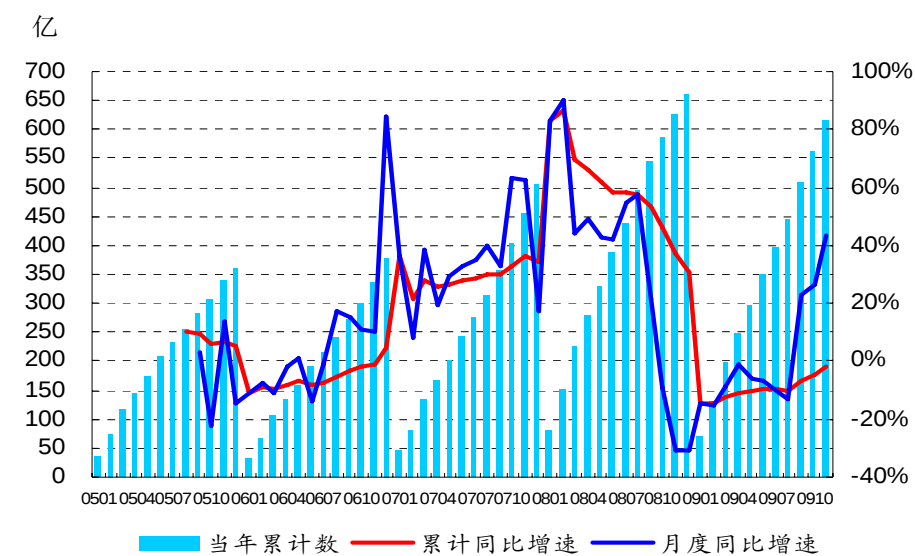
	中国人寿	中国平安	中国太保
寿险业务每股内涵价值	10.75	10.62	6.05
每股新业务价值	0.63	1.45	0.60
每股收益	0.92	1.25	0.66
每股净资产	5.77	13.00	8.52
P/EV*	2.74	2.54	1.95
P/EV**	2.74	3.10	1.84
市盈率	32.02	40.75	35.33
市净率	5.11	3.92	2.74
隐含新业务价值倍数	29.70	15.39	16.87

注: P/EV*计算由“股价/EV”计算所得; P/EV* 计算由“(股价-其他价值)/寿险 EV”计算所得。

图 1 太保折价率相对较低


数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 2 太保寿险保费月度同比增速明显提升



数据来源：公司公告，国泰君安证券

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com