

# 中国太保：增资财险提升估值 5%

**2010 年 3 季报点评**

## 报告关键点：

- 我们猜测评估利率有所调整
- 增资财险有利于提升公司的估值
- 我们将中国太保作为近期保险股的首选

## 报告摘要：

- 2010年3季度业绩概要：**中国太保3季度单季净利润9亿元，同比下降64%，每股净利润0.1元，前3季度49亿元，同比持平略有增长；期末净资产786亿元，环比增长6%，每股净资产9.14元；单季度综合收益44亿元，去年同期为-9亿元，前3季度37亿元，同比下降16%。
- 保险业务发展情况：**寿险业务前三季度实现总规模保费728亿元，同比增长43%，上半年实现总规模保费523亿元，同比增长49%，和上半年相比增速略有下降；前三季度实现新会计准则口径保费收入689亿元，同比增长47%。财险业务前三季度实现保费收入391亿元，同比增长45%，上半年实现保费270亿元，同比增长45%，财险业务继续了上半年高速增长的态势。
- 我们猜测评估利率有所调整：**公司未说明其评估利率是否调整，但我们猜测评估利率发生了变化，主要原因有：1、中国平安和中国人寿同期也作出了调整；2、按照我们此前对公司的净资产模拟，公司的净资产环比增速应该有9%，而实际增速为6%。今年3季度末20年期的国债收益率下行6bp，我们预计使得公司多提了20亿元的准备金，这是净利润比预期略低的主要原因。
- 增资财险有利于提升公司的估值：**太保发布公告将向财险公司进行增资，将增加太保财险股本18.39亿股，每股2.3元，共增资42亿元。我们认为增资财险将有利于提升公司的估值，主要原因是：1、有利于太保财险提升其市场份额。保监会近期强调要求财险公司自留保费不超过资本金和公积金的4倍，我们认为将对财险行业格局产生变化，市场份额有可能向“按资本分配”过渡，2010年中期太保财险净资产119亿元，预计将提升财险净资产36%，在行业净资产的份额将由中期的16%上升至21%。2、提高集团的盈利能力。目前财险业务发展速度很快，盈利能力很好，今年中期的ROE水平达到了20%，同时根据平安财险披露的数据，在今年3季度盈利能力还在继续改善，另外我们预计较高的盈利能力至少能持续到2012年。如果我们按照20%的ROE来测算，预计将提升集团ROE水平0.5个百分点，提高集团净利润和估值5%。
- 我们将中国太保作为近期保险股的首选：**1、利润改善显著的财险业务占比最高；2、预计公司寿险业务明年增速将是3家上市公司中最快的；3、没有困扰股价的不确定性。维持公司增持-A的投资评级，目标价31元。

## 财务和估值数据摘要

| 百万元        | 2008   | 2009    | 2010E  | 2011E  | 2012E   |
|------------|--------|---------|--------|--------|---------|
| 寿险保费收入     | 47,828 | 61,998  | 77,498 | 96,872 | 121,090 |
| Growth(%)  | 0.00%  | 29.63%  | 25.00% | 25.00% | 25.00%  |
| APE margin | 32.58% | 27.36%  | 27.83% | 25.92% | 24.16%  |
| 财险保费收入     | 27,875 | 34,289  | 44,576 | 53,491 | 64,189  |
| Growth(%)  | 0.00%  | 23.01%  | 30.00% | 20.00% | 20.00%  |
| 净利润        | 2,667  | 7,473   | 7,740  | 9,108  | 9,998   |
| Growth(%)  |        | 180.20% | 3.57%  | 17.67% | 9.77%   |
| 每股评估价值     | 16.44  | 22.81   | 27.60  | 32.45  | 38.17   |
| 每股收益(元)    | 0.31   | 0.87    | 0.89   | 1.04   | 1.14    |
| 每股净资产(元)   | 5.66   | 8.68    | 9.54   | 10.58  | 11.73   |
| 市盈率        | 83.36  | 29.75   | 29.18  | 24.80  | 22.59   |
| 市净率        | 4.57   | 2.98    | 2.71   | 2.44   | 2.20    |
| 净资产收益率(%)  | 2.40%  | 11.93%  | 9.72%  | 10.36% | 10.26%  |

**评级：**
**增持-A**

上次评级： 增持-A

**目标价格：**
**31.00 元**

期限： 3 个月 上次预测： 31.00 元

现价： 25.85 元

**报告日期：**
**2010-10-31**

## 市场数据

|            |               |
|------------|---------------|
| 总市值(百万元)   | 222,310.00    |
| 流通市值(百万元)  | 69,309.11     |
| 总股本(百万股)   | 8,600.00      |
| 流通股本(百万股)  | 2,681.20      |
| 12 个月最高/最低 | 20.14/28.99 元 |
| 十大流通股东(%)  | 58.43%        |
| 股东户数       | 218,041       |

| %    | 一个月   | 三个月    | 十二个月 |
|------|-------|--------|------|
| 相对收益 | 3.45  | (6.84) | 4.02 |
| 绝对收益 | 18.59 | 10.98  | 7.06 |

## 研究员

**杨建海**
**首席行业分析师**

021-68765375

yangjh@essence.com.cn

证书编号

S1450209100294

## 前期研究成果

|               |            |
|---------------|------------|
| 中国太保：财险业务成为亮点 | 2010-08-30 |
| 中国太保：业绩符合预期   | 2010-04-30 |
| 中国太保：银保期缴增长迅猛 | 2010-04-20 |

**财务报表预测和估值数据汇总**

模型更新时间

2010-10-31

| 利润表(百万元)      | 2008           | 2009           | 2010E           | 2011E           | 2012E           | 保费收入(百万元)         | 2008          | 2009          | 2010E          | 2011E          | 2012E          |
|---------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>营业收入</b>   | <b>80,828</b>  | <b>104,313</b> | <b>126,697</b>  | <b>154,952</b>  | <b>188,777</b>  | <b>个人保险</b>       | <b>24,266</b> | <b>29,570</b> | <b>34,874</b>  | <b>44,561</b>  | <b>56,912</b>  |
| 已赚保费          | 66,253         | 84,127         | 106,323         | 131,237         | 162,053         | 首年保费              | 5,538         | 7,556         | 9,067          | 12,031         | 15,935         |
| 提取未到期责任准备金    | -1,064         | -2,424         | -3,353          | -4,035          | -4,857          | 续期保费              | 18,728        | 22,014        | 25,807         | 32,530         | 40,977         |
| 银行业务利息净收入     | 0              | 0              | 0               | 0               | 0               | <b>银行保险</b>       | <b>21,165</b> | <b>29,514</b> | <b>38,749</b>  | <b>47,467</b>  | <b>58,123</b>  |
| 手续费及佣金净收入     | 0              | 0              | 0               | 0               | 0               | 首年保费              | 20,893        | 27,821        | 38,361         | 46,993         | 57,542         |
| 投资收益公允价值变动    | 13,258         | 19,529         | 19,132          | 22,172          | 24,807          | 续期保费              | 272           | 1,693         | 387            | 475            | 581            |
| 其他收入          | 1,317          | 657            | 1,242           | 1,543           | 1,916           | <b>团体保险</b>       | <b>2,397</b>  | <b>2,914</b>  | <b>3,875</b>   | <b>4,844</b>   | <b>6,054</b>   |
| <b>营业支出</b>   | <b>-79,905</b> | <b>-94,772</b> | <b>-117,661</b> | <b>-144,247</b> | <b>-176,975</b> | 首年保费              | 2,284         | 2,770         | 3,720          | 4,650          | 5,812          |
| 退保金           | -3,974         | -4,386         | -6,200          | -7,750          | -9,687          | 续期保费              | 113           | 144           | 155            | 194            | 242            |
| 赔付支出          | -27,003        | -26,446        | -37,597         | -46,085         | -56,513         | <b>寿险保费收入合计</b>   | <b>47,828</b> | <b>61,998</b> | <b>77,498</b>  | <b>96,872</b>  | <b>121,090</b> |
| 提取保险责任准备金     | -20,857        | -38,142        | -48,006         | -59,166         | -72,584         | 同比增速              | 0.00%         | 29.63%        | 25.00%         | 25.00%         | 25.00%         |
| 保单红利支出        | -2,569         | -2,053         | -1,071          | -1,242          | -1,389          | <b>首年保费合计</b>     | <b>28,715</b> | <b>38,147</b> | <b>51,148</b>  | <b>63,674</b>  | <b>79,290</b>  |
| 手续费及佣金支出      | -6,599         | -8,820         | -10,229         | -12,623         | -15,584         | 同比增速              |               | 32.85%        | 34.08%         | 24.49%         | 24.52%         |
| 业务及管理费        | -8,526         | -9,890         | -11,859         | -14,504         | -17,670         | <b>标准保费</b>       | <b>11,206</b> | <b>18,275</b> | <b>21,558</b>  | <b>27,780</b>  | <b>35,765</b>  |
| 资产减值损失        | -5,221         | -164           | -250            | -250            | -250            | 同比增速              | 0.00%         | 63.09%        | 17.96%         | 28.86%         | 28.75%         |
| 其他支出          | -5,156         | -4,871         | -2,450          | -2,628          | -3,299          | <b>APE margin</b> | <b>32.58%</b> | <b>27.36%</b> | <b>27.83%</b>  | <b>25.92%</b>  | <b>24.16%</b>  |
| <b>营业利润</b>   | <b>923</b>     | <b>9,541</b>   | <b>9,036</b>    | <b>10,705</b>   | <b>11,801</b>   | 车险                | 19,681        | 25,449        | 33,432         | 40,118         | 48,142         |
| 营业外收支         | 394            | -35            | -10             | -10             | -10             | 非车险               | 8,194         | 8,840         | 11,144         | 13,373         | 16,047         |
| <b>利润总额</b>   | <b>1,317</b>   | <b>9,506</b>   | <b>9,026</b>    | <b>10,695</b>   | <b>11,791</b>   | 短期意外和健康险          | 0             | 0             | 0              | 0              | 0              |
| 所得税费用         | 1,350          | -2,033         | -1,286          | -1,587          | -1,793          | <b>财险保费收入合计</b>   | <b>27,875</b> | <b>34,289</b> | <b>44,576</b>  | <b>53,491</b>  | <b>64,189</b>  |
| <b>净利润</b>    | <b>2,667</b>   | <b>7,473</b>   | <b>7,740</b>    | <b>9,108</b>    | <b>9,998</b>    | 同比增速              |               | 23.01%        | 30.00%         | 20.00%         | 20.00%         |
| 资产负债表(百万元)    | 2008           | 2009           | 2010E           | 2011E           | 2012E           | 内涵价值(百万元)         | 2008          | 2009          | 2010E          | 2011E          | 2012E          |
| 债券            | 164,898        | 182,778        | 229,830         | 257,157         | 292,984         | <b>期初内涵价值</b>     | <b>74,755</b> | <b>69,978</b> | <b>98,371</b>  | <b>119,381</b> | <b>137,513</b> |
| 权益投资          | 13,772         | 44,915         | 46,817          | 52,384          | 59,682          | 内含价值的预期回报         | 3,038         | 4,286         |                |                |                |
| 定期存款          | 82,756         | 86,371         | 93,635          | 100,005         | 108,512         | 本期新业务的价值          | 3,651         | 5,000         |                |                |                |
| 投资物业          | 6,539          | 18,396         | 25,537          | 33,335          | 43,405          | 其他经验差异            | -1,890        | 462           |                |                |                |
| 其他固定到期日投资     | 26,648         | 51,954         | 55,330          | 66,670          | 81,384          | 投资回报差异            | -8,959        | 3,038         |                |                |                |
| <b>投资资产</b>   | <b>288,074</b> | <b>366,018</b> | <b>425,612</b>  | <b>476,216</b>  | <b>542,562</b>  | 市场价值调整            | 4,730         | -3,264        |                |                |                |
| 发放贷款及垫款       |                |                |                 |                 |                 | 股东红利分配            | -2,070        | -3,060        |                |                |                |
| 其他资产          | 28,931         | 31,169         | 19,238          | 22,015          | 15,457          | 资本注入              | 14,000        | 0             |                |                |                |
| <b>资产合计</b>   | <b>317,005</b> | <b>397,187</b> | <b>444,849</b>  | <b>498,231</b>  | <b>558,019</b>  | <b>期末内涵价值</b>     | <b>69,978</b> | <b>98,371</b> | <b>119,381</b> | <b>137,513</b> | <b>158,412</b> |
| 准备金           | 194,239        | 236,152        | 264,490         | 296,229         | 331,777         | 经调整净资产            | 51,876        | 72,368        | 86,182         | 95,577         | 105,887        |
| 吸收存款          |                |                |                 |                 |                 | 有效业务价值            | 18,417        | 26,454        | 33,777         | 42,666         | 53,439         |
| 其他负债          | 73,646         | 85,362         | 96,946          | 109,482         | 123,724         | 调整后有效业务价值         |               |               |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>267,885</b> | <b>321,514</b> | <b>361,436</b>  | <b>405,711</b>  | <b>455,500</b>  | 一年新业务价值           | 3,651         | 5,000         | 6,000          | 7,200          | 8,640          |
| 归属母公司所有者权益    | 48,638         | 74,651         | 82,078          | 91,026          | 100,845         | 调整后一年新业务价值        |               |               |                |                |                |
| 少数股东权益        | 482            | 1,022          | 1,335           | 1,495           | 1,674           | 新业务倍数             | 20            | 20            | 20             | 20             | 20             |
| <b>股东权益合计</b> | <b>49,120</b>  | <b>75,673</b>  | <b>83,413</b>   | <b>92,521</b>   | <b>102,519</b>  | <b>每股评估价值(元)</b>  | <b>16.44</b>  | <b>22.81</b>  | <b>27.60</b>   | <b>32.45</b>   | <b>38.17</b>   |
| 每股数据(元)       | 2008           | 2009           | 2010E           | 2011E           | 2012E           | 估值水平              | 2008          | 2009          | 2010E          | 2011E          | 2012E          |
| 每股净资产         | 5.66           | 8.68           | 9.54            | 10.58           | 11.73           | P/B               | 4.57          | 2.98          | 2.71           | 2.44           | 2.20           |
| 每股盈利          | 0.31           | 0.87           | 0.89            | 1.04            | 1.14            | P/E               | 83.36         | 29.75         | 29.18          | 24.80          | 22.59          |
| 每股内涵价值        | 8.14           | 11.44          | 13.88           | 15.99           | 18.42           | P/EVPS            | 3.18          | 2.26          | 1.86           | 1.62           | 1.40           |

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

杨建海, CFA, 非银行金融行业首席分析师, 毕业于北京大学, 经济学硕士。2007.4 加盟安信证券研究中心。2008 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第三名。2009 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第四名。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 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。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

|               |                         |               |                         |
|---------------|-------------------------|---------------|-------------------------|
| 凌洁            | 上海联系人                   | 黄方祥           | 上海联系人                   |
| 021-68765237  | lingjie@essence.com.cn  | 021-68765913  | huangfc@essence.com.cn  |
| 朱贤            | 上海联系人                   | 张勤            | 上海联系人                   |
| 021-68765293  | zhuxian@essence.com.cn  | 021-68763879  | zhangqin@essence.com.cn |
| 梁涛            | 上海联系人                   | 潘艳            | 上海联系人                   |
| 021-68766067  | liangtao@essence.com.cn | 021-68766516  | panyan@essence.com.cn   |
| 李昕            | 北京联系人                   | 周蓉            | 北京联系人                   |
| 010-59113565  | lixin@essence.com.cn    | 010-59113563  | zhourong@essence.com.cn |
| 潘冬亮           | 北京联系人                   | 马正南           | 北京联系人                   |
| 010-59113590  | pandl@essence.com.cn    | 010-59113593  | mazn@essence.com.cn     |
| 律烨            | 深圳联系人                   | 曹加            | 深圳联系人                   |
| 0755-82558076 | lyye@essence.com.cn     | 0755-82558045 | caojia@essence.com.cn   |
| 胡珍            | 深圳联系人                   | 李国瑞           | 深圳联系人                   |
| 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn   | 0755-82558084 | ligr@essence.com.cn     |

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
 邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
 邮编: 200122

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
 邮编: 100034