

2010-10-30

金融、保险业/保险业

公司研究 / 更新报告

中国太保 (601601)

## 稳定增长、持续改善

—中国太保 2010 年 3 季报点评

买入/ 维持评级

股价: RMB25.85

分析师

李聪

SAC 执业证书编号:S1000210020007

021-68498610 licong@lhqz.com

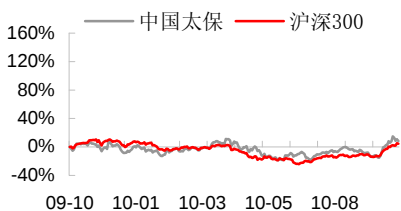
## 相关研究

## 基础数据

|                |          |
|----------------|----------|
| 总股本 (百万股)      | 8600.00  |
| 流通 A 股 (百万股)   | 2681.2   |
| 流通 B 股 (百万股)   | 0.00     |
| 可转债 (百万元)      | N/A      |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 69309.11 |

- 中国太保 10 月 30 日披露了 3 季报, 主要内容如下: 前 3 季度 EPS 为 0.57 元, 3 季度单季实现每股收益 0.10 元。期末归属于公司股东的净资产为 786.08 亿元, 每股净资产 9.14 元, 每股增加 0.51 元, 比年中增长 5.9%, 对此我们点评如下:
- 1、太保 3 季度净资产增长 5.9%, 如果剔除掉折现率变动的影响, 我们估计 3 季度比年中净资产真实增长速度为 9.1%。由于 10 月份加息导致 4 季度利率曲线表现出先降后升的特点, 我们预计年末的评估利率曲线影响将大幅降低, 4 季度真实业绩有望在财务报表开始体现。
- 2、由于 3 季度股市和债市公允价值的上涨, 太保每股浮亏从-0.43 元减少为-0.02 元。此外, 由于 3 季末至今沪深 300 指数的涨幅已经超过 3 季度全季的涨幅, 因此我们预期 4 季度 AFS 浮盈将会出现明显积累。
- 3、3 季度太保财险保费收入同比增长 44.6%, 保持了较高增速, 受益于 4 季度是传统汽车销售旺季, 我们预计 4 季度财险保费将会继续保持甚至创出新高。同时受益于车险行业竞争规范化的效应继续延续, 我们预计综合成本率将比年中的 94.5%继续下降, 达到 93%-94%左右的水平, 但是由于年底费用处理的原因, 可能仍有波动。业务高速增长和综合成本率下降都凸显出太保财险的价值, 而目前对财险业务的估值仍只有 1.5-2.0 倍 PB, 预计未来将会得到估值的修复。
- 投资建议: 从估值来看, 太保目前 2010 年隐含 P/EV 倍数为 1.92 倍, 隐含一年期新业务价值乘数为 18.49 倍, 2011 年隐含 P/EV 倍数为 1.64 倍, 隐含一年期新业务价值乘数为 12.05 倍, 从历史估值来看, 处于一个较低的估值区间。股价安全边际较大, 我们维持中国太保“买入”评级。
- 风险提示: 太保投资资产中一定比例配置为权益性投资, 股市的波动会影响太保的年终业绩表现。

## 最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

| 经营预测与估值       | 2009A | 2010H1 | 2010E |
|---------------|-------|--------|-------|
| 每股内含价值(元)     | 11.60 | 12.18  | 13.48 |
| (+/-%)        | 27.6  |        | 16.3  |
| 每股一年期新业务价值(元) | 0.59  | 0.64   | 0.67  |
| (+/-%)        | 24.3  |        | 13.4  |
| P/EV          |       |        | 1.92  |
| 隐含一年期新业务价值倍数  |       |        | 18.49 |

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

2010年10月30日，中国太保公布了2010年3季报。2010年前3季度归属于上市公司股东净利润49.05亿元，每股收益0.57元，3季度单季收益8.86亿元，每股收益0.10元。归属于上市公司净资产为786.08亿元，每股净资产9.14元，比年中增加0.51元，增幅5.9%，按目前股价25.85元计算PB估值为2.8倍。

同日，太保发布了对太平洋财险增资的公告，财险的5家股东按原来股权比例向太保财险增资共计42.30亿元，其中太保集团原持有财险98.41%的股权，此次需付出41.62亿元进行增资。根据2010年中报，太保财险那时的偿付能力充足率为167%，已接近150%警戒线，增资后，如果仍按中报时的情况静态测算，充足率回升至250%，即使考虑到3、4季度业务增长对偿付能力的消耗，预计年末财险的充足率至少在220%以上。

对此，我们有如下点评：

### 9.1%的净资产真实增长速度符合预期

太保3季末净资产786.08亿元，每股净资产9.14元，比年中的每股8.63元，每股增加了0.51元，增幅5.9%。这一结果略低于我们之前的预期，一重要原因是由于评估准备金使用的750天评估利率曲线的调整造成的。

表格 1、中国太保3季度净资产变动情况

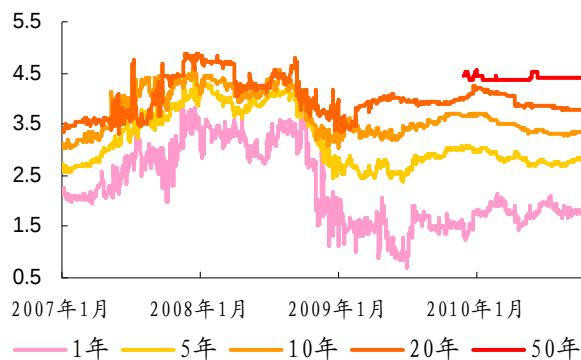
| 单位(百万) | 2010-9-30 | 2010-6-30 | 2009-12-31 | 3季度净资产增加 | 3季度净资产增加比例 |
|--------|-----------|-----------|------------|----------|------------|
| 净资产    | 78,608    | 74,210    | 74,651     | 4,398    | 5.9%       |

数据来源：中国太保季度报表，华泰联合证券研究所

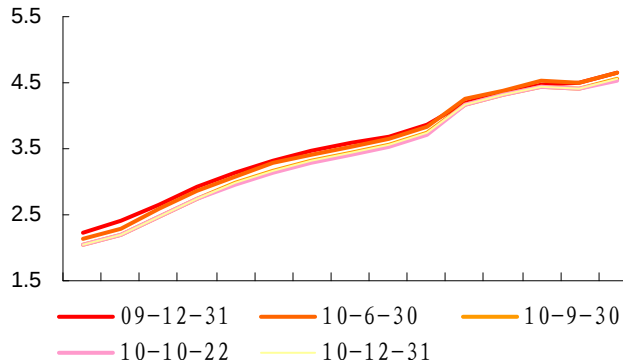
根据新的会计准则计算原理，所有的传统保单需要采用750天国债移动平均线作为其评估利率。而750天的移动平均线在过去的90天出现了明显的下降（过去90天的国债收益率比750天前的90天内的收益率低，因此造成下降）。（由于保险公司的负债等于采用未来支付现金流的折现，而这个折现率，就是目前的750天的移动平均的国债收益率+风险溢价），由于评估利率的下调，也就是折现率的下调，因此，作为保险公司而言，其需要提取更多的负债，造成净利润的下降和净资产的减少（此项变化全额反映在当期利润表中）。

图表 1、银行间国债收益率变动情况及评估利率曲线变动图

银行间不同年期国债收益率变动情况（2007年-2010年）



750日评估利率曲线走势图



数据来源：中债网-保险合同准备金计量基准收益率曲线，Wind 资讯，华泰联合证券研究所

我们预计与 2010 年中期相比，整体降低了大约 8PB 左右，这意味着，与年中的提取标准相比，3 季末的寿险与长期健康险准备金提取相对更多，导致 EPS 和净资产的减少。

中国太保 2010 年中报披露了寿险及长期健康险准备金对评估利率的敏感性结果，根据其相同比例，我们测算折现率下调 7-8BP 后的影响。

**表格 2、中国太保准备金评估结果针对折现率的敏感性**

| (单位：百万元)       |               |        |                  |               |
|----------------|---------------|--------|------------------|---------------|
| 折现率变动          | 对寿险准备金的<br>影响 | 寿险影响比例 | 对长期健康险<br>准备金的影响 | 长期健康险影<br>响比例 |
| 时间：2010-6-30   |               |        |                  |               |
| 增 25PB         | (8,582)       | -3.69% | (383)            | -4.52%        |
| 减 25PB         | 9,189         | 3.95%  | 414              | 4.89%         |
| 模拟计算：2010-9-30 |               |        |                  |               |
| 减 7-8PB        | 2,743         | 1.11%  | 122              | 1.37%         |

数据来源：中国太保中报，华泰联合证券研究所

我们的模拟测算中，假设 3 季末仍保持与年中相同的敏感性，折现率下降 7-8 个 PB 后，对寿险准备金和长期健康险准备金的影响比例分别为 1.11%和 1.37%，据此寿险准备金多提 27.43 亿元，长期健康险准备金多提 1.22 亿元，考虑母公司股权比例及税金影响后，对净资产的最终影响大致为 23.55 亿左右。因此，剔除折现率变动的影响后，3 季度净资产真实增长比年中每股增加 0.79 元，增幅 9.1%。

**表格 3、剔除折现率变动影响后的净资产真实增长速度**

| 单位 (百万) | 2010-9-30 | 2010-6-30 | 评估利率曲线变动对准备金的<br>税后影响 | 3 季度末调整后<br>净资产 | 3 季度净资产真实增<br>加比例 |
|---------|-----------|-----------|-----------------------|-----------------|-------------------|
| 净资产     | 78,608    | 74,210    | 2,355                 | 80,963          | 9.1%              |

数据来源：中国太保 3 季报，华泰联合证券研究所

9.1%的真实增长速度基本符合我们之前的预期。另外一个问题，至年底，评估利率曲线变动又会对太保年末业绩有怎样的影响？2010 年 10 月 19 日的加息后，评估利率曲线的下移状况将得到明显的好转，根据我们的预测，到今年年底降低幅度将大幅降低，预计低于 2BP，因此，我们预计折现率变动对 4 季度利润的影响将大幅降低。

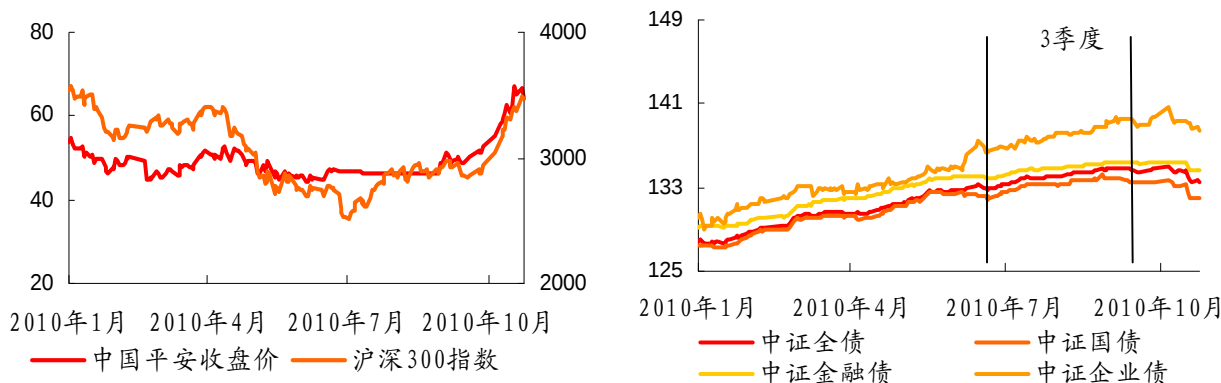
未来进入加息周期后，评估利率曲线将会逐步上移，准备金的释放会增多，对当期业绩起到正向推动作用，但是，评估利率曲线的移动造成的业绩波动并不反映公司真实的经营水平，仅是一种业绩核算标准的变动，因此我们建议投资者更多的关注公司业绩的真实推动因素。3 季度全季沪深 300 指数上涨 14.5%，净资产真实增速达 9.1%。3 季末至今，沪深 300 指数已上升 15.8%，根据太保中报，年中权益投资比例达到 10.9%，下半年对权益投资又进行了增仓，进一步受益于股市的上涨，直接推动公司净资产的增长，我们预计太保 4 季度净资产真实增速将可能达到 10.0%左右。

需要注意的是：评估利率的变化只影响当期资产负债表与利润表，并不影响内含价值及一年期新业务价值等指标。

### 3 季度太保浮亏得到缓解-有利于未来 EPS 的释放

受益于 3 季度股票投资和债券投资公允价值的升高，太保浮亏得到缓解。3 季度，沪深 300 指数上涨 14.5%，中证全债指数上涨 1.22%。与年中相比，太保每股浮盈从-0.43 元增加至-0.02 元，本年度首次出现正增加。由于 3 季末以来股市升幅高于 3 季度全季，预计 4 季度 AFS 浮盈将会有正积累。

图表 2、3 季度股票投资和债券投资公允价值的上涨



数据来源：中债网，Wind 资讯，华泰联合证券研究所

表格 4、中国太保可供出售金融资产浮盈测算

|                        | 2010 年 3 月 31 日 | 2010 年 6 月 30 日 | 2010 年 9 月 30 日 |
|------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 股本溢价                   | 58,025          | 58,025          | 58,025          |
| 子公司增资                  | 2,262           | 2,266           | 2,266           |
| 少数股东对 AFS 公允价值变动的再分配   | (1,413)         | (1,413)         | (1,413)         |
| 计入其它综合收益之 AFS 公允价值变动净额 | (237)           | (3,655)         | (139)           |
| 其它合计                   | 30              | 30              | 30              |
| 合计                     | 58,667          | 55,253          | 58,769          |
| 股本                     | 8,600           | 8,600           | 8,600           |
| 每股浮盈                   | (0.03)          | (0.43)          | (0.02)          |

数据来源：中国太保定期报告，华泰联合证券研究所

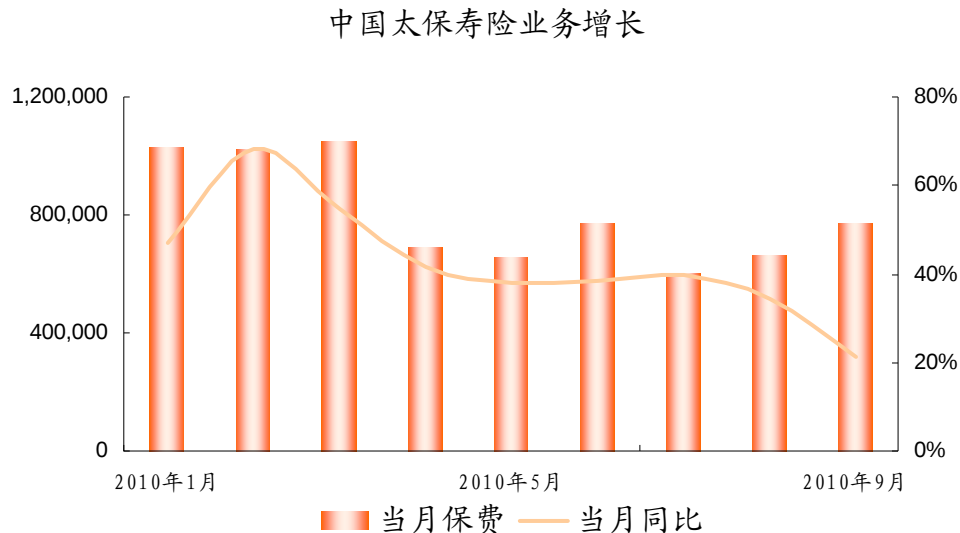
### 3 季度太保寿险业务与财险业务的增长

根据保监会统计数据，第 3 季度寿险保费同比增长为 30.5%，相对于 1 季度的 56.1% 和 2 季度的 39.3%，保费增长速度有所放缓，7 月、8 月、9 月同比增速分别为 39.7%、34.4% 和 21.3%。根据我们对市场上太保寿险业务结构的分析，增速下降的原因是：1、2 季度保费高速增长银保渠道 9 月份增长速度放缓，而个险渠道保费同比增速尽管与前期相比略有提高，但不足以弥补银保增速下降的影响。

同时我们注意到，太保财险继续保持业务的较快发展，3 季度财险保费同比增长 44.6%，与 1 季度 49.9% 和 2 季度 40.6% 相比，继续保持快速增长。由于车险业务是财险的主力业务，根据太保中报，车险占总财险保费比例达到 74.8%，4 季度是车辆

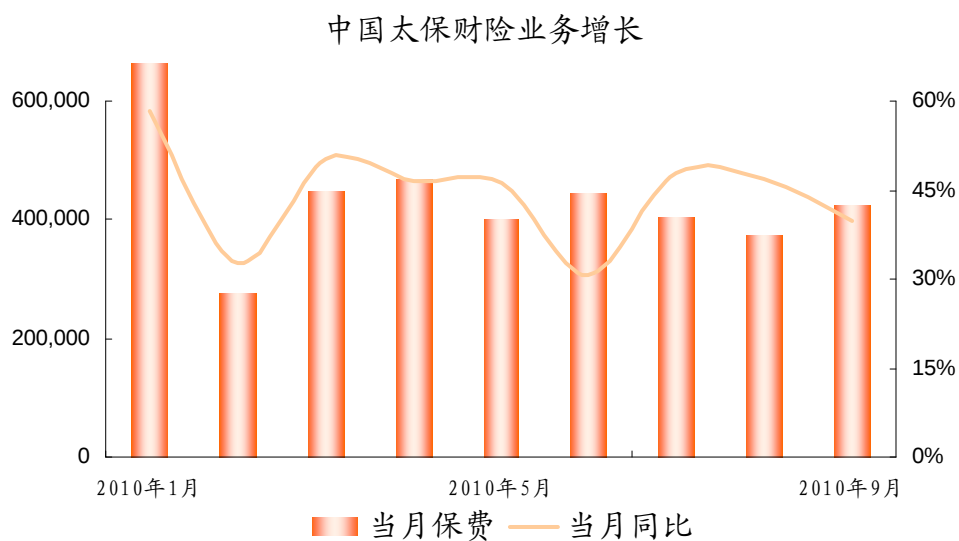
销售旺季，同时受益于中国汽车销售进入快速增长期的影响，预期 4 季度财险保费继续保持快速增长甚至创出新高。

**图表 3、中国太保寿险业务增长速度（单位：万元）**



数据来源：中国保监会-人身险公司收入情况统计，华泰联合证券研究所

**图表 4、中国太保财险业务增长速度（单位：万元）**



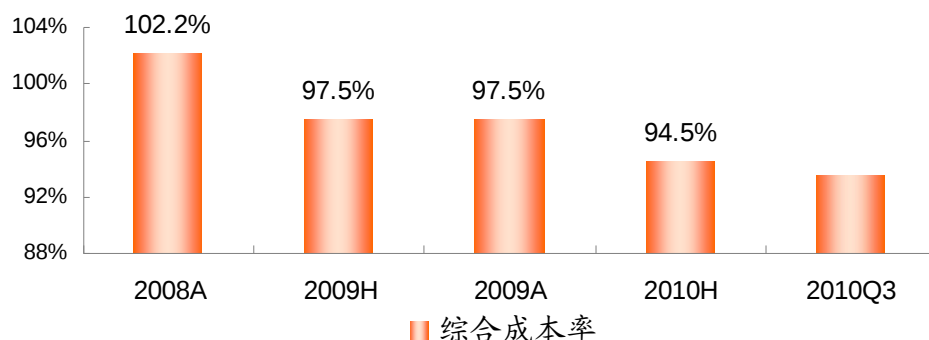
数据来源：中国保监会-财险公司收入情况统计，华泰联合证券研究所

### 受益于行业好转，估计财险综合成本率进一步下降

尽管太保 3 季报没有单独披露财险的业务状况，但我们认为，由于监管部门发起的车险市场竞争规范化的影响仍在延续，随着车险信息联网平台的陆续上线，车险信息将更透明化，有利于市场的有序竞争。即使不论历次季报中太保财险本身表现出的优于同业的素质，仅受益于整个行业盈利态势的好转，我们认为太保财险的综合成本率相比年中的 94.5% 有进一步的下降，估计在 93.0%-94.0% 之间。

目前市场对财险业务的单独估值仅在 1.5-2.0 倍 PB 之间，随着财险业务盈利性的逐渐显现，有望得到估值的修复。

**图表 5、对太保财险业务综合成本率的预测**



数据来源：中国太保定期报告，华泰联合证券研究所

## 估值水平有较大安全边际

从估值角度来说，按太保 10 月 29 日收盘价 25.85 元计算，2010 年隐含 P/EV 倍数为 1.92 倍，隐含一年期新业务价值乘数为 18.49 倍，公司 2011 年隐含 P/EV 倍数为 1.64 倍，隐含一年期新业务价值乘数为 12.05 倍，从历史估值来看，处于一个较低的估值区间。因此，太保目前股价安全边际较大，有更多的上升空间。

**表格 5、中国太保静态估值结果**

| 中国太保目前股价：        | 25.85 元 |          |          |          |
|------------------|---------|----------|----------|----------|
|                  | 2009 年  | 2010 年 H | 2010 年 E | 2011 年 E |
| 每股内涵价值：          | 11.60   | 12.18    | 13.48    | 15.78    |
| 目前股价所隐含的 P/EV 倍数 | 2.23    | 2.12     | 1.92     | 1.64     |
| 每股一年期新业务价值：      | 0.59    | 0.64     | 0.67     | 0.84     |
| 目前隐含的一年期新业务价值乘数  | 24.18   | 21.39    | 18.49    | 12.05    |

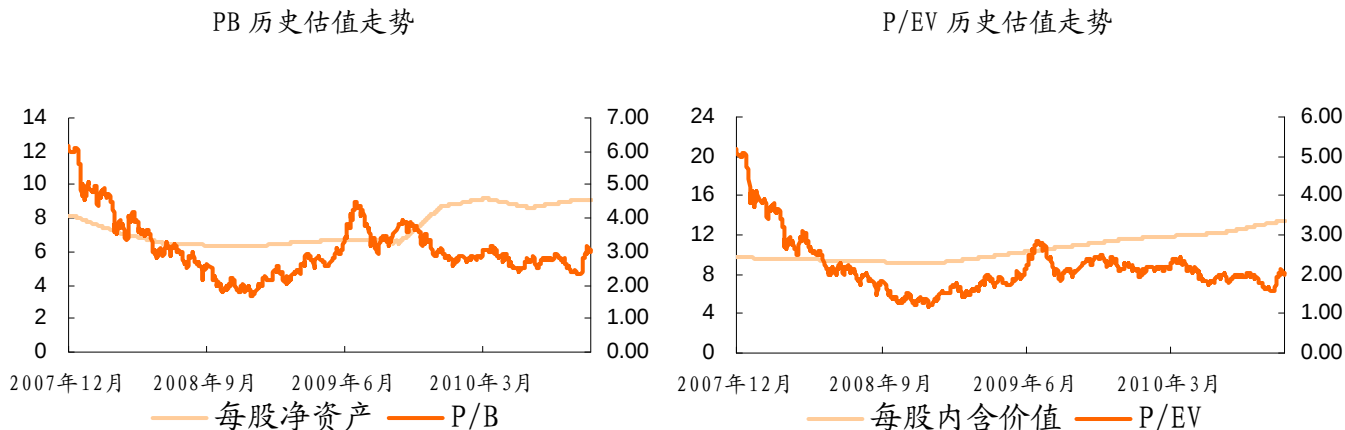
数据来源：华泰联合证券研究所

**表格 6、中国太保敏感性估值结果**

|                | -100BP       | -75BP        | -50BP        | -25BP        | 公司用基准<br>投资收益率 | +25BP        | +50BP        | +75BP        | +100BP       |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 有效业务价值         | 19,910       | 23,683       | 27,457       | 31,230       | 35,003         | 38,799       | 42,594       | 46,389       | 50,184       |
| 一年期新业务价值       | 4,310        | 4,670        | 5,030        | 5,390        | 5,750          | 6,112        | 6,474        | 6,830        | 7,190        |
| 寿险调整后净资产       | 37,271       | 37,271       | 37,271       | 37,271       | 37,271         | 37,271       | 37,271       | 37,271       | 37,271       |
| 新业务价值乘数        | 25.0         | 25.0         | 25.0         | 25.0         | 25.0           | 25.0         | 25.0         | 25.0         | 25.0         |
| 每股估值(寿险业务)     | 19.18        | 20.66        | 22.15        | 23.63        | 25.12          | 26.61        | 28.11        | 29.58        | 31.07        |
| 财险业务 (2 倍 P/B) | 3.12         | 3.12         | 3.12         | 3.12         | 3.12           | 3.12         | 3.12         | 3.12         | 3.12         |
| 其他业务 (1 倍 P/B) | 3.53         | 3.53         | 3.53         | 3.53         | 3.53           | 3.53         | 3.53         | 3.53         | 3.53         |
| <b>每股估值</b>    | <b>25.82</b> | <b>27.31</b> | <b>28.79</b> | <b>30.28</b> | <b>31.76</b>   | <b>33.26</b> | <b>34.75</b> | <b>36.23</b> | <b>37.71</b> |

数据来源：华泰联合证券研究所

**图表 6、中国太保历史估值走势**



数据来源：中国太保定期报告，华泰联合证券研究所

## 投资建议：

综上所述，我们的建议为：

- 1、太保 3 季度的真实业绩增速基本符合预期，财报净资产比年中增长 5.9%。剔除掉折现率变动的影响，我们根据中报中敏感性结果进行模拟，估计 3 季度净资产真实增长 9.1%。由于 10 月份加息导致 4 季度利率曲线表现出先降后升的特点，我们预计年末的评估利率曲线影响将大幅降低，4 季度真实业绩有望在财务报表开始体现。
- 2、由于 3 季度股权投资市场和债券投资市场的上涨，太保 AFS 浮亏情况得到明显缓解，每股浮亏从-0.43 元补充至-0.02 元。由于 3 季末至今沪深 300 指数的涨幅已经超过 3 季度全季的涨幅，我们预期 4 季度 AFS 浮盈将会积累明显。
- 3、3 季度财险保费收入同比增长 44.6%，财险保费收入在前 3 季度都保持了较高增速，4 季度是传统汽车销售旺季，同时受益于中国汽车销售进入快速增长期，预计 4 季度财险保费将会继续保持甚至创出新高。同时受益于车险行业竞争规范化的效应继续延续，我们预计财险综合成本率将比年中的 94.5%继续下降至 93.0%-94.0%。业务高速增长和综合成本率下降都凸显出太保财险的价值，而目前对财险业务的估值仍只有 1.5-2.0 倍 PB，预计将会得到估值的修复。
- 4、从估值角度来说，目前太保 2010 年隐含 P/EV 倍数为 1.92 倍，隐含一年期新业务价值乘数为 18.49 倍，2011 年隐含 P/EV 倍数为 1.64 倍，隐含一年期新业务价值乘数为 12.05 倍，处于历史估值低位。因此，太保目前股价安全边际较大，有更多的上升空间。

我们认为：太保 3 季末净资产增速符合预期，寿险业务保持增长，财险业务快速增长的同时，综合成本率持续下降，公司目前估值的安全性较高，因此，我们维持中国太保“买入”的评级。

#### 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

#### 免责声明

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@lhzq.com

#### 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@lhzq.com