

估值低估, 具有较高的业绩弹性

——中国太保(601601)公司点评

核心观点

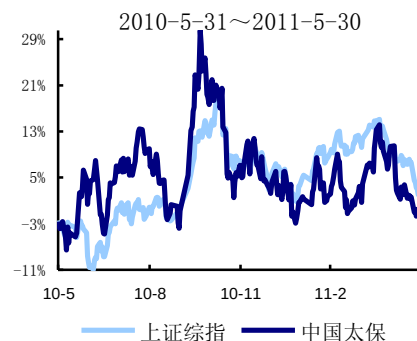
1. 寿险保费增速放缓, 但新业务价值仍将稳定增长。由于货币政策紧缩及银保新政导致银保保费增速下滑, 1-4 月公司累计实现寿险保费 390 亿, 同比仅增长 10.78%, 4 月单月保费收入 67 亿, 同比下降 1.6%。不过由于 2011 年公司确立了“聚焦个险, 聚焦期交”的保费增长策略, 大力推进业务结构改善, 积极发展个险渠道, 营销员增员和产能都有所提升, 我们预计公司全年新业务价值增长仍有望增长 20% 左右。产险方面, 由于新车销售增速放缓加之去年公司基数较高, 1-4 月公司实现产险保费 217 亿, 同比增长 16.67%, 较去年同期的 49.1% 有较大幅度回落, 不过产险业务盈利能力仍保持较高水平。

2. 一季度业绩表现较好, 中报保持增长无忧。2011 年一季度公司实现净利 34.49 亿, 同比上升 22.6%。业绩增长主要因为产险综合成本率继续处于较低水平, 盈利能力维持高位, 由于产险对公司总利润贡献占比大, 公司业绩更多受益于产险的盈利景气周期。由于去年二季度股票市场大幅下挫, 受此拖累公司中报的净利仅为 40.2 亿, 虽然 11 年二季度市场同样低迷, 但市场调整幅度要小于去年同期, 同时考虑到加息带来固定收益投资收益的提升, 预计中报公司业绩将保持 20% 以上的增长。

3. 固定收益投资受益加息周期, 股市表现决定业绩弹性空间。从去年 10 月至今, 央行已经四次加息, 保险公司到期再投资和新增固定收益投资将直接受益于利率的上升。当然, 与保险公司股价表现关联度更大的还是股票市场的走势, 因为这决定了保险公司是否可以获得超额利差。一季度, 公司总投资收益同比基本持平, 好于预期。二季度以来中小市值股票出现了较大幅度的调整, 公司投资收益将受到一定程度拖累。但考虑中小盘股的高估风险已经得到较大程度的释放, 而大盘蓝筹股估值仍处于低位, 我们认为未来阶段市场有望震荡筑底, 若市场能企稳回升, 则将赋予保险公司业绩弹性空间。

4. 盈利预测与估值。预计公司 11、12 年 EPS 为 1.18 元和 1.47 元, 目前股价对应 11 年 PE 和 PB 为 19.4 和 2.2 倍, 当前股价所包含新业务乘数为 8 倍, P/EV 仅为 1.9 倍, 估值处于历史底部, 同时公司 A 股股价相对于 H 股的折价比例达到 21.3%。基于 20 倍新业务乘数, 公司目标价为 33.5 元, 维持推荐-A 评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	860000.00
流通A股(万股)	620828.73
52周内股价区间(元)	20.14-28.99
总市值(亿元)	1879.10
总资产(亿元)	4757.11
每股净资产(元)	9.34
目标价	6个月 12个月

相关报告

1. 《国都证券-公司研究-公司点评-中国太保(601601): 业务结构调整与高增长并行 主要不确定性来自投资》 2010-04-19

财务数据与估值

	2009	2010	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	104313	141662	16994.4	212493
同比增速(%)	29%	35.8%	20%	24.9%
净利润(百万)	7356	8557	25331.22	32215.69
同比增速(%)	186.34%	16.3%	18%	25%
EPS(元)	0.95	1	1.18	1.47
P/E	26.9	22.9	19.4	15.6

研究员: 邓婷

电话: 010-84183228

Email: dengting@guodu.com

执业证书编号: S0940510120007

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

表 1: 中国太保估值表

	2008	2009	2010E	2011E
标准保费	10818	15271.00	18630.62	22915.66
标准保费新业务利润贡献	33.75%	32.74%	32.70%	32.70%
一年新业务价值	3651	5000	6100	7493.42
长期投资收益率假设	5.20%	5.20%	5.20%	5.20%
风险贴现率	12%	11.50%	11.50%	11.50%
集团调整后资产净值	51,876	72,368	75,905	80,436
寿险业务调整后净资产	24,352	24,150	35,836	40,655
扣除偿付能力成本后有效业务价值	18,417	26,454	34,778	42,271.42
太保集团持有的太保寿险股份比例	98.29%	98.29%	98.29%	98.29%
太保集团应占太保寿险扣除偿付能力 额度成本后的有效业务价值	18,103	26,002	34,184	41,549
集团内涵价值	69,978	98,370	110,089	121,985
寿险业务内涵价值	42,769	50,152	70,613	82,204
寿险业务每股内涵价值	5.55	5.83	8.21	9.56
集团每股内涵价值	9.09	11.44	12.80	14.18
每股新业务价值	0.47	0.58	0.71	0.87
P/EV	1.07	1.90	1.74	1.60
新业务乘数	22.00	20.00	20.00	20
未来新业务价值	80,322.00	100,000.00	122,000.00	149,868.43
评估价值(AV)	123,091.00	150,151.64	192,613.00	232,072.01
总股本 (百万股)	7,700.00	8,600.00	8,600.00	8,600.00
太保寿险每股价值	15.99	17.46	22.40	26.99
包括产险在内其他业务每股净资产	4.29	6.73	5.59	6.6
太保每股合理价值 (元)	19.40	24.19	27.99	33.5

来源: 国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com
邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com
王京乐	家用电器、餐饮旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	王双	化工	wangshuang@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			