

强烈推荐-A (维持)

目标估值: 28.0 元
当前股价: 20.80 元
2012 年 10 月 29 日

中国太保 601601.SH 保费稳健, 减值损失增加

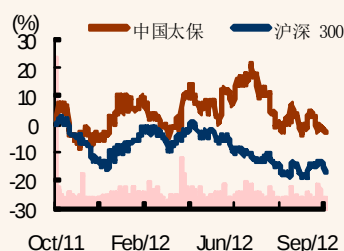
2012 年三季度报点评

基础数据

上证综指	2066
总股本(万股)	860000
已上市流通股(万股)	620829
总市值(亿元)	1622
流通市值(亿元)	1171
每股净资产(MRQ)	9.5
ROE(TTM)	5.4
资产负债率	87.2%
主要股东	华宝投资有限公司
主要股东持股比例	14.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	-12	2
相对表现	-6	2	17



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

1、《中国太保 601601.SH: 个险增速领先, 赔付率提高 -2012 年中报点评》20120820

罗毅 CFA

0755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn
S1090511030006

洪锦屏

0755-82960071
hongjinping@cmschina.com.cn
S1090511030012

王宇航

0755-83734407
wangyh1@cmschina.com.cn
S1090512090003

中国太保前三季度每股收益 0.36 元, 由于资产减值增加 98%, 以及去年同期营业外收入较高的影响, 单季度净利润同比下降 59%, 累计同比下降 55%。浮亏增加 8 亿元, 净资产较中期微降 0.4%。个险新单增速保持在 10%以上, 产险新渠道占比提升。看好年底税延型养老险预期中的地域优势, 维持强烈推荐。

- 第三季度实现归属于公司股东的净利润 4.97 亿元, 同比减少 58.7%, 略低于预期; 单季度每股收益 0.06 元。前三季度累计净利润 31.35 亿元, 同比下降 55.3%, 每股收益 0.36 元。利润下降的主要原因是计提资产减值准备: 单季度资产减值损失 15.99 亿元, 同比增长 98%, 在数额上超过第一、二季度。另外去年上半年转让太平洋安泰 50% 股权的净收益 4.79 亿元, 三季度处置金融学院资产确认净收益 6.59 亿元抬高了基数。
- 净资产与中期基本持平。一季度公司投资资产增长 20%, 考虑浮亏后的综合年化投资收益率为 4.46%, 较去年同期增加 212BP。本季度浮亏仅增加 8 亿元, 累计浮亏增加至 64 亿元。净资产较中期微降 0.4%, 较年初修复 6%, 每股净资产为 8.98 元。
- 寿险个险新单增速基本保持上半年势头。前三季度, 实现保险业务收入 1,270.47 亿元, 同比增长 4.7%。人寿保险业务收入为 749.38 亿元, 同比增加 0.6%, 其中: 新保业务收入 314.24 亿元, 续期业务收入 435.14 亿元。营销渠道保持较快增长, 实现新保业务收入 96.31 亿元, 同比增长 11.2%, 其中营销渠道新保期缴业务收入 90.33 亿元, 预计同比增长 10%以上。
- 产险新渠道贡献继续提升。财产保险业务收入为 520.51 亿元, 同比增长 11.2%。新渠道业务保持较快增长, 电销业务收入为 71.36 亿元, 同比增长 108.8%; 交叉销售业务收入为 18.89 亿元, 同比增长 28.4%, 电销及交叉销售收入占产险业务收入的比例达到 17.3%, 较中期增长 10 个百分点。
- 另外太保寿险第三季度完成 75 亿元十年期次级债的募集, 静态提升偿付能力 38BP, 发布三季报时亦公告拟将总精算师由迟小磊变更为现供职于光大永明的总精张远瀚。根据三季报, 调整全年利润 EPS 预测为 0.56 元, 年底上海税延养老险试点预期再起, 维持对占据地域优势的太保强烈推荐评级。
- 风险提示: 保费低于预期, 股市波动风险。

财务数据与估值

	股价	11EPS	12EPS	12PE	12PB	12NBM	P/EV	评级
中国人寿	17.60	0.65	0.42	41.6	2.5	7.3	1.44	强烈推荐-A
中国太保	18.86	0.97	0.56	33.4	1.9	5.9	1.34	强烈推荐-A
中国平安	39.74	2.46	3.09	12.8	1.7	4.6	1.23	强烈推荐-A
新华保险	22.09	0.90	1.13	19.9	2.0	2.7	1.20	强烈推荐-A

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 各季度累计业绩回顾

单位: 亿	9M2011	2011	2012Q1	1H2012	9M2012	9M2011
营业收入	1224	1579	495	923	1321	1224
已赚保费	1065	1372	446	809	1146	1065
投资净收益	158	201	46	108	166	158
公允价值变动净收益	-5	-4	0	1	1	-5
汇兑净收益	-1	-1	0	0	0	-1
营业支出	-1143	-1483	-486	-888	-1281	-1143
退保金	-71	-96	-32	-62	-93	-71
赔付支出	-293	-415	-110	-231	-358	-293
提取保险责任准备金	-524	-618	-232	-374	-498	-524
保户红利支出	-28	-38	-10	-18	-29	-28
营业税金及附加	-28	-37	-10	-21	-31	-28
手续费及佣金支出	-103	-132	-45	-81	-115	-103
利润总额	88	104	9	35	40	88
净利润	71	84	7	27	32	71
归属于母公司的净利润	70	83	7	26	31	70
全面摊薄每股收益(元)	0.82	0.97	0.08	0.31	0.36	0.82
主要比率 (累计)						
管理费率	-12%	-13%	-10%	-12%	-13%	-12%
营业利润率	7%	6%	2%	4%	3%	7%
有效税率	-19%	-19%	-26%	-23%	-20%	-19%
净利率	6%	5%	1%	3%	2%	6%
YOY						
收入	16%	11%	4%	6%	8%	16%
归属母公司净利润	43%	-3%	-81%	-55%	-55%	43%

资料来源: 公司报表, 招商证券

表 2: 投资收益测算

(百万元)	9M2011	2011	2012Q1	1H2012	9M2012
投资收益	15,811	20,075	4,627	10,774	16,606
公允价值变动净收益	-528	-383	28	77	66
计提资产减值损失	1,976	-2,850	-1,373	-2,576	-4,175
其他综合损益	-9,810	-8,951	3,393	5,415	4,561
总投资收益	-9,631	-8,786	3,336	5,322	4,483
货币资金	7,449	7,891	6,675	13,690	17,058
交易性金融资产	13,932	14,903	18,016	21,003	15,047
买入返售金融资产	3,301	2,907	2,272	1,944	1,737
保户质押贷款	523	43	10	6,901	2,584
可供出售金融资产	3,641	4,094	4,420	4,783	5,265
持有至到期投资	119,994	117,592	123,713	126,119	132,165
定期存款	177,332	202,536	204,953	214,730	223,637
存出资本保证金	131,286	137,373	170,223	168,816	167,517
平均投资资产	3,140	3,580	3,580	3,580	3,580
综合投资收益率	431,642	446,581	505,108	515,452	517,280

简单年化收益率 1.73% 1.77% 1.32% 2.66% 3.30%

资料来源：公司报表，招商证券

表 3：各单季度业绩回顾

单位：亿	9M2011	2011	3M2012	1H2012	9M2012
营业收入	351	356	495	428	398
已赚保费	314	308	446	363	337
投资净收益	40	43	46	61	58
公允价值变动净收益	-4	1	0	0	-0
汇兑净收益	-0	-0	-0	0	0
营业支出	-345	-340	-486	-1,374	-2,170
退保金	-32	-25	-32	-94	-155
赔付支出	-97	-122	-110	-342	-590
提取保险责任准备金	-136	-94	-232	-606	-872
保户红利支出	-11	-10	-10	-28	-46
营业税金及附加	-9	-9	-10	-31	-51
手续费及佣金支出	-31	-29	-45	-126	-196
利润总额	13	16	9	26	5
净利润	12	13	7	20	5
归属于母公司的净利润	12	13	7	20	5
全面摊薄每股收益(元)	0.14	0.15	0.08	0.23	0.06
YOY					
收入	8%	-3%	4%	8%	13%
归属母公司净利润	36%	-65%	-81%	-16%	-59%

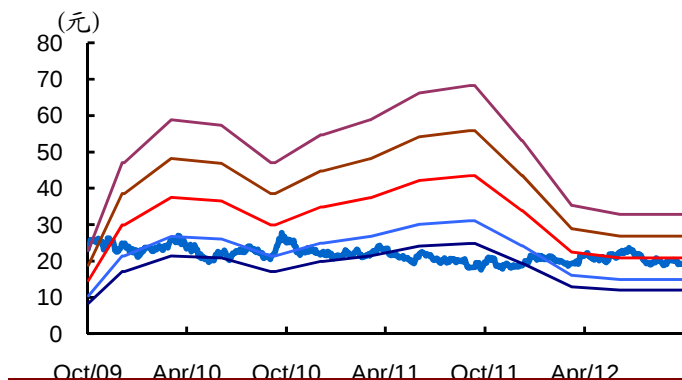
资料来源：公司公告，招商证券

表 4：中国太保财务指标

会计年度	2008	2009	2010	2011	2012E
主营收入(亿元)	978	1,043	1,417	1,579	1,706
同比增长		7%	36%	11%	8%
营业利润(亿元)	-7.49	95.41	107	96	49
同比增长		-1374%	12%	-10%	-49%
净利润(亿元)	14.15	74.73	87	84	43
同比增长		428%	16%	-3%	-49%
每股收益(元)	0.17	0.87	1.00	0.97	0.56
PE	108	22	19	19	33
PB	3.0	2.1	2.0	2.1	1.9

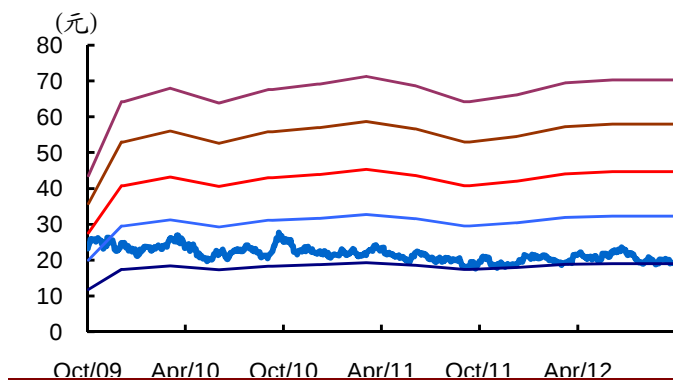
资料来源：公司报表，招商证券整理

图 1：中国太保历史 PE Band



资料来源：港澳资讯、招商证券

图 2：中国太保历史 PB Band



资料来源：港澳资讯、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

罗毅，CFA：毕业于英国诺丁汉大学SirCliveGranger（03年诺贝尔经济学奖获得者）

经济学院，经济金融学硕士学位，华南理工大学金融学学士，于业内最先发现保险股潜在投资价值，建立保险行业的分析框架，对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2010年度第二名，2008年度第二名，2007年度第三名。证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2010年度第二名，2008年第三名，2007年度第二名。金融时报(FINANCIALTIMES)2007年度最佳分析师金融行业第二名。中国证券报社和中央电视台财经频道金牛奖金融服务业2010年第二名。目前为现代服务业（金融、医药、交运、房地产）大组组长。

洪锦屏：华南理工大学管理学硕士，2008年7月加入招商证券，从事金融行业研究

王宇航：南开大学精算学硕士，2010年加入招商证券从事金融行业研究

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。