

中国太保(601601)中报点评

谨慎推荐

——投资收益率高，新业务价值增长快

维持评级

金融/保险

发布时间：2010年8月30日

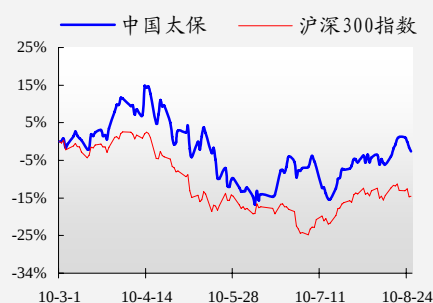
投资要点:

- 2010年上半年，中国太保实现营业收入726亿元，同比增长40.4%，实现归属于母公司股东的净利润40.19亿元，同比增长66.8%，每股收益0.47元。上半年每股净资产为8.63元，净资产与上年末相比有所下降。上半年实现新业务价值32.38亿元，同比增长了18.1%。
- 2010年上半年，中国太保实现保费收入760.1亿元，同比增长50.2%。其中寿险增长53.1%，财险增长45.1%。寿险保费中，实现首年期缴保险业务收入92.63亿元，同比增长36.5%；其中，营销渠道首年期缴同比增长20.0%，银行渠道首年期缴同比增长59.4%。
- 2010年上半年，尽管股市转入震荡格局，但中国太保依然实现了91.09亿元的总投资收益，同比增长1.35%。总投资收益率为4.3%，同比减少0.7个百分点。截至2010年上半年，股票投资额度为231亿元，比年初降低4.4%，基金投资额度为181.2亿元，比年初降低4.4%。目前权益类投资占比为10.9%，比年初降低1.4个百分点。
- 在25倍新业务倍数的假设下，公司估值为30.8元。维持“谨慎推荐”评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	10,431,300		735,600		0.95		25	
2010E	11,979,170	0.15	852,983	0.16	0.99		24	
2011E	13,486,312	0.13	962,592	0.13	1.12		22	
2012E	15,184,757	0.13	1,051,361	0.09	1.22		20	

走势图



市场数据

2010-8-27

收盘价:	24.10 元
52 周最高价:	28.63 元
52 周最低价:	18.50 元
平均持仓成本:	23.43 元

基本数据

2010Q2

总股本(万股):	860,000
流通A股(万股):	628,670
每股收益(元):	0.99
每股净资产(元):	8.63
每股经营现金流(元):	4.37
市净率:	2.79

分析师: 赵新安

执业证书编号: S0550209030096

TEL: (8621)6336 7000--258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxinan@sina.com

地址: 上海市延安东路45号20楼

邮编: 200002

一、总体经营状况

2010 年上半年，中国太保实现营业收入 726 亿元，同比增长 40.4%，实现归属于母公司股东的净利润 40.19 亿元，同比增长 66.8%，每股收益 0.47 元。上半年每股净资产为 8.63 元，净资产与上年末相比有所下降。上半年实现新业务价值 32.38 亿元，同比增长了 18.1%。

表 1、赢利状况同比与环比变动

单位：百万元

	2010 年上半年	2009 年上半年	同比
一、营业收入	72,631	51,718	40.4%
已赚保费	63,187	42,356	49.2%
保险业务收入	76,066	50,651	50.2%
提取未到期责任准备金	-5,379	-2,757	95.1%
投资收益	9,108	8,861	2.8%
公允价值变动收益	1	127	-99.2%
汇兑损失	-99	-3	3200.0%
其它业务收入	434	377	15.1%
二、营业支出	-67,551	-48,595	39.0%
退保金	-2,064	-2,093	-1.4%
赔付支出	-16,347	-15,687	4.2%
提取保险责任准备金	-35,984	-20,810	72.9%
保单红利支出	-1,426	-912	56.4%
分保费用	-9	-8	12.5%
营业税金及附加	-1,573	-1,171	34.3%
手续费及佣金支出	-5,808	-4,682	24.0%
业务及管理费	-8,056	-6,161	30.8%
利息支出	-205	-138	48.6%
其它业务成本	-1,313	-1,202	9.2%
三、营业利润	5,080	3,123	62.7%
加：营业外收入	26	35	-25.7%
减：营业外支出	-69	-56	23.2%
四、利润总额	5,037	3,102	62.4%
减：所得税	-967	-655	47.6%
五、净利润	4,070	2,447	66.3%
归属母公司股东净利润	4,019	2,410	66.8%
少数股东损益	51	37	37.8%
六、每股收益（元）	0.47	0.31	51.6%

资料来源：公司公告

表 2、净资产变化

单位：百万元

	2010 年 6 月 30 日	2009 年 12 月 31 日	本期末比上年末增减(%)
总资产	435,470	397,187	9.6
归属于公司股东的股东权益	74,210	74,651	-0.6
每股净资产(元)	8.63	8.68	

资料来源：公司公告

二、保费收入分析

2010 年上半年，中国太保实现保费收入 760.1 亿元，同比增长 50.2%。其中寿险增长 53.1%，财险增长 45.1%。寿险保费中，实现首年期缴保险业务收入 92.63 亿元，同比增长 36.5%；其中，营销渠道首年期缴同比增长 20.0%，银行渠道首年期缴同比增长 59.4%。

表 3、产寿险保费收入同比

单位：百万元

	2010 年上半年	2009 年上半年	同比
保险业务收入	76,066	50,651	50.2%
人寿保险	48,959	31,969	53.1%
财产保险	27,078	18,656	45.1%

资料来源：公司公告

1、寿险业务发展状况

从渠道上看，公司上半年营销渠道业务收入为 187.13 亿元，较上年同期增长 19.1%，其中传统分红新保期缴业务较快发展，实现业务收入 45.63 亿元，较上年同期增长 20.0%；银保渠道业务收入为 283.85 亿元，较上年同期增长 92.0%，其中传统分红新保期缴业务实现业务收入 46.99 亿元，较上年同期增长 59.4%；直销渠道业务收入为 18.61 亿元，较上年同期增长 26.6%，主要是短期意外险业务继续保持快速发展，较上年同期增长 32.9%。

从险种结构上看，上半年，公司传统型保险业务收入 74.85 亿元，与上年同期基本持平；分红型保险业务收入 392.54 亿元，较上年同期增长 73.1%；传统和分红型保险业务合计占比 95.5%，较上年同期提高 1.0 个百分点；万能型保险业务收入 0.47 亿元，较上年同期减少 2.1%；短期意外与健康保险业务收入 21.73 亿元，较上年同期增长 27.4%。分红产品由于保障成分高，产品透明程度低，同业竞争程度低，边际利润率高，因此成为公司重点发展的产品。个险渠道的鸿利年年、金泰人生和银保渠道的红利发是今年公司的的主打产品。

从期缴业务上看, 2010 年上半年, 公司实现新保业务收入 320.91 亿元, 较上年同期增长 60.2% 其中, 期缴业务实现收入 92.63 亿元, 较上年同期增长 36.5%; 个险期缴率比去年同期增长 4.7 个百分点, 银保期缴率在去年的基础上继续保持较高的水平。缴费十年及以上的传统和分红型新保业务收入 25.31 亿元, 较上年同期下降 18.4%, 主要是受市场需求波动的影响。

表 4、分渠道保费收入增长速度

单位: 百万元

	2010 年上半年	2009 年上半年	同比
分产品保费收入	48,959	31,969	53.1%
传统型保险	7,485	7,537	-0.7%
分红型保险	39,254	22,678	73.1%
万能型保险	47	48	-2.1%
短期意外与健康保险	2,173	1,706	27.4%
分渠道保费收入	48,959	31,969	53.1%
营销渠道	18,713	15,712	19.1%
银行渠道	28,385	14,787	92.0%
直销渠道	1,861	1,470	26.6%
分缴费模式收入	48,959	31,969	53.1%
新保业务	32,091	20,036	60.2%
期缴	9,263	6,785	36.5%
趸缴	22,828	13,251	72.3%
续期业务	16,868	11,933	41.4%

资料来源: 公司公告

2、财险业务发展状况

2010 年上半年, 公司实现机动车辆险业务收入 202.42 亿元, 较上年同期增长 50.6%。非机动车辆险实现保险业务收入 68.36 亿元, 较上年同期增长 31.1%。财险业务综合成本率比去年同期下降 3 个百分点, 保障了承保利润的实现。

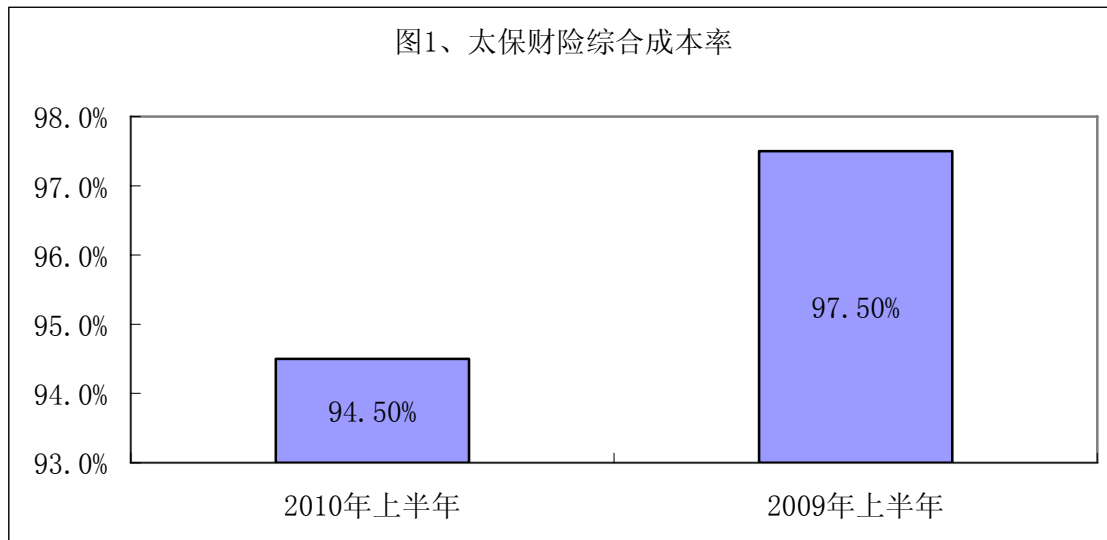
表 5、分品种财险结构

单位: 百万元

	2010 年	2009 年	同比
保险业务收入	27,078	18,656	45.1%
机动车辆险	20,242	13,441	50.6%
非机动车辆险	6,836	5,215	31.1%

资料来源: 公司公告

图1、太保财险综合成本率



资料来源：公司公告

三、投资收益

2010年上半年，尽管股市转入震荡格局，但中国太保依然实现了91.09亿元的总投资收益，同比增长1.35%。总投资收益率为4.3%，同比减少0.7个百分点。

表6、投资收益变动

单位：百万元

	2010年1-6月	2009年1-6月	同比
投资收益	9,108	8,861	2.80%
公允价值变动损益	1	127	-99.20%
合计	9,109	8,988	1.35%

资料来源：公司公告

四、资产配置状况

截至2010年上半年，股票投资额度为231亿元，比年初降低4.4%，基金投资额度为181.2亿元，比年初降低4.4%。目前权益类投资占比为10.9%，比年初降低1.4个百分点。

表7、资产配置状况

单位：百万元

	2010年6月		2009年12月		增长
	金额	占比	金额	占比	
投资资产（合计）	395,896		366,018		8.2%
固定收益类	312,067	78.8%	272,469	74.4%	14.5%
债券投资	214,224	54.1%	182,778	49.9%	17.2%
定期存款	93,832	23.7%	86,371	23.6%	8.6%
其它固定收益投资	4,011	1.0%	3,320	0.9%	20.8%
权益投资类	42,982	10.9%	44,915	12.3%	-4.3%

基金	18,117	4.6%	18,959	5.2%	-4.4%
股票	23,114	5.8%	24,190	6.6%	-4.4%
其它权益投资	1,751	0.4%	1,766	0.5%	-0.8%
基础设施类投资	18,340	4.6%	18,396	5.0%	-0.3%
现金及现金等价物	22,507	5.7%	30,238	8.3%	-25.6%
总投资收益率(%)	4.3		5.0		-14.0%

资料来源：公司公告

在债权投资方面，截止 2010 年中期，公司的债权计划投资达到 183.4 亿元，占投资资产的比重为 5.0%，投资占比较高，说明公司在债权投资计划方面推进速度较快，有利于长期资产的配置。自 2007 年以来，太保资产管理公司依靠上海及其他地方国资部门的力量，积极开拓新产品，3 年来共发行了 5 个债权计划产品，发行额度到达 130 亿元，其中上海市的项目有 3 个。另外，中国太保除投资自己资产管理公司发行的产品外，还积极投资其他保险资产管理公司发行的债权计划，投资额度达到 183.4 亿元，有利于现有资产的久期匹配，也提高了资产的收益率。

表 8、债权计划发行情况

产品名称	项目方	期限	额度	收益率
太平洋-河北建投新能源风电 AAA	河北建投新能源公司	7	13 亿	5.05%
太平洋-上海崇明越江通道	上海长江隧桥建设公司	10 年	20 亿	8 折贷款利率
太平洋上海世博会债权投资计划二	上海世博土地控股公司	10 年	40 亿	8 折贷款利率
太平洋上海世博会债权投资计划一	上海世博土地控股公司	10 年	30 亿	8 折贷款利率
太平洋乌江电力债权计划	贵州乌江水电开发公司	10 年	27 亿	8 折贷款利率

资料来源：东北证券研究所

五、新业务价值同比增长

2010 年，公司继续加强业务结构调整力度，大力推广长期限保单，销售以分红险为主导的产品，并保持银保渠道产品的期缴率，产品利润率增加幅度较快。因此，今年上半年公司的新业务价值增长幅度较大，同比增长了 18.1%。

六、估值水平

在 25 倍新业务倍数的假设下，公司估值为 30.8 元。维持“谨慎推荐”评级。

表 9、中国太保估值水平

单位：百万元

	-100bp	-50bp	4.75%-5.2%	50bp	100bp
有效业务价值	16,000	22,528	29,299	35,990	42,650
调整后净资产	84,260	84,260	84,260	84,260	84,260
内含价值	100,260	106,788	113,559	120,250	126,910

每股内含价值	11.7	12.4	13.2	14.0	14.8
一年期新业务价值	4,430	5,150	5,897	6,658	7,379
每股新业务价值	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
新业务价值乘数	25	25	25	25	25
其它业务 (1.5 倍 P/B)	29,565	29,565	29,565	29,565	29,565
每股估值	28.0	30.8	33.8	36.8	39.6

表 10、盈利预测

单位：元

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
一、营业收入	104313000000	119791696000	134863116520	151847570052
已赚保费	84127000000	96577796000	108167131520	121147187302
保费业务收入	96342000000	110793300000	124088496000	138979115520
减：分出保费	9791000000	11259650000	12610808000	14124104960
减：提取未到期责任准备金	2424000000	2787600000	3122112000	3496765440
投资净收益	19389000000	22297350000	25641952500	29488245375
公允价值变动净收益	140000000	161000000	185150000	212922500
汇兑净收益	-14000000	-16100000	-18515000	-21292250
其他业务收入	671000000	771650000	887397500	1020507125
二、营业支出	94772000000	108728525000	125037803750	141280729200
退保金	4386000000	5043900000	5800485000	6554548050
赔付支出	30494000000	35068100000	40328315000	45570995950
减：摊回赔付支出	4048000000	4655200000	5353480000	6156502000
提取保险责任准备金	39225000000	45304875000	52100606250	58352679000
减：摊回保险责任准备金	1083000000	1245450000	1432267500	1647107625
保户红利支出	2053000000	2360950000	2715092500	3095205450
分保费用	15000000	17250000	19837500	22813125
营业税金及附加	2256000000	2594400000	2983560000	3431094000
手续费及佣金支出	8820000000	10143000000	11664450000	13414117500
管理费用	13237000000	15222550000	17505932500	20131822375
减：摊回分保费用	3347000000	3849050000	4426407500	5090368625
其他业务成本	2204000000	2534600000	2914790000	3352008500
资产减值损失	164000000	188600000	216890000	249423500
三、营业利润	9541000000	11063171000	9825312770	10566840852
加：营业外收入	75000000	86250000	99187500	114065625
减：营业外支出	110000000	126500000	145475000	167296250
四、利润总额	9506000000	11022921000	9779025270	10513610227
减：所得税	2033000000	2357416200	153103968	0
五、净利润	7473000000	8665504800	9625921302	10513610227
减：少数股东损益	117000000	135670288	0	0
归属母公司所有者净利润	7356000000	8529834513	9625921302	10513610227
六、每股收益	0.95	0.99	1.12	1.22

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归我公司所有。