

中国太保(601601)年报点评

——新业务价值增长幅度较大

谨慎推荐

维持评级

金融/保险

发布时间: 2011 年 3 月 28 日

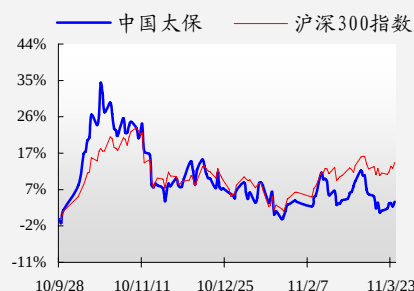
投资要点:

- 2010 年, 中国太保实现营业收入 1416 亿元, 同比增长 36%, 实现归属于母公司股东的净利润 85.57 亿元, 同比增长 16%, 每股收益 1.0 元。每股净资产为 9.34 元。
- 从渠道上看, 2010 年个险新单保费收入为 90.78 亿元, 较上年同期增长 20.1%, 银保渠道业务收入为 482 亿元, 较上年同期增长 63.3%, 银保期缴保费为 84.69 亿元, 同比提高 46.5%, 银保期缴率为 20.6%。
- 从险种结构上看, 2010 年分红型保险业务收入 684.3 亿元, 较上年同期增长 57.6%; 传统和分红型保险业务合计占比 95.3%, 较上年同期提高 1.0 个百分点。分红产品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主打产品。
- 2010 年, 尽管股市转入震荡格局, 但中国太保依然实现了 209 亿元的总投资收益, 同比增长 7%。总投资收益率为 5.3%, 同比减少 1 个百分点。截止 2010 年底, 公司权益类投资占比为 11.5%, 比年初降低 0.8 个百分点。
- 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, 2010 公司的新业务价值增长幅度较大, 同比增长了 22%。
- 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(%)
2010	14,166,200		855,700		1.00		22.3	
2011E	16,744,320	18.2%	953,170	11.4%	1.11		20.1	
2012E	19,431,588	16.0%	1,035,290	8.6%	1.20		18.6	
2013E	22,053,058	13.5%	1,153,336	11.4%	1.34		16.6	

走势图



市场数据

2011/3/25

收盘价:	22.26 元
52 周最高价:	28.99 元
52 周最低价:	20.14 元
平均持仓成本:	23.19 元

基本数据

2010Q4

总股本 (万股):	860,000
流通 A 股 (万股):	628,670
每股收益 (元):	1.00
每股净资产 (元):	9.34
每股经营现金流 (元):	-1.70
市净率:	2.38

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，中国太保实现营业收入 1416 亿元，同比增长 36%，实现归属于母公司股东的净利润 85.57 亿元，同比增长 16%，每股收益 1.0 元。每股净资产为 9.34 元，归属于公司股东的股东权益同比增长 7.6%。

表 1、赢利状况同比与环比变动

单位：元

	2009-12-31	2010-12-31	
一、营业收入	104,313,000,000	141,662,000,000	36%
已赚保费	84,127,000,000	119,751,000,000	42%
保费业务收入	96,342,000,000	139,555,000,000	45%
减：分出保费	9,791,000,000	13,422,000,000	37%
减：提取未到期责任准备金	2,424,000,000	6,382,000,000	163%
投资净收益	19,389,000,000	21,067,000,000	9%
公允价值变动净收益	140,000,000	193,000,000	38%
其他业务收入	671,000,000	851,000,000	27%
二、营业支出	94,772,000,000	130,972,000,000	38%
退保金	4,386,000,000	4,489,000,000	2%
赔付支出	30,494,000,000	34,523,000,000	13%
提取保险责任准备金	39,225,000,000	64,707,000,000	65%
保户红利支出	2,053,000,000	3,399,000,000	66%
分保费用	15,000,000	21,000,000	40%
营业税金及附加	2,256,000,000	3,193,000,000	42%
手续费及佣金支出	8,820,000,000	11,198,000,000	27%
管理费用	13,237,000,000	16,989,000,000	28%
其他业务成本	2,204,000,000	2,447,000,000	11%
三、营业利润	9,541,000,000	10,690,000,000	12%
加：营业外收入	75,000,000	68,000,000	-9%
减：营业外支出	110,000,000	88,000,000	-20%
四、利润总额	9,506,000,000	10,670,000,000	12%
减：所得税	2,033,000,000	2,005,000,000	-1%
五、净利润	7,473,000,000	8,665,000,000	16%
归属于母公司所有者的净利润	7,356,000,000	8,557,000,000	16%
六、每股收益	0.95	1.00	

资料来源：公司公告

表 2、净资产变化

单位：元

	2009 年	2010 年	本期末比上年末增减(%)
总资产	397,187,000,000	475,711,000,000	19.8%
归属于公司股东的股东权益	74,651,000,000	80,297,000,000	7.6%
每股净资产（元）	8.80	9.34	

资料来源：公司公告

二、保费收入分析

2010 年，中国太保实现保费收入 1395 亿元，同比增长 44.87%。其中寿险增长 41.7%，财险增长 50.5%。

表 3、产寿险保费收入同比

单位：百万元

	2010 年	2009 年	同比
保险业务收入	139,495	96,287	44.87%
人寿保险	87,873	61,998	41.74%
财产保险	51,622	34,289	50.55%

资料来源：公司公告

1、寿险业务发展状况

从渠道上看，2010 年个险新单保费收入为 90.78 亿元，较上年同期增长 20.1%，其中传统分红新保期缴业务较快发展，实现业务收入 83.9 亿元，较上年同期增长 21.9%，期缴率为 92.4%，同比提高 1.3 个百分点；银保渠道业务收入为 482 亿元，较上年同期增长 63.3%，银保期缴保费为 84.69 亿元，同比提高 46.5%，银保期缴率为 20.6%。

表 4、分渠道保费收入增长速度

单位：百万元

		2010 年		2009 年		同比
		保费	期缴率	保费	期缴率	
个险	个险	35,525		29,570		20.1%
	新单	9,078		7,556		20.1%
	期缴	8,389	92.4%	6,880	91.1%	21.9%
	趸交	689		676		1.9%
	续期	26,447		22,014		20.1%
银保	银保	48,201		29,514		63.3%
	新单	41,100		27,821		47.7%
	期缴	8,469	20.6%	5,781	20.8%	46.5%
	趸交	32,631		22,040		48.1%
	续期	7,101		1,693		319.4%

资料来源：公司公告

从险种结构上看，2010 年，公司传统型保险业务收入 152.5 亿元，与上年同期基本持平；分红型保险业务收入 684.3 亿元，较上年同期增长 57.6%；传统和分红型保险业务合计占比 95.3%，较上年同期提高 1.0 个百分点；万能型保险业务收入 0.85 亿元，较上年同期减少 9.6%。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主打产品。

表 5、分产品保费收入增长速度

单位：百万元

	2010 年		2009 年		同比
	保费	占比	保费	占比	
保费收入	87,873		61,998		41.7%
传统险	15,248	17.4%	15,149	24.4%	0.7%
分红险	68,434	77.9%	43,419	70.0%	57.6%
万能险	85	0.1%	94	0.2%	-9.6%
短期意外险	4,106	4.7%	3,336	5.4%	23.1%

资料来源：公司公告

2、财险业务发展状况

2010 年，公司实现机动车辆险业务收入 516.2 亿元，较上年同期增长 50.5%。非机动车辆险实现保险业务收入 119.86 亿元，较上年同期增长 35.6%。财险业务综合成本率为 93.7%，比去年同期下降 3.8 个百分点，保障了承保利润的实现。

表 6、分品种财险结构

单位：百万元

	2010 年	2009 年	同比
保费收入	51,622	34,289	50.5%
机动车辆险	39,636	25,449	55.7%
非机动车辆险	11,986	8,840	35.6%

资料来源：公司公告

三、投资收益

2010 年，尽管股市转入震荡格局，但中国太保依然实现了 209 亿元的总投资收益，同比增长 7%。总投资收益率为 5.3%，同比减少 1 个百分点。

表 7、投资收益变动

单位：百万元

	2010 年	2009 年	同比
净投资收益	16,952	12,734	33.1%
证券买卖收益	4,049	6,575	-38.4%
总投资收益	20,902	19,536	7.0%
总投资收益率	5.3	6.3	-15.9%

资料来源：公司公告

四、资产配置状况

截至 2010 年，股票投资额度为 249 亿元，比年初提高 3.3%，基金投资额度为 248.6 亿元，比年初提高 31%。截止 2010 年底，公司权益类投资占比为 11.5%，比年初降低 0.8 个百分点。

表 8、资产配置状况

单位：百万元

	2010 年		2009 年		增长
	金额	占比	金额	占比	
投资资产（合计）	433,385		366,018		18.41%
固定收益类	344,384	79.5%	272,469	74.44%	26.39%
债券投资	232,533	53.7%	182,778	49.94%	27.22%
定期存款	106,772	24.6%	86,371	23.60%	23.62%
其它固定收益投资	5,079	1.2%	3,320	0.91%	52.98%
权益投资类	51,516	11.9%	44,915	12.27%	14.70%
基金	24,857	5.7%	18,959	5.18%	31.11%
股票	24,979	5.8%	24,190	6.61%	3.26%
其它权益投资	1,680	0.4%	1,766	0.48%	-4.87%
基础设施类投资	19,925	4.6%	18,396	5.03%	8.31%
现金及现金等价物	17,560	4.1%	30,238	8.26%	-41.93%

资料来源：公司公告

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，2010 公司的新业务价值增长幅度较大，同比增长了 22%。

表 9、内含价值及一年新业务价值增长状况

单位：元

	2010 年	2009 年	同比
集团经调整的净资产	75,905	72,368	4.9%
扣除偿付能力额度成本后有效业务价值	34,778	26,454	31.5%
集团内含价值	110,089	98,371	11.9%
扣除偿付能力额度成本后一年新业务价值	6,100	5,000	22.0%

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 10、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 11、盈利预测

单位：元

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
一、营业收入	141,662,000,000	167,443,200,000	194,315,878,800	220,530,576,780
已赚保费	119,751,000,000	143,701,200,000	168,130,404,000	191,668,660,560
保费业务收入	139,555,000,000	167,466,000,000	195,935,220,000	223,366,150,800
减：分出保费	13,422,000,000	16,106,400,000	18,844,488,000	21,482,716,320
减：提取未到期责任准备金	6,382,000,000	7,658,400,000	8,960,328,000	10,214,773,920
投资净收益	21,067,000,000	22,752,360,000	25,027,596,000	27,530,355,600
公允价值变动收益	193,000,000	208,440,000	243,874,800	280,456,020
汇兑净收益	-200,000,000	-240,000,000	-280,800,000	-322,920,000
其他业务收入	851,000,000	1,021,200,000	1,194,804,000	1,374,024,600
二、营业支出	130,972,000,000	155,535,810,000	186,709,927,300	202,249,360,058
退保金	4,489,000,000	5,027,680,000	5,530,448,000	6,083,492,800
赔付支出	34,523,000,000	38,665,760,000	42,532,336,000	46,785,569,600
减：摊回赔付支出	4,597,000,000	5,148,640,000	5,663,504,000	6,229,854,400
提取保险责任准备金	64,707,000,000	71,824,770,000	78,288,999,300	82,986,339,258
减：摊回保险责任准备金	2,034,000,000	2,278,080,000	2,505,888,000	2,756,476,800
保户红利支出	3,399,000,000	3,806,880,000	4,187,568,000	4,606,324,800
分保费用	21,000,000	23,520,000	25,872,000	28,459,200
营业税金及附加	3,193,000,000	3,576,160,000	3,933,776,000	4,327,153,600
手续费及佣金支出	11,198,000,000	12,541,760,000	13,795,936,000	15,175,529,600
管理费用	16,989,000,000	19,027,680,000	20,930,448,000	23,023,492,800
减：摊回分保费用	4,425,000,000	4,956,000,000	5,451,600,000	5,996,760,000
其他业务成本	2,447,000,000	2,740,640,000	3,014,704,000	3,316,174,400
资产减值损失	689,000,000	771,680,000	848,848,000	933,732,800
三、营业利润	10,690,000,000	11,907,390,000	13,098,129,000	14,407,941,900
加：营业外收入	68,000,000	74,800,000	82,280,000	90,508,000
减：营业外支出	88,000,000	96,800,000	106,480,000	117,128,000
四、利润总额	10,670,000,000	11,885,390,000	12,909,369,000	14,381,321,900
减：所得税	2,005,000,000	2,233,383,969	2,425,799,892	2,702,394,603
五、净利润	8,665,000,000	9,652,006,031	10,483,569,108	11,678,927,297
归属于母公司所有者的净利润	8,557,000,000	9,531,704,052	10,352,902,580	11,533,361,902
六、每股收益	1.00	1.11	1.20	1.34

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。