

中国太保（601601）2011 年一季报点评：

推荐

业绩实现平稳增长

市场数据

报告日期	2011-4-29
收盘价(元)	24.00
总股本(百万股)	8600.00
流通股本(百万股)	8521.59
总市值(百万元)	206400.00
流通市值(百万元)	204518.20
净资产(百万元)	82819.00
总资产(百万元)	517080.00
每股净资产	9.63

相关报

《2010 年年报点评：投资收益稳定增长，产险成本率进一步下降》2011-3-28

《2011 年 2 月保费点评：寿险高基数效应持续，产险同环比未现改善》2011-3-16

《2011 年 1 月保费点评——增速大幅回落》2011-2-20

联系人： 曾素芬
021-38565598
zengsf@xyzq.com.cn

分析师 张颖
021-38565970
SAC:S0190511030006

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(亿元)	1,416.62	1,717.32	2,085.82	2,513.72
同比增长(%)	35.80	21.23	21.46	20.51
净利润(亿元)	85.57	102.93	123.03	150.08
同比增长(%)	16.30	20.29	15.53	1.99
每股收益(元)	1.00	1.20	1.43	1.75
每股净资产(元)	9.14	11.06	12.46	14.11
每股一年新业务价值(元)	0.71	0.85	1.02	1.18
每股内含价值(元)	12.80	14.51	16.88	19.57
净资产收益率(%)	10.94	10.83	11.48	12.37

投资要点

事件：

中国太保公布 2011 年一季报，营收 476.6 亿元，同比增 18%；净利润 34.49 亿元，同比增 22.6%；每股净资产 7.63 元，较年初增 3.1%，EPS 为 0.4 元。

点评：

- 由于保费增速放缓，营业收入增速大幅下降。2011 年一季度，太保实现营业收入 476.6 亿元，同比增长 18%，较去年同期 43%的增速出现大幅下降，主要由于保费增速放缓所致，一季度产寿险保费收入合计同比增长 13.7%，较去年同期 45 个百分点。
- 投资收益率略有下降，利用浮盈进行投资业绩调整的空间有限。一季度，太保实现投资收益 54.72 亿元，经测算，投资收益率较去年一季度约下降 0.2 个百分点。截止到 2011 年一季度投资累计浮亏为 45 亿，因此投资业务通过浮盈进行业绩调节的能力下降。
- 成本增速稳定，有效税率降低使净利增速超过营收增速。一季度营业支出 434 亿元，同比增 17.9%，从构成来看，准备金提准差、手续费及佣金支出、业务管理费等增速均与业务增速保持一致。有效税率 18%，较上年同期下降 2.5 个百分点，使净利润增速达到 22.6%，超过营收增速。
- 业务结构调整使寿险盈利能力趋强，产险综合成本率优势显著。围绕寿险业务“聚焦营销、聚焦期缴”经营策略，新业务价值将获得持续提升，凭借产品合理定价、良好的风险控制和管理水平，产险业务综合成本率优势显著，有望保持良好的盈利能力。
- 鉴于稳健经营风格，结合公司经营状况，判断 2011 年全年业绩增速为 20%左右，维持 2011-2013 年 EPS 分别为 1.20 元、1.43 元和 1.75 元的盈利预测，股价隐含 2011 年新业务价值乘数为 11.2 倍，维持推荐评级。

表 1、中国太保 2011 年一季度主要财务数据

	数值	增速
总资产	5170.8 亿元	8.7% (较年初)
净资产	828.19 亿元	3.1% (较年初)
营业收入	476.6 亿元	18% (较去年同期)
投资收益	54.72 亿元	2.8% (较去年同期)
归属母公司净利润	34.49 亿元	22.6% (较去年同期)
EPS	0.4 元	21.2% (较去年同期)

资料来源：公司公告、兴业证券研究所

表 2、中国太保其他综合收益

	当年累计	单季	历年累计
2009Q1	17.82	17.82	-9.19
2009Q2	30.20	12.38	3.19
2009Q3	-4.42	-34.62	-31.43
2009Q4	23.33	27.75	-3.68
2010Q1	-12.97	-12.97	-16.65
2010Q2	-47.75	-34.78	-51.43
2010Q3	-11.99	35.76	-15.67
2010Q4	-31.93	-19.94	-35.51
2011Q1	-9.46	-9.46	-44.97

资料来源：公司公告、兴业证券研究所

附表

资产负债表

单位: 亿元	2010	2011E	2012E	2013E
资产:				
货币资金	149.60	343.53	593.84	914.01
交易性金融资产	36.04	54.48	66.46	81.09
保户质押贷款	23.07	19.47	23.36	28.04
可供出售金融资产	1,197.59	1,634.34	1,993.90	2,432.56
持有至到期投资	1,573.60	1,906.73	2,326.22	2,837.98
存出资本保证金	27.72	27.72	27.72	27.72
定期存款	1,067.72	1,140.10	1,254.11	1,379.52
长期股权投资	4.40	7.84	10.19	13.25
固定资产	51.12	67.43	76.96	82.17
资产合计	4,757.11	5,972.21	7,282.14	8,861.93
负债:				
保户储金及投资款	513.54	583.00	641.30	705.43
未到期责任准备金	234.07	276.82	354.29	447.26
未决赔款准备金	158.26	209.00	271.24	345.93
寿险责任准备金	2,587.97	3,338.64	4,230.49	5,306.93
长期健康险责任准备	91.56	135.82	168.77	208.03
负债合计	3,941.60	5,021.43	6,210.56	7,648.33
股东权益:				
股本	86.00	86.00	86.00	86.00
资本公积金	568.10	630.00	661.50	694.58
盈余公积金	17.03	24.40	36.89	52.13
未分配利润	132.21	197.34	272.28	363.70
少数股东权益	12.54	13.04	14.92	17.20
归属母公司所有者权	802.97	937.74	1,056.67	1,196.40
股东权益合计	815.51	950.78	1,071.58	1,213.60
负债与股东权益合计	4,757.11	5,972.21	7,282.14	8,861.93

利润表

单位: 亿元	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	1,416.62	1,717.32	2,085.82	2,513.72
已赚保费	1,197.51	1,485.24	1,782.29	2,138.75
投资收益	210.67	226.14	296.09	366.10
公允价值变动	1.93	-2.40	-0.72	-1.43
汇兑损益	-2.00	-0.81	-0.67	-0.86
其他收入	8.51	6.76	8.11	9.73
二、营业支出	1,309.72	1,592.41	1,935.28	2,330.02
退保金	44.89	52.99	63.59	76.31
赔付支出	345.23	414.12	496.94	596.33
提取保险责任准备金	647.07	828.13	1,015.27	1,224.56
保单红利支出	33.99	36.56	43.87	52.64
营业税及附加	31.93	34.35	41.72	50.27
手续费及佣金支出	111.98	133.67	160.41	192.49
业务及管理费	169.89	188.91	229.44	276.51
其他业务成本	24.47	29.70	35.65	42.77
资产减值损失	6.89	8.17	9.97	12.16
三、营业利润	106.90	124.91	150.53	183.70
四、利润总额	106.70	126.78	152.01	185.17
所得税费用	20.05	22.28	27.10	32.81
五、净利润	86.65	104.50	124.90	152.37
每股收益	1.00	1.20	1.43	1.75

估值表

	2010	2011E	2012E	2013E
寿险业务估值				
期初内含价值	506.05	590.56	686.48	798.23
内含价值预期回报	63.41	53.15	61.78	71.84
本期内的新业务价值	61.00	72.86	87.44	101.43
投资回报的差异	-10.89	0.00	0.00	0.00
营运经验差异	-3.54	0.00	0.00	0.00
评估方法、模型的变化	-5.91	0.00	0.00	0.00
风险贴现率变动	0.00	0.00	0.00	0.00
市场价值调整	-9.52	0.00	0.00	0.00
其他	0.83	0.00	0.00	0.00
股东红利分配	-15.30	-30.10	-37.47	-45.71
寿险业务年末内含价值	706.13	686.48	798.23	925.78
未来新业务价值	1,661.02	1,588.15	1,509.73	1,428.15
评估价值	2,367.15	2,274.63	2,307.96	2,353.93
每股寿险评估价值	27.52	26.45	26.84	27.37
产险业务估值				
BVPS	1.66	1.77	1.99	2.26
每股合理价值	2.49	2.65	2.99	3.39
其他业务估值				
BVPS	3.54	5.53	6.23	7.06
每股合理价值	3.54	5.53	6.23	7.06
综合每股合理价值	33.56	34.63	36.06	37.81
股价隐含一年新业务价值乘数	15.79	11.20	7.01	3.75

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。