

公司研究

公司点评

跟踪评级_维持: 短期_推荐, 长期_A

业务结构调整与高增长并行 主要不确定性来自投资

——中国太保(601601)公司点评

核心观点

中国太保实现营业收入 1043.13.35 亿元, 同比增长 29%, 实现归属于母公司股东 73.56 亿元, 同比增长 186.3%, 每股收益为 0.95 元。归属于母公司股东权益 746.51 亿, 每股净资产 8.8 元, 加权 ROE14.1%。

1. 执行《企业会计准则解释第 2 号》使得公司归属于母公司股东净利润较原会计准则下增加 19.22 亿, 主要是因为保险责任准备金计提减少, 而公司净资产几乎不受影响。

2. 寿险结构调整继续深化、产险盈利能力大幅回升。09 年, 按照 2 号解释进行分拆后的保费收入为 620 亿元, 同比增长 29.6%。调结构取得较好成效, 全年实现首年期缴保险业务收入 127.31 亿元, 同比增长 98.2%, 占总新保收入的 33.4%, 比上年提高 11 个百分点。实现一年新业务价值 50 亿元, 同比增长 36.9%。产险全年实现保费收 342.89 亿元, 同比增长 23.0%; 产险承保盈利能力提高, 综合成本率 97.5%, 较上年降低 4.7 个百分点, 加上投资收益的增长, 产险业务实现净利润 14.22 亿元, 同比增长 164.8%。

3. 投资收益对业绩增长贡献显著。受益于股票市场上涨以及公司适时增配权益资产, 公司全年实现总投资收益 195.36 亿元, 增长 132.5%, 总投资收益率为 6.3%, 较上年提高 3.4 个百分点。期末公司股票投资余额较中期增 128 亿, 权益投资余额达 431.5 亿, 在总投资资产中占比 12.3%。股票市场震荡不可避免将对公司投资收益造成较大影响, 09 年投资收益中 33.7% 来自证券买卖价差收入。不过股票市场波动主要影响公司的总投资收益率, 影响公司是否可获得超额收益, 净投资收益率可保持相对稳定, 受市场波动影响较小, 可确保公司获得基本的利差空间。今年股市不确定性较大, 但加息预期有利于固定收益资产配置。此外公司也在积极拓展在基建、非上市企业股权上的投资, 09 年新增此类投资达 136 亿, 这有利于公司分散风险、增加投资收益的稳定性。

4. 业绩预测与投资建议。今年前 3 月公司寿、产险保费增速都超过 50%, 承保业务拓展较好。但鉴于股票市场不确定性, 我们预计公司业绩将出现一定下滑, 预计 10、11 年 EPS 分别为 0.8 和 0.95 元。按照 20 倍新业务乘数, 公司合理估值为 30 元。目前隐含新业务乘数 14 倍, P/EV 为 1.94 倍, 维持推荐-A 评级, 公司主要看点是业务结构改善空间大, 其近期股价表现明显强于同业, 股价调整后仍可重点关注。

财务数据与估值

	2008A	2009	2010E	2011E
--	-------	------	-------	-------

主营业务收入(百万)

同比增速(%)

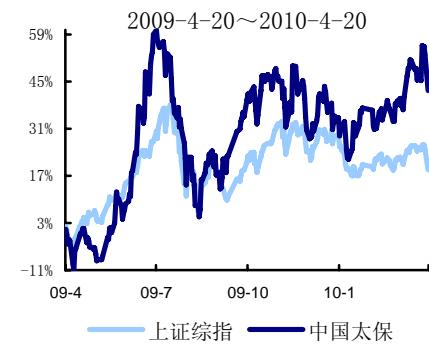
净利润(百万)

同比增速(%)

EPS(元)

P/E

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	860000.00
流通 A 股(万股)	257654.35
52 周内股价区间(元)	16.12-29.73
总市值(亿元)	2218.80
总资产(亿元)	3971.87
每股净资产(元)	8.80
目标价	6 个月 12 个月

相关报告

《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

研究员: 邓婷

电话: 010-84183228

Email: dengting@guodu.com

执业证书编号: S0940209080157

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouchongjun@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。

5. 风险提示：股市持续下跌造成投资收益和业绩大幅低于预期
表 1：公司盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E
一、营业收入	80,828	104,313	126436.09	157886.07
已赚保费	66,253	84,127	109801.09	137593.07
保险业务收入	75,752	96,342	122087.09	151779.07
寿险	47,828	61,998	80597.40	100746.75
产险	27,875	34,289	41489.69	51032.32
其中：分保费收入	64	67	56.00	68.00
减：分出保费	-8,435	-9,791	-9236.00	-10536.00
提取未到期责任准备金	-1,064	-2,424	-3050.00	-3650.00
投资收益	14,000	19,389	15900.00	18940.00
对联营企业和合营企业	0	85	92.00	103.00
公允价值变动收益 / (损失)	-742	140	-265.00	158.00
汇兑损失	-132	-14	-25.00	-43.00
其他业务收入	1,449	671	925.00	1238.00
二、营业支出	-79,905	-94,772	-119405.93	-149653.19
退保金	-3,974	-4,386	-4475.00	-5110.00
赔付支出	-31,408	-30,494	-31200.00	-34680.00
减：摊回赔付支出	4,405	4,048	4220.00	4500.00
提取保险责任准备金	-21,561	-39,225	-58068.29	-78146.32
减：摊回保险责任准备金	704	1,083	900.00	1350.00
保单红利支出	-2,569	-2,053	-2450.00	-2400.00
分保费用	-14	-15	-20.00	-25.00
营业税金及附加	-1,677	-2,256	-2528.72	-3381.92
手续费及佣金支出	-6,599	-8,820	-11466.00	-14905.80
业务及管理费	-11,430	-13,237	-15354.92	-17658.16
减：摊回分保费用	2,904	3,347	3520.00	3820.00
利息支出	-532	-396	-423.00	-456.00
其他业务成本	-2,933	-2,204	-2060.00	-2560.00
资产减值损失	-5,221	-164	-352.00	-425.00
四、利润总额	1,317	9,506	7030.16	8232.87
减：所得税	1,350	-2033	-1546.64	-1811.23
净利润	2,667	7,473	7030.16	8232.87
归属于母公司股东的净利润	2,569	7,356	6959.86	8150.54
少数股东损益	98	117	70.30	82.33
股本	7700	8600	8600	8600
稀释每股收益	0.33	0.86	0.80	0.95

来源：国都证券

表 2：公司估值 (单位：百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E
标准保费	5808	8036	10820.5	15271.00	19241.46
标准保费新业务利润贡献	37.47%	37.52%	33.74%	32.74%	32.70%
一年新业务价值	2176	3015	3651	5000	6291.95742
长期投资收益率假设	5.20%	5.20%	5.20%	5.20%	5.20%
风险贴现率	12%	12%	12%	12%	12%
集团调整后资产净值	11287	60740	51,87	72,36	79200
寿险业务调整后净资产		16243	24,352	24150	36500
扣除偿付能力成本后有效价值	9248	14326	18,417	26454	35500
太保集团持有太保寿险股份比例	72.52%	97.83%	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	6706	14015	18103	26002	34893
集团内涵价值	17993	74755	69978	98370	114093
寿险业务内涵价值		30570	42769	50152	71393
寿险业务每股内涵价值			5.55	5.83	8.30
集团每股内涵价值			9.09	11.44	13.27
P/EV (当前价)				2.25	1.94
新业务乘数			20.00	25.00	16
未来新业务价值		73020.00	125000.00	125839.15	
评估价值(AV)		115789.00	175151.64	197232.10	
总股本 (百万股)		7700.00	8600.00	8600	
太保寿险每股价值		15.04	20.37	22.93	
包括产险在内其他业务每股净资产(1.5PB)		5.36	8.41	7.45	
太保每股合理价值(元)		19.40	28.78	30.38	

来源：国都证券

	2008A	2009	2010E	2011E
	80828	104313	126436.09	157886
		29.06%	21.21%	24.87%
	2569	7356	6959.86	8150.55
		186.34%	-5.39%	17.11%
	0.33	0.86	0.80	0.95
			32	27

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±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

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，投资者据此操作，风险自负。

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
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiamaosheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化、化工	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和 券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			