

中国太保 601601.SS

产品结构优化 业务价值提高

——1月保费收入点评

事件：太保公布1月份累计原保险保费收入：太保寿险为70亿元，太保财险为42亿元。

- 寿险保费收入同比增长-14.2%，产险保费收入同比增长15.3%。产险保费高于我们10%的全年增长预期，问题在于如何看待寿险保费的下滑。
- 寿险业务规模虽有下滑，但产品结构的改善比较显著。据悉，1月份太保寿险业务中，个险渠道的传统险和分红险保费同比增长50%以上，银保渠道的首年标准保费同比增长也在50%以上。主要原因在于：太保09年推出了若干利润率较高的新产品，比如：个险渠道的长泰人生（传统产品），以及银保渠道的红福多（期缴分红产品）。
- 初步预测太保09年寿险保费收入增长-15%，一年新业务价值增长11%，达0.5元/股。尽管08年以来陆续停售了一些利润率较低的产品（比如：金丰利，趸交万能产品），使得保费规模有所下降，但结合规模和结构两方面，我们估计太保的首年标准保费（APE）和一年新业务价值（FNBV）指标仍是有所增长的。
- 我们对太保个险业务抱有相对乐观的态度。原因有二：一方面，太保对个险代理人的费用支持，从往年的月度平均支出调整到09年的年初集中支出，有利于个险业务的较高增长；另一方面，太保历史上在传统产品领域拥有显著优势，从2006年看，太保传统产品占比高达42%，远超国寿之25%和平安之9%，由于太保的市场分布、客户基础和销售经验，我们估计公司的传统产品优势在09年有望得以发扬光大。
- 根据15X新业务倍数，公司09年估值为18.67元/股，维持买入评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王小罡 CFA

保险行业资深分析师

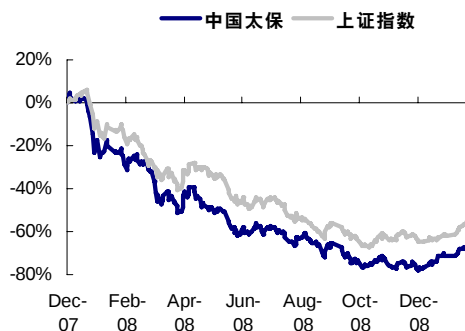
8621-63325888×6083

wangxiaogang@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **（维持）**

股价（2009年2月13日）	15.84
目标价格（6个月）	18.67
总股本/A股（万股）	7700/7700
国家/地区	中国
行业	保险
报告日期	2009年2月16日

股价表现



财务预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
已赚保费（百万）	65,536	83,798	76,190	86,869
投资收益（百万）	27,244	16,915	12,856	14,341
净利润（百万）	6,893	1,194	3,974	4,394
每股收益（元）	1.12	0.16	0.52	0.57
每股内含价值（元）	9.71	9.00	10.39	10.97
每股 FNBV（元）	0.39	0.45	0.50	0.56
新业务倍数(X)		15.0	15.0	15.0
寿险业务估值（元/股）		15.6	17.7	19.1
公司估值（元/股）		16.47	18.67	20.16

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《太保1月保费收入点评报告》	2008.2.18
《太保2月保费收入点评报告》	2008.3.18
《太保4月保费收入点评报告》	2008.5.18
《太保10月保费收入点评报告》	2008.10.19

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附表：财务报表预测与比率分析

损益表 (人民币百万元)					内含价值预测表 (人民币百万元)				
	2007	2008E	2009E	2010E		2007	2008E	2009E	2010E
一、营业收入	93,008	101,038	89,467	101,664	公司调整后资产净值	60,740	57,876	64,082	63,036
保险业务收入	74,236	94,349	87,125	99,415	旧保单有效业务价值	(2,237)	(2,380)	(2,532)	(2,695)
减：分出保费	(6,761)	(8,664)	(9,192)	(10,557)	新保单有效业务价值	21,899	27,547	34,142	41,841
提取未到期准备金	(1,939)	(1,887)	(1,742)	(1,988)	偿付能力额度成本	(5,336)	(6,418)	(7,630)	(8,991)
已赚保费	65,536	83,798	76,190	86,869	扣除后有效业务价值	14,326	18,749	23,980	30,156
投资收益	27,244	16,915	12,858	14,346	占太保寿险股份	97.83%	97.83%	97.83%	97.83%
汇兑收益/(损失)	(252)	(115)	0	0	占有有效业务价值	14,015	18,342	23,460	29,502
其他业务收入	480	440	418	449	公司内含价值	74,756	76,218	87,542	92,537
二、营业支出	(84,512)	(101,133)	(86,290)	(98,016)	扣除前 FNBV	3,865	4,433	4,924	5,493
退保金	(8,222)	(6,853)	(8,272)	(9,258)	扣除后 FNBV	3,015	3,458	3,841	4,285
赔付支出(净额)	(17,395)	(26,006)	(28,847)	(32,783)	集团应占 FNBV	2,950	3,383	3,757	4,192
提取保险准备金	(41,354)	(39,059)	(27,890)	(31,386)	公司估值表 (人民币百万元)				
保单红利支出	(1,223)	(2,627)	(1,282)	(1,439)		2007	2008E	2009E	2010E
手续费及佣金支出	(5,615)	(6,957)	(6,553)	(7,486)	太保集团 EV	-	69,334	79,968	84,458
业务及管理费	(7,624)	(8,408)	(11,008)	(12,885)	太保集团每股 EV	-	9.00	10.39	10.97
计提资产减值准备	(28)	(8,542)	0	0	NBV	-	51,871	57,611	64,271
其他支出	(3,051)	(2,682)	(2,438)	(2,780)	每股 NBV	-	6.74	7.48	8.35
四、利润总额	8,443	(1)	3,270	3,742	假设变动影响	-	0	0	0
减：所得税费用	(1,374)	1,226	805	764	每股假设变动影响	-	0.00	0.00	0.00
五、净利润	7,069	1,225	4,076	4,506	退保率提高影响	-	0	0	0
少数股东损益	176	30	101	112	每股退保率影响	-	0.00	0.00	0.00
母公司股东盈亏	6,893	1,194	3,974	4,394	应占寿险业务价值	-	120,080	136,329	147,335
EPS	1.12	0.16	0.52	0.57	应占每股寿险估值	-	15.59	17.71	19.13
资产负债表 (人民币百万元)					财险业务 BVPS	-	0.89	0.98	1.05
	2007	2008E	2009E	2010E	财险业务估值	-	0.89	0.98	1.05
投资资产	286,369	282,398	317,370	353,070	应占财险业务价值	-	0.88	0.97	1.03
应收总计	16,235	20,759	18,874	21,520	太保集团估值	-	16.47	18.67	20.16
其他资产	6,406	10,995	12,195	13,586	比率分析				
资产总计	309,010	314,152	348,440	388,176		2007	2008E	2009E	2010E
负债和股东权益					保费收入增长率	32.48%	27.09%	-7.66%	14.11%
未到期责任准备	14,075	17,054	18,796	20,785	总投资收益率	11.70%	5.95%	4.29%	4.28%
保险责任准备金	195,746	228,434	256,325	287,711	投资资产增长率	62.53%	-1.39%	12.38%	11.25%
其他负债	35,868	18,694	17,741	21,433	净利润增长率	583.83%	-82.67%	232.76%	10.56%
负债合计	245,689	264,182	292,862	329,929	EV 增长率	315.47%	1.96%	14.86%	5.71%
股本	7,700	7,700	7,700	7,700	FNBV 增长率	38.56%	14.70%	11.07%	11.56%
股东权益合计	63,321	49,970	55,578	58,247	净资产收益率	18.64%	2.13%	7.59%	7.78%
负债和股东权益合	309,010	314,152	348,440	388,176	AV/EV(X)	-	2.39	2.31	2.33

分析师承诺

王小罡 CFA：保险行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn