

中国太保

601601

增持/ 维持评级

股 价	2009/03/13
RMB14.18	

基础数据

总股本（百万股）	7700
流通 A 股（百万股）	2581
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	36598

财务数据

市净率 (X)	2.22
TRACING P/E (X)*	21.75
EPS (元)	0.5
股息率 (%)	2.12

*最近四季盈利计算。

相关研究

分 析 师
 张 黎
 +755-82366995
 zhanglisz@lhqz.com

转型阵痛 前景无忧

——中国太保 2 月保费点评

经营预测与估值	2007A	20081-3Q	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	93008.0	82335.0	96855.0	112824.0	129726.0
(+/-%)	61.7	20.7	4.1	16.5	15.0
归属母公司净利润(百万元)	6893.0	3876.0	1365.0	4043.0	5088.0
(+/-%)	583.8	-32.6	-80.2	196.1	23.3
EPS(元)	0.90	0.50	0.18	0.53	0.65
P/E(倍)	15.8	28.2	80.0	27.0	21.9

■ 公司 09 年 1~2 月累计寿险保费 131 亿元，累计财险保费 63 亿元。2 月单月分别同比增长-15%、22%，考虑到 08、09 年春节月份错位因素，两月累计同比增长-14%、18%更具参考意义。

■ 保费负增与结算利率下调无关。与平安不同，我们担心平安 3 月寿险保费增速会出现下滑的逻辑在于其 09 年以来的增长中万能险贡献巨大，平安在 3 月初公布了下调的结算利率，预计会对 3 月的保费增长造成一定影响；而太保 08 年上半年开始已在主动压缩万能险业务，09 年以来万能险保费占比甚至已低于 10%，因此，尽管 2 月初公司将 1 月的万能险结算利率下调 20BP 至 3.85%，也难以将 2 月保费增速相比 1 月份的大幅下滑（剔除春节因素影响后）归于结算利率下调的影响。

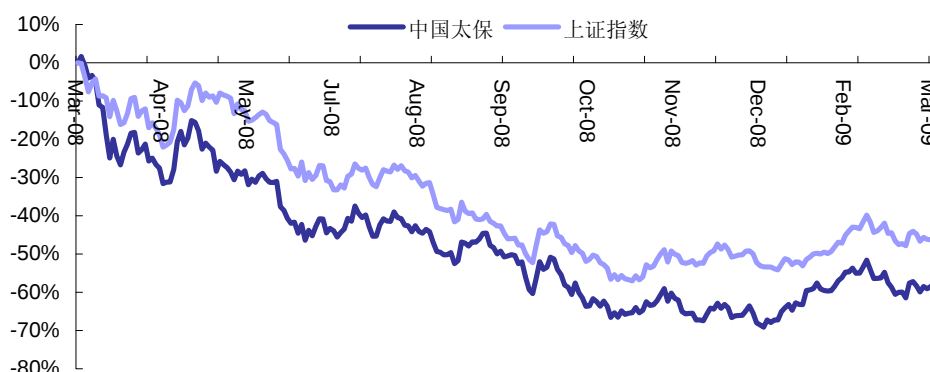
■ 我们认为，公司 09 年初寿险保费负增长主因：

- 1、缴费方式转型：从 08 年 4 季度开始，公司银保渠道保单缴费方式由趸缴和 3 年期缴向 5 年、10 年期缴转型，使得均摊到首年的保费相应减少；
- 2、业务结构转型：08 年初万能险的热卖导致公司 08 年 1 月、2 月寿险保费同比增长 83%、90% 的高基数，随着公司于 08 年 2 月、5 月分别停售部分个险和银保渠道万能险产品，保费增速大幅回落。考虑到 08 年 3 月寿险保费同比降到 44%，我们对公司 09 年 3 月寿险保费增速持乐观态度。

■ 公司 09 年经营策略：

渠道：个险、银保并重；险种：分红险、传统险并重；缴费：银保业务由趸缴和 3 年期缴向 5 年、10 年期缴转型。维持公司“增持”评级。

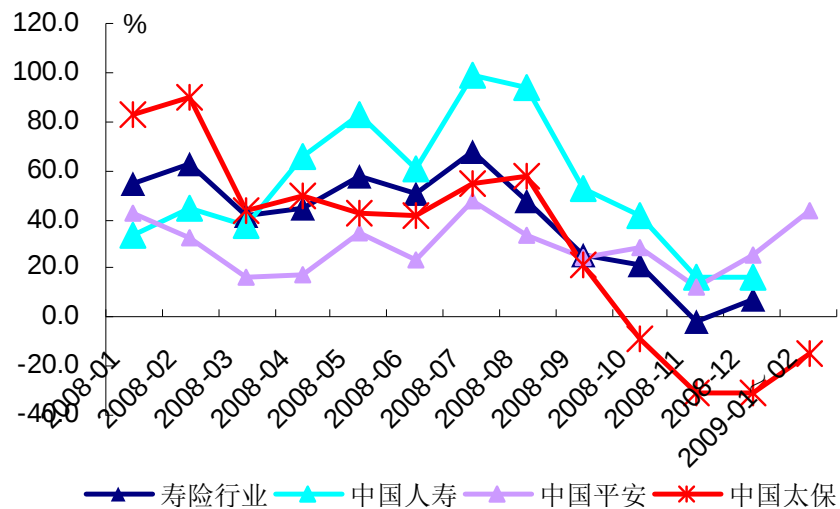
最近 52 周股价表现



寿险保费累计同比负增 14%

公司 09 年 1~2 月累计寿险保费 131 亿元，累计财险保费 63 亿元。2 月单月分别同比增长-15%、22%，考虑到 08、09 年春节月份错位因素，两月累计同比增长-14%、18% 更具参考意义。相对 08 年末连续两个月-30%左右的负增长，公司寿险保费正逐渐走出低谷。

图 1、寿险行业保费增速

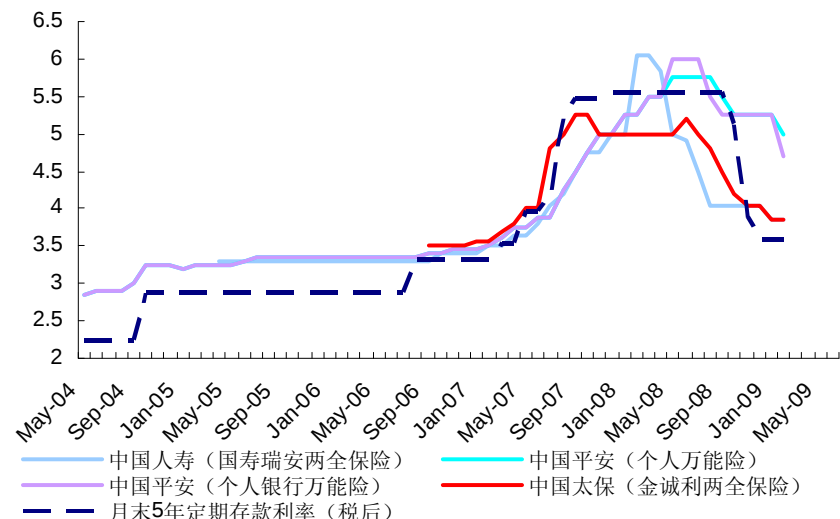


数据来源：公司资料，联合证券研究所。

保费单月增速下降与结算利率下调无关

公司 09 年 1 月和 2 月的寿险简单同比增速为-14%、-15%，如果考虑 08、09 年春节错位因素，实际上 2 月增速相比 1 月下降幅度更大；另一方面，09 年 2 月初，公司将 1 月份的万能险结算利率由此前的 4.05% 下调 20BP 至 3.85%。部分投资者由此会将两者联系起来。

图 2、万能险结算利率



数据来源：公司资料，联合证券研究所。

我们的观点是，保费单月增速下降与结算利率下调基本无关。与平安不同，我们担心平安 3 月寿险保费增速会出现下滑的逻辑在于其 09 年以来的增长中万能险贡献巨大，平安在 3 月初公布了下调的结算利率，预计会对 3 月的保费增长造成一定影响；而太保 08 年上半年开始已主动压缩万能险业务，09 年以来万能险保费占比甚至低于 10%，因此，尽管 2 月初公司下调了 1 月万能险结算利率，也无法将 2 月保费增速相比 1 月份大幅下滑（剔除春节因素影响后）归于结算利率下调的影响。

随着万能险保费占比的不断下降，公司保费增速与结算利率变动已基本脱钩。

寿险保费负增长主因归于缴费方式、险种结构转型

我们认为，公司 09 年初寿险保费负增长主因：

1、缴费方式转型：从 08 年 4 季度开始，公司银保渠道保单缴费方式由趸缴和 3 年期缴向 5 年、10 年期缴转型，使得均摊到首年的保费相应减少。

2、业务结构转型：08 年初万能险的热卖导致公司 08 年 1 月、2 月寿险保费同比增速高达 83%、90%，随着公司于 08 年 2 月、5 月分别停售部分个险和银保渠道万能险产品，保费增速大幅回落。

考虑到 08 年 3 月寿险保费同比降到 44%，我们对公司 09 年 3 月的寿险保费增速持乐观态度。

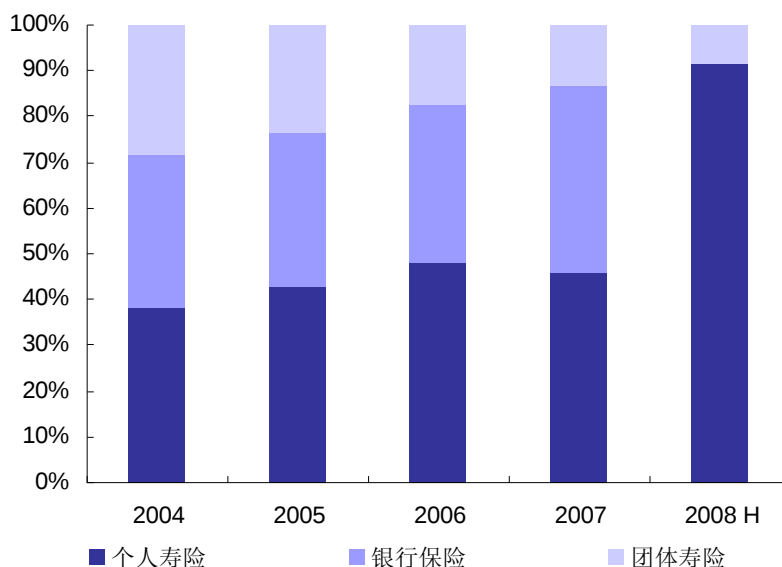
公司 09 年经营策略

渠道：个险、银保并重

由于公司银保保费在总保费中的占比不断下降，因此导致了市场上得出公司刻意压缩银保业务的判断。我们的观点略有不同，尽管银保业务利润率较低，但毕竟提供了增量利润，公司不会刻意去排斥该渠道。那么，为何银保保费占比一直下降，我们认为主要原因归于万能险业务（原来主要通过银保销售）的压缩、以及前面所提到的银保缴费方式转型导致均摊到首年的保费相应减少。

个人寿险一直以来都是公司非常倚重的渠道，公司个险渠道 90% 以上业务为期缴产品，并且缴费期限基本都在 10 年以上，业务价值非常高。

图 3、中国太保寿险各渠道保费占比



数据来源：公司资料，联合证券研究所。

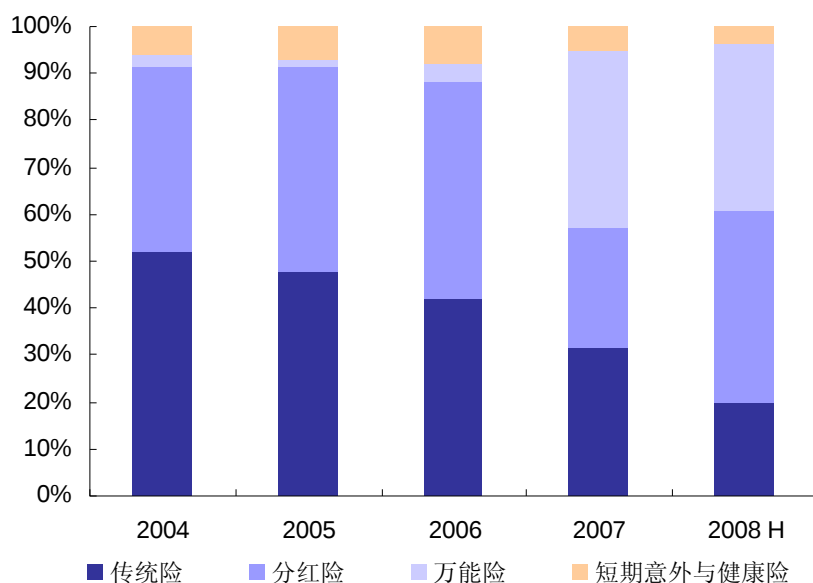
注：公司 08 H 修改了统计口径，将个险和银保合并。

险种：分红险、传统险并重

分红险一直以来都是公司的核心险种，尤其是 08 上半年公司开始主动压缩万能险以来，分红险又重挑大梁，到 08 年中，分红险占比已由 07 年的 26% 回升到 41% 的水平。

传统险是寿险中利润率最高的产品，但同时也是销售难度最大的业务，在公司保费中的占比一直处于下降趋势。在 09 年以来万能险保费占比已降至 10% 以下的背景下，传统险业务重获公司重视，将与分红险一道分担保费增长的重任。

图 4、中国太保寿险各险种保费占比



数据来源：公司资料，联合证券研究所

缴费：银保保单由趸缴和 3 年期缴向 5 年、10 年期缴转型

08 年 1~3 季度银保渠道销售的保单基本上都是趸缴和少量的 3 年期缴产品，从 08 年 4 季度开始，公司银保渠道保单缴费方式由趸缴和 3 年期缴向 5 年、10 年期缴转型。

公司估值

虽然长期投资收益率和风险贴现率近期均获得正面支撑（详见 2009.02.19《保险业：内外环境趋好 推动估值上升》），但是出于谨慎性考虑，我们维持将公司长期投资收益率基准下降 50BP、风险贴现率为 12% 的估值假设；给予非寿险业务 1XPB 估值。

考虑到保险公司频繁调整内含价值的假设条件，使得直接计算的新业务价值增速失真，因此我们使用标准保费增速来模拟各公司的新业务价值增速。

表 1、中国太保新业务价值增速预测

	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010~2015E	2015~2020E	永续
中国太保		3%	6%	22%	21%	11%	12%	6%	3%

数据来源：Wind，联合证券研究所。

根据以上假设进行估值，中国太保每股价值 16.27 元，维持公司“增持”评级。

表 2、中国太保估值

		百万元，倍，百万股，元	
公式	项目		数值
A	风险贴现率		12.0%
B	长期投资收益率		4.7%
C	归属股东的净资产		49,095
D	08 年期初有效业务价值		9,794
E	07 年一年新业务价值		2,637
F	08 年标准保费增速 E		20.7%
$G=E \times (1+F)$	08 年一年新业务价值 E		3,183
H	有效业务价值续转率		85%
$I=D \times (1+A) \times H+G$	09 年期初有效业务价值 E		12,506
J	新业务乘数		20
K	股本		7,700
$L=C+I$	09 年期初内含价值		61,601
$M=L/K$	每股内含价值		8.00
$N=L+G \times J$	公司价值		125,251
$O=N/L$	P/EV		2.0
$P=N/K$	每股价值		16.27

数据来源：联合证券研究所。

注：C 为 2008 Q3 数据，H 根据历史数据测算。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。