

中国太保

601601

增持/ 维持评级

股 价	2009/04/12
RMB18.17	

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）	46896

财务数据

市净率 (X)	2.87
TRACING P/E (X)*	104.49
EPS (元)	0.17
股息率 (%)	1.65

*最近四季盈利计算。

相关研究

稳扎稳打 无需靓丽报表

——中国太保 08 年报点评

经营预测与估值	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入(百万元)	93008.0	97835.0	112824	129726
(+/-%)	61.7	5.2	15.3	15
归属母公司净利润(百万元)	6893.0	1339.0	4043	5088
(+/-%)	583.8	-80.6	202	23.3
EPS(元)	0.90	0.17	0.53	0.65
P/E(倍)	20.3	104.5	27	21.9

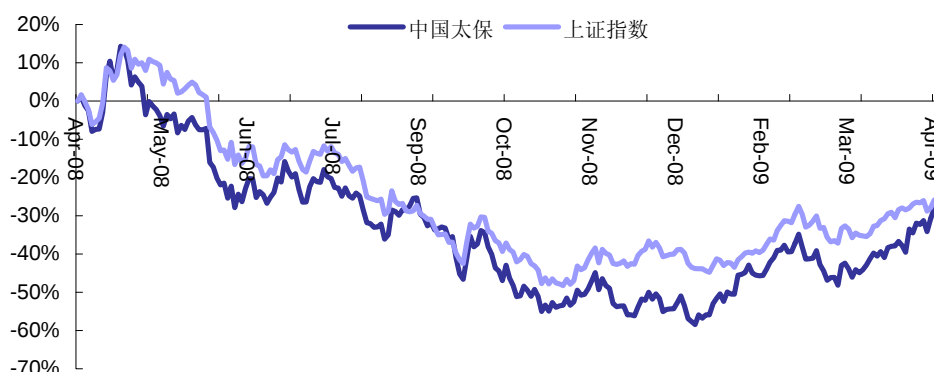
■ 公司 08 年归属于上市公司净利润 13.4 亿元，EPS0.17，同比下降 84.8%，归因于权益类的投资收益下滑及其减值损失计提。08 年末归属于上市公司净资产 487 亿元，每股净资产 6.33 元，连续 4 个季度出现环比负增长，归因于可供出售金融资产项下权益类资产公允价值下降的影响。随着 09 年股市回暖以及公司权益类资产在投资资产中比重降至 5%，公司未来基本告别净资产环比负增长。

■ 公司 08 年人身险保费 661 亿元，同比增长 30%，落于同业 48% 的平均水平，归因于公司主动压缩万能险业务，以及从 08 Q4 开始推动银保缴费方式由趸缴和 3 年期缴向 5 年、10 年期缴转型；公司首年保费、标准保费利润率分别由 07 年的 8.8%、29% 下降至 08 年 7.8%、27.3%，归因于 08 年银保扩张导致的费差缩小。

■ 公司 08 年财产险保费 279 亿元，同比增长 19%，08 年综合成本率 103.4%，相比 07 年 99.9% 上升了 3.5 个百分点，归因于 08 年自然灾害导致赔付率由 07 年的 59.7% 上升至 08 年 65.6%，上升幅度 5.9 个百分点，高于综合成本率涨幅 2.4 个百分点，由此判断公司在成本控制上获得改进。

■ 08 年权益类、固定收益类投资收益率双双见底，同时受益于投资渠道放开，09 年开始投资收益率将启稳上升；而保单资金成本无论从可比的定存利率低位导致的主动下调驱动，还是公司 08 年投资收益下滑导致的被动下调驱动，09 年资金成本下调趋势确定，利差扩大。维持公司“增持”评级。

最近 52 周股价表现



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

盈利下滑归于权益类投资影响

08 年归属于上市公司股东净利润 13.4 亿元，每股收益 0.17 元，同比下降了 84.8%，主要原因归于权益类的投资收益下滑及其减值损失计提。08 年末归属于上市公司股东的净资产 487 亿元，每股净资产 6.33 元，同比下降 22.4%，季度环比下降 0.7%，已连续 4 个季度出现环比负增长，但降幅已逐渐趋缓，净资产环比负增长的主要原因归于可供出售类金融资产项下权益类资产公允价值下降的影响。随着 09 年股市回暖以及公司权益类资产在投资资产中比重降至 5%，公司未来基本告别净资产环比负增长。

表 1、净资产与权益类投资资产占比

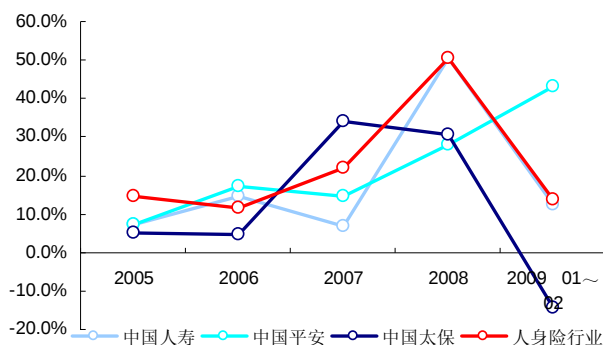
	2007 Q4	2008 Q1	2008 Q2	2008 Q3	2008 Q4
净资产	62,807	55,034	50,237	49,095	48,741
QoQ	n.a.	-12%	-9%	-2%	-1%
权益类/投资资产	23%	n.a.	14%	n.a.	5%

数据来源：公司资料，联合证券研究所。

保费规模有节制增长，利润率有所下滑

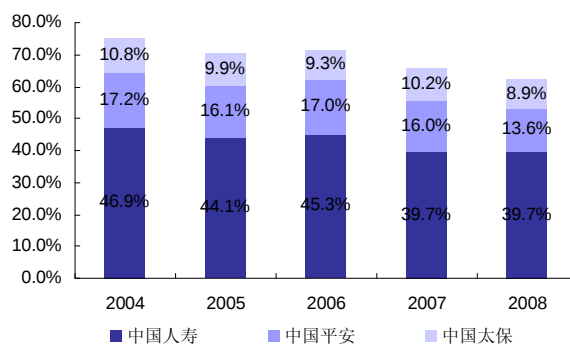
08 年公司实现人身险保费 661 亿元，同比增长 30%，低于行业的平均水平 48%，市场份额由 07 年 10.2% 下降至 08 年的 8.9%，位居第三。

图 1、人身险保费增速



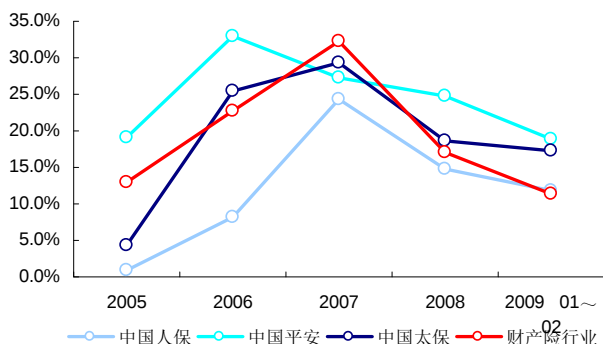
数据来源：公司数据，联合证券研究所。

图 2、人身险保费市场份额



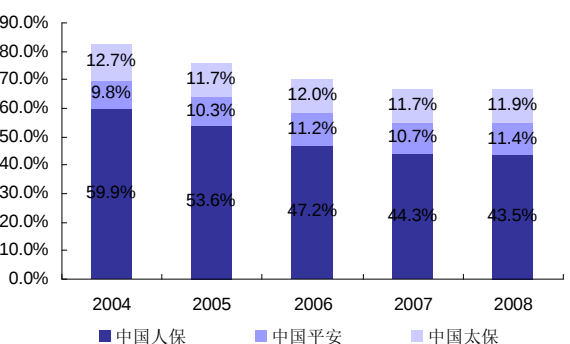
08 年公司实现财产险保费 279 亿元，同比增长 19%，高于行业的平均水平 17%，市场份额由 07 年 11.7% 上升至 08 年的 11.9%，位居第二。

图 3、财产险保费增速



数据来源：公司数据，联合证券研究所。

图 4、财产险保费市场份额



人身险利润率下降归因于银保扩张，09 年将趋改善

公司 08 年人身险首年保费利润率 7.8%，相比 07 年下降 1 个百分点；08 年标准保费利润率 27.3%，相比 07 年下降了 1.7 个百分点。

表 2、首年保费、标准保费利润率		百万元		
		2006	2007	2008
A=B+C	首年保费	23,775	34,165	46,663
B	期缴	3,818	5,136	6,838
C	趸缴	19,957	29,029	39,825
D	短期险	3,043	2,633	2,838
E=B+D+(C-D)/10	标准保费	8,552	10,409	13,375
F	一年新业务价值	2,176	3,015	3,651
G=F/A	首年保费利润率	9.2%	8.8%	7.8%
H=F/E	标准保费利润率	25.4%	29.0%	27.3%

数据来源：公司数据，联合证券研究所。

在首年保费期趸缴结构基本未发生变化的背景下，首年保费利润率高达 1 个百分点的降幅以及标准保费利润率的下滑只能从险种和渠道结构上寻找原因。

表 3、首年保费期趸缴结构		百万元		
	金额	占比		YoY
	2007	2008	2007	2008
首年期缴	5,136	6,838	15.0%	14.7%
首年趸缴	29,029	39,825	85.0%	85.3%
合计	34,165	46,663	100.0%	100.0%

数据来源：公司数据，联合证券研究所。

公司 08 年分红险保费增速高达 156%，而万能险保费则负增 24%，前者具有更高的保障属性，能够贡献更多的死差，利润率至少不低于后者，由此也无法解释利润率的下滑。

表 4、人身险险种结构		百万元		
	金额	占比		YoY
	2007	2008	2007	2008
传统险	15,911	15,399	31%	23%
分红险	12,969	33,255	26%	50%
万能险	19,173	14,600	38%	22%
短期险	2,633	2,838	5%	4%
合计	50,686	66,092	100%	100%

数据来源：公司数据，联合证券研究所。

渠道结构或许是最能解释首年保费利润率和标准保费利润率下滑的因素，公司 08 年银保增长 64%，成为 3 大渠道中唯一正增长的渠道。由于保险公司对于银保渠道的激烈争夺，使得银行在银保合作中占尽优势，从而索取较高的手续费回报，进而迫使保险公司牺牲费差利润甚至是倒贴费用，导致新单利润率下滑。

表 5、人身险渠道结构		百万元		
	金额	占比		YoY
	2007	2008	2007	2008
营销渠道	7,117	6,776	21%	15%
银行渠道	20,538	33,688	60%	72%
直销渠道	6,515	6,199	19%	13%
合计	34,170	46,663	100%	100%

数据来源：公司数据，联合证券研究所。

我们认为，尽管银保利润率较低，但是毕竟是提供了增量利润。另一方面，

从 08 Q4 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, 使得银保首年保费和标准保费的利润率均获提升。从险种结构来看, 公司 09 年万能险保费占比已降至 10% 以下, 分红险和传统险成为公司 09 年的主打产品, 死差益的高贡献也会提升保单利润率。

财产险利润率下滑归因于自然灾害, 但成本控制得当

08 年公司车辆险保费同比增长 19.5%, 略高于财产险总保费增速 18.7%, 使得车辆险保费占比小幅提升 1 个百分点至 71%; 盈利性相对较强的非车险业务增长 17.1%, 略逊于财产险总保费, 除责任险高增 30.2% 以外, 其余均表现得中规中矩。

表 6、财产险险种结构					百万元
	金额		占比		YoY
	2007	2008	2007	2008	2008
车辆险	16,475	19,681	70%	71%	19.5%
非车险	6,999	8,194	30%	29%	17.1%
企财和工程险	3,719	4,365	16%	16%	17.4%
短期意外险	1,086	1,238	5%	4%	14.0%
货运险	904	966	4%	3%	6.9%
责任险	520	677	2%	2%	30.2%
其他	770	948	3%	3%	23.1%
合计	23,474	27,875	100%	100%	18.7%

数据来源: 公司数据, 联合证券研究所。

公司 08 年综合成本率 103.4%, 相比 07 年的 99.9% 增长 3.5 个百分点, 主要原因归于 08 年雪灾、地震等自然灾害使得公司综合赔付率 65.6% 相比 07 年 59.7% 上升了 5.9 个百分点, 高于综合成本率 2.4 个百分点的涨幅, 由此可见公司在成本管理上获得较大改进。

08 年投资收益见底, 09 年利差扩大

08 年公司实现总投资收益 84 亿元, 同比下降 70%; 总投资收益率 2.9%, 相比 07 年 11.7% 下降了 8.8 个百分点。除了主要由固定收益类利息和权益类股息构成的净投资收益同比增长 44% 以外, 其余项目均为负增长甚至亏损。仅计提投资资产减值损失一项就达到 -51 亿元, 而 07 年牛市下公司净利润也仅 69 亿元。

表 7、投资收益结构					百万元
	金额		占比		YoY
	2007	2008	2007	2008	2008
净投资收益	12,342	17,721	45%	211%	44%
证券买卖	14,616	-3,756	53%	-45%	-126%
公允价值变动	235	-742	1%	-9%	-416%
计提投资资产减值损失	0	-5,147	0%	-61%	n.a.
其他收益	465	332	2%	4%	-29%
总投资收益	27,658	8,408	100%	100%	-70%

数据来源: 公司数据, 联合证券研究所。

公司在 08 年对权益类资产进行了大规模的减仓, 同时大量增加了固定收益类资产的配置, 截至 08 年末, 权益资产占比已由 07 年末的 23% 降至 5%, 而固定收益类占比则由 07 年末 65% 上升至 08 年末 87%。08 年计提的投资资产减值损失主要来自于权益类, 其计提额分别相当于 07、08 年末权益类资产的 8% 和

38%。随着权益类资产占比的下降，以及 09 年股市回暖，权益类资产对投资收益可能造成的负面影响正逐渐弱化甚至反转。

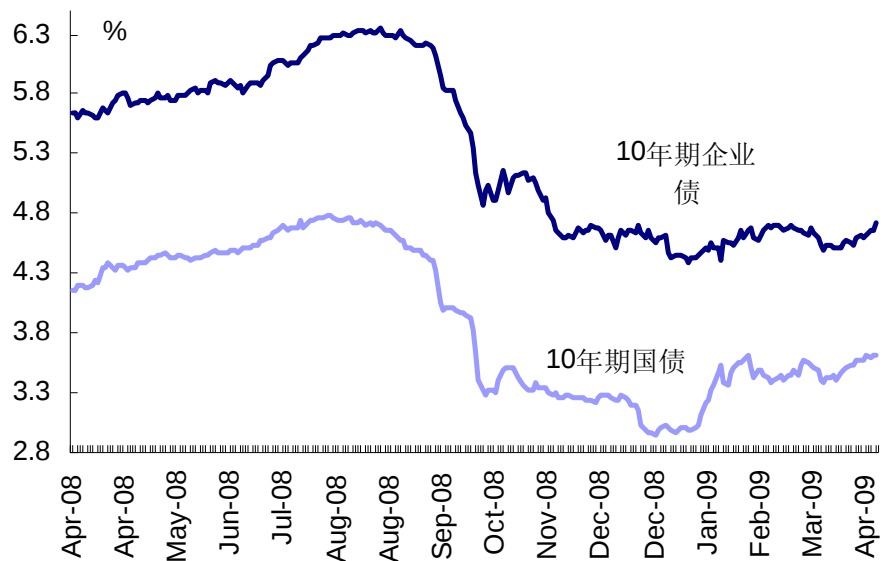
表 8、投资资产结构

	金额		占比		百万元
	2007	2008	2007	2008	YoY
固定收益类	187,236	250,190	65%	87%	34%
债券	126,534	164,898	44%	57%	30%
定存	59,262	82,756	21%	29%	40%
其他	1,440	2,536	1%	1%	76%
权益类	65,315	13,594	23%	5%	-79%
基金	30,470	7,981	11%	3%	-74%
股票	34,589	5,324	12%	2%	-85%
其他	256	289	0%	0%	13%
基础设施	4,696	6,539	2%	2%	39%
现金及现金等价物	29,122	17,573	10%	6%	-40%
合计	286,369	287,896	100%	100%	1%

数据来源：公司数据，联合证券研究所。

进入 09 年以来，受益于流动性充裕导致的未来通胀隐忧，债券收益率开始启稳上升。

图 5、债券收益率



数据来源：联合证券研究所。

同时，随着保监会陆续放开不动产投资、直投、无担保债、基建投资债权计划等资金运用渠道，寿险行业的投资收益率水平将因此获得提升。

对应 09 年以来投资收益率的逐渐向好，保单的资金成本趋势向下，寿险行业利差扩大。无论是从可比定存利率来看的资金成本主动下调驱动，还是公司 08 年投资收益下滑导致的资金成本被动下调驱动，公司 09 年的保单资金成本下降趋势确定。同时，随着高利率保单不断被新业务所稀释，08 年末高利率保单在寿险责任准备金中占比已降至 20%，公司寿险业务平均资金成本进一步下降。

表 9、寿险业务资金成本

	2004	2005	2006	2007	2008
寿险业务平均资金成本（投连险除外）	n.a.	n.a.	n.a.	4.30%	n.a.
寿险业务平均保证负债成本	3.60%	3.53%	3.46%	n.a.	n.a.
1999.6 前承保的高利率保单平均资金成本	n.a.	n.a.	6.77%	6.38%	6.37%
寿险责任准备金占比	28.00%	26.20%	24.40%	22.80%	20.30%

数据来源：联合证券研究所。

公司估值

事实上,当前环境对于保险股绝对估值法下的 3 个核心假设均起到积极影响。

- 1、风险贴现率：受益于利率地位，投资者期望回报率下降；
- 2、长期投资收益率：受益于保监会陆续放开不动产投资、直投、无担保债、基建投资债权计划等资金运用渠道，长期投资收益率获得提升。尤其是不动产投资、直投等与债券投资周期错位的投资品种放开，可以有效规避利率周期对投资收益率的不利影响。
- 3、新业务乘数：养老保险税收递延将会大幅提高投保人的积极性，引导国内寿险消费模式由以往的被动消费（代理人、银行推销为主）转而为主动消费。寿险消费的时点提前和规模扩大将会显著提高新业务乘数。太保参股长江养老以及上海市优先试点，使得公司可以更加充分享受到政策带来的实质性利好。

出于谨慎性原则，我们维持公司的风险贴现率、长期投资收益率假设，同时考虑到国寿、平安 H 股历史隐含的新业务乘数均值在 30 倍左右，我们保守地给予中国太保 25 倍新业务乘数，另外分别给予财产险和总部 2 倍和 1 倍的 PB，由此计算出中国太保每股价值 23.96 元，维持公司“增持”评级。

表 10、中国太保估值

		估值
寿险业务估值		
A	风险贴现率	12.0%
B	长期投资收益率	5.2%
C	经调整净资产	24,352
D	09 年期初有效业务价值	18,417
E	08 年一年新业务价值	3,651
F	09 年一年新业务价值增速 E	12.8%
$G=E*(1+F)$	09 年一年新业务价值 E	4,118
H	有效业务价值续转率	85%
$I=D*(1+A)*H+G$	10 年期初有效业务价值 E	21,651
J	新业务乘数	25
K	股本	7,700
L	集团持有寿险公司股份	98.29%
$M=[C+D*(1+A)*(1-H)+I]*L$	归属股东 10 年期初内含价值	48,257
$N=M/K$	归属股东每股内含价值	6.27
$O=M+G*J*L$	归属股东寿险业务价值	149,447
$P=O/M$	P/EV	3.1
$Q=P/L$	每股估值	19.41
财产险业务估值		
R	净资产	7,368
S	PB 倍数	2
T	集团持有财产险公司股份	98.30%
$U=R*S*T/L$	每股估值	1.88
总部资产估值		
V	净资产	20,553
W	PB 倍数	1
$X=V*W/L$	每股估值	2.67
$Y=Q+U+X$	合计每股价值	23.96

数据来源：联合证券研究所。

风险提示

公司主动压缩万能险业务，可能会继续导致短期内保费增速低于同业。

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。