

保险行业

许守德 中国准精算师

0755-82026751

Xushoude@cjis.cn

中国太保

601601

中性

费差损尚无明显改善，股东权益类浮亏较为严重

4 月 11 日，中国太保公布年报。公司 08 年实现归属于母公司净利润 13.39 亿元，同比下降 80.6%。每股收益 0.17 元。公司分配预案：每股 0.30 元。

投资要点：

- **资金成本有所增加。**公司 08 年的资金成本估计为 102.41 亿元，平均成本率 5.0%，较 07 年的 4.4% 高出 0.6 个百分点。主要原因是公司 08 年业务重点回归分红险，当年红利支付利率高于 07 年。
- **费差损略微改善，但不明显。**受益于业务结构调整，公司费差损略微改善。按照我们估算的模型，公司 08 年费差损 13.44 亿元，略低于上一年的 14.49 亿元。
- **寿险以外业务的利润贡献有限，08 年更是恶化。**如果按剔除投资收益的利润口径统计，公司 08 年寿险以外业务的利润总额 -10.52 亿元，较 07 年的 -7.15 亿元增长 47.1%。原因是 08 年雪灾、地震以及车险市场竞争激烈等因素导致产险成本上升。
- **投资收益不太理想。**全年实现总投资收益 80.45 亿元，总投资收益率 2.8%。更为严重的是股东权益类浮亏较大。根据测算，08 年底该浮亏金额高达 60 亿元左右，对未来业绩形成一定的压力。
- **投资建议：**如果采用最新的内含价值和一年新业务价值数据，公司目前股价对应的新业务倍数在 20 倍左右。但公司费差损仍无明显改善，未来实现内含价值假设可能较为艰难。内含价值的可靠性不强。建议谨慎介入。我们认为，在三只保险股中，公司改善的空间最大，但由于保险公司业务结构的调整非一朝一夕可以完成，此外，公司需要下功夫的地方还很多，因而战略建仓的最佳时机仍需耐心等待。

6-12 个月目标价：

当前股价： 18.17

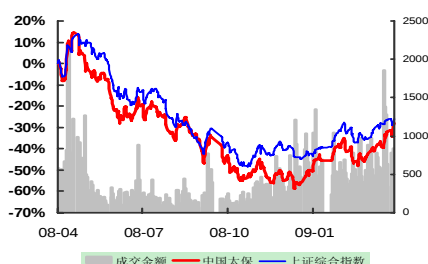
评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万)	7700.00
流通股本(百万)	2580.98
流通市值(亿)	468.96
EPS (TTM)	0.17
每股净资产(元)	6.33
资产负债率	84.59%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
股票价格	28.87	43.75	35.80
上证综指	12.90	27.40	20.61



相关报告

行业报告--关于降息影响的点评

11/27/2008

保险行业 2009 年投资策略--盈利能力有保证，行业前景值得期待

12/26/2008

月报--09 年基本面显著转好的判断不变，但 1 月“开门红”略有隐忧

02/27/2009

保险行业 2009 年 2 季度策略--在业务的进与退中权衡保险股的投资机会

03/20/2009

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
保险业务收入(百万元)	94016	101386	111736	124749
同比(%)	26.64%	7.84%	10.21%	11.65%
归属母公司净利润(百万元)	1339	726	1095	2868
同比(%)	-80.57%	-45.74%	50.66%	162.05%
总投资收益率(%)	0.00%	4.05%	3.98%	4.05%
ROE(%)	2.87%	1.60%	2.31%	5.54%
每股收益(元)	0.17	0.09	0.14	0.37
每股净资产(元)	6.33	6.00	6.27	6.84
每股内含价值(元)	9.09	8.47	8.86	9.57
P/EV	2.00	2.14	2.05	1.90

资料来源：中投证券研究所

目 录

一、承保成本分析	3
二、投资收益分析	5
三、内含价值分析	7

图 表

图 1 太保投资资产规模	5
图 2 太保投资资产结构	5
图 3 太保 07-08 年利息股息率	5
图 4 太保 07-08 年投资净收益率	6
图 5 太保 07-08 年投资总收益率	6
图 6 太保 07-08 年股东权益类浮亏	6
图 7 太保 06-08 年调整净资产及同比增长率	7
图 8 太保 06-08 年有效业务价值及同比增长率	7
图 9 太保 06-08 年一年新业务价值及同比增长率	8
图 10 太保 06-08 年首年保费及首年期缴率	8
图 11 太保 06-08 年首年保费及新业务利润率	8
表 1 07-08 年太保各季度承保成本	3
表 2 07-08 年太保各季度资金成本估算	3
表 3 07 和 08 年太保费差估算	4
表 4 07 和 08 年太保寿险以外业务剔除投资收益的利润	4

一、承保成本分析

08 年公司资金成本增加,费差损略微改善,寿险以外业务的利润贡献有限。

资金成本有所增加。公司 08 年的资金成本估计为 102.41 亿元,平均成本率 5.0%,较 07 年的 4.4%高出 0.6 个百分点。主要原因是公司 08 年业务重点回归分红险,当年红利支付利率高于 07 年。

费差损略微改善,但不明显。受益于业务结构调整,公司费差损略微改善。按照我们估算的模型,公司 08 年费差损 13.44 亿元,略低于上一年的 14.49 亿元。

寿险以外业务的利润贡献有限,08 年更是恶化。如果按剔除投资收益的利润口径统计,公司 08 年寿险以外业务的利润总额-10.52 亿元,较 07 年的 -7.15 亿元增长 47.1%。原因是 08 年雪灾、地震以及车险市场竞争激烈等因素导致产险成本上升。

表 1 07-08 年太保各季度承保成本

单位:百万元	2008Q4	2008Q3	2008Q2	2008Q1	2007Q4	2007Q3	2007Q2	2007Q1
投资收益(1)	-810	-1,507	9,334	6,991	5,407	8,176	9,474	3,952
公允价值变动收益(2)	-47	-120	-159	-416	-164	-12	-102	513
计提资产减值准备(3)	1,619	2,162	1,421	19	-65	-26	47	72
投资连结险收益(4)								
利润总额(5)	-2,223	-2,223	3,122	2,236	1,255	2,509	2,521	2,158
承保利润								
= (5)-[(1)+(2)-(3)-(4)]	253	1,566	-4,632	-4,320	-4,053	-5,681	-6,804	-2,235

资料来源:公司公告、中投证券研究所

表 2 07-08 年太保各季度资金成本估算

单位:百万元	2008Q4	2008Q3	2008Q2	2008Q1	2007Q4	2007Q3	2007Q2	2007Q1
寿险责任准备金	211,547	204,668	197,996	190,878	179,637	169,532	159,427	148,613
其中:利差损保单金	43,829	42,252	41,627	41,002	40,377	39,158	37,939	36,720
分类占比								
传统险	59.0%	59.0%	59.0%	60.0%	63.0%	66.5%	70.0%	72.0%
分红险	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
万能险	16.0%	16.0%	16.0%	15.0%	12.0%	8.5%	5.0%	3.0%
投连险	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
分类金额								
传统险	124,813	120,754	116,818	114,527	113,171	112,739	111,599	107,001
分红险	52,887	51,167	49,499	47,720	44,909	42,383	39,857	37,153
万能险	33,848	32,747	31,679	28,632	21,556	14,410	7,971	4,458
投连险	0	0	0	0	0	0	0	0
长期健康险准备金	8,536	8,247	7,749	6,999	6,989	6,283	5,576	5,305
分类占比								
健康险	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
分红险	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
分类金额								

请务必阅读正文之后的免责条款部分

健康险	8,536	8,247	7,749	6,999	6,989	6,283	5,576	5,305
分红险	0	0	0	0	0	0	0	0
分红利率	4.5%	5.7%	7.2%	3.2%	3.5%	3.8%	1.8%	2.6%
资金成本率								
传统险：除利差损	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
利差损保单	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
分红险	7.0%	8.2%	9.7%	5.7%	6.0%	6.3%	4.3%	5.1%
万能险	4.1%	5.0%	5.2%	5.7%	5.2%	4.3%	4.1%	3.8%
长期健康险	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
资金成本								
传统险：除利差损	-506	-491	-470	-460	-455	-460	-460	-439
利差损保单	-698	-673	-663	-653	-644	-625	-605	-586
分红险	-923	-1,049	-1,199	-682	-679	-668	-430	-473
万能险	-347	-409	-412	-409	-283	-157	-82	-42
长期健康险	-53	-52	-48	-44	-44	-39	-35	-33
长期健康分红险	0	0	0	0	0	0	0	0
合计	-2,527	-2,673	-2,792	-2,248	-2,104	-1,948	-1,612	-1,574

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 07 和 08 年太保费差估算

单位：百万元	07 上半年	07 全年	08 上半年	08 全年
寿险首年趸缴保费(1)	13,471	29,029	25,523	39,825
寿险首年期缴保费(2)	2,795	5,136	3,279	6,838
寿险续保保费(3)	8,268	16,521	10,053	19,429
可用费用估算(4)	3,452	6,732	4,668	8,777
寿险佣金(5)	1,788	3,746	2,562	4,739
寿险管理费用(6)	1,946	4,435	2,574	5,382
费差估算(7)	(282)	(1,449)	(468)	(1,344)

资料来源：公司公告、中投证券研究所

注：(4)=(1)*6%+(2)*65%+(3)*10%

(7)=(4)-(5)-(6)

表 4 07 和 08 年太保寿险以外业务剔除投资收益的利润

单位：百万元	07 上半年	07 全年	08 上半年	08 全年
投资收益(1)	2,385	4,376	2,058	233
公允价值变动收益(2)	-15	-13	3	-20
计提资产减值准备(3)	129	59	381	1,741
投资连结险收益(4)	0	0	0	0
利润总额(5)	2,209	3,589	814	-2,580
剔除投资收益的利润(6)	-32	-715	-866	-1,052

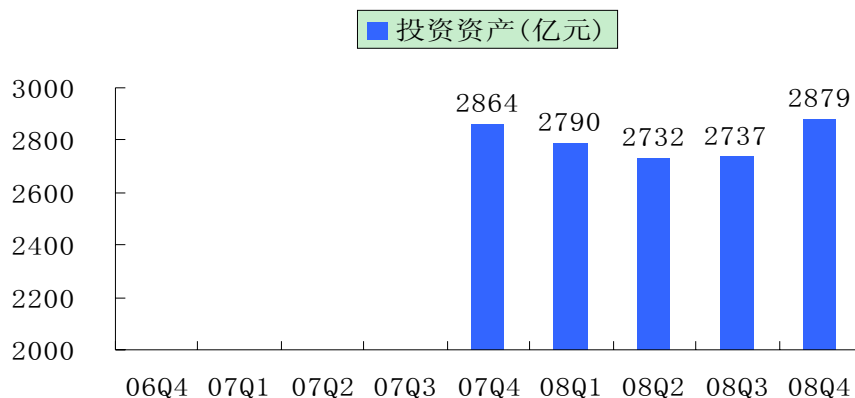
资料来源：公司公告、中投证券研究所

注：(6)=(5)-[(1)+(2)-(3)-(4)]

二、投资收益分析

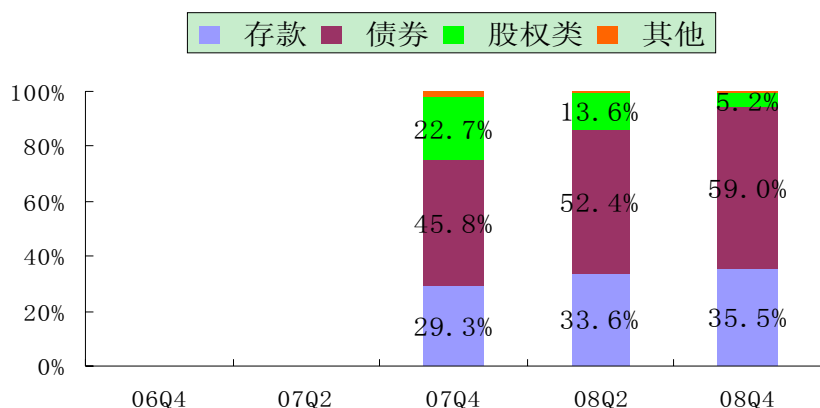
公司 08 年投资收益不太理想，全年实现总投资收益 80.45 亿元，总投资收益率 2.8%。更为严重的是股东权益类浮亏较大。根据测算，08 年底该浮亏金额高达 60 亿元左右，对未来业绩形成较大的压力。

图 1 太保投资资产规模



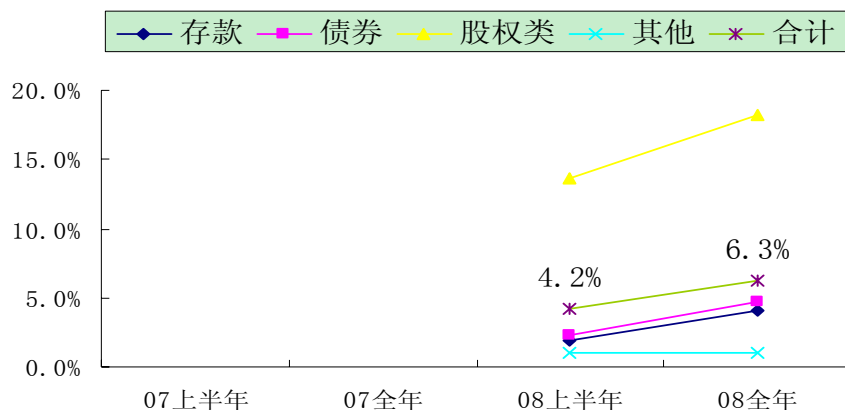
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 太保投资资产结构



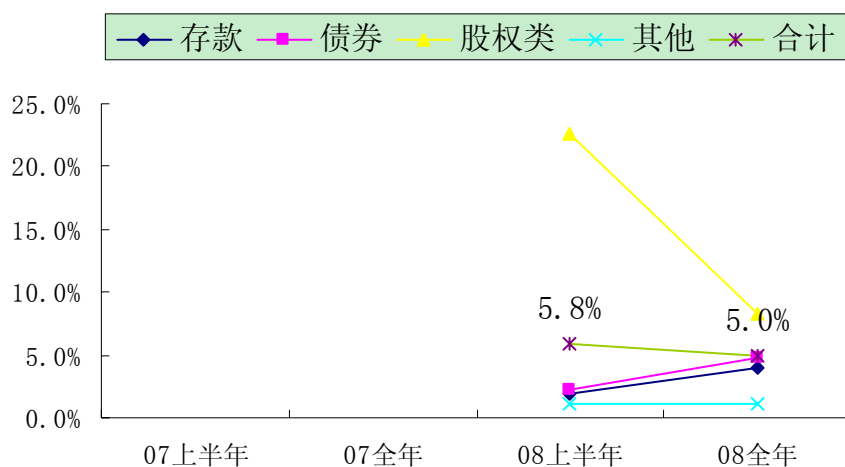
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 太保 07-08 年利息股息率



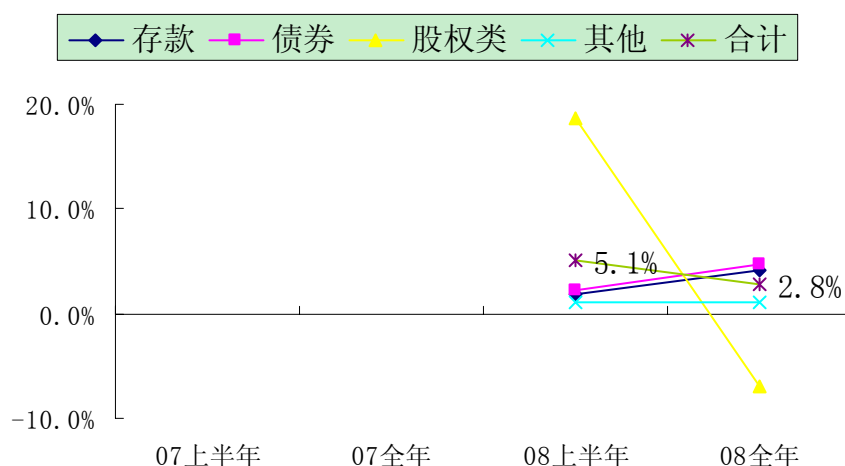
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 太保 07-08 年投资净收益率



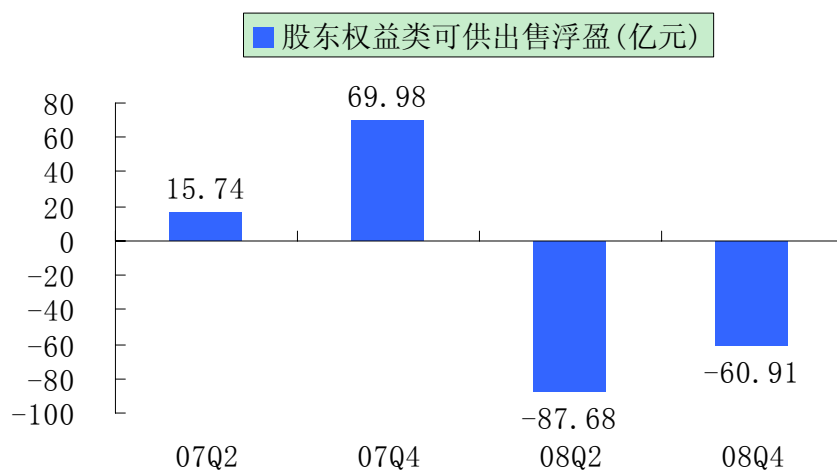
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 太保 07-08 年投资总收益率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 6 太保 07-08 年股东权益类浮亏



资料来源：公司公告、中投证券研究所

三、内含价值分析

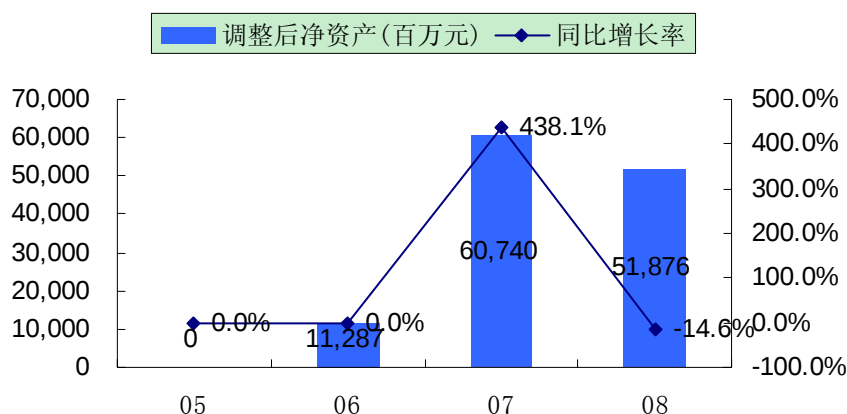
虽然公司 07 年底才实现上市，时间较晚，但对股市的判断出现偏差，导致公司净资产仍然有较大幅度的缩水。根据年报，08 年公司调整后净资产由 07 年底的 607.40 亿元下降至 518.76 亿元，缩水 14.6%。不过有效业务价值取得一定的增长，即由 07 年的 140.15 亿元增加至 181.03 亿元，上升 29.2%。结果内含价值下滑的幅度较小，仅 6.4%。

同时，一年新业务价值有所增长，但增幅大幅回落。

如果采用最新的内含价值和一年新业务价值数据，公司目前股价对应的新业务倍数在 20 倍左右。但公司费差损仍无明显改善，未来实现内含价值假设可能较为艰难。内含价值的数据可靠性不强。建议谨慎介入。

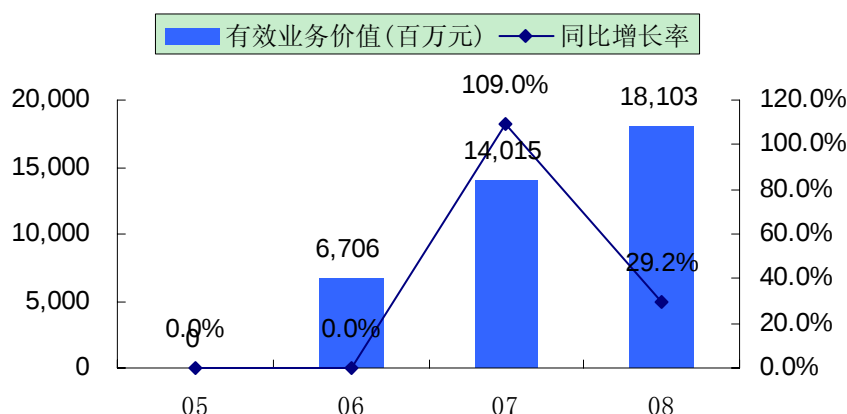
在三只保险股中，公司改善的空间最大，但由于保险公司业务结构的调整非一朝一夕可以完成，此外，公司需要下功夫的地方还很多，因而战略建仓的最佳时机仍需耐心等待。

图 7 太保 06-08 年调整净资产及同比增长率



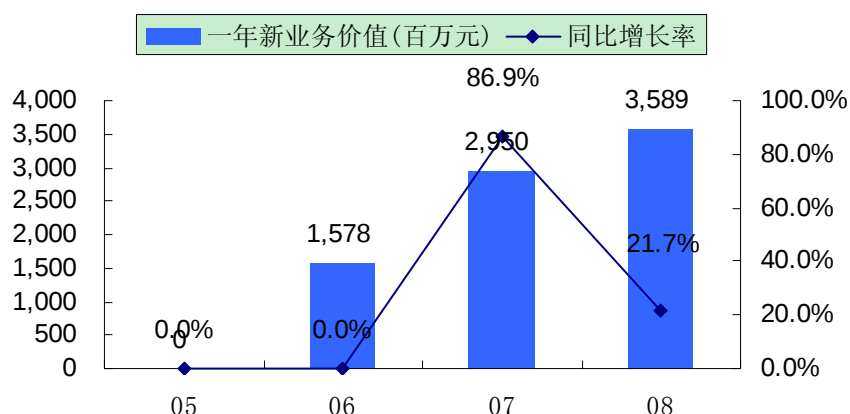
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 8 太保 06-08 年有效业务价值及同比增长率



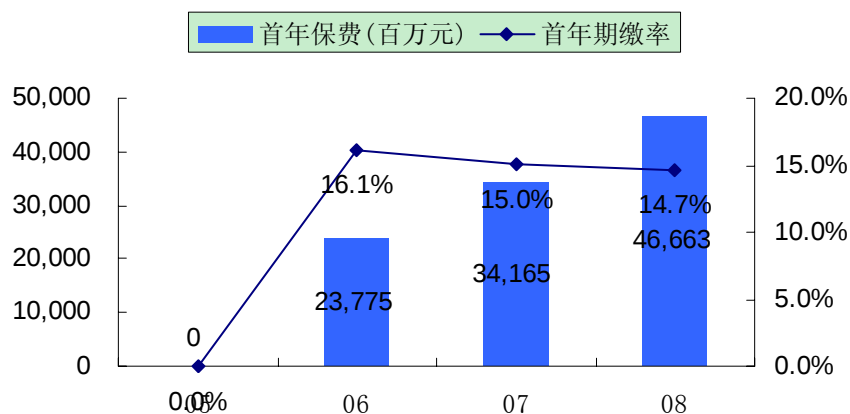
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 9 太保 06-08 年一年新业务价值及同比增长率



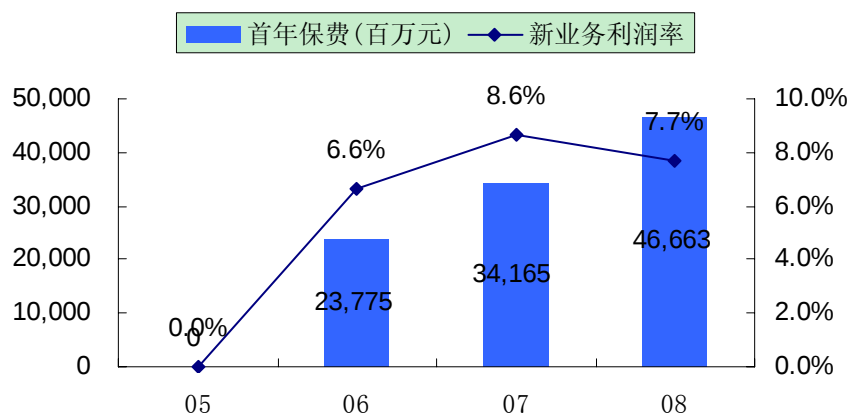
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 10 太保 06-08 年首年保费及首年期缴率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 11 太保 06-08 年首年保费及新业务利润率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

至 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	0	0	0	0	0
投资资产	286369	287896	321943	356787	392105
应收保费	2267	2270	3042	3352	3742
再保险资产	10575	12500	13507	14406	15454
固定资产	4430	6361	6679	7013	7364
其他资产	5369	10363	10881	11425	11996
资产总计	309010	319390	356052	392983	430661
卖出回购资产	11788	7020	7371	7740	8127
预收保费	2150	2788	2927	3074	3227
应付次级债	2113	2188	2297	2412	2533
应付分保帐款	1608	2213	2324	2440	2562
应付保单红利	2779	4147	4354	4572	4801
其他应付款	2859	2700	2835	2977	3126
保户储金	7103	766	804	845	1689
责任准备金	209821	246667	284785	318454	349487
其他负债	5468	1673	1762	1797	1983
负债合计	245689	270162	309460	344310	377533
少数股东权益	514	487	373	389	425
股本	7700	7700	7700	7700	7700
储备	50178	37180	36279	37341	39134
留存收益	4929	3861	2240	3242	5869
股东权益合计	63321	49228	46592	48673	53128
负债和股东权益	309010	319390	356052	392983	430661

利润表

至 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
保险业务收	74236	94016	101386	111736	124749
分出保费	(6761)	(8435)	(9125)	(10056)	(11227)
未到期提转	(1939)	(1307)	(494)	(668)	(801)
投资收益	27009	14008	11955	12919	14360
公允价值变	235	(742)	395	595	799
其他收入	228	295	325	357	393
收入合计	93008	97835	104442	114883	128272
退保金	8222	7257	8491	9085	9994
赔付支出	17395	28336	30973	34070	37477
保险准备金	41354	37139	40742	45255	49734
保户红利支	1223	2595	2076	1661	1329
营业税及附	2218	1677	3042	3352	3742
佣金手续费	5615	7258	8111	8939	9980
管理费用	10055	11430	13180	14526	16217
减摊保费用	(2431)	(2904)	(3285)	(3620)	(4042)
其他成本费	861	5796	627	689	757
支出合计	84512	98584	103956	113956	125188
营业外净收	(53)	394	402	410	418
利润总额	8443	(355)	887	1336	3502
所得税	(1374)	1770	(142)	(214)	(560)
少数股东损	176	76	19	28	74
净利润	6893	1339	726	1095	2868
EPS (元)	0.90	0.17	0.09	0.14	0.37

股息

投资明细表

至 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
投资资产合计	286369	287896	321943	356787	392105
存款	83882	102107	104494	107262	110405
债券	131230	169893	191641	213426	235247
股权类	65059	14849	24660	34838	45076
其他	6198	1047	1149	1260	1377
投资资产占比合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
存款	29.3%	35.5%	32.5%	30.1%	28.2%
债券	45.8%	59.0%	59.5%	59.8%	60.0%
股权类	22.7%	5.2%	7.7%	9.8%	11.5%
其他	2.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
总投资收益合计	27272	8045	12350	13514	15159
存款	2455	3617	2376	2223	2177
债券	3614	7092	7592	8304	8973
股权类	21152	(2707)	2371	2975	3996
其他	51	43	11	12	13
总投资收益率合计	2.8%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%
存款	3.9%	2.3%	2.1%	2.0%	2.0%
债券	4.7%	4.2%	4.1%	4.0%	4.0%
股权类	-6.8%	12.0%	10.0%	10.0%	10.0%
其他	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%

主要财务比

至 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
非寿险业务	29.3%	18.7%	15.0%	15.0%	15.0%
寿险业务	34.0%	30.4%	5.0%	8.0%	10.0%
总投资收益		-70.5%	53.5%	9.4%	12.2%
净利润	583.8%	-80.6%	-45.7%	50.7%	162.0%
获利能力					
总投资收益		2.8%	4.1%	4.0%	4.0%
ROE	11.2%	2.9%	1.6%	2.3%	5.5%
成本控制能力					
管理费用率	13.5%	12.2%	13.0%	13.0%	13.0%
每股指标 (元)					
每股收益	0.90	0.17	0.09	0.14	0.37
每股净资产	8.16	6.33	6.00	6.27	6.84
每股内含价	9.71	9.09	8.47	8.86	9.57
估值比率					
PE (倍)	20.3	104.5	192.6	127.8	48.8
PB (倍)	2.2	2.9	3.0	2.9	2.7
PEV (倍)	1.9	2.0	2.1	2.1	1.9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

许守德, 中投证券研究所非银行金融行业分析师, 经济学学士、经济学硕士, 5 年行业经历。

主要研究覆盖公司: 中国人寿、中国平安、中国太保、中信证券等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434