

2009-04-26

多元化保险

中国太保 601601-SH

从佣金看,标准保费同比增长30%

◇ 事件: 从佣金增长看标准保费

◆ 业务结构调整导致业绩低于预期, 维持“买入”评级:

中国太保一季度 EPS 仅为 0.03 元, 大幅低于预期 (0.20 元)。低于预期的原因主要是承保结果和投资收益同时低于预期。

承保结果与保费收入比为-10%, 低于我们预期的 7%。低于预期的主要是由于公司所进行的业务结构调整, 导致佣金率超出了预期。这也正是我们所担心的。

投资收益率为 0.97%, 也低于我们预期的 1.26%。投资收益率低于预期的原因和定息资产有关。我们认为全年的收益率会得到改善。

虽然一季度净利润较差, 但净资产仍然取得了 5% 左右的增长, 这符合我们的预期。从全年来看, 由于保费结构的调整, 新业务价值将取得 20% 以上的增长。我们认为经过结构调整的阵痛之后, 必将迎来浴火重生。看好中报时公布的保费结构数据, 维持“买入”评级。

◆ 从佣金增长推测标准保费增速在 30% 左右:

一季度佣金同比增长了 31%, 而保费则下降了 5%。在今年的保险经营环境中, 佣金竞争并不激烈, 我们认为太保并没有采取佣金竞争的方式, 保费结构调整导致佣金率上升了近 2 个百分点。

太保期缴比例在一季度有快速的上升, 我们预计期缴比例在 30% 以上。这一数据目前尚没有官方数据证实。由于期缴保费首年保费规模低, 佣金与首年保费的比率要高, 这导致了佣金率的上升。

如果以佣金和标准保费来计算, 佣金率应该大致维持稳定。由于佣金同比上升了 31%, 我们可以推测标准保费也大致增长了 30%。

上述判断的关键假设在于佣金和标准保费的比率相对稳定, 这一假设尚需实证。

◆ 全年投资收益率有望达到 4.3%:

虽然一季度投资收益率仅为 1% 左右, 低于我们预期的 1.2%, 但我们对全年的投资收益率依然较为乐观, 可望达到 4.3%。对投资收益率的乐观主要基于三个方面。其一, 流动性推动的股市; 其二, 债券市场利率上扬; 其三, 更加积极的资产配置。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
保费收入 (百万元)	65,536	84,274	82,747	98,601	116,916
保费收入增长率	32.48%	26.64%	-0.82%	18.82%	18.56%
投资收益 (百万元)	27,244	13,266	17,098	19,881	22,947
投资收益增长率	51.89%	-51.31%	28.89%	16.28%	15.42%
EPS (元)	0.90	0.17	0.75	0.94	1.21
ROE	10.89%	2.72%	15.44%	16.13%	17.97%
P/E	20	104	24	19	15
P/EVPS	2	2	2	2	1
隐含新业务倍数	-	19	15	9	6

光大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。

维持

买入

当前价格	17.99 元
目标价格	22 元
目标期限	3 个月

分析师:

肖超虎

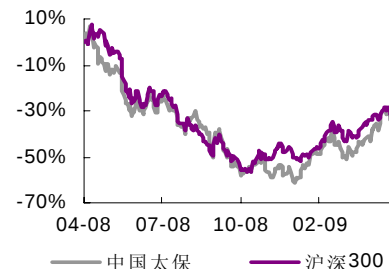
021-22169120

xiaoch@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	7,700
总市值(百万元)	139
流通比例(%)	33.52%
12 个月最高/最低 (元)	29.70/10.02
近 3 月日均成交量(百万股)	39.22
主要股东	华宝投资有 限公司

股价表现 (12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	7.55	4.70	-3.08
绝对收益	14.70	31.27	-35.43

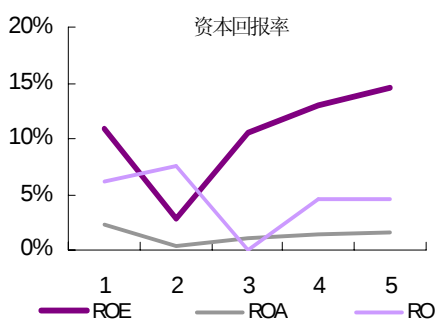
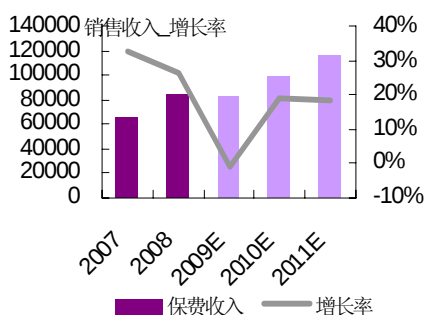
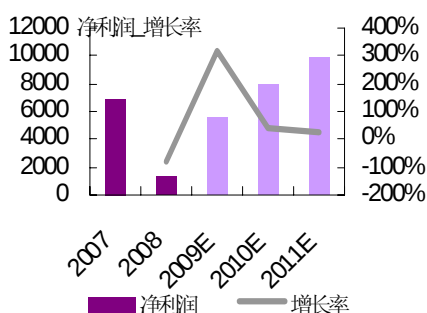
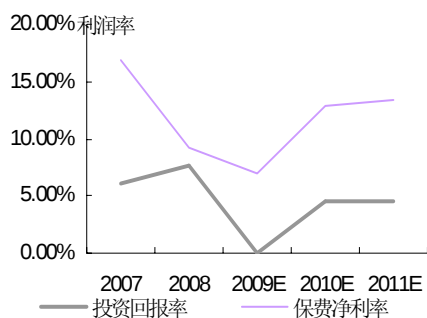
相关报告:

中国太保-08 年银保期缴惊喜将升级
..... 2009-04-13
乘政策东风, 中国太保价值回归
..... 2009-03-31

中国太保一季度业绩分析

	季度数据					光大证券观点
	2008Q1	2008Q4	2009Q1	同比	环比	
保费收入	30,659	17,199	29,187	-5%	70%	主动进行结构调整银行保险规模下降
分出保费	2,616	1,866	2,766	6%	48%	
未到期责任准备金	1,124	(930)	1,753	56%	-288%	
已赚保费	26,919	16,263	24,668	-8%	52%	基本与原保费增速一致
退保金	2,401	1,702	2,243	-7%	32%	产品调整和行业环境导致退保减少
赔付支出	7,610	6,318	7,661	1%	21%	分红产品形成满期给付高峰
准备金	16,242	4,932	11,715	-28%	138%	满期给付和保费规模下降所致
红利支出	384	592	690	80%	17%	投资收益及分红险规模增长
佣金支出	1,927	1,637	2,532	31%	55%	与保费结构调整有关，可能有其他因素
营业税费	718	(9)	576	-20%		
分保费用	4	4	5	25%	25%	
管理费用	1,854	2,257	2,241	21%	-1%	
承保结果	(4,221)	(1,170)	(2,995)	-29%	156%	准备金调节利润空间有限，承保恢复至正常状况
承保利润率	-14%	-7%	-10%			利润率同比出现较大改善，第四季环比下降
公允价值变动净收益	(416)	(47)	132	-132%	-381%	
投资净收益	6,991	(810)	3,273	-53%	-504%	在第三、四季度通过计提资产减值损失和出售存在浮亏的资产，公司的投资净收益和资产减值都有较明显的恶化，总投资收益连续两个季度为负
汇兑净损益	(72)	(10)	(1)	-99%	-90%	
减：资产减值损失	19	1,619	151	695%	-91%	
总投资收益	6,484	(2,486)	3,253	-50%	-231%	
营业利润	2,111	(3,790)	258	-88%	-107%	营业利润比投资收益波动性更大
加：营业外收入	130	318	18	-86%	-94%	
减：营业外支出	5	18	3	-40%	-83%	
利润总额	2,236	(3,490)	286	-87%	-108%	
减：所得税	417	(931)	85	-80%	-109%	所得税费为负值
减：少数股东损益	29	(22)	1	-97%	-105%	
净利润	1,790	(2,559)	200	-89%	-108%	连续两个季度出现亏损，投资损失大部分已经实现
每股收益(元)	0.23	-0.33	0.03		-108%	

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
收入合计	92,780	97,540	99,524	119,269	140,601
已赚保费	65,536	84,274	82,747	98,601	116,916
投资收益	27,244	13,266	16,777	20,667	23,685
费用合计	82,076	82,154	89,275	107,643	126,834
退保金支出	8,222	7,257	7,146	8,627	10,246
赔付支出	17,395	28,336	26,108	32,194	38,505
准备金支出	41,354	37,139	39,163	47,653	55,370
保户红利支出	1,223	2,595	2,331	1,657	1,887
佣金支出	5,615	7,258	7,926	8,170	9,112
税前利润	8,267	-431	6,602	9,341	11,714
所得税	1,374	-1,770	1,015	1,437	1,802
税后利润	6,893	1,339	5,586	7,905	9,913
准备金前利润	48,247.00	38,478.00	44,748.89	55,557.76	65,282.94

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	309,010	319,390	502,125	572,389	652,174
货币资金	23,622	17,513	19,370	23,016	22,740
定期存款	53,855	59,265	138,655	143,043	147,090
固定收益类资产	91,450	126,534	241,397	274,158	319,044
权益类资产	26,328	65,059	42,350	62,527	82,511
长期投资	256	289	296	337	385
固定资产	3,976	4,310	3,982	4,475	5,306
无形资产	532	578	538	639	758
其他资产	108,991	45,842	55,536	64,194	74,340
总负债	245,689	270,162	353,332	415,726	488,294
有息债务	2,113	2,188	2,000	2,000	2,000
未到期责任准备金	14,075	15,946	19,188	22,438	26,281
未决赔款准备金	9,120	10,638	14,218	17,134	20,806
寿险责任准备金	179,637	211,547	272,812	326,491	388,185
长期健康险责任准备金	6,989	8,536	10,374	12,457	15,312
其他负债	33,755	21,307	34,739	35,206	35,710
股东权益	63,321	49,228	53,305	61,192	68,427
股本	7,700	7,700	7,700	7,700	7,700
公积金	50,178	37,180	38,043	41,382	42,913
未分配利润	4,947	3,885	6,932	11,245	16,652
少数股东权益	514	487	654	890	1,186

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	40,054	20,929	51,126	45,537	54,143
净利润	7,069	1,415	5,753	8,141	10,209
折旧摊销	424	424	424	424	424
净营运资金增加	61,504	-29,531	61,982	39,011	40,403
其他	-28,943	48,621	-17,033	-2,039	3,107
投资活动产生现金流	-62,692	6,130	-152,925	-40,210	-52,227
净资本支出	32,458	48,970	100,499	24,621	31,362
长期投资变化	-75	-33	-7	-40	-48
其他资产变化	-95,075	-42,807	-253,416	-64,791	-83,541
融资活动现金流	9,343	-5,202	13,010	-1,854	-2,369
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	75	-188	0	0
其它长期负债变化	9,343	-5,277	13,198	-1,854	-2,369
净现金流	-13,295	21,857	-88,788	3,473	-452

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
保费收入增长率	32.48%	26.64%	-0.82%	18.82%	18.56%
资产增长率	52.15%	3.36%	57.21%	13.99%	13.94%
投资收益增长率	51.89%	-51.31%	26.47%	23.19%	14.60%
净利润增长率	583.83%	-80.57%	317.20%	41.50%	25.40%
EPS 增长率	281.88%	-80.57%	317.20%	41.50%	25.40%
估值指标					
PE	20	104	24	19	15
PB	2	3	4	3	3
P/EVPS	2	2	2	2	1
隐含新业务倍数	-	-	15	9	6
市值/保费收入	2	2	2	1	1
市值/投资收益	5	11	8	7	6
市值/准备金前利润	3	4	3	3	2
盈利能力 (%)					
承保利润率	-27.66%	-10.12%	-11.76%	-11.08%	-9.85%
投资利润率	41.14%	9.39%	19.94%	20.80%	20.12%
营业利润率	13.49%	-0.73%	8.18%	9.71%	10.27%
税前利润率	11.37%	-0.38%	7.26%	8.64%	9.14%
税后利润率	10.79%	1.68%	6.95%	8.26%	8.73%
投资回报率	6.10%	7.60%	0.04%	4.57%	4.59%
ROA	2.23%	0.42%	1.11%	1.38%	1.52%
ROE	10.89%	2.72%	10.48%	12.92%	14.49%
偿债能力					
偿付能力充足率	-	-	-	-	-
资产负债率	62.85%	70.12%	70.62%	72.00%	73.38%
流动比率	3.30	2.93	3.28	3.63	3.89
速动比率	3.27	2.88	3.25	3.60	3.85
每股指标					
EPS	0.90	0.17	0.73	1.03	1.29
每股红利	0.00	0.00	0.22	0.31	0.39
每股经营现金流	-	2.72	6.64	5.91	7.03
每股净资产	8.22	6.39	6.92	7.95	8.89
每股内涵价值(EVPS)	9.71	9.09	7.45	8.76	10.16
每股新业务价值	-	0.47	0.57	0.75	0.90

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

肖超虎：保险业分析师，重点覆盖公司中国太保、中国人寿和中国平安。于 2008 年率先提示保险股的风险，在 2009 年大力推荐 中国太保，跑赢了行业。

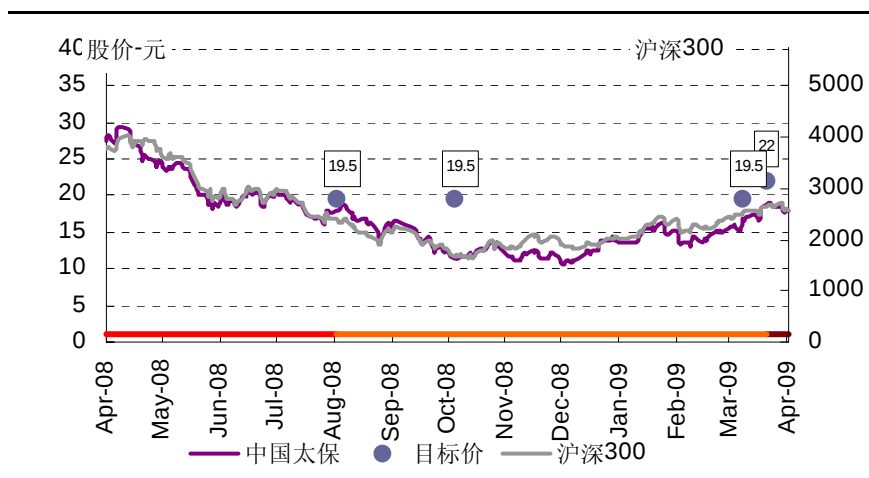
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

0 (601601)

分析师：肖超虎



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2008-08-24	17.69	19.50	中性
2008-10-27	12.80	19.50	中性
2009-03-31	15.25	19.50	买入
2009-04-12	18.17	22.00	买入

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海				
	李松	021-22169999-9090	15821882803	lisong@ebscn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。