

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

业绩在预料之内，未来能否实质改善尚待观察

4 月 27 日，中国太保公布 09 年 1 季报。公司 1 季度实现归属于母公司净利润 2.00 亿元，同比下降 88.8%。每股收益 0.03 元。虽然与市场预期大相径庭，但与我们较为接近，再次显示我们预测模型的准确性。

投资要点：

- 承保成本有所下降，可能与业务收缩有关。09 年 1 季度，公司承保成本 29.68 亿元，与 07-08 年单季平均承保成本 32.38 亿元相比，下降 8.3%。我们估计下降的原因是业务收缩。由于保险公司的保单获取费用不可递延，业务增速减缓，反而对当期账面业绩有利。
- 与国寿一样，公司退保问题可能有抬头的迹象。09 年 1 季度的退保支出 22.43 亿元，虽然同比下降 6.6%，但环比上升 31.8%，显示公司的退保问题可能有抬头的迹象。不过，我们坚持认为，在低息环境下，只要不演变成大范围的现象，则适当的退保反而会减轻资产配置压力。
- 红利支出增加，显示公司高度重视分红险业务的开拓。公司 09 年 1 季度的红利估算金额为 6.90 亿元，同比上升 79.7%，环比上升 16.6%。
- 公司 1 季度手续费率和管理费用率均同比上升，我们判断这与公司在业务结构调整的过程中高度重视期缴业务的开拓有关。同时，该两个指标环比有所下降，是否意味着公司 09 年业务结构调整停止或放缓，可能需要进一步观察。
- 投资建议：由于公司费差损可能仍较为严重，导致业绩短期内难以有效提升，这符合我们过去的预期。未来公司业绩能否实质改善，我们认为尚需观察。我们也再次强调，在三只保险股中，公司改善的空间最大，但费差损的改善非一朝一夕之功，因此目前还不是投资的时机。至于何时是最佳投资机会，我们会给予密切关注。

6-12 个月目标价：

当前股价： 17.99

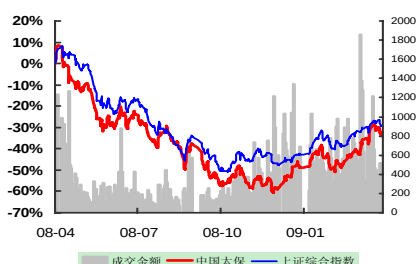
评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万)	7700.00
流通股本(百万)	2580.98
流通市值(亿)	464.32
EPS (TTM)	-0.03
每股净资产(元)	6.58
资产负债率	85.31%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
股票价格	15.03	31.31	45.79
上证综指	4.40	21.78	30.12



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	1.98	2.12	2.03	1.88

资料来源：中投证券研究所

09 年 1 季度，公司承保成本 29.68 亿元，与 07-08 年单季平均承保成本 32.38 亿元相比，下降 8.3%。我们估计下降的原因是业务收缩。由于保险公司的保单获取费用不可递延，业务增速减缓，反而对当期账面业绩有利。

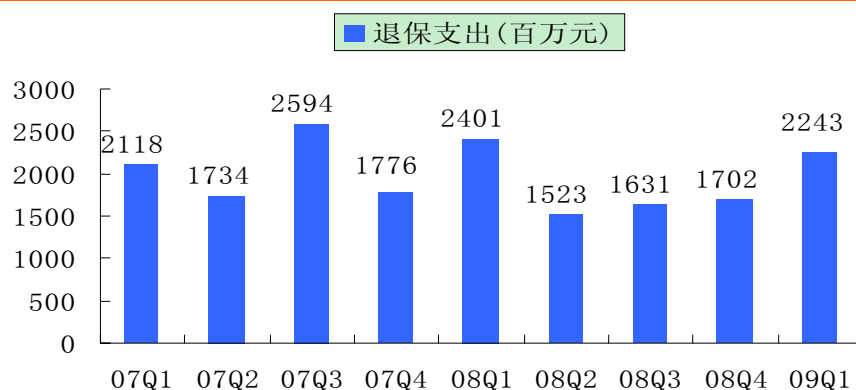
表 1 07Q2-09Q1 太保各季度承保成本

单位: 百万元	2009Q1	2008Q4	2008Q3	2008Q2	2008Q1	2007Q4	2007Q3	2007Q2
投资收益(1)	3,273	-810	-1,507	9,334	6,991	5,407	8,176	9,474
公允价值变动收益(2)	132	-47	-120	-159	-416	-164	-12	-102
计提资产减值准备(3)	151	1,619	2,162	1,421	19	-65	-26	47
投资连结险收益(4)								
利润总额(5)	286	-2,223	-2,223	3,122	2,236	1,255	2,509	2,521
承保利润								
= (5) - [(1) + (2) - (3) - (4)]	-2,968	253	1,566	-4,632	-4,320	-4,053	-5,681	-6,804

资料来源：公司公告、中投证券研究所

与国寿一样，公司退保问题可能有抬头的迹象。09 年 1 季度的退保支出 22.43 亿元，虽然同比下降 6.6%，但环比上升 31.8%，显示公司的退保问题可能有抬头的迹象。不过，我们坚持认为，在低息环境下，只要不演变成大范围的现象，则适当的退保反而会减轻保险公司的资产配置压力。

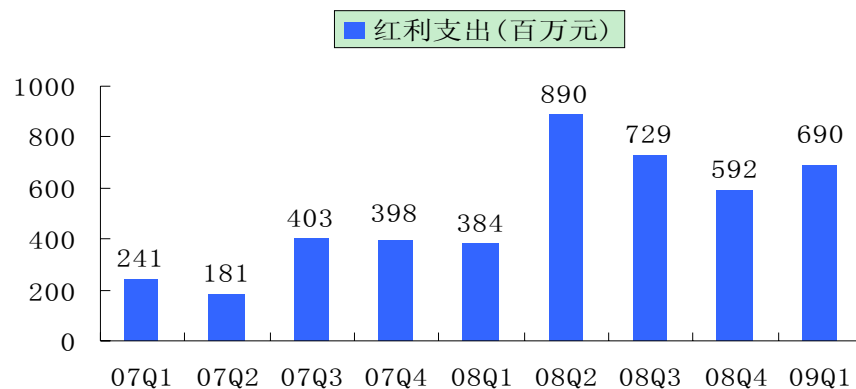
图 1 太保退保支出



资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司 09 年 1 季度的红利估算金额为 6.90 亿元，同比上升 79.7%，环比上升 16.6%，显示公司高度重视分红险业务的开拓。我们认为，这符合行业趋势。

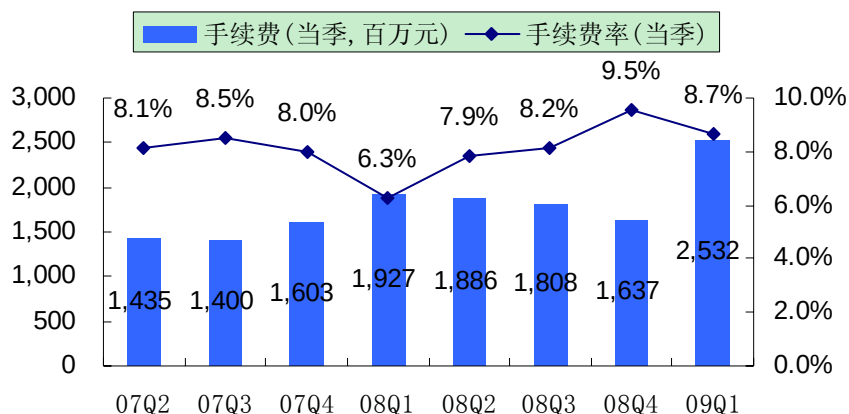
图 2 太保红利支出



资料来源：公司公告、中投证券研究所

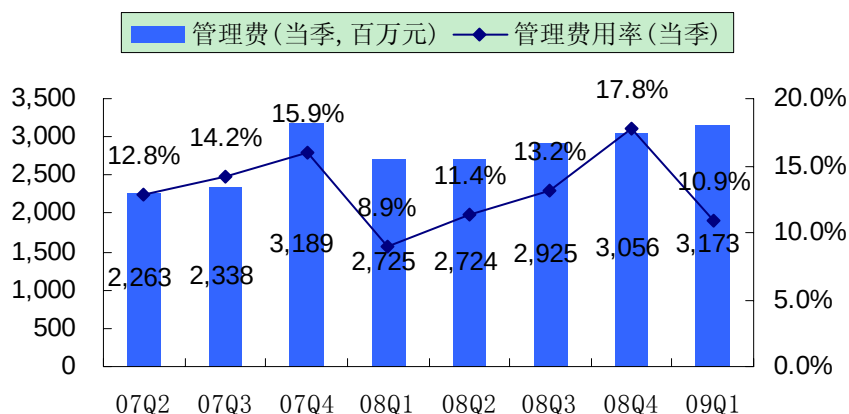
公司 1 季度手续费率和管理费用率均同比上升，我们判断这与公司在业务结构调整的过程中高度重视期缴业务的开拓有关。同时，该两个指标环比有所下降，是否意味着公司 09 年业务结构调整停止或放缓，可能需要进一步观察。

图 3 太保手续费及手续费率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 太保管理费及管理费用率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

综上，由于公司费差损可能仍较为严重，导致业绩短期内难以有效提升，这符合我们过去的预期。未来公司业绩能否实质改善，我们认为尚需观察。我们也再次强调，在三只保险股中，公司改善的空间最大，但费差损的改善非一朝一夕之功，因此目前还不是投资的时机。至于何时是最佳投资机会，我们会给予密切关注。

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%	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%	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)	20.1	103.5	190.7	126.6	48.3
PB (倍)	2.2	2.8	3.0	2.9	2.6
PEV (倍)	1.9	2.0	2.1	2.0	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, 中投证券研究所金融行业分析师, 经济学学士、经济学硕士, 在保险公司工作近 5 年, 曾担任民安保险公司精算责任人多年。

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