

罗毅, CFA 86-755-82940797
 luoyi@cmschina.com.cn

 洪锦屏 86-755-82960071
 hongjinp@cmschina.com.cn

2009年7月17日

中国太保(601601.SH)/27.88元

H股发行短期提振A股价格

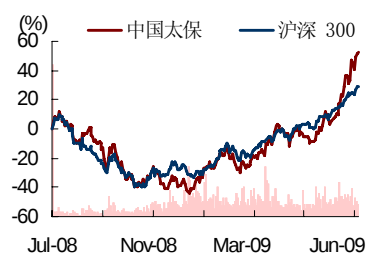
金融·保险
目标估值: 30元
中性-B(维持)

基础数据

上证综指	3184
总股本(万股)	770000
已上市流通股(万股)	258098
总市值(亿元)	2147
流通市值(亿元)	720
每股净资产(MRQ)	6.6
ROE(TTM)	-0.5
资产负债率	85.3%
主要股东	华宝投资有限公司
主要股东持股比例	17.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	42	105	45
相对表现	24	29	18



相关报告

- 1、《保单利润率继续降低, 盈利增长动力不足-中国太保 2007 年报点评》2008/4/14
- 2、《名义利润增长, 实际经营堪忧-中国太保 2008 年中报点评》2008/8/25
- 3、《投资收益拖累业绩, 浮亏释放远未结束-中国太保 2008 三季报点评》2008/10/27
- 4、《保险主业持续调整, 喜忧参半-中国太保 2008 年年报点评》2009/4/12
- 5、《业绩见底, 但增长仍具压力-中国太保一季报点评》2009/4/27

太保发布公告将以不低于 23.5 元的价格发行不超过 10 亿股, 我们认为短期内对公司的股价有刺激作用。

- **H 股增发价高于 30 元的可能性较大, 短期股价存在上涨动力。**H 股定价方式仅确定发行价格下限是 23.5 元, 并未确定上限, 因而最终的定价还存在较大的不确定性。近一个月来, 太保股价的涨幅超过 40%, 而公司的股东会将于 8 月 31 日召开, 股东会通过之后才能正式开展 H 股发行事宜, 间隔一个半月, 届时其股价突破 30 元的可能性较大, 其逻辑是, A 股的投资者可能通过抬高股价来影响 H 股的定价, 从而减小其权益被稀释的风险。
- **募集资金将充实太保的资本金, 提高偿付能力充足率, 为保险业务的开展提供资本支撑。**2008 年末, 太保寿险偿付能力充足率 234%, 太保财险偿付能力充足率 188%, 预计完成发行后, 太保集团总体的实际资本将增加至 600 亿左右, 可通过向寿、财险注资提升其偿付能力充足率至更高的水平, 以支持保险业务的顺利开展。我们认为对保险结构的主动调整有利于提升公司的保单质量和新业务价值, 但市场份额的逐步下滑也是不可避免的问题, 而保险公司通常一年重规模、一年调结构来设定自身的发展节奏, 不排除未来太保将重拾激进的营销战略来恢复在保费规模上的损失, 而充实的资本金将为公司提供基础。
- **未来资本运作值得期待。**太保是目前三家上市保险公司中只经营保险业务的, 国寿和平安都介入了银行或证券等其他金融领域的股权。我们认为, 虽然太保管理层曾表示公司专注于主业, 但并不排斥在适当的时候进行适当的投资, H 股融资完成后, 对于并不缺钱的太保来说, 资本运作值得期待。
- **假设公司 09 年完成发行, 短期内募集资金难以产生收益, 将使 09 年 EPS 从我们测算的 0.54 元摊薄至 0.48 元, 而 2010 年的 EPS 将上调至 0.72 元。**
- **我们认为, 在当前市场条件下, H 股如果能够顺利发行, 将对公司未来的发展产生较大的助力, 而香港市场的融资将不对 A 股的资金面产生压力, 而 A 股股东有做多股价的理由, 短期内股价上行的概率很大, 投资者可以把握交易性机会, 上调短期目标价至 30 元。**

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(亿)	930	978	1,076	1,278	1,504
同比增长	61.7%	5.2%	9.9%	18.8%	17.7%
营业利润(亿)	85	-125	50	75	92
同比增长	324.0%	-247.0%	-139.8%	50.6%	23.5%
净利润(亿)	71	-107	42	64	78
同比增长	440.9%	-251.6%	-139.4%	50.6%	23.5%
每股收益(元)	0.90	0.17	0.48	0.72	0.88
PE	31.1	160.3	58.6	38.9	31.5
PB	3.4	4.4	3.5	2.8	2.1

资料来源: 招商证券

事件：

中国太保发布公告，将发行不超过 10 亿股的 H 股，定价方式为通过累计订单和簿记建档，依据当时国际资本市场情况，以不低于本次董事会决议公告日前公司 A 股 20 个交易日的交易均价进行发行。此次决议有效期为股东大会审议通过之日起 12 个月。募集资金用于充实资本金。

点评：

自董事会决议公告日前 20 个交易日太保的均价为 23.5 元，即公司计划在 H 股市场上募集不少于 235 亿元人民币。太保在 2007 年 A 股上市时曾经计划以不低于 A 股发行价 30 元的价格发行 9 亿 H 股，但由于 08 年 A 股市场的一路下跌而最终落空，而太保登陆香港联交所的想法一直存在，随着 A 股市场的转暖，发行 H 股的动作并没有超出我们的预期。

1. H 股增发价高于 30 元的可能性较大，短期股价存在上涨动力。

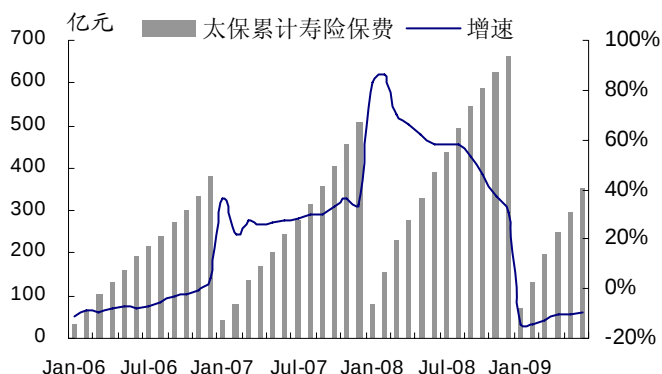
H 股定价方式仅确定发行价格下限是 23.5 元，并未确定上限，因而最终的定价还存在较大的不确定性。近一个月来，太保股价的涨幅超过 40%，而公司的股东会将于 8 月 31 日召开，股东会通过之后才能正式开展 H 股发行事宜，间隔一个半月，届时其股价突破 30 元的可能性较大，其逻辑是，A 股的投资者可能通过抬高股价来影响 H 股的定价，从而减小其权益被稀释的风险。

2. 募集资金将充实太保的资本金，提高偿付能力充足率，为保险业务的开展提供资本支撑。

2008 年末，太保寿险偿付能力充足率 234%，太保财险偿付能力充足率 188%，预计完成发行后，太保集团总体的实际资本将增加至 600 亿左右，可通过向寿、财险注资提升其偿付能力充足率至更高的水平，以支持保险业务的顺利开展。

08 年末以来，太保寿持续进行保费结构的调整，上半年保费收入增长-9.4%，处于持续缓慢的改善过程中，预计随着四季度同比增速的下降，将在年底转入正增长。我们认为对保险结构的主动调整有利于提升公司的保单质量和新业务价值，但市场份额的逐步下滑也是不可避免的问题，而保险公司通常一年重规模、一年调结构来设定自身的发展节奏，不排除未来太保将重拾激进的营销战略来恢复在保费规模上的损失，而充实的资本金将为公司提供基础。

图 1: 太保寿险累计保费收入和增速



资料来源：招商证券研发中心

图 2: 太保寿险单月保费收入和增速



资料来源：招商证券研发中心

3. 未来资本运作值得期待

太保是目前三家上市保险公司中只经营保险业务的，国寿和平安都介入了银行或证券等其他金融领域的股权。我们认为，虽然太保管理层曾表示公司专注于主业，但并不排斥在适当的时候进行适当的投资，H 股融资完成后，对于并不缺钱的太保来说，资本运作值得期待。

4. 假设公司 09 年完成发行，短期内募集资金难以产生收益，将使 09 年 EPS 从我们测算的 0.54 元摊薄至 0.48 元，而 2010 年的 EPS 将上调至 0.72 元。

我们认为，在当前市场条件下，H 股如果能够顺利发行，将对公司未来的发展产生较大的助力，而香港市场的融资将不对 A 股的资金面产生压力，而 A 股股东有做多股价的理由，短期内股价上行的概率很大，投资者可以把握交易性机会，上调短期目标价至 30 元。

附：财务预测表

	2007	2008	2009E	2010E
估值				
股价/内涵价值	2.87	3.07	3.33	2.58
隐含新业务倍数	33.64	33.31	33.44	21.36
市盈率	31.14	160.33	58.64	38.93
市净率	3.39	4.38	4.46	3.67

每股数据

每股净资产	8.22	6.33	7.99	9.87
每股内涵价值	9.71	9.09	10.88	13.82
每股一年新业务价值	0.39	0.47	0.46	0.56
每股盈利	0.90	0.17	0.48	0.72

盈利增长因素

毛保费增长	32.5%	26.6%	12.2%	18.6%
净赚保费增长	36.6%	28.6%	10.2%	18.6%
营业及管理费用	22.2%	42.6%	-32.5%	32.0%
理赔及红利	40.9%	58.7%	-3.4%	6.1%
承保损失	-41.8%	-173.6%	-689.1%	47.2%
投资收益	186.3%	-51.3%	7.1%	19.8%
税前利润	316.7%	-247.9%	-139.8%	50.6%
净利润	583.8%	-80.6%	208.9%	50.6%

主营业比例

营业费用/总保费	13.5%	15.2%	9.2%	10.2%
理赔与保护红利/投资收益	98.5%	321.1%	289.5%	256.4%
投资收益率	11.7%	2.9%	4.7%	5.0%
资产回报率	2.3%	0.4%	1.2%	1.5%
净资产回报率	11.2%	2.7%	7.6%	10.6%

寿险业务

保费收入增长	34.0%	30.4%	9.9%	18.0%
个人保险增长	28.0%	10.8%	8.3%	12.0%
银行保险增长	58.3%	63.9%	13.3%	24.9%
团体保险增长	1.9%	-5.1%	-2.0%	2.0%
APE	8044	10,821	11,519	12,889
新业务毛利率	37.5%	33.7%	35.0%	33.8%
新业务价值增长	38.6%	21.1%	10.6%	7.8%

注：09 年及以后按 H 股发行后 87 亿股本计算
 资料来源：公司报表、招商证券

单位：百万	2007	2008	2009E	2010E
利润模型				
毛保费收入	74,236	94,016	105,532	125,186
分出保费	-6,761	-8,435	-10,553	-12,519
未到期责任准备金	-1939	-1,307	-2,111	-2,504
净赚保费	65,536	84,274	92,868	110,164
营业及管理费用	10,055	14,334	9,681	12,781
理赔及保户红利	26,840	42,593	41,132	43,644
承保利润	3,265	-2,402	14,151	20,828
投资收益	27,244	13,266	14,208	17,022
其他收益及费用	215	266	474	613
税前利润	8,443	-12,488	4,966	7,480
净利润	7069	-10,718	4,221	6,358
归属于股东利润	6,893	1,339	4,136	6,231

资产负债表

投资资产	286,369	250,966	278,007	315,039
其他资产	22,641	68,424	99,090	112,228
总资产	309010	319,390	377,098	427,267
保险与投资承保负债	220945	217,678	244,770	275,223
其他负债	24744	52,484	61,439	74,486
总负债	245689	270,162	306,209	349,709
股东权益	63321	48,741	69,471	76,007

寿险

保费收入	50686	66092	72628	85701
个人保险	23302	25811	27953	31308
银行保险	20725	33960	38480	48075
团体保险	6659	6321	6195	6318

财险业务

保费收入	23,550	27,924	32,904	39,485
机动车险	16,503	19,688	23,240	27,748
企业财险	3,719	4374	5372	6629
其他财险	3328	3862	4293	5108
赔付率	59.7%	65.6%	65.2%	64.3%
综合成本率	99.9%	103.4%	99.0%	98.1%
财险保费占比	31.7%	29.7%	31.2%	31.5%

分析师简介

罗毅, CFA: 英国诺丁汉大学研究生毕业, 经济金融学硕士学位, 华南理工大学金融学学士, 于业内最先发现保险股潜在投资价值, 建立保险行业的分析框架。对证券行业理解深刻, 获得新财富07 年度最佳分析师非银行金融第三名, 证券市场周刊水晶球奖2007年最佳分析师非银行金融第二名, 金融时报(FINANCIAL TIMES) 2007年度最佳分析师金融行业第二名, 目前为招商证券金融行业研究副董事。

洪锦屏: 华南理工大学管理学硕士, 2008 年 7 月加入招商证券, 从事金融行业研究

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内, 公司股价相对同期市场基准 (沪深 300 指数) 的表现为标准:

- 强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避: 公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A: 公司长期竞争力高于行业平均水平
- B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准 (沪深 300 指数) 的表现为标准:

- 推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
- 中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
- 回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。

本报告仅向特定客户传送, 版权归招商证券所有。未经我公司书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。