



2009 年 5 月 4 日

保险业

新闻速评

周光

分析员

zhoug@cicc.com.cn

赵慧颖/ 刘欣

联系人

zhaohy2@cicc.com.cn/liuxin3@cicc.com.cn

推荐

中国太保(601601.CH)

收购长江养老为养老金业务发展奠定基础

事件:

中国太保发布公告称, 太保寿险拟以 170,250,000 元受让上海国际持有的长江养老保险股份有限公司 113,500,000 股股份, 同时以 327,914,833.50 元认购长江养老定向增发的 218,609,889 股股份, 本次对外投资完成后, 中国太保将间接持有长江养老 51% 的股份。此次投资尚需取得国有资产监督管理部门及中国保监会的批准。

评论:

市场期待的利好消息实现。对中国太保来说, 增持和控股长江养老具有重要的战略意义, 因为养老保险和企业年金无疑蕴藏着巨大的市场潜力, 另外, 本次收购的时机恰当。

长江养老由上海国际集团、中国太保、宝钢集团、上海机场等多家总部设在上海的企业于 2007 年发起设立, 已拥有受托人、帐户管理人、投资管理人三项企业年金基金管理机构资格, 并已接受上海市原有企业年金整体移交。截至 2008 年底, 长江养老受托管理规模达到 222.61 亿元, 位居行业首位(表 2)。由于仍处于开业初期和规模仍有待进一步发展, 长江养老 2008 年亏损 1323 万元。

上海市试点养老保险费部分税前抵扣的优惠政策有望近期获得批准, 这无疑有利于长江养老发挥根植上海的优势。本次交易完成后, 中国太保和长江养老之间应能产生很强的协同效应, 中国太保的资源和技术优势将能与长江养老的区位优势相结合, 从而占据上海养老保险市场的优势地位。

此次交易的总对价近 5 亿元, 折合每股 1.50 元, 与太保公告中所称的资产评估报告中的每股评估价值基本一致。

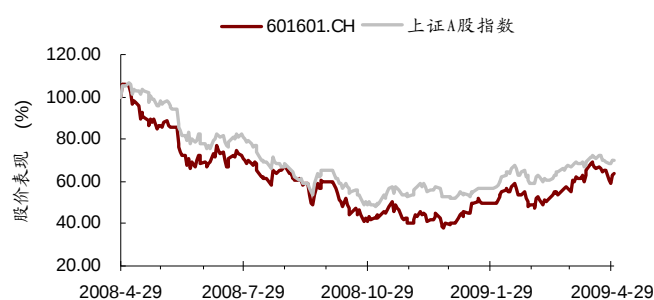
尽管此次交易无法在短期内为中国太保带来显著的利润贡献, 但将非常有利于公司的长远发展, 符合股东长远利益。

建议:

我们维持中国太保“推荐”的投资评级。

图表 1: 主要财务、股票信息

(人民币百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
保险业务收入	74,236	94,016	99,042	110,594
(+/-%)	32%	27%	5%	12%
已赚保费	65,536	84,274	87,410	98,615
投资收益	27,009	14,008	13,028	14,978
公允价值变动收益	235	(742)	800	1,000
收入总额	93,008	97,835	101,659	115,019
提取保险责任准备金	(41,354)	(37,139)	(38,163)	(42,062)
赔付及退保支出	(25,617)	(35,593)	(36,196)	(41,486)
保险业务支出及营业费用	(13,239)	(15,784)	(17,412)	(19,130)
净利润	6,893	1,339	3,664	4,937
(+/-%)	584%	(81%)	174%	35%
每股净利润 (人民币)	0.90	0.17	0.48	0.64
每股净资产 (人民币)	8.16	6.33	6.71	7.22
平均净资产收益率(%)	18.6%	2.4%	7.3%	9.2%
市盈率(X)	19.6	100.9	36.9	27.4
市净率(X)	2.2	2.8	2.6	2.4
现金分红收益率(%)	1.7%	1.7%	0.5%	0.7%



A股	
股票代码	601601CH Equity
当前股价	RMB 17.55
日成交量 (百万股)	25.80
52周最高价/最低价	RMB29.7/10.02
总市值 (百万元)	135,135
发行股数 (百万股)	7,700
流通股 (百万股)	2,581
主要股东 (持股比例)	华宝投资有限公司 (17.4%)

资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 2: 主要养老保险公司受托资产、投资资产及年金缴费情况 (截至 2008 年 12 月 31 日)

公司名称	受托管理资产 (百万元)	占比	企业年金缴费 (百万元)	占比	投资管理资产 (百万元)	占比
长江养老	22,261	47.0%	2,158	10.5%	13,699	36.3%
平安养老	12,402	26.2%	9,017	43.9%	14,613	38.7%
太平养老	6,166	13.0%	3,428	16.7%	9,426	25.0%
国寿养老	6,137	13.0%	5,357	26.1%	-	0.0%
泰康养老	398	0.8%	589	2.9%	-	0.0%
合计	47,364	100.0%	20,548	100.0%	37,737	100.0%

资料来源: 保监会, 中金公司研究部

图表 3: 可比公司估值

公司	市值(百万 美元)	货币 单位	股价	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产回报率 (%)			
	2009-04-30			07A	08A	09E	10E	07A	08A	09E	10E	07A	08A	09E	10E
<u>综合性保险公司</u>															
AIG	17,938	USD	1.34	0.6	(0.0)	5.9	5.5	0.0	0.3	0.1	0.1	6.3	(183.0)	2.0	3.4
Berkshire Hathaway	137,447	USD	89,000	10.4	27.6	16.8	14.8	1.1	1.3	0.9	0.9	11.5	4.3	6.2	6.3
ING	16,308	EUR	6.00	1.4	(16.7)	8.6	4.0	0.4	0.4	0.5	0.4	24.5	(2.3)	6.4	11.6
Allianz	40,273	EUR	67.42	3.7	(12.4)	7.3	5.7	0.6	0.9	0.9	0.8	16.2	(6.0)	12.2	14.3
平均值				4.0	(0.4)	9.6	7.5	0.5	0.7	0.6	0.5	14.6	(1.3)	6.7	8.9
<u>北美寿险公司</u>															
Manulife Canada	26,173	CAD	19.69	7.1	61.5	11.0	7.3	1.3	1.2	1.1	1.0	16.4	1.9	10.1	14.3
MetLife	22,538	USD	27.55	4.9	6.6	9.4	6.7	0.6	1.0	0.8	0.8	12.5	11.7	7.5	10.0
Prudential Financial Inc	10,982	USD	25.90	3.3	(10.7)	5.3	4.4	0.5	0.8	0.6	0.6	16.0	(5.8)	10.2	12.0
Sun Life Financial Inc	12,799	CAD	27.71	7.1	19.8	11.6	8.2	1.0	1.0	0.9	0.9	14.1	5.0	7.7	11.0
平均值				5.6	19.3	9.3	6.7	0.8	1.0	0.9	0.8	14.8	3.2	8.9	11.8
<u>欧洲寿险公司</u>															
AVIVA	10,929	GBp	279.75	5.7	(760.2)	5.3	4.5	0.6	61.7	0.7	0.7	10.6	(7.6)	15.4	18.8
Prudential	13,312	GBp	362.75	8.7	(2,267.2)	4.8	4.4	1.4	179.0	1.8	1.7	17.5	(7.1)	10.8	14.8
AXA	30,782	EUR	11.18	4.1	25.4	6.9	5.3	0.5	0.6	0.6	0.6	12.1	2.2	10.5	12.2
CNP Assurances	10,760	EUR	54.94	6.7	11.1	8.4	7.0	0.7	0.7	0.9	0.8	12.0	5.2	10.5	11.4
AEGON	6,648	EUR	3.20	2.2	(3.5)	13.6	5.3	0.3	0.4	0.5	0.5	13.1	(7.5)	8.7	11.4
Generali	27,944	EUR	15.03	7.1	23.5	10.9	9.1	1.4	1.8	1.5	1.3	19.4	6.6	14.1	16.0
	5,516	EUR	1.78	0.9	(0.1)	2.4	1.8	0.1	n.a.	0.2	0.1	14.9	0.3	6.0	10.1
平均值				5.0	(424.4)	7.5	5.4	0.7	40.7	0.9	0.8	14.2	(1.1)	10.8	13.5
<u>亚洲寿险公司</u>															
大东方人寿 (新加坡)	2,615	SGD	8.26	7.1	14.2	12.3	9.4	1.2	1.3	1.2	1.1	17.6	8.7	n.a.	n.a.
AXA Asia Pacific (AU)	5,205	AUD	3.83	10.3	(23.2)	14.2	12.1	1.7	2.0	2.1	2.0	16.8	(8.0)	13.4	14.6
AMP (AU)	7,307	AUD	5.08	9.5	16.3	14.6	13.2	4.9	4.9	4.8	4.2	45.4	29.3	31.0	31.9
台湾人寿	309	TWD	16.30	7.1	(2.1)	n.a.	n.a.	0.8	2.4	n.a.	n.a.	10.7	(59.1)	n.a.	n.a.
平均值				8.5	1.3	13.7	11.5	2.2	2.7	2.7	2.4	22.6	(7.3)	22.2	23.3
<u>中国寿险公司</u>															
中国人寿H股*	97,895	HKD	27.35	18.7	31.2	23.7	23.2	3.5	3.7	3.3	3.1	22.4	11.0	14.8	14.0
中国人寿A股*	97,895	RMB	23.64	23.8	66.4	35.7	33.3	3.9	5.0	4.2	3.6	19.6	6.6	12.7	11.6
中国平安H股*	42,721	HKD	48.50	17.9	1,143.1	34.9	28.1	3.0	3.7	3.5	3.3	23.8	0.5	10.3	12.1
中国平安A股*	42,721	RMB	39.70	19.3	440.5	41.2	34.4	2.7	3.7	3.4	3.2	19.4	0.7	8.3	9.2
中保国际*	2,678	HKD	13.00	11.9	(61.4)	25.3	20.0	3.2	4.0	3.4	3.3	31.4	(5.8)	14.6	16.9
中国太保*	19,798	RMB	17.55	19.6	100.9	36.9	27.4	2.2	2.8	2.6	2.4	18.6	2.4	7.3	9.2
平均值				18.5	356.4	33.0	27.7	3.1	3.8	3.4	3.2	22.5	4.2	11.3	12.2

*为中金预测；其它数据为市场预测，来自彭博资讯。

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。