

# 中国太保(601601)

—— 总保费降低，新业务价值逆势增长

维持评级

## 金融/保险

2009 年 6 月 8 日

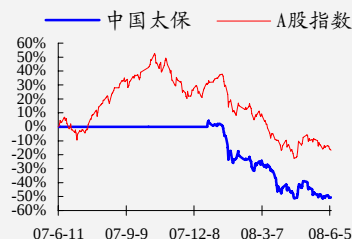
### 投资要点:

- 分渠道来看，中国太保银保新单保费各月同比下降，但银保期缴保费收入同比大幅增长，并且银保期缴保费增长是在银保新单和总保费收入下降的情况下产生的，因此，总保费虽下降，但银保渠道保单质量提高。
- 从与中国平安的对比来看，由于中国太保的银保期缴率较高，因此，太保的首年年化保费提高的速度较快。从中国人寿局部地区的情况看，银保期缴率也有所提高，但总体低于太保的增长幅度，因此，首年年化保费增长速度要比太保低。由于太保的银保期缴率是从 2008 年 9 月份开始的，因此，2009 年银保期缴率同比提高幅度较大，相应地，银保期缴保费提高幅度也较大。
- 分红险边际利润率高于万能险，随着银保渠道保费期缴率提高，首年年化保费也大幅度提高。一年期新业务价值是边际利润率与首年年化保费的乘积，在边际利润率和首年年化保费两个乘数因子都提高的情况下，一年期新业务价值呈几何级数增长。因此，尽管中国太保寿险的总保费是下降的，但其一年期新业务价值却逆势上升，提高了公司的估值
- 在保守和正常两种情形下，公司估值分别为 25.01 元和 27.5 元。目前股价对应隐含新业务倍数为 15.7 倍，给予“谨慎推荐”评级。

### 业绩预测:

|       | 主营收入<br>(万元) | 增长率<br>(%) | 归属母公司<br>净利润<br>(万元) | 增长率<br>(%) | EPS<br>(元) | ROE<br>(%) | 市盈率<br>(倍) | 红利<br>收益率(%) |
|-------|--------------|------------|----------------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| 2008  | 9,783,500    | 5.19       | 133,900              | (80.57)    | 0.17       |            |            |              |
| 2009E | 10,996,944   | 12.4       | 165,578              | 23.7       | 0.22       |            |            |              |
| 2010E | 12,516,287   | 13.8       | 274,727              | 65.9       | 0.36       |            |            |              |
| 2011E | 14,376,174   | 14.9       | 597,778              | 117.6      | 0.78       |            |            |              |

### 走势图



### 市场数据

2008-6-8

|          |         |
|----------|---------|
| 收盘价:     | 18.96 元 |
| 52 周最高价: | 51.97 元 |
| 52 周最低价: | 10.02 元 |
| 平均持仓成本:  | 16.62 元 |

### 基本数据

2009Q1

|              |         |
|--------------|---------|
| 总股本 (万股):    | 770,000 |
| 流通 A 股 (万股): | 770,000 |
| 每股收益 (元):    | 0.03    |
| 每股净资产 (元):   | 6.58    |
| 每股经营现金流 (元): | 1.33    |
| 市净率:         |         |

分析师: 赵新安

TEL: (8621)6336 7000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxinan@sina.com

地址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

## 一、中国太保保费收入状况

### 1、分渠道保费收入状况

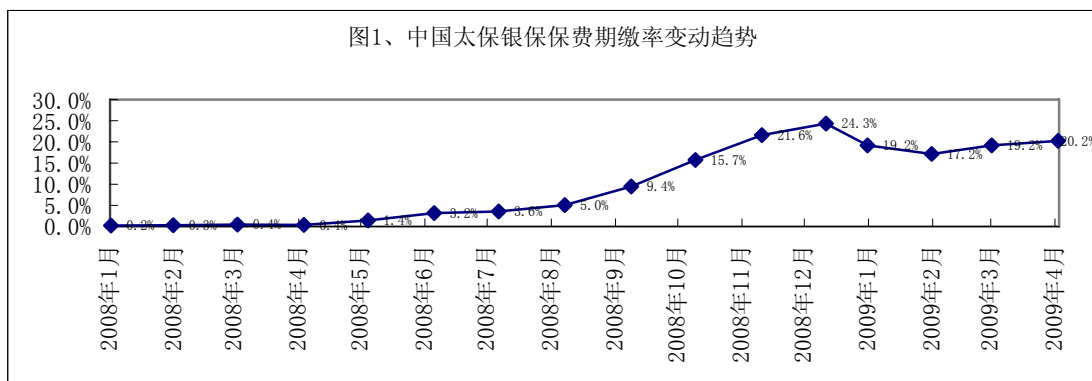
分渠道来看，中国太保银保新单保费各月同比下降，但银保期缴保费收入同比大幅增长，并且银保期缴保费增长是在银保新单和总保费收入下降的情况下产生的，因此，总保费虽下降，但银保渠道保单质量提高。

表 1、2009 年太保各月累计保费收入同比

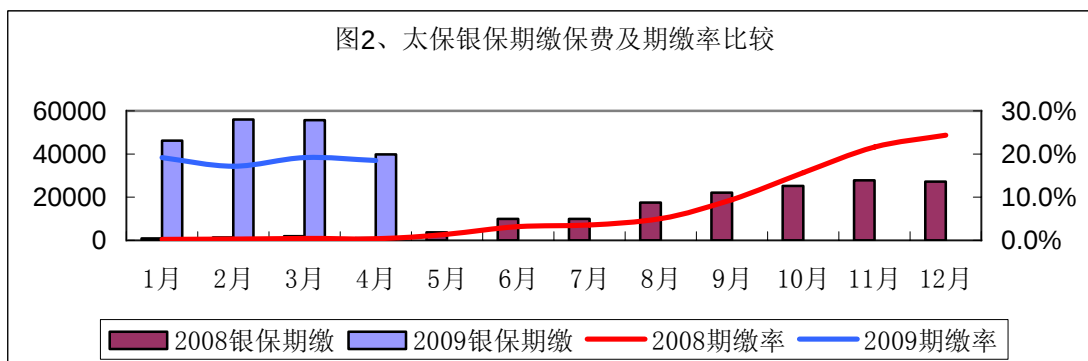
|     | 个险新单   | 个险期缴   | 银保新单   | 银保期缴    | 总保费收入   | 首年年化保费 |
|-----|--------|--------|--------|---------|---------|--------|
| 1 月 | -25.3% | -15.6% | -34.3% | 5269.7% | -14.20% | 9.09%  |
| 2 月 | -11.2% | 0.3%   | -32.7% | 4552.7% | -14.53% | 25.8%  |
| 3 月 | 3.7%   | 14.5%  | -32.4% | 3788.7% | -12.72% | 38.0%  |
| 4 月 | 14.5%  | 25.5%  | -31.5% | 3732.4% | -10.70% | 46.2%  |

资料来源：东北证券研究所

从 2008 年 9 月份以来，公司加强了银保期缴业务的管理，银保业务期缴率提高速度较快，由于去年同期基数较低，2009 年 1—4 月份，银保期缴保费收入同比增长幅度接近 40 倍。因为银保期缴率是从 2008 年 9 月份开始提高的，预计这种高速增长的趋势，在 2009 年 9 月份前将会继续保持。



资料来源：东北证券研究所



资料来源：东北证券研究所

从 2008 年下半年以来，大部分寿险公司都提高了银保渠道保费的期缴率水平，银保期缴保费收入同比提高。但从太保与全行业的对比情况看，太保的银保期缴保费收入增速高于全行业平均水平，特别是自 2009 年以来，在银保新单保费收入下降的情况下，由于期缴率的提高，银保期缴保费收入增速同比大幅度提高。

表 2、太保银保期缴保费增长率与全行业比较

|      |            | 个险新单  | 个险期缴  | 银保新单   | 银保期缴    |
|------|------------|-------|-------|--------|---------|
| 中国太保 | 2006 年     | 2.0%  | 0.0%  | 0.0%   | 0.0%    |
|      | 2007 年     | 63.0% | 53.7% | 57.5%  | -18.7%  |
|      | 2008 年     | -4.8% | -4.2% | 64.0%  | 1007.3% |
|      | 2009 年 4 月 | 14.5% | 25.5% | -31.5% | 3732.4% |
| 全行业  | 2006 年     | 4.9%  | 27.8% | 973.5% | 729.8%  |
|      | 2007 年     | 34.6% | 32.8% | 49.2%  | 49.7%   |
|      | 2008 年     | 15.2% | 16.2% | 113.9% | 278.1%  |
|      | 2009 年 4 月 | 29.9% | 30.1% | 13.9%  | 650.9%  |

资料来源：东北证券研究所

从与中国平安的对比来看，由于中国太保的银保期缴率较高，因此，太保的首年年化保费提高的速度较快。从中国人寿局部地区的情况看，银保期缴率也有所提高，但总体低于太保的增长幅度，因此，首年年化保费增长速度要比太保低。由于太保的银保期缴率是从 2008 年 9 月份开始的，因此，2009 年银保期缴率同比提高幅度较大，相应地，银保期缴保费提高幅度也较大。

表 3、中国平安与中国太保保费质量对比

|             | 中国平安  |       | 中国太保  |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
|             | 个险期缴率 | 银保期缴率 | 个险期缴  | 银保期缴  |
| 2008 年 9 月  | 95.2% | 0.2%  | 93.1% | 9.4%  |
| 2008 年 10 月 | 92.4% | 0.2%  | 93.2% | 15.7% |
| 2008 年 11 月 | 94.6% | 0.3%  | 90.0% | 21.6% |
| 2008 年 12 月 | 54.7% | 0.4%  | 77.9% | 24.3% |
| 2009 年 1 月  | 96.2% | 0.3%  | 90.1% | 20.2% |
| 2009 年 2 月  | 89.2% | 0.1%  | 89.0% | 21.8% |
| 2009 年 3 月  | 93.3% | 0.2%  | 89.4% | 18.4% |
| 2009 年 4 月  | 98.0% | 0.18% | 89.9% | 18.8% |

资料来源：东北证券研究所

表 4、中国人寿各地区银保期缴业务对比

|    | 2009 年 4 月 | 2008 年 4 月 |
|----|------------|------------|
| 广州 | 3.7%       | 0.7%       |

|    |       |      |
|----|-------|------|
| 江苏 | 3.8%  | 2.0% |
| 辽宁 | 5.7%  | 1.5% |
| 四川 | 11.3% | 1.6% |
| 重庆 | 12.8% | 1.2% |

资料来源：东北证券研究所

表 5、2005 年以来个险及银保期缴率比较

|            | 个险    |       |       | 银保   |       |      |
|------------|-------|-------|-------|------|-------|------|
|            | 平安    | 太保    | 中国人寿  | 平安   | 太保    | 中国人寿 |
| 2005 年     | 99.7% | 0.0%  | 67.2% | 0    | 0     | 0    |
| 2006 年     | 92.6% | 83.0% | 87.9% | 1.1% | 1.3%  | 2.7% |
| 2007 年     | 99.8% | 78.3% | 91.8% | 0.0% | 0.7%  | 3.3% |
| 2008 年     | 91.4% | 78.7% | 88.7% | 0.2% | 4.4%  | 3.3% |
| 2009 年 4 月 | 98.0% | 89.9% |       | 0.2% | 18.8% |      |

资料来源：东北证券研究所

中国平安和中国太保首年年化保费都出现了较大幅度的增长，但中国太保是在总保费下滑的情况下出现的首年年化保费增长，说明保费增长质量更高。

表 6、2009 年 1—4 月中国平安与中国太保首年年化保费与总保费增长幅度对比

|     | 中国平安   |        | 中国太保    |        |
|-----|--------|--------|---------|--------|
|     | 总保费收入  | 首年年化保费 | 总保费收入   | 首年年化保费 |
| 1 月 | 23.02% | 39.00% | -14.20% | 9.09%  |
| 2 月 | 43.25% | 65.10% | -14.53% | 25.80% |
| 3 月 | 43.36% | 59.50% | -12.72% | 38.00% |
| 4 月 | 42.88% | 65.00% | -10.70% | 46.20% |

资料来源：东北证券研究所

## 2、分产品保费收入增长状况

过去中国太保的保费结构中万能险占比较高，在投资收益率下降的情况下，随着结算利率降低，万能险销售困难，为了改善保费收入下滑的局面，公司重点发展分红险。分红产品由于保障成分高，产品透明程度低，同业竞争程度低，边际利润率高，因此成为保险公司重点鼓励销售的产品。通过调研我们发现，各地分公司销售的产品，不论是个险渠道还是银行渠道，分红险保费收入大幅度增长，银行渠道的分红险保费收入增长更是如此。万能险向分红险的转换，提高了产品的边际利润率。分红险以保障为主，在保险公司投资收益下降，万能险结算利率大幅度下降的情况下，保障型的产品销售旺盛，有利于公司保费收入的稳定增长。

表 7、中国太保寿险各地区分产品保费收入同比

|  |  |  | 2008.10 月 | 2008.11 月 | 2008.12 月 | 2009.1-2 月 | 2009 年 3 月 |
|--|--|--|-----------|-----------|-----------|------------|------------|
|--|--|--|-----------|-----------|-----------|------------|------------|

|    |    |      |                  |                 |                 |                 |               |
|----|----|------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|
| 广东 | 个险 | 普通产品 | -11.3%           | -6.7%           | -26.2%          | -2.9%           | -11.3%        |
|    |    | 分红产品 | 102.4%           | 112.8%          | 148.1%          | 29.9%           | 56.6%         |
|    |    | 万能产品 | -62.3%           | -68.9%          | -62.1%          | -68.1%          | -51.9%        |
|    | 银保 | 普通产品 | 479.3%           | 22.8%           | 155.3%          | 27.5%           | 40.7%         |
|    |    | 分红产品 | <b>102397.7%</b> | <b>19213.7%</b> | <b>18301.2%</b> | <b>1360.7%</b>  | <b>583.6%</b> |
|    |    | 万能产品 | -100.0%          | -100.0%         | -99.5%          | -99.6%          | -99.6%        |
| 江苏 | 个险 | 普通产品 | -9.3%            | -12.6%          | 1.9%            | -11.4%          | -13.1%        |
|    |    | 分红产品 | 35.2%            | 40.0%           | 45.6%           | 57.9%           | 63.1%         |
|    |    | 万能产品 | -45.0%           | -61.3%          | -54.3%          | -56.4%          | -59.9%        |
|    | 银保 | 普通产品 | -20.0%           | -12.1%          | -22.8%          | 359.0%          | 456.0%        |
|    |    | 分红产品 | <b>137.3%</b>    | <b>151.0%</b>   | <b>161.7%</b>   | <b>186.1%</b>   | <b>218.0%</b> |
|    |    | 万能产品 | -15.3%           | -3.3%           | -13.3%          | -99.2%          | -98.1%        |
| 辽宁 | 个险 | 普通产品 | -12.4%           | -8.0%           | 0.9%            | -7.5%           | -11.11%       |
|    |    | 分红产品 | 102.1%           | 97.6%           | 45.3%           | 48.1%           | 64.8%         |
|    |    | 万能产品 | -95.8%           | -95.7%          | -95.6%          | -74.8%          | -94.8%        |
|    | 银保 | 普通产品 | 10.8%            | 104.3%          | 293.3%          | -36.3%          | 1.13%         |
|    |    | 分红产品 | <b>5034.8%</b>   | <b>2528.8%</b>  | <b>288.3%</b>   | <b>389.9%</b>   | <b>299.0%</b> |
|    |    | 万能产品 | -100.0%          | -100.0%         | -100.0%         | -100.0%         | -100.0%       |
| 重庆 | 个险 | 普通产品 | 6.5%             | -63.4%          | -33.4%          | -63.4%          | -13.3%        |
|    |    | 分红产品 | <b>7105.3%</b>   | <b>7385.0%</b>  | <b>8049.0%</b>  | <b>7377.1%</b>  | <b>66.2%</b>  |
|    |    | 万能产品 | -29.0%           | -28.3%          | -32.7%          | -65.9%          | -60.4%        |
|    | 银保 | 普通产品 | 34.9%            | 28.6%           | 25.0%           | -96.8%          | -0.11%        |
|    |    | 分红产品 | <b>25294.3%</b>  | <b>26843.4%</b> | <b>28490.6%</b> | <b>47474.4%</b> | <b>220.1%</b> |
|    |    | 万能产品 | 49.5%            | 64.1%           | 23.9%           | -99.3%          | -99.5%        |

资料来源：东北证券研究所

中国人寿的产品结构主要以分红险为主，在全行业分红险畅销的情况下，公司因为基数较高，保费增长速度并不显著，但随着万能险和投连险等投资型险种的销售困难，反而拉低了总保费的增长速度。

从产品结构上来说，中国平安保费收入的增长主要来自于分红产品和万能产品。从我们对各地的调研情况看，个险渠道的分红和万能产品以及银保渠道的分红和万能产品同比都出现了较大幅度的增长。而普通寿险和投连产品保费收入则出现了下降。中国平安万能产品保费收入增速高，主要是采取了高于同业的结算利率的缘故，因此资金成本较高，投资压力较大。

表 8、平安、中国人寿 2009 年各地区不同险种保费增速

| 地区 | 渠道 |      | 平安     | 人寿    |
|----|----|------|--------|-------|
| 广东 | 个险 | 普通产品 | -3.0%  | -0.6% |
|    |    | 分红产品 | 44.4%  | -8.8% |
|    |    | 万能产品 | 88.1%  | 0.0%  |
|    |    | 投连产品 | 3.4%   | 0.0%  |
|    | 银保 | 普通产品 | -31.7% | /     |
|    |    | 分红产品 | 68.8%  | -9.7% |

|    |    |      |        |        |
|----|----|------|--------|--------|
| 江苏 | 个险 | 万能产品 | 289.1% | 0.0%   |
|    |    | 投连产品 | -95.1% | 0.0%   |
|    |    | 普通产品 | -3.1%  | 0.3%   |
|    |    | 分红产品 | 39.3%  | 5.2%   |
|    | 银保 | 万能产品 | 72.0%  | 0.0%   |
|    |    | 投连产品 | -39.0% | 0.0%   |
|    |    | 普通产品 | -90.3% | -84.0% |
|    |    | 分红产品 | 32.0%  | 40.8%  |
|    | 个险 | 万能产品 | 457.1% | -17.0% |
|    |    | 投连产品 | -98.1% | 0.0%   |
| 辽宁 | 个险 | 普通产品 | 10.0%  | -7.7%  |
|    |    | 分红产品 | 40.0%  | 42.5%  |
|    |    | 万能产品 | 63.0%  | 0.0%   |
|    |    | 投连产品 | -3.0%  | 0.0%   |
|    | 银保 | 普通产品 | 0.0%   |        |
|    |    | 分红产品 | -7.6%  | -19.4% |
|    |    | 万能产品 | 0.0%   | 0.0%   |
|    |    | 投连产品 | 0.0%   | 0.0%   |
| 重庆 | 个险 | 普通产品 | -5.2%  | 4.9%   |
|    |    | 分红产品 | 26.1%  | 9.6%   |
|    |    | 万能产品 | 91.6%  | -6.9%  |
|    |    | 投连产品 | -28.4% | 0.0%   |
|    | 银保 | 普通产品 | 29.0%  | 14.0%  |
|    |    | 分红产品 | 94.3%  | 83.5%  |
|    |    | 万能产品 | 353.5% | -62.4% |
|    |    | 投连产品 | -38.5% | 0.0%   |

资料来源：东北证券研究所

表 9、万能险结算利率与银行理财产品收益率比较

|             | 银行理财产品 | 平安个险  | 平安银保  | 国寿瑞安  | 泰康卓越  | 太平洋金诚利 | 利率    |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 2009 年 5 月  |        | 4.75% | 4%    | 3.85% | 4.05% | 3.85%  |       |
| 2009 年 4 月  |        | 4.75% | 4.25% | 3.85% | 4.35% | 3.85%  | 2.52% |
| 2009 年 3 月  | 5.1%   | 4.75% | 4.25% | 3.85% | 4.35% | 3.85%  | 2.52% |
| 2009 年 2 月  | 4.8%   | 5.00% | 4.70% | 3.85% | 4.35% | 3.85%  |       |
| 2009 年 1 月  | 4.7%   | 5.25% | 5.25% | 3.85% | 4.35% | 3.85%  |       |
| 2008 年 12 月 | 5.0%   | 5.25% | 5.25% | 4.05% | 4.35% | 4.05%  |       |
| 2008 年 11 月 | 5.2%   | 5.25% | 5.25% | 4.05% | 4.5%  | 4.05%  | 2.52% |
| 2008 年 10 月 | 5.3%   | 5.25% | 5.25% | 4.05% | 5.25% | 4.2%   | 3.87% |
| 2008 年 9 月  | 5.3%   | 5.5%  | 5.25% | 4.05% | 5.25% | 4.5%   |       |
| 2008 年 8 月  | 5.4%   | 5.75% | 5.5%  | 4.05% | 5.5%  | 4.8%   |       |
| 2008 年 7 月  | 5.5%   | 5.75% | 6%    | 4.5%  | 5.80% | 5.0%   |       |
| 2008 年 6 月  | 4.8%   | 5.75% | 6%    | 4.5%  | 5.80% | 5.0%   |       |
| 2008 年 5 月  | 4.6%   | 5.75% | 6%    | 5.00% | 5.80% | 5.0%   |       |
| 2008 年 4 月  | 5.4%   | 5.50% |       | 5.85% | 5.80% | 5.0%   |       |
| 2008 年 3 月  | 5.5%   | 5.50% |       | 6.05% | 5.80% | 5.0%   |       |

|            |       |       |  |       |       |      |       |
|------------|-------|-------|--|-------|-------|------|-------|
| 2008 年 2 月 | 9.6%  | 5.25% |  | 6.05% | 5.80% | 5.0% |       |
| 2008 年 1 月 | 15.0% | 5.25% |  | 5%    | 5.80% | 5.0% | 4.14% |

资料来源：各公司网站

### 3、太保总保费同比虽下降，但一年新业务价值提高

分红险边际利润率高于万能险，随着银保渠道保费期缴率提高，首年年化保费也大幅度提高。一年期新业务价值是边际利润率与首年年化保费的乘积，在边际利润率和首年年化保费两个乘数因子都提高的情况下，一年期新业务价值呈几何级数增长。因此，尽管中国太保寿险的总保费是下降的，但其一年期新业务价值却逆势上升，提高了公司的估值。

从 2008 年 3 家公司的估值水平比较来看，中国太保一年新业务价值增速较快。主要是由于公司从 2008 年 9 月份业务开始向银保期缴和分红险销售转型，首年年化保费增速提高的缘故。

表 10、2008 年估值水平比较

|      | 内含价值   | 调整净资产  | 一年新业务价值 |
|------|--------|--------|---------|
| 太保   | -6.4%  | -14.6% | 21.1%   |
| 平安   | -18.3% | -26.2% | 18.8%   |
| 中国人寿 | -4.9%  | -18.1% | 15.6%   |

资料来源：公司公告

## 二、投资环境分析

2009 年 1 月份以来，随着股市的回升和债市的高位回落，债市资金开始向股市回流，股市和债市间的资金配置出现了一些变化，保险公司的投资环境向好。

### （一）债市资金出现净流出，债券到期收益率上升

#### 1、基金、非银行金融机构等在债市的增量资金减少

从中国证券登记公司的数据来看，2008 年 9 月份以来，基金公司以及以信托、证券为主的非银行金融机构的在债市的增量资金出现了变化，每月新增资金逐月递减，陆续出现了净卖出现象。由于这些机构的投资领域都兼跨股市和债市，债市投入资金减少，这些机构的资金开始向股市回流。

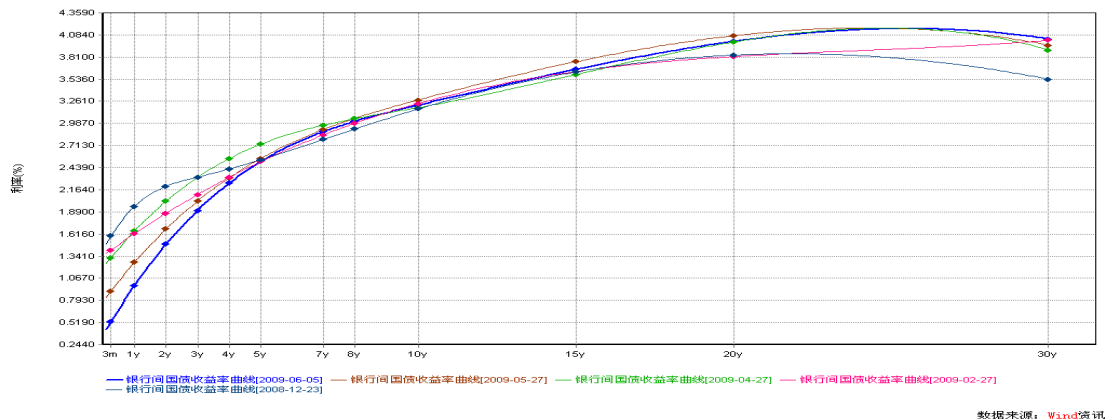
表 11、保险机构、基金、非银机构在债市的每月新增资金

| 单位：亿元   | 2008 年 12 月 | 2009 年 1 月 | 2009 年 2 月 | 2009 年 3 月 | 2009 年 4 月 | 2009 年 5 月 |
|---------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 非银行金融机构 | -44.67      | -73.27     | -64.89     | -28.52     | -107.66    | 5.80       |
| 基金      | 34.77       | -878.02    | -1,127.12  | -700.2     | -639.98    | -579.05    |
| 保险机构    | -36.81      | -195.54    | 5.78       | -252.12    | -221.98    | 203.61     |

资料来源：中国债券登记结算公司

## 2、债券到期收益率上升

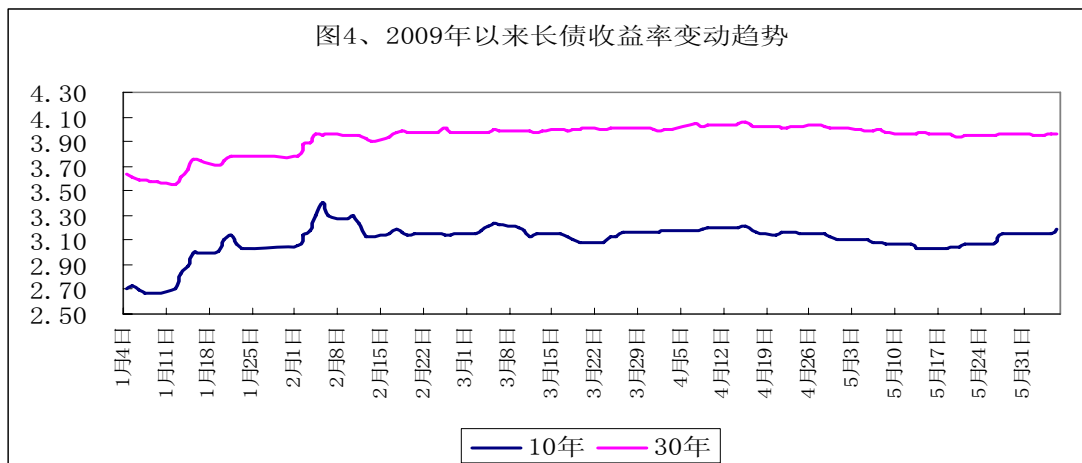
图 3、收益率曲线变动趋势



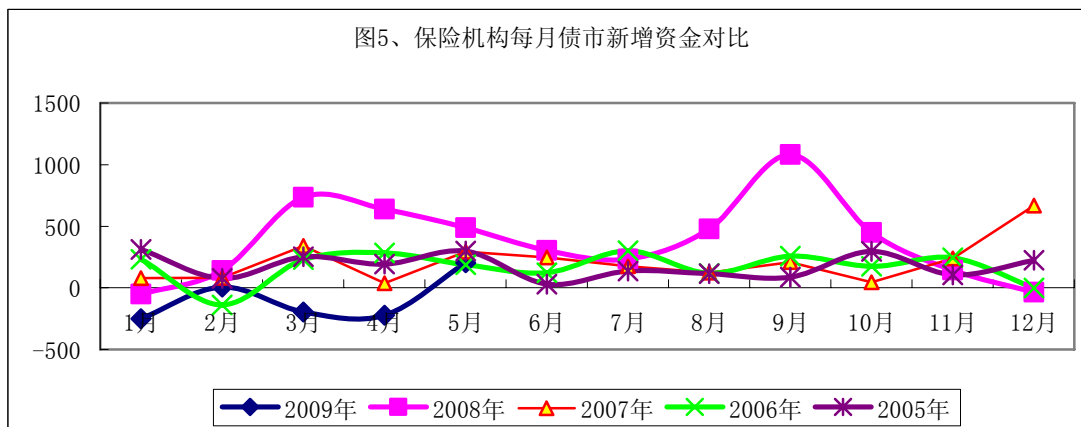
从期限结构上讲，自 2008 年 9 月开始，短期债券收益率下跌幅度大于长期债券，短中长期的利差大幅度上升，长期债券收益率上升。

与年初相比，2009 年 6 月 1-30 年的国债收益率利差迅速拉大，1 年期国债与 10 年期国债相比，利差从 163 个基点扩大到 216 个基点。长债的收益率曲线开始上升，与年初相比，10 年期国债的收益率提高了 44 个基点，30 年期国债的收益率提高了 34 个基点。收益率的提高，吸引了保险资金的进入，2009 年 5 月份保险资金在债市的资金量是净流入的。

图4、2009年以来长债收益率变动趋势



资料来源：WIND

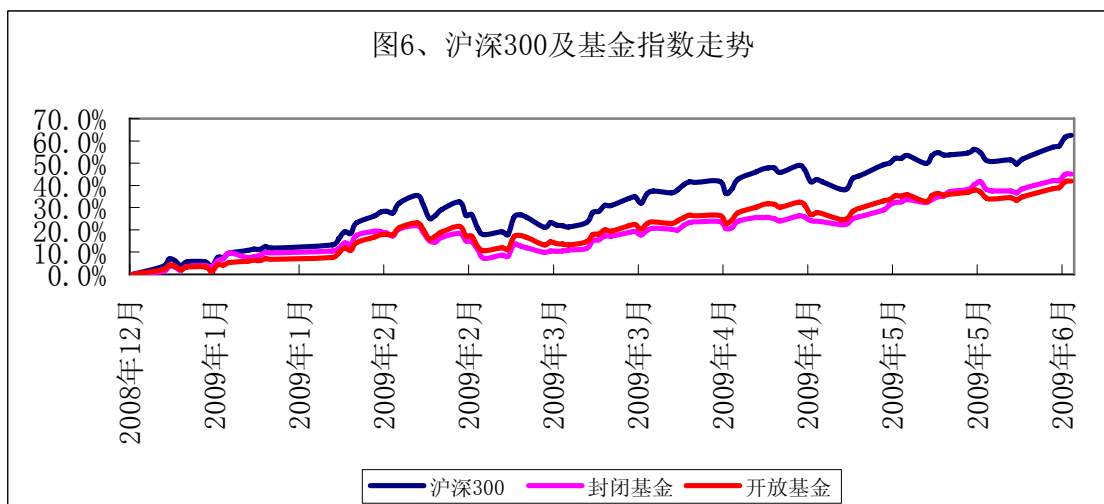


资料来源：东北证券研究所

## （二）投资环境的变化对保险资金带来投资机会

首先，长期债券的收益率上升，有利于保险资金的配置。在目前的市场格局下，对于保险资金来说，投资机会增加。

其次，股市的上涨有利于保险公司权益性资产的投资收益上升。自 2008 年 12 月 31 号以来，沪深 300 指数上涨了 54.60%，股市的回暖增加了保险公司权益型资产的投资收益。



资料来源：WIND

表 12、持仓结构对比

|          | 2008 年 12 月 |        |       |
|----------|-------------|--------|-------|
|          | 中国人寿        | 中国太保   | 中国平安  |
| 现金及现金等价物 | 3.6%        | 2.60%  | 10.3% |
| 定期存款     | 24.4%       | 28.70% | 18.2% |
| 债券       | 61.5%       | 57.30% | 61.7% |

|        |       |        |       |
|--------|-------|--------|-------|
| 固定收益合计 | 85.9% | 86.90% | 79.9% |
| 基金     | 3.6 % | 2.80%  | 2.9%  |
| 股票     | 4.4 % | 1.80%  | 4.9%  |
| 权益合计   | 8.0 % | 4.70%  | 7.8%  |

资料来源：公司公告

2008 年中国太保对投资资产配置进行了调整,提高了债券和定期存款的配置,固定收益类资产占比 86.9%,较上年末增加 21.5 个百分点。权益类资产投资规模较上年下降 79.2%,在总投资资产中占比为 4.7%,除权益类资产公允价值下降因素外,公司主动较大幅度地降低权益资产仓位是重要原因。

从 2009 年 1 季度的情况看,公司兑现了交易性资产中债券的浮盈,增加了长期债券的配置,我们无法看到 1 季度权益性资产的配置状况,但随着股市的向好,权益性资产的配置比重和投资收益都应该会增加。

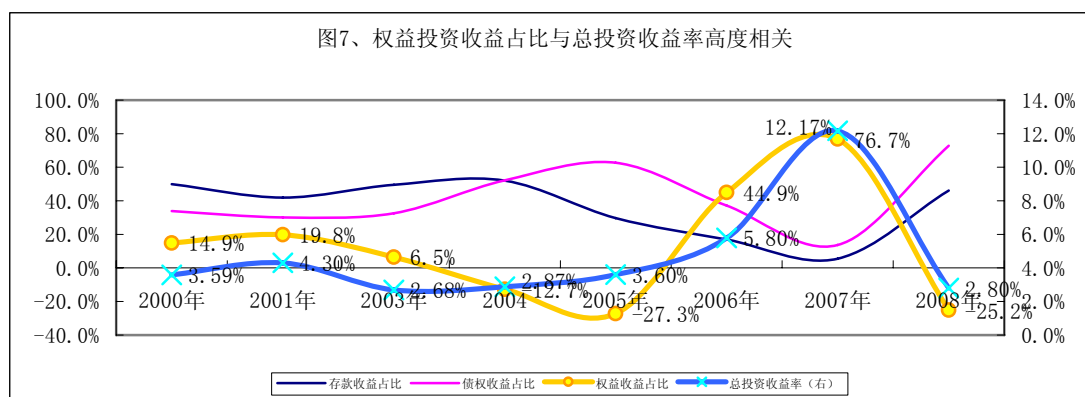
表 13、太保投资资产变动状况

单位：元

|          | 2008 年 1 季度     | 2008 年 4 季度    | 2009 年 1 季度     | 同比     | 环比     |
|----------|-----------------|----------------|-----------------|--------|--------|
| 货币资金     | 22,415,000,000  | 17,513,000,000 | 21,830,000,000  | -2.6%  | 24.7%  |
| 交易性金融资产  | 1,702,000,000   | 1,166,000,000  | 448,000,000     | -73.7% | -61.6% |
| 保户质押贷款   | 469,000,000     | 698,000,000    | 809,000,000     | 72.5%  | 15.9%  |
| 可供出售金融资产 | 113,889,000,000 | 96,064,000,000 | 104,141,000,000 | -8.6%  | 8.4%   |
| 持有至到期投资  | 59,030,000,000  | 70,980,000,000 | 79,547,000,000  | 34.8%  | 12.1%  |
| 长期股权投资   | 237,000,000     | 289,000,000    | 280,000,000     | 18.1%  | -3.1%  |

资料来源：公司公告

随着权益投资比例的增加并占有较大份额,保险公司的总投资收益率受固定收益类资产的影响越来越小,而与权益类投资的投资收益率高度相关。因此,权益性投资收益的增加对保险公司投资收益的提高,影响立竿见影。



资料来源：公司公告

### 三、估值水平及投资建议

目前在经济形势恶劣的形势下，中国太保调整了经营策略，保费销售开始从投资型产品向保障型产品转换，收费方式开始从趸缴向期缴转型，尽管总保费收入增长速度不高，但保单的质量开始上升，有利于中国太保内含价值的增长。

从投资环境上来说，未来货币政策进一步放松的取向使流动性供给正在进入上升过程。充足的流动性对证券市场的估值中枢起到较强的支持作用。在流动性释放的推动下，2009 年的股市可能会有较好的表现，资金开始由债市向股市流入，由于资金的跷跷板效应，债券价格开始下跌，给保险资金的债券配置也带来更多机会。在股市和债市投资机会增多的形势下，保险公司的投资收益将会提高。

在保守和正常两种情形下，公司估值分别为 25.01 元和 27.5 元。目前股价对应隐含新业务倍数为 15.7 倍，给予“谨慎推荐”评级。

表 14、估值水平

| 不同情景下估值<br>(百万元) | 正常情形                | 乐观情形                                 |
|------------------|---------------------|--------------------------------------|
|                  | 不改变假设，基于 2008 年末的估值 | 5.0%投资收益率、11.5%贴现率，<br>基于 2008 年末的估值 |
| 调整净资产价值          | 45213.3             | 45213.3                              |
| 有效业务价值           | 24161.8             | 31712                                |
| 内含价值             | 69375.1             | 76926                                |
| 股份               | 7700                | 7700                                 |
| 每股内含价值           | 9.01                | 10.0                                 |
| 每股新业务价值          | 0.6                 | 0.66                                 |
| 新业务倍数            | 25                  | 25                                   |
| 评估价值             | 24.01               | 26.5                                 |
| 财险(2.5 倍 P/B)    | 1                   | 1                                    |
| 估值(元)            | 25.01               | 27.5                                 |

表 15、赢利预测

|              | 2008 年         | 2009 年          | 2010 年          | 2011 年          |
|--------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 一、营业收入       | 97,835,000,000 | 109,969,440,000 | 126,178,246,800 | 142,594,060,194 |
| 已赚保费         | 84,274,000,000 | 91,308,180,000  | 105,208,989,000 | 118,886,157,570 |
| 保费业务收入       | 94,016,000,000 | 101,537,280,000 | 116,767,872,000 | 131,947,695,360 |
| 其中：分保费收入     | 64,000,000     | 70,400,000      | 79,552,000      | 89,893,760      |
| 减：分出保费       | 8,435,000,000  | 8,856,750,000   | 10,008,127,500  | 11,309,184,075  |
| 减：提取未到期责任准备金 | 1,307,000,000  | 1,372,350,000   | 1,550,755,500   | 1,752,353,715   |
| 投资净收益        | 14,008,000,000 | 17,510,000,000  | 19,611,200,000  | 22,160,656,000  |

|               |                |                 |                 |                 |
|---------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 其中：对联营企业的投资收益 | 9,000,000      | 9,900,000       | 11,187,000      | 12,641,310      |
| 公允价值变动净收益     | -742,000,000   | 816,200,000     | 979,440,000     | 1,106,767,200   |
| 汇兑净收益         | -132,000,000   | -134,640,000    | -152,143,200    | -171,921,816    |
| 其他业务收入        | 427,000,000    | 469,700,000     | 530,761,000     | 599,759,930     |
| 二、营业支出        | 98,584,000,000 | 108,093,802,100 | 121,026,086,310 | 135,294,673,770 |
| 退保金           | 7,257,000,000  | 7,982,700,000   | 8,780,970,000   | 9,922,496,100   |
| 赔付支出          | 32,741,000,000 | 36,015,100,000  | 39,616,610,000  | 44,766,769,300  |
| 减：摊回赔付支出      | 4,405,000,000  | 4,845,500,000   | 5,330,050,000   | 6,022,956,500   |
| 提取保险责任准备金     | 37,909,000,000 | 42,458,080,000  | 48,826,792,000  | 53,709,471,200  |
| 减：摊回保险责任准备金   | 770,000,000    | 847,000,000     | 931,700,000     | 1,052,821,000   |
| 保户红利支出        | 2,595,000,000  | 2,854,500,000   | 3,139,950,000   | 3,548,143,500   |
| 分保费用          | 14,000,000     | 15,400,000      | 16,940,000      | 19,142,200      |
| 营业税金及附加       | 1,677,000,000  | 1,844,700,000   | 2,029,170,000   | 2,292,962,100   |
| 手续费及佣金支出      | 7,258,000,000  | 7,983,800,000   | 8,782,180,000   | 9,923,863,400   |
| 管理费用          | 11,430,000,000 | 12,573,000,000  | 13,830,300,000  | 15,628,239,000  |
| 减：摊回分保费用      | 2,904,000,000  | 3,194,400,000   | 3,513,840,000   | 3,970,639,200   |
| 其他业务成本        | 29,000,000     | 31,900,000      | 35,090,000      | 39,651,700      |
| 资产减值损失        | 5,221,000,000  | 5,221,522,100   | 5,743,674,310   | 6,490,351,970   |
| 三、营业利润        | -749,000,000   | 1,875,637,900   | 5,152,160,490   | 7,299,386,424   |
| 加：营业外收入       | 454,000,000    | 499,400,000     | 549,340,000     | 620,754,200     |
| 减：营业外支出       | 60,000,000     | 66,000,000      | 72,600,000      | 82,038,000      |
| 四、利润总额        | -355,000,000   | 2,309,037,900   | 5,628,900,490   | 7,838,102,624   |
| 减：所得税         | -1,770,000,000 | 577,259,475     | 1,407,225,123   | 1,959,525,656   |
| 五、净利润         | 1,415,000,000  | 1,731,778,425   | 4,221,675,367   | 5,878,576,968   |
| 减：少数股东损益      | 76,000,000     | 76,000,000      | 76,000,000      | 76,000,000      |
| 归属于母公司的净利润    | 1,339,000,000  | 1,655,778,425   | 4,145,675,367   | 5,802,576,968   |
| 六、每股收益        | 0.17           | 0.22            | 0.54            | 0.75            |

### **投资评级说明:**

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益  $\pm 5\%$  之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

### **郑重声明:**

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。

### **东北证券股份有限公司金融与产业研究所**

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209