

中国太保 601601.SS

结构显著改善，业绩略超预期

太保公布 09 中报：每股净利润 0.31 元，同比下滑 57.1%，每股净资产 6.72 元，较去年底增长 6.2%。

研究结论

- **中报业绩略好于预期。**每股净利润高于我们此前预期 0.27 元 12.4%，每股净资产高于我们此前预期 6.55 元 2.7%。公司中报提供了“综合收益”指标，其含义为净资产的实际增长，1H09 每股综合收益为 0.69 元，而 1H08 为 -1.33 元。可见，虽然净利润同比下滑，但是 1H09 的实际业绩较去年同期大幅改善。主要原因之一在于上半年 A 股市场表现强劲，沪深 300 指数上涨 74%，而去年同期下跌 47.7%；主要原因之二在于上半年国内巨灾损失较小，而去年同期连续遭受雨雪冰冻和汶川地震。
- **寿险保费结构显著改善。**上半年寿险保费收入 351.54 亿元，同比下降 9.5%，但高含金量的新保期交业务达 67.90 亿元，同比猛增 107.1%，而低利润率的新保趸交业务为 162.12 亿元，同比下降 36.5%。个险保费占比从 1H08 的 35.7% 提高到 45.8%，而银保占比从 54.6% 降低到 42.7%。可见保费结构优化显著。个险业务的增长主要因为个险代理人从去年底的 22 万人增长到今年中的 24.6 万人，并且个险人均期交保费从去年的 2211 元增长 25% 至 1H09 的 2762 元，进步显著。
- **投资业绩略输同行，基础设施与权益投资占比显著提高。**上半年净投资收益率 4.1%（年化后），总投资收益率 5.0%（年化后）。若不年化，估计总投资收益率为 2.9%，全投资收益率为 4.3%，低于国寿之 3.3% 和 4.9%，也略低于平安之 2.9% 和 4.6%。主要原因在于公司权益类投资占比偏低，从去年底 4.7% 增加至 8.8%，低于国寿之 8.0% 和 13.4%，也低于平安之 7.8% 和 9.6%。另一方面，公司积极拓展基础设施投资，其占比从去年底 2.3% 至今年中 4.6%。我们认为此举有利于获取较稳定的投资回报，也有利于改善资产负债久期匹配。
- **准备金提取比例稳定，综合成本率首次明显下降。**1H09 寿险业务准备金提取比例稳定在 79%—80% 之间。寿险综合成本率从去年同期的 29.85% 下降至 1H09 的 27.27%，原因在于寿险展业成本率和维持成本率都有所下降。财险综合成本率从去年同期的 108.5% 降至 1H09 的 101.5%，原因在于财险费用率和赔付率都有所降低。这是公司 07 年底上市以来综合成本率第一次明显下降，值得赞扬！
- **09 年底估值为 28.59 元/股，维持买入评级。**假设 09 年底沪深 300 指数报收 3272 点（同比上涨 80%），七年期国债到期收益率为 3.4%，由此估计 09 年底公司内含价值为 10.39 元/股，同时估计 09 年一年新业务价值为 0.58 元/股，同比增长 23%。按 30X09 年新业务倍数，公司估值为 28.59 元/股。根据 8 月 28 日收盘价 19.61 元，股价隐含新业务倍数为 14.3X。维持买入评级。主要风险在于 A 股市场持续下跌。

东方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。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王小罡 CFA

保险行业资深分析师

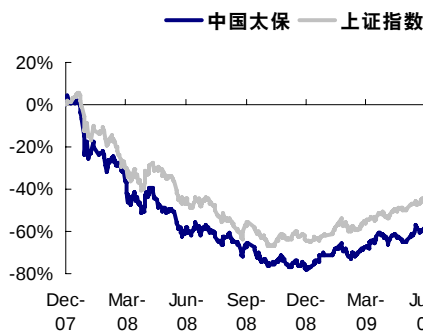
8621-63325888 × 6083

wangxiaogang@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **（维持）**

股价（2009 年 8 月 28 日）	19.61 元
目标价格（6 个月）	28.59 元
总股本/A 股（万股）	7700/7700
国家/地区	中国
行业	保险
报告日期	2009 年 8 月 31 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-29.7	14.3	4.3
相对表现 (%)	-12.9	5.7	-17.5

资料来源：WIND

财务预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
已赚保费（百万）	84,274	85,350	101,287	119,494
投资收益（百万）	13,266	18,129	17,066	19,814
净利润（百万）	1,339	3,545	3,972	4,451
每股收益（元）	0.17	0.46	0.52	0.58
每股内含价值（元）	9.09	10.39	11.91	13.73
每股 FNBV（元）	0.47	0.58	0.68	0.79
新业务倍数 (X)	-	30	30	30
公司估值（元/股）	-	28.59	33.04	38.27

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《相对估值有所偏低，内含价值或创新高》 2009.8.14

目 录

一、中报业绩略超预期，实际业绩大幅改善	3
二、寿险保费结构优化，个险产能显著提高	3
三、投资业绩略输同行，基础设施占比翻番	5
四、准备金提取比例稳定，综合成本率首次下降	7
五、09 年底估值 28.59 元/股，维持买入评级	8

图表目录

表 1： 1H09 太保业绩略超预期	3
表 2： 1H09 太保新保期交占比猛涨	3
表 3： 1H09 太保营销（个险）渠道占比显著提高	4
表 4： 1H09 太保个险代理人人均产能同步增长	4
表 5： 1H09 太保万能险让位于分红险	4
表 6： 1H09 太保基础设施与权益投资占比提升	5
表 7： 1H09 太保总投资收益同比下滑	6
表 8： 1H09 太保 AFS 浮盈增长	6
表 9： 1H09 太保全投资收益率低于国寿和平安	6
表 10： 1H09 太保准备金提取比例稳定	7
表 11： 1H09 太保寿险综合成本率首次下降	7
表 12： 1H09 太保财险综合成本率下降	8
表 13： 太保内含价值预测表	8
表 14： 太保一年新业务价值预测表	9
表 15： 太保估值表	9

太保公布 09 中报：每股净利润 0.31 元，同比下滑 57.1%，每股净资产 6.72 元，较去年底增长 6.2%。

一、中报业绩略超预期，实际业绩大幅改善

每股净利润高于我们此前预期 0.27 元 12.4%，每股净资产高于我们此前预期 6.55 元 2.7%。公司中报提供了“综合收益”指标，其含义为净资产的实际增长，1H09 每股综合收益为 0.69 元，而 1H08 为 -1.33 元。可见，虽然净利润同比下滑，但是 1H09 的实际业绩较去年同期大幅改善。主要原因之一在于上半年 A 股市场表现强劲，沪深 300 指数上涨 74%，而去年同期下跌 47.7%；主要原因之二在于上半年国内巨灾损失较小，而去年同期连续遭受雨雪冰冻和汶川地震。

表 1： 1H09 太保业绩略超预期

单位：元/股	1H08	1H09	同比增长	1H09E	1H09 超预期
每股净利润	0.72	0.31	-57.1%	0.27	12.4%
每股综合收益	-1.33	0.69	-	0.52	33.9%

单位：元/股	2008	1H09	增长	1H09E	1H09 超预期
每股净资产	6.33	6.72	6.2%	6.55	2.7%

资料来源：公司财报，东方证券研究所

二、寿险保费结构优化，个险产能显著提高

上半年寿险保费收入 351.54 亿元，同比下降 9.5%，但高含金量的新保期交业务达 67.90 亿元，同比猛增 107.1%，而低利润率的新保趸交业务为 162.12 亿元，同比下降 36.5%。

个险保费占比从 1H08 的 35.7% 提高到 45.8%，而银保占比从 54.6% 降低到 42.7%。

可见保费结构优化显著。

个险业务的增长主要因为个险代理人从去年底的 22 万人增长到今年中的 24.6 万人，并且个险人均期交保费从去年的 2211 元增长 25% 至 1H09 的 2762 元，进步显著。

表 2： 1H09 太保新保期交占比猛涨

单位：百万元	2005A	2006A	2007A	1H08	2008A	1H09
新保业务	24,578	23,775	34,170	28,802	46,663	23,002
期缴	3,709	3,818	5,141	3,279	6,838	6,790
YoY	-	2.9%	34.7%	-	33.0%	107.1%
趸缴	18,369	16,914	29,029	25,523	39,825	16,212
YoY	-	-7.9%	71.6%	-	37.2%	-36.5%
续期业务	11,624	14,062	16,516	10,053	19,429	12,152
总保费收入	36,202	37,837	50,686	38,855	66,092	35,154

新保业务占比	67.9%	62.8%	67.4%	74.1%	70.6%	65.4%
期缴占比	10.2%	10.1%	10.1%	8.4%	10.3%	19.3%
趸缴占比	50.7%	44.7%	57.3%	65.7%	60.3%	46.1%
续期业务占比	32.1%	37.2%	32.6%	25.9%	29.4%	34.6%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：公司财报，东方证券研究所

表 3： 1H09 太保营销（个险）渠道占比显著提高

单位：百万元	2005A	2006A	2007A	1H08	2008A	1H09
营销渠道	15,621	18,207	23,302	13,881	25,811	16,088
银保渠道	11,962	13,096	20,725	21,224	33,960	15,003
直销渠道	8,619	6,534	6,659	3,750	6,321	4,063
总保费收入	36,202	37,837	50,686	38,855	66,092	35,154
营销渠道占比	43.1%	48.1%	46.0%	35.7%	39.1%	45.8%
银保渠道占比	33.0%	34.6%	40.9%	54.6%	51.4%	42.7%
直销渠道占比	23.8%	17.3%	13.1%	9.7%	9.6%	11.6%
小计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：公司财报，东方证券研究所

表 4： 1H09 太保个险代理人与人均产能同步增长

	2005A	2006A	2007A	1H08	2008A	1H09
个险 13 个月保单继续率	81.9%	84.6%	85.7%	86.8%	86.0%	85.2%
个险 25 个月保单继续率	75.8%	75.1%	79.1%	81.3%	81.6%	83.1%
	2005A	2006A	2007A	1H08	2008A	1H09
个险代理人（万人）	—	18	20	—	22	24.6
个险人均月产能（元）	—	2,195	3,257	—	2,807	—
个险人均期交保费（元）	—	—	—	—	2,211	2,762
YoY	—	—	—	—	—	24.9%

资料来源：公司财报，东方证券研究所

表 5： 1H09 太保万能险让位于分红险

单位：百万元	2005A	2006A	2007A	1H08	2008A	1H09
传统险	17,295	15,964	15,911	7,700	15,399	7,610
分红险	15,754	17,400	12,969	15,914	33,255	25,149
万能险	653	1,430	19,173	13,774	14,600	689
短期健康险	2,500	3,043	2,633	1,467	2,838	1,706
合计	36,202	37,837	50,686	38,855	66,092	35,154
传统险占比	47.8%	42.2%	31.4%	19.8%	23.3%	21.6%
分红险占比	43.5%	46.0%	25.6%	41.0%	50.3%	71.5%
万能险占比	1.8%	3.8%	37.8%	35.4%	22.1%	2.0%
短期健康险占比	6.9%	8.0%	5.2%	3.8%	4.3%	4.9%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：公司财报，东方证券研究所

三、投资业绩略输同行，基础设施占比翻番

上半年净投资收益率 4.1%（年化后），总投资收益率 5.0%（年化后）。若不年化，估计总投资收益率为 2.9%，全投资收益率为 4.3%，低于国寿之 3.3% 和 4.9%，也略低于平安之 2.9% 和 4.6%。主要原因在于公司权益类投资占比偏低，从去年底 4.7% 增加至 8.8%，低于国寿之 8.0% 和 13.4%，也低于平安之 7.8% 和 9.6%。另一方面，公司积极拓展基础设施投资，其占比从去年底 2.3% 至今年中 4.6%。我们认为此举有利于获取较稳定的投资回报，也有利于改善资产负债久期匹配。

表 6：1H09 太保基础设施与权益投资占比提升

单位：百万元	2005A	2006A	2007A	1H08	2008A	1H09
总投资资产	145,463	184,810	286,369	273,214	287,896	331,090
YoY	-	27.0%	55.0%	-	0.5%	21.2%
固定收益类	128,699	146,626	187,236	213,144	250,190	268,022
债券投资	78,455	91,450	126,534	138,401	164,898	174,137
定期存款	48,828	53,855	59,262	73,196	82,756	91,061
其他固定收益类	1,416	1,321	1,440	1,547	2,536	2,824
权益投资类	7,908	26,328	65,315	37,140	13,594	29,093
基金	7,705	15,444	30,470	18,908	7,981	11,343
股票	90	10,884	34,589	18,042	5,324	17,454
其他权益投资	113	0	256	190	289	296
基础设施投资	0	0	4,696	4,972	6,539	15,241
现金及现金等价物	8,856	11,856	29,122	17,958	17,573	18,734
固定收益类占比	88.5%	79.3%	65.4%	78.0%	86.9%	81.0%
债券投资占比	53.9%	49.5%	44.2%	50.7%	57.3%	52.6%
定期存款占比	33.6%	29.1%	20.7%	26.8%	28.7%	27.5%
其他固定收益类占比	1.0%	0.7%	0.5%	0.6%	0.9%	0.9%
权益投资类占比	5.4%	14.2%	22.8%	13.6%	4.7%	8.8%
基金占比	5.3%	8.4%	10.6%	6.9%	2.8%	3.4%
股票占比	0.1%	5.9%	12.1%	6.6%	1.8%	5.3%
其他权益投资占比	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
基础设施投资占比	0.0%	0.0%	1.6%	1.8%	2.3%	4.6%
现金及现金等价物占比	6.1%	6.4%	10.2%	6.6%	6.1%	5.7%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：公司财报，东方证券研究所

表 7： 1H09 太保总投资收益同比下滑

单位：百万元	2005A	2006A	2007A	1H08	2008A	1H09
总投资资产	145,463	184,810	286,369	273,214	287,896	331,090
YoY	-	27.0%	55.0%	-	0.5%	21.2%
净投资收益率(年化)	-	-	-	6.0%	-	4.1%
净投资收益	-	-	12,342	11,633	17,721	6,362
总投资收益率(年化)	5.0%	5.9%	11.7%	7.0%	2.9%	5.0%
总投资收益	-	9,680	27,658	14,673	8,408	8,964

资料来源：公司财报，东方证券研究所

表 8： 1H09 太保 AFS 浮盈增长

单位：百万元	2005A	2006A	2007A	1H08	2008A	1H09
保险责任准备金增加额（资产负债表）	24,238	28,153	43,794	19,119	33,457	21,488
提取保险责任准备金净额（利润表）	21,754	24,544	39,610	26,253	35,695	20,961
差额(即影子会计调整)	2,484	3,609	4,184	-7,134	-2,238	527
可供出售类浮盈变动净额（不含影子会计调整）	719	6,864	8,689	-21,367	-17,801	4,017
可供出售类浮盈变动净额（含影子会计调整）	3,203	10,473	12,873	-28,501	-20,039	4,544

资料来源：公司财报，东方证券研究所

表 9： 1H09 太保全投资收益率低于国寿和平安

单位：百万元	2005A	2006A	2007A	1H08	2008A	1H09
总投资收益	-	9,680	27,658	14,673	8,408	8,964
可供出售类浮盈变动	-	10,473	12,873	-28,501	-20,039	4,544
全投资收益	-	20,153	40,531	-13,828	-11,631	13,508
总投资收益率（年化）	5.0%	5.9%	11.7%	7.0%	2.9%	5.0%
总投资收益率（未年化）	5.0%	5.9%	11.7%	5.1%	2.9%	2.9%
全投资收益率	-	12.3%	17.1%	-4.8%	-4.0%	4.3%

资料来源：公司财报，东方证券研究所

四、准备金提取比例稳定，综合成本率首次下降

1H09 寿险业务准备金提取比例稳定在 79%—80%之间。08 年提取比例较高的原因在于趸交保费占比较高，并且当年投资收益比较低。

寿险综合成本率从去年同期的 29.85%下降至 1H09 的 27.27%，原因在于寿险展业成本率和维持成本率都有所下降。

财险综合成本率从去年同期的 108.5%降至 1H09 的 101.5%，原因在于财险费用率和赔付率都有所降低。

这是公司 07 年底上市以来综合成本率第一次明显下降，值得赞扬！

表 10： 1H09 太保准备金提取比例稳定

单位：百万元	2006A	2007A	1H08	2008A	1H09
退保	4,824	8,222	3,924	7,257	4,106
满期与年金给付	4,815	7,963	8,660	15,138	6,847
提取保险责任准备金（净额）	24,555	39,747	26,292	35,778	20,939
保单红利支出	1,105	1,223	1,274	2,595	985
合计（实际提取保险责任准备金）	35,299	57,155	40,150	60,768	32,877
寿险已赚保费	35,590	48,639	37,847	64,005	33,578
寿险总投资收益	8,354	22,912	12,630	9,573	7,889
小计	43,944	71,551	50,477	73,578	41,467
准备金提取比例	80.3%	79.9%	79.5%	82.6%	79.3%
寿险保费收入	37,837	50,686	38,855	66,092	35,154
趸缴保费收入	16,914	29,029	25,523	39,825	16,212
趸缴保费比例	44.7%	57.3%	65.7%	60.3%	46.1%

资料来源：公司财报，东方证券研究所

表 11： 1H09 太保寿险综合成本率首次下降

单位：百万元	2005A	2006A	2007A	1H08	2008A	1H09
首年标准保费（APE）	5,546	8,552	10,414	7,152	13,375	9,947
手续费及佣金支出	2,703	2,753	3,746	2,562	4,739	3,133
展业成本率	48.74%	32.19%	35.97%	35.82%	35.43%	31.50%
续期保费收入	11,624	14,062	16,516	10,053	19,429	12,152
业务及管理费	—	3,490	4,435	2,574	5,382	2,893
维持成本率	—	24.82%	26.85%	25.60%	27.70%	23.81%
综合成本率	—	27.61%	30.38%	29.85%	30.85%	27.27%

资料来源：公司财报，东方证券研究所

表 12： 1H09 太保财险综合成本率下降

财险综合成本率	2005A	2006A	2007A	1H08	2008A	1H09
费用率	35.9%	39.5%	40.2%	39.1%	37.8%	38.5%
赔付率	59.2%	60.4%	59.7%	69.4%	65.6%	63.0%
综合成本率	95.1%	99.9%	99.9%	108.5%	103.4%	101.5%

资料来源：公司财报，东方证券研究所

五、09 年底估值 28.59 元/股，维持买入评级

假设 09 年底沪深 300 指数报收 3272 点（同比上涨 80%），七年期国债到期收益率为 3.4%，由此估计 09 年底公司内含价值为 10.39 元/股。

同时估计 09 年一年新业务价值为 0.58 元/股，同比增长 23%。

按 30X09 年新业务倍数，公司估值为 28.59 元/股。

根据 8 月 28 日收盘价 19.61 元，股价隐含新业务倍数为 14.3X。维持买入评级。

主要风险在于 A 股市场持续下跌。

表 13： 太保内含价值预测表

单位：百万元	2008A	1H09E	2009E	2010E
寿险业务期初内含价值	30,570	42,769	42,769	50,279
内含价值预期回报	3,038	1,872	3,745	4,532
一年新业务价值	3,651	2,246	4,495	5,234
营运经验差异	-162	0	0	0
红利分配差异	-1,513	0	0	0
投资收益差异	-8,959	3,899	4,574	446
评估方法、假设和模型的改变	-215	0	0	0
市场价值调整	4,730	-2,152	-3,966	-436
其他	-299	0	0	0
资本注入	14,000	0	0	0
股东股息	-2,070	-1,338	-1,338	-800
寿险业务期末内含价值	42,769	47,295	50,279	59,253
集团其他业务期初调整后净资产	44,966	28,064	28,064	30,728
资本投资前净资产价值变化	-3,471	1,138	3,508	2,950
资本投资	-14,000	0	0	0
市场价值调整变化	569	-474	-844	-84
集团其他业务期末调整后净资产	28,064	28,728	30,728	33,594
少数股东权益调整	-855	-1,157	-1,002	-1,170
期末集团内含价值	69,978	74,867	80,005	91,677
每股集团内含价值	9.09	9.72	10.39	11.91

资料来源：公司财报，东方证券研究所

表 14： 太保一年新业务价值预测表

单位：百万元, 元/股	2006A	2007A	2008A	1H09E	2009E
一年新业务价值	2,176	3,015	3,651	2,246	4,495
YoY	—	38.6%	21.1%	25.6%	23.1%
每股一年新业务价值	0.32	0.39	0.47	0.29	0.58
YoY	—	20.6%	21.1%	25.6%	23.1%

单位：百万元	2006A	2007A	2008A	1H09E	2009E
首年标准保费（APE）	8,552	10,414	13,375	9,947	17,979
一年新业务价值	2,176	3,015	3,651	2,246	4,495
新业务利润率	25.4%	29.0%	27.3%	22.6%	25.0%

资料来源：公司财报，东方证券研究所

表 15： 太保估值表

单位：百万元	2009	2010	2011	2012
寿险业务内含价值	50,279	59,253	70,396	83,209
寿险业务每股内含价值	6.53	7.70	9.14	10.81
每股一年新业务价值	0.58	0.68	0.79	0.93
一年新业务倍数	30.00	30.00	30.00	30.00
每股新业务价值	17.51	20.39	23.80	27.83
每股寿险业务估值	24.04	28.09	32.94	38.63
集团占寿险业务比例	98.29%	98.29%	98.29%	98.29%
集团应占每股寿险业务估值	23.63	27.61	32.38	37.97
财险业务每股净资产	1.09	1.19	1.27	1.35
财险业务估值（2XPB）	2.17	2.39	2.54	2.70
集团占财险业务比例	98.30%	98.30%	98.30%	98.30%
集团应占财险业务价值	2.14	2.35	2.50	2.65
其他业务每股净资产	2.83	3.08	3.40	3.75
其他业务每股估值（1XPB）	2.83	3.08	3.40	3.75
太保集团每股内含价值	10.39	11.91	13.73	15.81
太保集团每股估值	28.59	33.04	38.27	44.38

资料来源：公司财报，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

损益表（人民币百万元）					内含价值预测表（人民币百万元）				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	97,835	103,813	118,742	139,758	公司调整后资产净值	30,570	42,769	50,279	59,253
保险业务收入	94,016	98,662	116,726	137,375	旧保单有效业务价值	3,038	3,745	4,532	5,464
减：分出保费	-8,435	-11,940	-13,817	-15,971	新保单有效业务价值	3,651	4,495	5,234	6,108
提取未到期准备金	-1,307	-1,372	-1,623	-1,910	偿付能力额度成本	-162	0	0	0
已赚保费	84,274	85,350	101,287	119,494	扣除后有效业务价值	-1,513	0	0	0
投资收益	13,266	18,129	17,066	19,814	占太保寿险股份	-8,959	4,574	446	428
汇兑收益/(损失)	-132	-2	0	0	占有有效业务价值	-215	0	0	0
其他业务收入	427	336	389	450	公司内含价值	4,730	-3,966	-436	0
二、营业支出	-98,584	-98,834	-114,096	-134,504	扣除前 FNBV	-299	0	0	0
退保金	-7,257	-8,546	-10,077	-11,862	扣除后 FNBV	11,930	-1,338	-800	-857
赔付支出(净额)	-28,336	-29,375	-34,270	-39,958	集团应占 FNBV	42,769	50,279	59,253	70,396
提取保险准备金	-37,139	-38,352	-44,704	-52,750	公司估值表（人民币百万元）				
保单红利支出	-2,595	-2,049	-1,367	-2,647		2008	2009E	2010E	2011E
手续费及佣金支出	-7,258	-9,037	-10,685	-12,570	太保集团 EV	-	6.53	7.70	9.14
业务及管理费	-8,526	-8,915	-9,954	-11,132	太保集团每股 EV	-	0.58	0.68	0.79
计提资产减值准备	-5,221	0	0	0	NBV	-	30	30	30
其他支出	-2,252	-2,561	-3,039	-3,585	每股 NBV	-	24.04	28.09	32.94
四、利润总额	-355	5,373	5,040	5,648	假设变动影响	-	0	0	0
减：所得税费用	1,770	-1,775	-1,008	-1,130	每股假设变动影响	-	0	0	0
五、净利润	1,415	3,599	4,032	4,518	退保率提高影响	-	0	0	0
少数股东损益	76	54	60	68	每股退保率影响	-	0	0	0
母公司股东盈亏	1,339	3,545	3,972	4,451	应占寿险业务价值	-	23.63	27.61	32.38
EPS	0.17	0.46	0.52	0.58	应占每股寿险估值	-	1.09	1.19	1.27
资产负债表（人民币百万元）					财险业务 BVPS	-	0.89	0.98	1.05
	2008	2009E	2010E	2011E	财险业务估值	-	2.14	2.35	2.50
投资资产	287,896	331,574	380,190	437,931	应占财险业务价值	-	2.83	3.08	3.40
应收总计	19,749	21,233	25,197	29,727	太保集团估值	-	28.59	33.04	38.27
其他资产	11,745	13,469	15,477	17,854	比率分析				
资产总计	319,390	366,276	420,864	485,511		2008	2009E	2010E	2011E
负债和股东权益					保费收入增长率	26.64%	4.94%	18.31%	17.69%
未到期责任准备	15,946	17,318	18,940	20,850	总投资收益率	2.93%	5.85%	4.80%	4.84%
保险责任准备金	230,721	269,073	313,777	366,527	投资资产增长率	0.53%	15.17%	14.66%	15.19%
其他负债	23,495	27,465	33,625	40,811	净利润增长率	-80.57%	164.73%	12.04%	12.06%
负债合计	270,162	313,856	366,342	428,188	EV 增长率	-6.39%	14.33%	14.59%	15.35%
股本	7,700	7,700	7,700	7,700	FNBV 增长率	21.09%	23.11%	16.44%	16.70%
股东权益合计	49,228	52,420	54,522	57,324	净资产收益率	2.40%	7.04%	7.50%	8.04%
负债和股东权益合	319,390	366,276	420,864	485,511	AV/EV (X)	-	2.89	2.79	2.67

分析师承诺

王小罡 CFA：保险行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn