

中国太保 (601601)

成长性瑕不掩瑜，周期性不足为忧

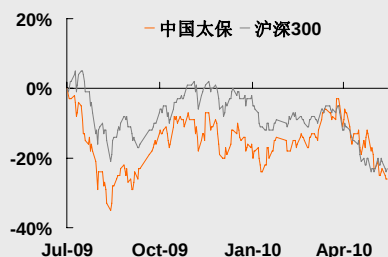
强烈推荐 (首次评级)

现价: 22.23 元

主要数据

行业	金融、保险业
公司网址	www.cpic.com.cn
大股东/持股(百万股)	华宝投资/ 1,288
实际控制人/持股	宝钢集团有限公司 及其关联方/16.27%
总股本(百万股)	8,600
流通 A 股(百万股)	2,681
流通 B/H 股(百万股)	2,313
总市值 (亿元)	191,178
流通 A 股市值(亿元)	596.03
每股净资产(元)	9.19
资产负债率(%)	81.0

行情走势图



相关研究报告

研究员

赵湘怀 联络人
S1060110060037
021-33830525
zhaoxianghuai424@pingan.com.cn

刘英华 分析师
S1060208120120
0755-22626420
Liuyh1@pingan.com.cn

投资要点

- 成长性强劲：集团上半年业务增长势头强劲，保费收入和总资产 3 年内翻番基本成定局。

太保寿险在主要竞争对手的压力下，保费收入累计同比增长 48.7%，其中个险渠道的新单保费预计增长 15%以上，银保渠道预计增长 80%以上，一年新业务价值预计增长 20%以上。太保产险在与平安产险的竞争中，上半年保费收入累计同比增长 45.0%，综合成本率继续优于主要竞争对手，预计在 95%以下。

- 周期性减弱：中长期固定收益类投资比重加大，集团总投资收益率预计保持稳定，净利润受大盘波动的影响有限。

公司加大了对中长期固定收益类资产的配置力度，定息收入稳定增长，资产负债的久期匹配持续改善。太保投资收益率和风险贴现率的精算假设在上市三家公司中最为保守，公司一年新业务价值和内含价值仍有调升空间。

- 太保 A+H 上市后，建立了资本的持续补充机制，偿付能力充裕，又位处金融改革前沿的上海，未来的资本运作将成为股价的催化剂。

- 与市场预期不同之处：

(1) 中国太保的 EPS 预计显现弱周期性，历史的高 β 值将趋低；

(2) 采用综合估值法，对寿险、产险和集团分别采用 EV、PE、PB 的估值方法，较好地反映公司的实际价值。

- 目标价：26.78 元

预测 10、11 年每股一年新业务价值分别为 0.67 元和 0.77 元，EPS 分别为 1.10 元和 1.28 元。鉴于中国太保目前良好的价值增长趋势，首次给予“强烈推荐”评级，目标价为 26.78 元。

	2008A	2009A	2010E	2011E
EPS	0.33	0.95	1.10	1.28
P/E(倍)	67.4	23.4	20.21	17.37
每股 NBEV	0.47	0.59	0.67	0.77
每股 EV	9.09	11.60	12.76	14.29
P/EV(倍)	2.45	1.92	1.74	1.56

正文目录

正文目录	2
图表目录	3
一、素描：上海故事	5
1.1 国内保险三大品牌	5
1.2 成长在黄浦江畔	5
1.3 专注保险的集团战略	6
二、寿险：业务增长表现强劲	7
2.1 综述：做大比做强更紧迫	7
2.2 渠道：个险稳，银保快	8
2.3 产品：向储蓄理财型倾斜	10
2.4 营运平台：成本控制和技术支持	12
三、产险：综合成本率继续领先	13
3.1 综述：老牌劲旅	13
3.2 收入：大象跳舞	14
3.3 利润：有望与业务增长同步	15
四、资管：收益持续超越负债成本	16
4.1 综述：资产规模稳步上升	16
4.2 结构决定收益	18
4.3 亮点：另类投资	20
4.4 投资收益率的精算假设：合理&保守	20
五、财务精算分析	21
5.1 财务分析	21
5.2 偿付能力分析	22
5.3 内含价值分析	23
5.4 新会计准则的影响	25
六、盈利预测和综合估值	26
6.1 盈利预测	26
6.2 综合估值：目标价 26.78 元	27
6.3 核心风险提示	27

图表目录

图表 1	2010 年 1 季度保险市场资产份额.....	5
图表 2	全球保险公司总市值排名.....	5
图表 3	2009 年上海企业排行榜	5
图表 4	中国太保前十大股东明细.....	5
图表 5	中国太保集团架构	6
图表 6	太保寿险历年个人客户规模	7
图表 7	太保寿险历年机构客户规模	7
图表 8	太保新华泰康月度总保费收入一览	7
图表 9	太保新华泰康月度个险保费同比增速	7
图表 10	太保寿险 2009 年保费收入地区占比	8
图表 11	太保寿险分销渠道构成	8
图表 12	太保寿险月度毛保费增速.....	8
图表 13	太保寿险预计月度新单保费增速.....	8
图表 14	个险销售能力（规模保费口径）	10
图表 15	个人客户保单继续率	10
图表 16	个险渠道总保费构成	11
图表 17	个险渠道新单保费构成	11
图表 18	产品系列“人生年年保安康”	11
图表 19	福系列四季产品示例	12
图表 20	预计 2010 年个险新单主要产品占比	12
图表 21	预计 2010 年银代新单主要产品占比	12
图表 22	太保产险历年保费收入和市场份额	13
图表 23	太保产险历年综合成本率.....	13
图表 24	2010 年太保产险及行业月度同比增长.....	15
图表 25	太保产险与平安产险市场份额变化	15
图表 26	预计太保产险 2010 年上半年各险种占比	15
图表 27	预计上半年主要竞争对手综合成本率	15
图表 28	稳步增长的投资资产规模.....	16
图表 29	太保集团资产运作架构	16
图表 30	公司逐渐拓宽的投资渠道.....	17
图表 31	太保历年投资资产组合构成	18
图表 32	太保历年投资收益率比较.....	18
图表 33	历年固定收益类投资结构.....	18
图表 34	历年固定收益类投资收益率	18

图表 35	历年权益投资类投资结构.....	19
图表 36	历年权益投资类收益率	19
图表 38	近年公司另类投资项目	20
图表 37	主要上市保险公司投资收益率精算假设比较.....	21
图表 39	资产负债表主要资产项目季度同比增长率	22
图表 40	利润表主要收入项目季度同比增长率	22
图表 41	利润表主要支出项目季度同比增长率	22
图表 42	现金流量表主要项目季度同比增长率	22
图表 43	寿险偿付能力充足率.....	23
图表 44	产险偿付能力充足率.....	23
图表 45	2009 年 12 月 31 日内含价值及一年新业务价值组成	24
图表 46	有效业务价值和一年新业务价值敏感性分析.....	25
图表 47	3 年移动平均国债利率曲线.....	26
图表 48	中国太保盈利预测 (单位: 百万元人民币)	26
图表 49	中国太保 2010 年估值 (单位: 百万元人民币)	27

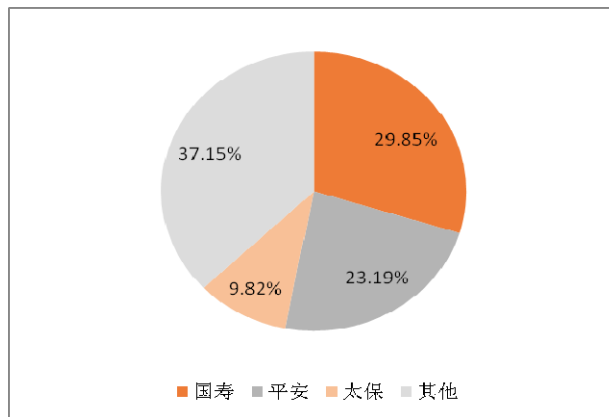
一、素描：上海故事

1.1 国内保险三大品牌

太保与平安、国寿（及人保）是国内保险历史比较悠久的三大品牌。成立于 1999 年的国寿前身是 1949 年始建的原中国人民保险公司，1996 年分设为中保人寿保险有限公司。平安 1988 年 5 月 27 日在深圳蛇口成立，是国内第一家股份制保险公司。1991 年 5 月 13 日，太保在上海成立，是国内第一家全国性的股份制保险公司，第一任董事长是由时任交通银行总经理戴相龙兼任。这三家 A+H 公司分别扎根于京沪深，利用各自的地缘优势鼎足而立。在国内市场上，三家公司牢牢把握优势的市场地位，中国太保居于第三。

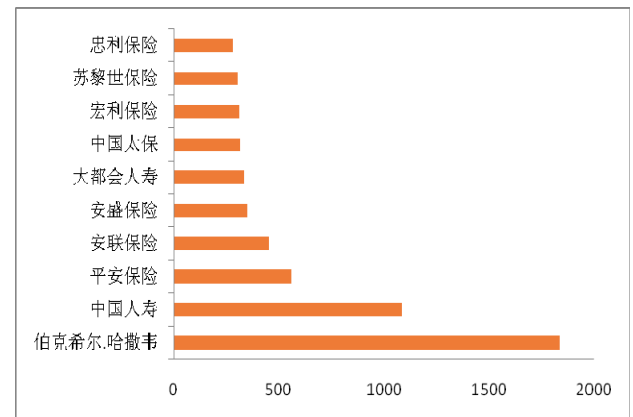
中国公司在全球保险业的地位举足轻重。在全球保险总市值排名方面，国寿和平安曾居于第二、三位，太保也稳居前十。三家中国公司一度占前十位的总市值的 34%；如果除去巴菲克的伯克希尔·哈撒韦外，占到剩余九家市值的近一半。

图表 1 2010年1季度保险市场资产份额



资料来源：中国保监会

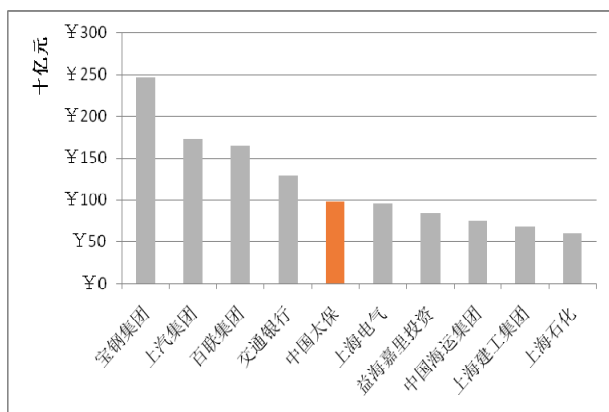
图表 2 全球保险公司总市值排名



资料来源：Bloomberg

1.2 成长在黄浦江畔

图表 3 2009年上海企业排行榜



资料来源：上海统计局

图表 4 中国太保前十大股东明细

股东名称	持股比例
华宝投资有限公司	15.19%
申能(集团)有限公司	14.49%
Parallel Investors Holdings Limited	12.31%
香港中央结算(代理人)有限公司	10.10%
上海国有资产经营有限公司	5.01%
上海烟草(集团)公司	4.99%
Carlyle Holdings Mauritius Limited	3.29%
上海久事公司	2.96%
云南红塔集团有限公司	2.06%
全国社会保障基金理事会	1.14%
合计	71.54%

资料来源：Wind，公司年报

近年来太保的营业收入排名稳居上海企业前 5 名。在总部设在上海的中资金融机构中，除去交通银行，唯有太保拥有覆盖全国的分支机构网络。从太保的前 10 大股东看，来自上海的占了 5 家，宝钢、申能、久事、上海烟草共占 37.63%，上海国资委占 5.01%。此外，2005 年入股寿险的凯雷，在 2007 年股份上翻至集团后，现持股占比 15.6%。

地处中国金融改革前沿的上海，太保不时享受着改革红利及政策红包，近期主要有以下几方面：

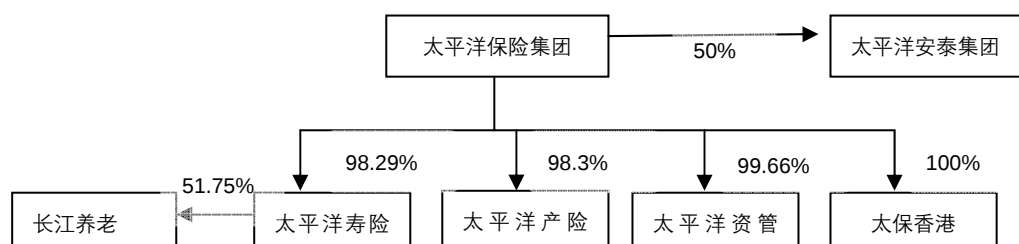
- 2009 年太保寿险以 5.7 亿元的价格，获得长江养老保险 51.75% 的股权，从而获得了养老保险和企业年金经营的全牌照。
- 上海国际金融中心建设的战略中，个人税延型养老保险试点项目是一个重要环节，预计实施后将形成超万亿规模的养老险市场，太保携长江养老有望从中获益。
- 上海为了建设航运中心，对注册在上海的保险公司从事国际航运业务的收入免征营业税，太保产险在业内率先成立航运保险事业部，加大相关业务拓展力度。
- 太保还与众多总部设在上海的大型国有企业，如上海城投集团建立了深厚的关系。

1.3 专注保险的集团战略

公司的愿景是建立以保险为主业的一流金融服务集团，其阶段性的战略目标是：

- 完善保险主业的架构，将价值增长放在首位；
- 产寿险均衡发展，提升寿险的新业务价值，降低产险的综合成本率；
- 资产管理快速发展，获得高于负债成本和精算假设的稳定投资收益率；
- 把握其他金融服务机会。

图表5 中国太保集团架构



资料来源：平安证券研究所

2009 年底太保在 H 股成功上市，募集资金净额为 214.58 亿元（含绿鞋配售）。通过境内和境外两地上市，公司在 2 年内融资超过 500 亿元，更为重要的是建立了持续的资本补充机制，3 年来为支持产、寿险的业务发展，集团向子公司共注资 300 多亿元，确保了产、寿险公司的偿付能力和业务规模。按照这个速度，集团在 3 年后可能重新面临融资的压力。

在国内的保险集团中，太保的产、寿险比例最为均衡，市场占有率都长期稳定在 10% 上下。2009 年公司保险业务收入占比中，寿险为 64.4%，产险为 35.6%；利润方面，寿险贡献了 73.8%，产险贡献了 19.3%。2009 年底，寿险公司共有 3392 万个人客户，而产险公司也拥有 1301 万名客户。均衡的产、寿险结构增强了集团的抗风险能力，优化了集团的财务结构，并为产寿险联动（如交叉销售）提供了广阔的空间。

集团目前有 200 多亿元的闲置资金，尽管专注于保险主业的发展，但未来的资本运作仍然值得期待。如前述，公司的阶段性战略目标指出将把握其他金融服务机会，实际上保险行业产业链上下游的投资空间巨大。控股长江养老是公司自成立以来的最重要一笔股权投资，而投资杭州银行则是公司向金融服务集团迈进的一个信号。

二、 寿险：业务增长表现强劲

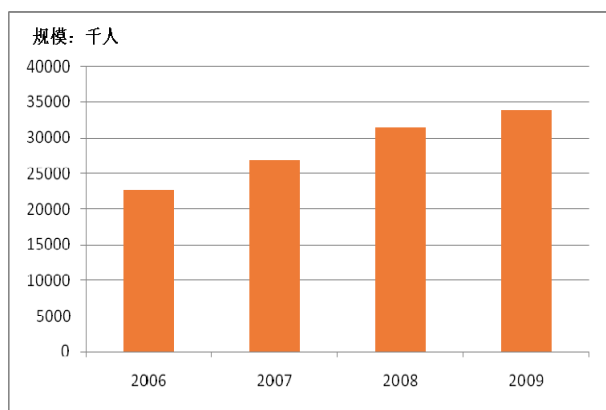
2.1 综述：做大比做强更紧迫

太保立志于打造一流的保险金融服务集团，寿险是最重要的一环。2009 年太平洋寿险对集团利润的贡献率是近 80%（除去集团本身收益）。寿险公司盈利能力强于财险公司原因很多，从盈利模式看主要有以下几个方面：

- **寿险公司可投资的资金期限远高于财险公司。**寿险公司的保单久期通常在 15 年以上，而财险公司的保单基本上是年缴。
- **寿险公司的资金运用效率高于财险公司。**财险公司的资产负债表必须保持比较高的流动性，以应对大额赔款的偶然性。据统计，台湾寿险公司的资金运用率为 94%，而财险公司的仅为 58%。
- **寿险公司可以通过期缴产品锁定大部分客户，从而锁定未来的现金流入。**三家上市公司的 25 个月保单继续率都在 80% 以上。

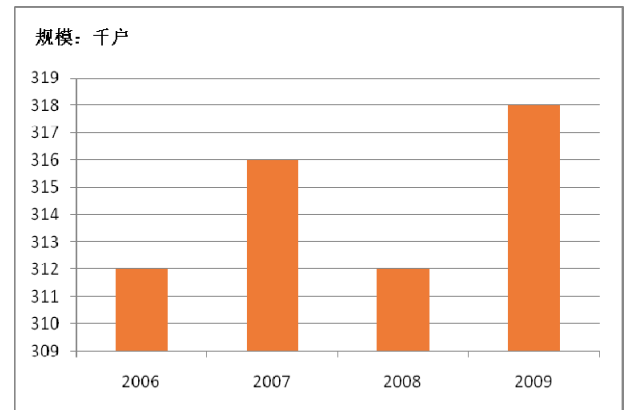
近 4 年太保寿险的客户规模不断扩大，尤其是个人客户的年均复合增长率为 17.3%，与保费增长基本同步，机构客户由于团险业务的萎缩变化不大。

图表 6 太保寿险历年个人客户规模



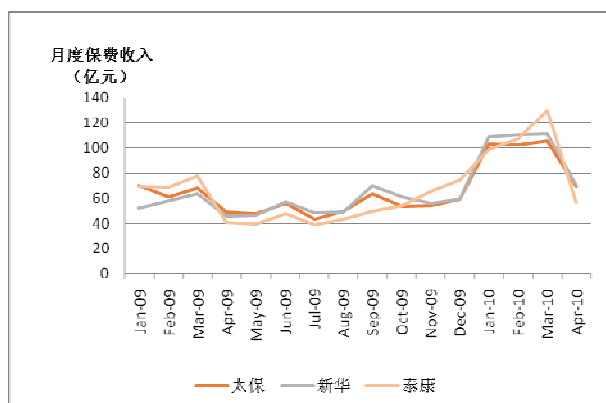
资料来源：公司数据，平安证券研究所

图表 7 太保寿险历年机构客户规模



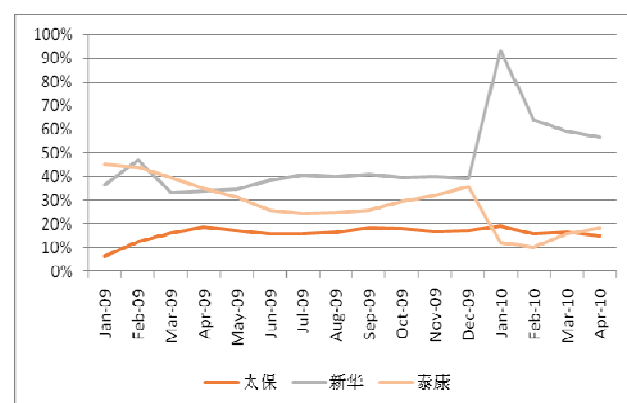
资料来源：公司数据，平安证券研究所

图表 8 太保新华泰康月度总保费收入一览



资料来源：公司数据，平安证券研究所

图表 9 太保新华泰康月度个险保费同比增速



资料来源：公司数据，平安证券研究所

在国内寿险上，太保寿险是第二集团的领头羊，但地位受到成功解决公司治理问题的新华人寿以及泰康人寿的强有力的挑战。2009 年寿险围绕集团 H 股上市的战略目标，全力优化业务结构，提升内含价值，不惜限制“高能耗”的银保业务发展。今年 1 季度，太保寿险的规模保费继续被新华人寿和泰康人寿赶超，新华的个险保费增速高于太保 40 多个百分点。因此保住市场份额的紧迫性压过了中长期的结构调整目标，从新华和泰康的追赶中突围成为首要任务。

保单销售能力、产品开发能力和后台支持能力是衡量寿险公司承保水平的最重要三项指标，接下来我们分别阐述。

2.2 渠道：个险稳，银保快

寿险是典型的供给创造需求的行业，渠道好比生产线，保费收入好比产能。目前太保寿险在全国有 37 家分公司，3580 家中心支公司、支公司和营销服务部，网点数略低于国寿，是平安的近 2 倍，业内排名第二。**2009 年公司 65.5% 的保险业务收入来自于前十大分支机构。**与其他公司差别不大，太保寿险的分销渠道主要由传统的主力渠道和新兴的技术渠道组成。

图表 10 太保寿险2009年保费收入地区占比

地区	占比	同比增长率
江苏	10.39%	35.20%
山东	8.95%	25.81%
河南	8.31%	46.92%
四川	6.86%	25.72%
河北	6.61%	60.92%
湖北	5.14%	44.10%
北京	5.00%	27.24%
山西	4.88%	10.00%
广东	4.78%	64.85%
浙江	4.58%	50.34%
小计	65.50%	
其他地区	34.50%	17.96%

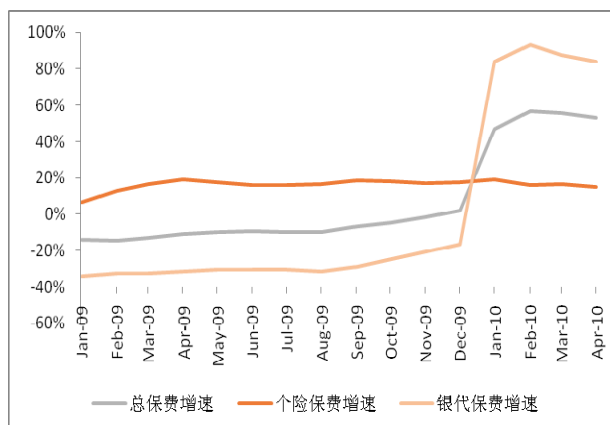
资料来源：公司数据，平安证券研究所

图表 11 太保寿险分销渠道构成

大类	小类	现状
传统渠道	个险营销渠道	约 25 万名保险营销员
	银行保险渠道	超过 8300 名银保客户经理+约 6.8 万个合作的商业银行及中国邮政网点
	团险渠道	超过 3300 名团险销售代表
新兴渠道	电话渠道	95500 电话
	网络渠道	太保网电子商务
	专业中介渠道	保险代理+保险经纪

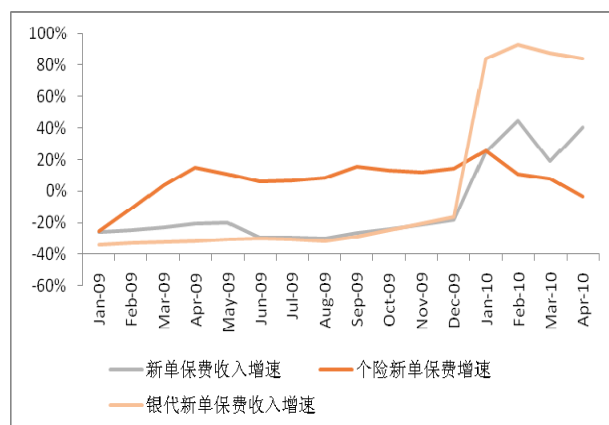
资料来源：公司数据，平安证券研究所

图表 12 太保寿险月度毛保费增速



资料来源：公司数据，平安证券研究所

图表 13 太保寿险预计月度新单保费增速



资料来源：公司数据，平安证券研究所

上半年太保寿险保费收入累计同比增长 48.6%（旧会计准则口径），超过预期。其中，个险渠道的增长率维持在 20%左右，前期主要由续期拉动。个险新单的增长率 4 月份曾为负，但 5 月份已转正，6 月份累计增长率预计约 15%。

由于 H 股上市价值增长的需要，去年公司银代渠道无论是毛保费还是新单保费，都呈现了负增长；今年以来公司的战略发生了显著的变化，1 月份以来保持了 80%以上的高速，并且主要由新单拉动，期缴业务占比好于往年，约 20%。

预计公司下半年将保持目前良好的增长势头，全年保费收入同比增长将超过 40%（新会计准则口径），其中银代渠道的增长率有望超过 70%，个险渠道的增速应能保持在 20%以上。特别是个险新单的增长很可能延续 6 月份的良好业绩，在 2009 年基数较高的情况下，全年有望实现 15%以上的增长，但需要进一步关注 7、8 月份的数据。

理论上讲，个险渠道和银代渠道从商业本质上来说没有优劣之分。如在欧洲如法国银代渠道是主流渠道。但在中国的现阶段，银代的盈利能力比个险渠道弱，这主要缘于销售保险产品结构和期限结构的差异。如银行柜员可能会乐于销售趸交储蓄性产品，而不愿意销售复杂的期缴产品，而后的边际利润有可能是前者的 10 倍。随着时间的推移，有些情况在逐渐发生变化，如低柜（银行理财柜台）的银行职员，经过保险公司的培训后，开始销售较为复杂的期缴产品，其与个险渠道的区别变得模糊。

我们认为，太保上半年银代渠道保超过 80%的增长率仍然符合预期，其主要原因如下：

- 从战略上看，太保 H 股成功上市后，集团于 4 月份向寿险增资约 120 亿元，偿付能力充足，规模扩张有利于保持一定的市场份额，也有利于 ROE 战略目标的达成；
- 从性质上看，今年银保渠道的增长很大程度上属于低基数上恢复性增长；
- 从竞争对手角度，新华和泰康的银代渠道增长也很迅速，巩固市场份额必须大力发展银保；
- 从银行角度，在货币政策趋紧的大背景下，银行对于保险销售等中间业务愈发重视，这有助于银保上规模。

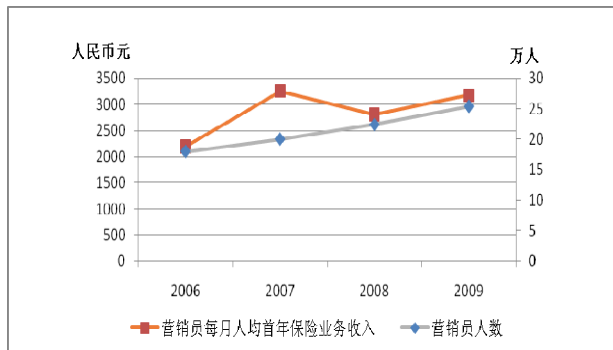
因此，银代渠道的高速发展本身没有问题，关键在于成本控制。我们将继续关注公司银代渠道的期缴占比，以及个险渠道是否保持稳定的增速。

作为盈利能力最强的个人营销渠道，是太保寿险产能发展的软肋，但近年来进步很快：

一方面从销售能力看，2009 年公司的营销员的数量和每月人均新单保费收入增长分别为 13.4%和 13.1%。今年的目标是人数保持 10-15% 的增长，人均产能保持 10%以上的增长，这将为个险渠道业务增长 20%以上奠定坚实的基础。目前情况看，公司的人均产能超预期，而人数与去年基本持平。

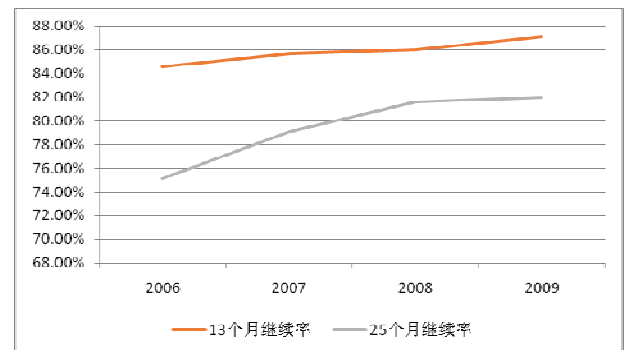
另一方面从个人客户保单继续率看，25 个月保单继续率从 2006 年的 75%稳步增至去年的 82%，13 个月保单继续率从 2006 年度的 84%提升到 87%。按照 H 股招股说明书上的承诺，公司将继续提升保单继续率，13 个月继续率目标是 90%，25 个月的目标是 85%。保单继续率的稳步提升说明了公司的业务质量的持续改善，退保率的下降对公司的盈利能力有明显的正面效应。

图表 14 个险销售能力（规模保费口径）



资料来源：公司数据，平安证券研究所

图表 15 个人客户保单继续率



资料来源：公司数据，平安证券研究所

需要强调的是，个险渠道产能的提升是个逐步的过程，非一朝一夕之功，产能的大幅波动只能说明经管能力薄弱。首先，个险渠道产能的提升需要一整套体系的支撑，包括考核、激励、组织、IT、培训等，任何环节的滞后都会产生短板效应。第二，投入产出有时滞，太保寿险是从 2005 年才开始大规模投入个险渠道建设；三是产能释放的节奏对某段时间的产出很重要。**总之，公司营销渠道建设起步较晚，执行力有较大的提升空间。**

目前公司的基本策略是继续提升人均产能、新业务边际利润率和保单继续率，以实现寿险业务的可持续增长。

- 渠道方面，以四级机构为重点，加强个险营销渠道建设，完善营销组织体制、绩效评价机制和专业培训体系，提升网点经营管理能力。太保是从产险起家，寿险起步较晚，早期定位也比较模糊，错失了一些发展时机。同时，加强对银代渠道的管理，积极推动电话销售、交叉销售以及电子商务销售等新渠道的建设和发展。
- 产品方面，完善以客户为导向的产品体系，积极发展有较高边际利润和体现寿险公司经营本质的保障型和长期储蓄型寿险产品，加快个人传统分红期缴业务和意外险业务等内含价值高的核心业务发展。
- 区域方面，推行五类机构差异化发展策略，推行城乡差异化发展策略，把握中国城镇化的战略时机，**巩固在二、三线城市的市场地位**，提升在一线城市的份额。

2.3 产品：向储蓄理财型倾斜

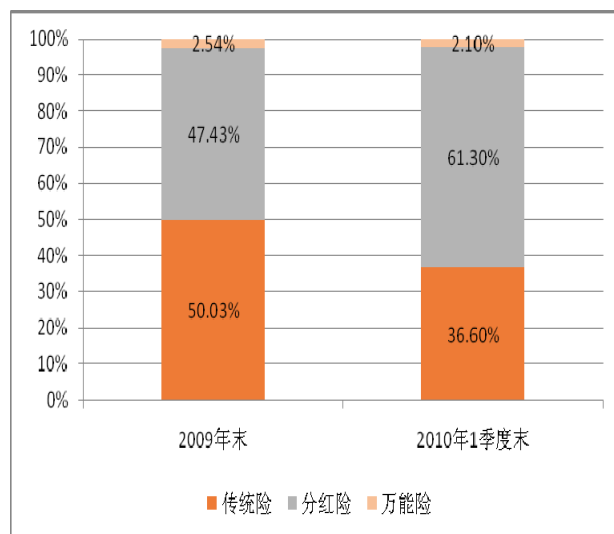
在保险业新会计准则出台和保监会要求结构调整的大背景下，**国内寿险公司产品结构逐渐从风险保障型向储蓄理财型倾斜。**

传统的保障型产品增长空间有限，不利于开展差异化竞争，也不容易体现公司的资产管理和整体经营能力。这类产品主要包括固定预定利率形式的终身寿险、两全保险、养老保险、意外险、疾病保险等。

分红险实际上是对传统产品的一种改良，既有利于寿险公司切入理财市场扩大市场份额，参与对居民储蓄存款的争夺，又让保户在获得保障时，还可分享到保险公司的部分经营利润。同时，与争议较多的投连险和万能险比较，分红险的收益比较稳定，不易受到股市波动的影响，有利于维护保险客户的权益。

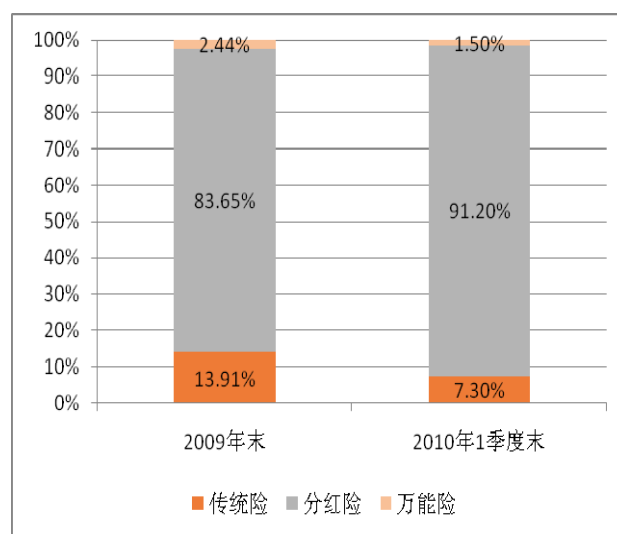
太保寿险也将产品开发及营销的重点放在了分红险。截至 1 季度，分红险的保单已经占到了个险新单的 91.2%。而传统险的占比不断下降，存量占比从 09 年末的 50%下降至 36.6%，但两者占比之和保持在 98%左右。

图表 16 个险渠道总保费构成



资料来源：公司数据，平安证券研究所

图表 17 个险渠道新单保费构成



资料来源：公司数据，平安证券研究所

近年来，太保寿险加快个人传统分红期缴业务和意外险业务等核心业务的发展，形成了比较明晰的产品策略，产品体系也逐渐完善。公司产品品牌可以用“人生四季有保障真幸福”概括，产品系列可简述为“人生年年保安康”。

针对目标人群的不同，公司将产品分为基础、中端和高端不同层级，其中“金泰人生”等是基础产品，“鸿福人生”和“鸿运人生”等是中端产品，“鸿利年年”等是高端产品。目前公司的策略是巩固“金泰人生”的基础地位，提升“两福”中端产品，然后以高端产品带动增量。

图表 18 产品系列“人生年年保安康”

产品形态	传统险	分红险	万能/投连险
人生（寿险）	长泰人生	金泰人生、金玉人生、鸿福人生、鸿运人生	金丰利、金诚利、华彩人生
年年（年金）	长寿年年	鸿瑞年年、鸿利年年	——
保（短意）	快乐成长保、至尊无忧保、安心无忧保	——	——
安康（健康险）	如意安康、万全安康	——	——

资料来源：公司数据 平安证券研究所

图表 19 福系列四季产品示例

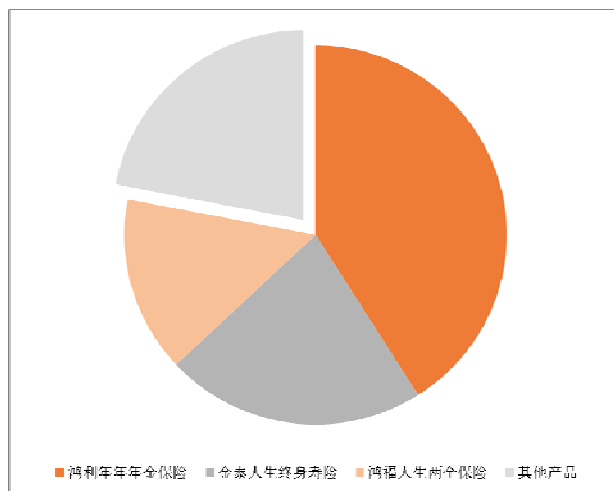
寿险产品	目标客户	保障责任	险种组合（示例）
福宝宝	第一季：少儿	两全+重疾+保费豁免	鸿福人生+附加（B）款重大疾病+附加少儿保费豁免
福盈门	第二季：起步	终寿+重疾+定寿	金泰人生（B）+附加长安（A）+附加金泰人生重疾
福满堂	第三季：家庭	终寿+重疾	金泰人生（B）+附加金泰人生重疾
老来福	第四季：退休	两全（可转年金）+重疾	金玉人生+附加（A）款重大疾病
丽人福	女性人群	两全+重疾	阳光丽人+附加阳光丽人疾病保险
财福汇	富裕人群	终寿+重疾+两全	金泰人生（B）+附加金泰人生重疾+鸿福人生

资料来源：公司数据 平安证券研究所

今年推出高端产品“鸿利年年”取得不错的业绩，1 季度占比近 40%；“金泰人生”作为维持平台，占比紧随其后为 22%。在银代新单方面，红利发 10 年期和 5 年期仍是主流，占比近 80%。

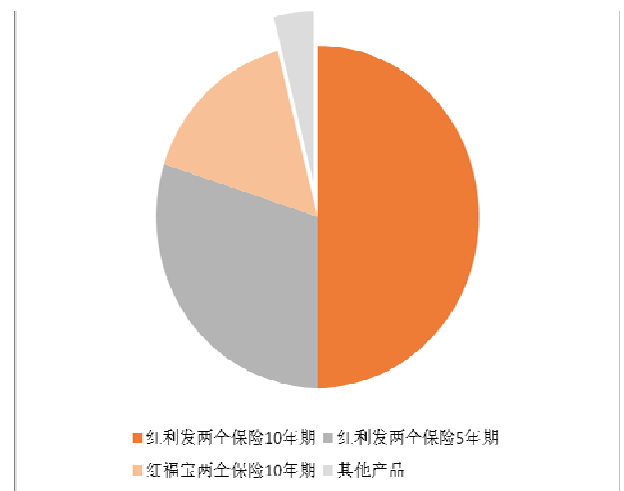
6 月底，中国保监会出台《关于人身保险预定利率有关事项的通知（征求意见稿）》，提出传统险预订利率拟由保险公司按照审慎原则自行决定。我们认为，这对寿险公司的盈利能力影响不大。首先，保监会拟出台相关规定的本意是振兴不断萎缩的传统险市场；其次，由于传统险今年以来占新单比例在 10%以下，经我们测算，费率即使一步调整到位，对公司一年新业务价值的负面影响也在 3%以内；第三，虽然预定利率拟放开，但影响更大的评估利率却仍然维持在 3.5%；最后，费率市场化是大趋势，但市场出现恶性竞争是小概率事件。因此，我们认为应该积极看待费率市场化，从保险公司的盈利模式和产品结构等方面客观地评估相关影响。

图表 20 预计2010年个险新单主要产品占比



资料来源：公司数据，平安证券研究所

图表 21 预计2010年银代新单主要产品占比



资料来源：公司数据，平安证券研究所

2.4 营运平台：成本控制和政策支持

对于保险公司，一个优良集中的营运平台，能有效地降低公司的经营成本和决策成本，并有助于公司业务技能的沉淀和经营能力的升级。寿险公司的一些关键指标也与营运平台息息相关。如提高个人保单继续率需要改善续单服务和电话回访的质量，提升个险渠道销售能力需要大力发展电话和网络等新兴渠道，资产负债管理和风险管理也离不开营运平台的数据和监控。

今年6月底，中国保监会主席吴定富在调研太保上海数据中心时，肯定了公司IT营运平台近年来的长足进步，并指出信息化建设有助于提高经营管理水平和科学决策能力，提升客户服务品质。作用概括如下：

- 通过对数据的集中化管理，提高对日常的业务发展和资金流动的动态监控水平，并提高科学决策水平；
- 有利于突破时间和区域的限制，从时效和质量等方面提高客户服务能力和水平；
- 有助于加强风险内控和执行力建设，有效应对跨险种、跨领域的风险隐患。

经过数年的努力，公司已初步建成“平台统一、数据集中、覆盖全国、互为备份”的营运作业体系，可以用“12345”具体描述：

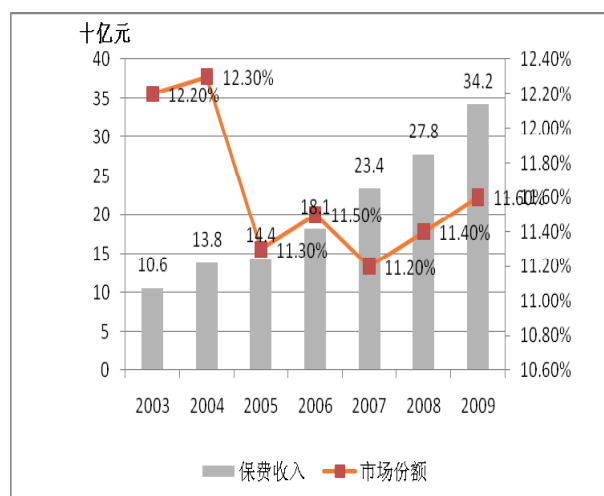
- 1个总控管理中心：即上海总部，主要功能包括营运作业管理、业务流程管理、全司KPI发布、监控和预警；
- 2个档案基地：即长沙和郑州，目前大部分分公司的业务档案已运抵基地，并实现影像系统查询；
- 3个后台作业基地：即上海、长沙和郑州，上海基地已经开始运营；
- 4个数据处理基地：即北京、苏州、西安、大庆，可互为灾备；
- 5个制单中心：即广州、郑州、济南以及成都、石家庄。

三、 产险：综合成本率继续领先

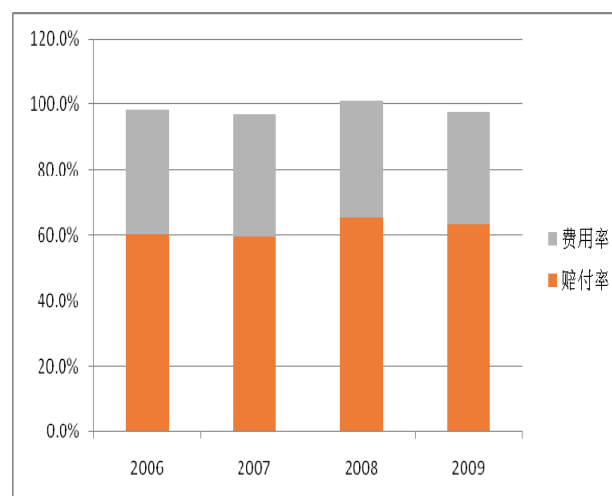
3.1 综述：老牌劲旅

产险公司是太保的旗帜，市场份额一直稳定在12%上下。经过19年的发展，太保产险形成了全国性的营销网络，目前共有38家分公司，2052家分支机构，覆盖了除西藏以外的所有省份，覆盖率接近90%。代理经纪渠道是公司销售的主渠道，收入占比一般接近57%，主要构成是超过2万名保险营销员、1千名专业代理人、1万名兼业代理人 and 近300家保险经纪公司。直接销售渠道占比近几年不断萎缩，现在稳定在40%左右，主要由17000多名自有直销代表组成。另外，电话、短信和互联网等新兴渠道也越来越受到重视，占比在逐年增大。

图表 22 太保产险历年保费收入 and 市场份额



图表 23 太保产险历年综合成本率



资料来源：公司数据，平安证券研究所

资料来源：公司数据，平安证券研究所

太保保险的领先首先体现在综合成本率上，4年里仅有08年略高于100%，2009年综合成本率为97.5%，行业最低。作为第一家建立财产保险业务集中核保核赔管理体系的国内公司，成本控制始终处于行业领先地位，运营效率不断提高。

- **从承保方面看，公司有一套完整的体系和一支优秀的队伍。**第一，公司制定了各险种风险控制策略、核保指引、操作守则和风险查勘指引；其次，建立了分级授权制度和集中核保管理体系；然后，根据各险种的风险、索赔记录及公司整体风险来决定再保险；最后，通过高质量的培训实现核保全员持证上岗，并集中授权。
- **从核赔方面看，公司拥有集中的理赔系统，理赔权限已经逐步上移，**将最终实现分公司审核权限和考核评聘的集中管理和垂直管理。通过95500客服热线对现场查勘作业实行网格化、过程化管理，同时通过P09核心系统实现了业务数据集中。
- **从费用管理看，公司严格按照精算可用费用开展业务，**控制总体费用水平，费用报销预算审批权、终审权已经集中到分公司层面。

其次，领先体现在非车险的承保项目上。太保产险曾首席或者参与承保了长江三峡等国家重点工程以及包括亚太二号在内的20多个航天项目，连续5年首席或独家承保中国国际航空航天博览会一揽子保险，从05年开始为中国驻外使领馆工作人员提供团体人身意外伤害保险。目前太保产险已经形成了覆盖全业务领域的产品体系，能够满足机构和个人客户几乎所有的非人寿保险需求，并且针对不同客户类别提供差异化的产品。

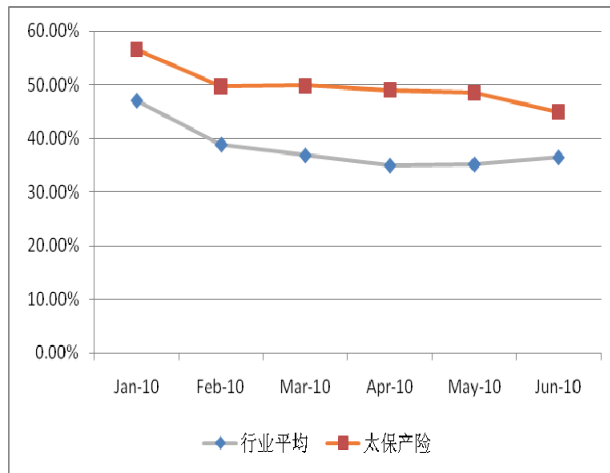
第三，领先体现在客户口碑。太保产险的品牌在业内口碑较好，客户忠诚度高，主要奖项如下：

- 2003年，中国消费者协会许可太保产险“神行车保”在保险业中首家获授权使用“3.15”标志；
- 2004-2008年，太保产险连续被中国质量协会评为“全国用户满意企业”；
- 2008年，太保产险获亚洲客户服务协会颁发“亚太最佳客户服务奖”；
- 2002-2008年，太保产险连续7年在中国质量万里行促进会对保险行业服务质量明察暗访中保持第一。

3.2 收入：大象跳舞

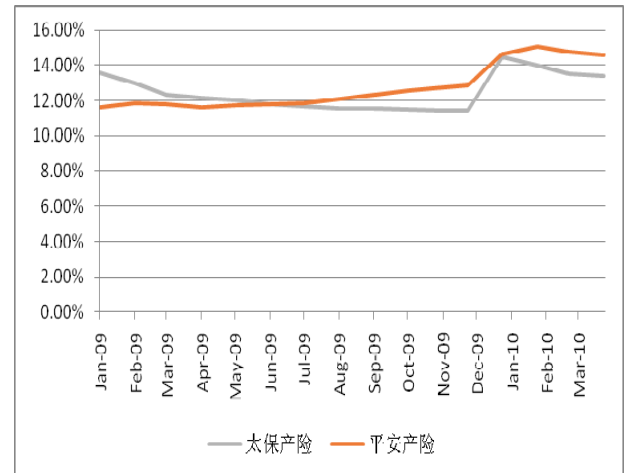
2009年业务规模被平安产险赶超，市场份额丢掉了第二的排名。今年公司的战略重心从单纯的注重成本控制转至规模份额和成本控制并举。上半年，太保产险与平安产险共同演绎了“大象也能跳舞”，**保费收入270亿元，同比增长45.2%，行业平均估计约为30%。车险方面，太保产险同比增长50%左右，而行业平均约为35%；效益较好的非车险方面，同比增长约35%，而行业平均仅为14%左右。尽管车险增速很快，但公司效益较好的非车险占比仍然高于行业平均水平，并优于主要竞争对手。**

图表 24 2010年太保产险及行业月度同比增长



资料来源：公司数据，平安证券研究所

图表 25 太保产险与平安产险市场份额变化



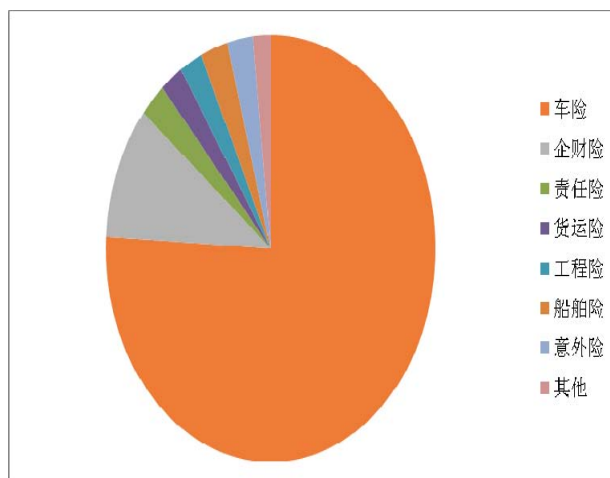
资料来源：公司数据，平安证券研究所

3.3 利润：有望与业务增长同步

得益于财产险行业秩序的治理，今年整个行业首次实现了盈利，特别是车险的综合成本率降至 100% 以下。太保产险无论是综合赔付率还是费用率，都明显优于主要竞争对手，显示出持续强劲的盈利能力。这主要得益于公司的两大动作：一是着力推进车险精细化管理，有效提升保费充足率，建立理赔标准化管理模式；二是细分目标市场，加快发展责任险、短期意外险和家庭财产险等效益良好的非车险业务，增强盈利能力的稳定性。

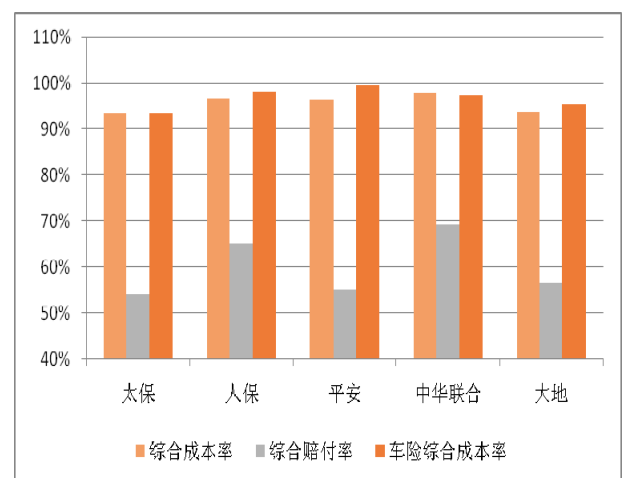
由于财产险公司的利润主要来自于承保利润和投资收益，而投资结构中固定收益类证券占绝大多数，因此收益相对稳定，不易受到股市波动的影响。得益于国内财产险市场受到严格监管后，竞争状况得到有效改善，太保产险的综合成本率优于去年同期，业务结构也保持优良，预计全年利润率将于业务增长同步，业务规模增速有望超过 40%，净利润增幅有望超过 30%。

图表 26 预计太保产险2010年上半年各险种占比



资料来源：公司数据，平安证券研究所

图表 27 预计上半年主要竞争对手综合成本率



资料来源：公司数据，平安证券研究所

四、 资管：收益持续超越负债成本

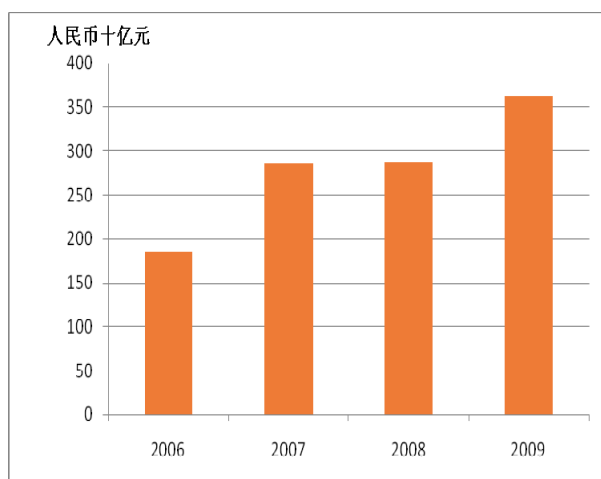
4.1 综述：资产规模稳步上升

资产管理公司已成为国内资本市场最重要的机构投资者，资金雄厚，触角广泛，长短皆可，申赎自由。太平洋资产管理公司成立于 2007 年，近年来集团的投资资产稳步上升，2006-09 年的复合增长率为 25% 左右，奠定了第三大保险集团的市场地位。今年上半年继续保持高速增长，全年增长率预计为 22%。

太保集团的资产运作从战略上由公司资产负债管理委员会（ALCO）负责决策，由战术资产配置决策小组（TAA）制定并组织实施相应的投资策略。资产管理公司的投资业务部门实施矩阵式管理模式，以各投资业务账户小组为单位，根据不同账户的负债特性制定差异化的配置策略。通过授权管理、流程管理和专业化作业，公司实现了系统决策优化、实时监控预警、信用风险管理、风险定期报告等。针对 A 股市场的波动，公司严格按照风险偏好和负债特性配置权益资产，以价值为投资为导向按照风险预算操作，并借助 H 股、红筹上市等进一步降低权益组合的整体风险。

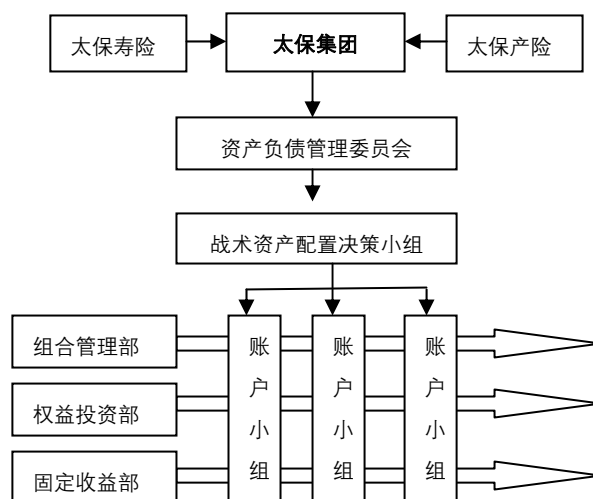
公司资产管理的战略目标是追求投资收益持续、稳定地超越负债成本和精算假设，实现整体价值的可持续增长。为了达到这个战略目标，需要兼顾业务特性、负债成本、资本实力和偿付能力。一方面公司的可投资资产规模快速增长，投资决策和风险管理体系日臻成熟，另一方面公司的投资渠道日益多元化，既有效降低了投资组合的系统风险，又让保险投资更好地分享中国经济发展的成果。

图表 28 稳步增长的投资资产规模



资料来源：公司数据，平安证券研究所

图表 29 太保集团资产运作架构



资料来源：公司数据，平安证券研究所

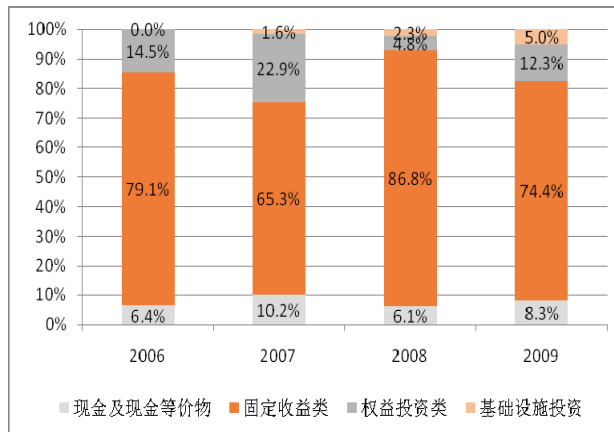
图表 30 公司逐渐拓宽的投资渠道

年份	保险投资渠道的政策变化	公司举措
2003 年	➢ 可投资评级不低于 AA 级的中国企业发行的企业债券 ➢ 可投资中央银行票据	➢ 建立信用风险管理体系
2004 年	➢ 可投资商业银行和保险公司发行的次级债 ➢ 可投资中国企业发行的可转换公司债券 ➢ 将外汇资金在境外投资于固定收益类产品	➢ 建立银行授信体系
2005 年	➢ 可投资境内公开发行并上市流通的 A 股股票和可转换公司债券 ➢ 中国企业在境外发行的股票 ➢ 政府债券、金融债券、企业（公司）债券及有关部门批准发行的其他债券	➢ 扩大债券投资规模和范围，提高企业债投资比例，参与银行次级债投资
2006 年	➢ 可投资基础设施项目 ➢ 未上市商业银行的股权	➢ 探索基础设施项目的投资机遇 ➢ 开始参与工行和中行在 H 股上市的股票投资
2007 年	➢ 准许投资境外资产	➢ 开展基础设施项目投资 ➢ 获得 H 股和红筹股的投资资格 ➢ 全面拓展海外投资 ➢ 探索房地产与私募股权投资机遇
2008 年	➢ 《保险法修订（草案）》为保险资金投资拓展道路	➢ 大力拓展基础设施投资
2009 年	➢ 可投资地方政府债券 ➢ 可投资境内市场发行的中期票据等非金融企业债务融资工具 ➢ 可投资大型国有企业在香港市场发行的债券、可转换债券等 ➢ 扩大基础设施债权投资计划的投资主体、投资比例、投资范围和项目	➢ 大力拓展债权投资计划，积极探索金融股权投资和不动产投资，积极准备无担保债券投资

资料来源：公司数据 平安证券研究所

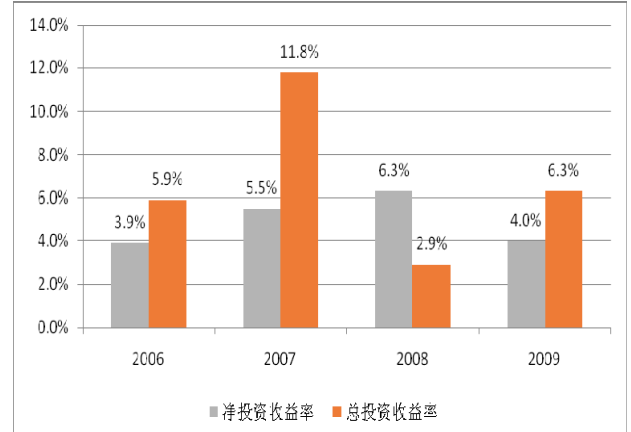
4.2 结构决定收益

图表 31 太保历年投资资产组合构成



资料来源：公司数据，平安证券研究所

图表 32 太保历年投资收益率比较

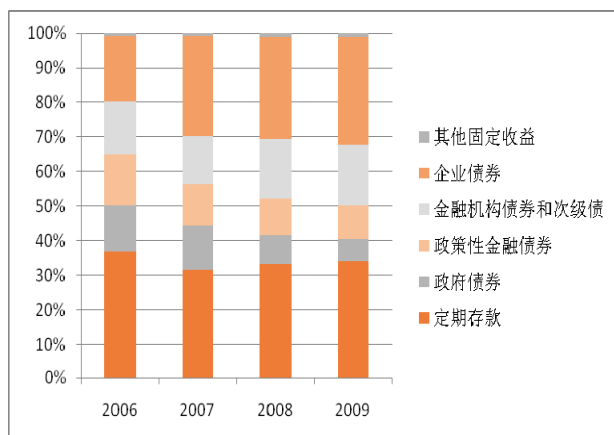


资料来源：公司数据，平安证券研究所

与国内其他保险公司类似，太保的投资资产组合主要由固定收益类投资和权益类投资组成，约占整个投资资产的 80%，前者包括定期存款、债券型投资、存出资本保证金、保户质押贷款和衍生金融资产等，后者包括证券投资基金、股本证券和长期股权投资。近年来太保的资产组合变化有以下几个特点：

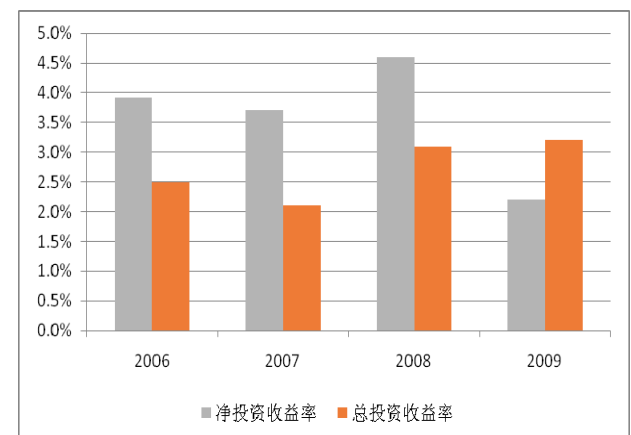
- **固定收益类投资是公司投资利润的主要来源，2009 年加大对长期资产的配置力度，定息收入同比增长 12.4%；**
- **权益类投资占比的区间主要落在在 6%-12%，离政策上限的空间较大，显示出公司稳健保守的投资风格，有利于减弱 A 股市场大幅波动引起的市场风险，但也可能会丧失一些波段操作的机会；**
- **另类投资中的基础设施投资从无到有，3 年来几乎每年翻了一番。该类投资收益稳定，能有效地改善投资久期，让公司更好地分享国内经济发展的红利；**
- **现金及现金等价物占比除去两次上市融资的影响，保持在 6%左右，现金流较为充沛。**

图表 33 历年固定收益类投资结构



资料来源：公司数据，平安证券研究所

图表 34 历年固定收益类投资收益率



资料来源：公司数据，平安证券研究所

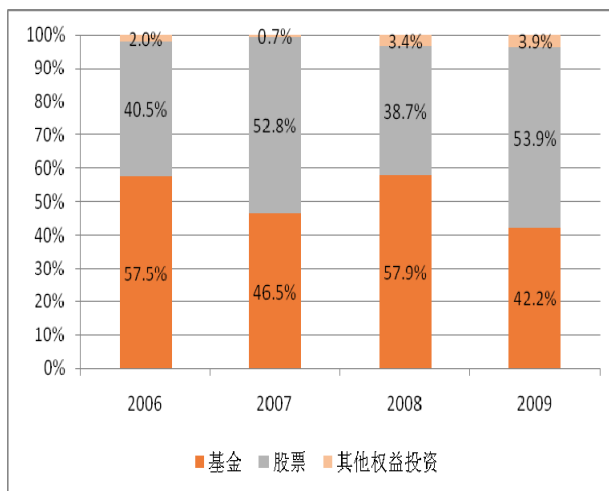
太保资管固定收益类投资特点如下：

- 公司加大了中长期资产的配置，2009 年把握国内首次发行 50 年期国债的机会，认购 56.28 亿元，占全部发行额度的 28%。此外，公司还配置了 30 年期国债 19.97 亿元，20 年期以上金融债 70.65 亿元，这三种债券共占固定收益类新增资产的近三分之二。这些债券有效地改善了公司资产负债的久期匹配。
- 企业债券的比重逐年加大，目前也占了近三分之一。这一方面反映了债券市场结构的变化，另一方面更反映了公司债券投资市场化的倾向；
- 定期存款保持在三分之一，但政府债券和政策性金融债券的比例近三年下降了约一半；
- 近年来固定收益类投资收益率的稳定性较好。2008 年债权投资无论是净投资收益率和总投资收益率明显高于股权投资，确保了公司在股市大跌的情况下的利润来源。

太保资管的股权投资特点如下：

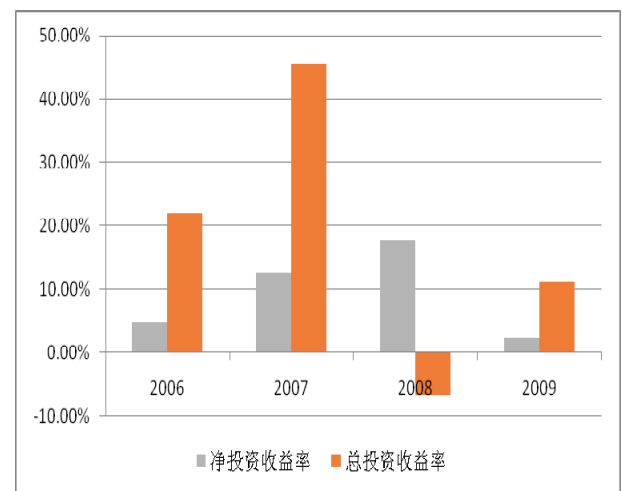
- 基金和股票的比例在好年份约为 4:5，在坏年份约为 5:4，仍然反映了公司稳健保守的投资风格；
- 其他权益投资主要包括长期股权投资，这两年份额有明显上升，随着投资渠道的放开，该份额还将稳步提升；
- 权益投资类收益率随大盘的波动而剧烈波动，预计今后波动的幅度将收窄。

图表 35 历年权益投资类投资结构



资料来源：公司数据，平安证券研究所

图表 36 历年权益投资类收益率



资料来源：公司数据，平安证券研究所

4.3 亮点：另类投资

图表 38 近年公司另类投资项目

时间	项目	投资金额	备注
2008.6	通过“太平洋—上海世博会债权投资计划”的投资计划间接投资的基础设施项目	30 亿元	——
2008.6	京沪高速铁路股份有限公司	40 亿元	占比 25%
2008.11	太保-乌江水电站项目债权投资计划	27 亿元	——
2009.1	太平洋-上海世博会债权投资计划（二期）	36 亿元	期限 10 年
2009.4	上海崇明越江隧道工程债权投资计划	12 亿元	期限 10 年
2009.5	人保天津滨海新区交通项目债权投资计划	22 亿元	——
2009.6	平安华能债权投资计划	1.5 亿元	——
2009.11	杭州银行股权投资	13 亿元	占股 5.98%

资料来源：公司数据 平安证券研究所

太保的另类投资拓展居于行业领先水平，2009 年总投资金额较上年末增长 181.3%，达 131.6 亿元。基础设施类投资计划等另类投资，投资期限长，收益持续稳定，能够很好地与寿险资产的久期匹配，同时投资于实体经济能够减少公司投资收益对资本市场的依赖。2008 年公司债权类基础设施投资的投资收益率 5.08%，高于一般债券的收益。

4.4 投资收益率的精算假设：合理&保守

正如前述，太保资产管理的原则是投资收益持续并且稳定地超越负债成本和精算假设。我们知道，目前国内传统寿险产品的预定利率不得超过 2.5%，现金价值的定价利率可以在保费定价利率的基础上最多上浮 200bps（6 月底保监会就放开传统人身保险预定利率发布征求意见稿，准备取消传统人身保险预定利率 2.5% 的上限，但评估利率的法定上限仍然为 3.5%）。

太保内含价值计算的精算假设中，长期险的未来投资收益率为 2010 年的 4.75% 逐年递增到 2014 年的 5.2%，以后年度保持在 5.2% 水平不变；而短期险投资收益率参照一年期存款利率水平确定。2006-09 年太保的简单年平均总投资收益率 6.73%，高于 2010 年投资收益率假设近 200BP。10 年 1 季度公司实现简单年化总投资收益率 6%，因此我们认为公司利润有稳定的利差收入来源。

需要强调的是，太保的投资收益率在上市三家公司中最为保守，其远端假设比平安和人寿少 30BP，按照 10 年 1 季度的可投资资产金额，隐含每年 11.6 亿元的投资收益。根据公司年报中的内含价值敏感性测试，假设公司的投资收益率上涨 25BP，公司的一年新业务价值将再提升 6.1%。

图表 37 主要上市保险公司投资收益率精算假设比较

年度	中国太保	中国平安	中国人寿
2009	从 2010 年的 4.75%逐年递增到 2014 年的 5.2%，以后年度保持在 5.2%水平不变。	从 2010 年的 4.5%，随后每年增加 0.25%，直至 2014 年的 5.5%，以后年度保持在 5.5%水平不变。	从 2010 年的 4.6%，线性增长到 2012 年的 5.35%，从 2013 年开始往后保持在 5.5%水平不变。
2008	从 2009 年的 4.65%，逐年递增到 2014 年的 5.2%，以后年度保持在 5.2%水平不变。	从 2009 年的 4.25%，逐年递增至 2013 年的 5.5%，以后年度保持在 5.5%水平不变。	从 2009 年的 4.25%，逐年递增至 2013 年的 5.5%，以后年度保持在 5.5%水平不变。

资料来源：公司数据 平安证券研究所

从上表中可看出，保险公司对中长期的投资收益率相对乐观。**事实上，在通胀预期下，未来的升息周期对公司整体有利，有利于提高总体收益率。首先，公司部分债券、大部分的协议存款以及大部分的基础设施债权投资计划是浮息的；二是升息可以提高新增保费收入、到期资产和未分配利润的投资收益；三是通过新的保险产品设计和营销渠道控制，使退保率维持在可控水平，并增加边际利润率。**

五、 财务精算分析

5.1 财务分析

从公司 1 季报看，中国太保今年 1 季度实现净利润 192.1%，这主要缘于低基数效应和浮盈释放，**简单年化加权平均净资产收益率为 14.56%，基本符合预期。**1 季度保费收入保持高速增长，增速 58.21%，这主要是由于寿险银保渠道的超常规发展和产险业务的快速增长。总资产简单年化增长率为 24.4%，如保持这个速度公司的资产将在 3 年翻一番。

美中不足的是，公司净资产增长速度因为受到大盘下跌等因素的影响，简单年化增长率为 17.6%，慢于业务增长和总资产的增长。公司的资产负债率为 81%，与年初持平，低于 2008 年的 84.7%，财务杠杆在融资后需要进一步扩大。

从繁杂的会计数据中我们抽取了一些关键项目进行趋势分析，以说明我们对公司的整体判断：

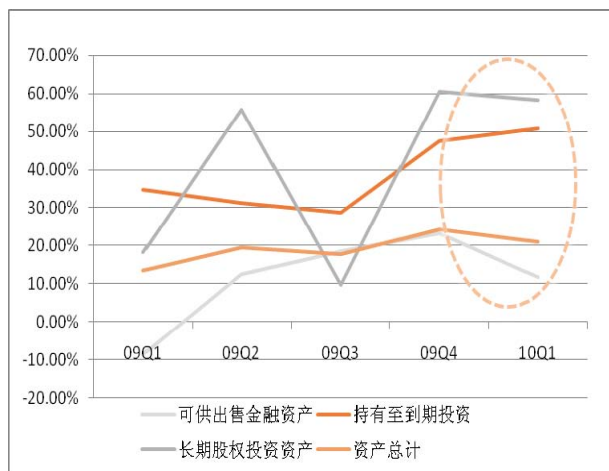
从资产负债表看，我们发现**公司持有至到期投资的增长率明显高于可供出售金融资产的增长率**，后者实际上在下降，这说明了公司在 1 季度很可能减少了权益类投资，加大了固定收益类的比重。同时，长期股权投资由于杭州银行等项目，增长率继续保持较高水平。**公允价值变动收益虽然下降了 94.7%，但绝对值仅有 1.25 亿元，对公司的整体收益影响有限。**

从利润表看，收入方面，公司的已赚保费自年初开始快速增长，为 55.26%；而投资净收益高于已赚保费收入的增长率，为 64.46%，说明公司的净利润增长是建立在较好的业务发展的基础上（当然也有封基分红的影响），具有可持续性。支出方面，公司的**保险责任准备金转负为正大**，**同比增长率达到了 107.97%**，这一方面是由于去年较低基数，另一方面反映了公司的准备金提取在新会计准则下比较充足。**寿险业务的给付率和产险业务的赔付率继续保持低位，赔付支出仅增长了 0.67%。手续费和佣金收入支出和管理费用的增速控制得不错，都在 25%左右，低于业务增长速度，但管理费用的上升值得关注。**

从现金流量表看，**保费收入的现金流入在 1 季度大幅增加，增长率为 60.38%；支付手续费的现金增速略高于利润表中的费用增速，但仍在合理的可控范围；赔款的现金流基本保持不变，与利润表中赔付支出相互印证。**另外，**税费的现金流出在 1 季度同比增长了 357.14%，绝对值大约增加了 9**

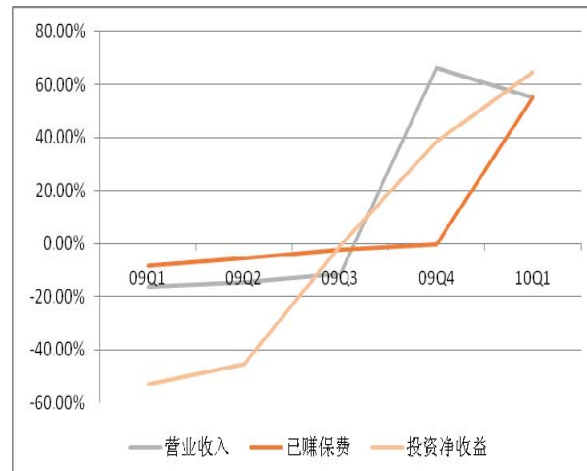
亿元，我们认为这应是新会计准则实施的一次性影响，对今年公司的盈利水平可能会造成一定负面效应，但未来的影响不大。

图表 39 资产负债表主要资产项目季度同比增长率



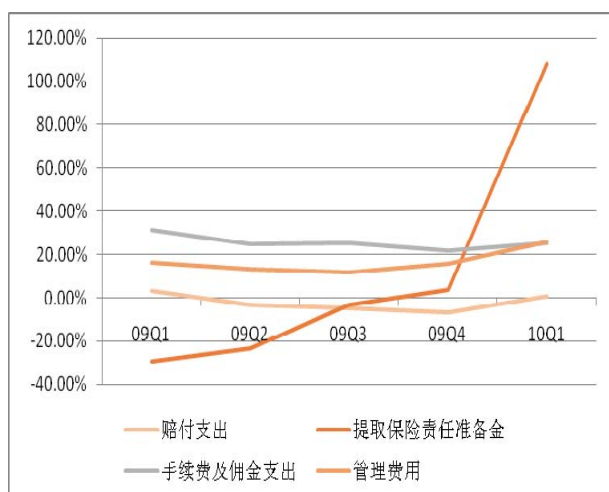
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 40 利润表主要收入项目季度同比增长率



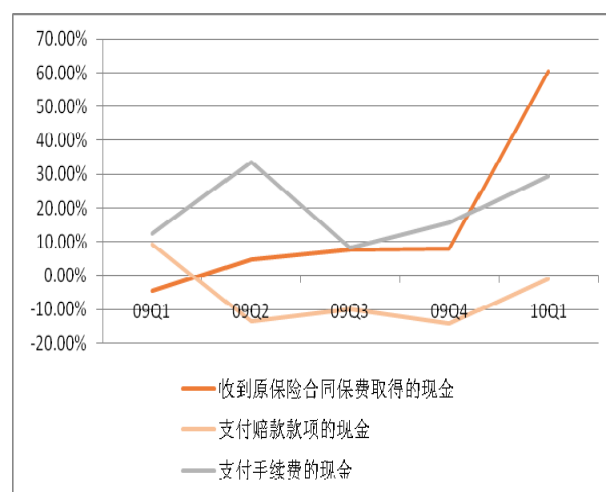
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 41 利润表主要支出项目季度同比增长率



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 42 现金流量表主要项目季度同比增长率



资料来源：Wind，平安证券研究所

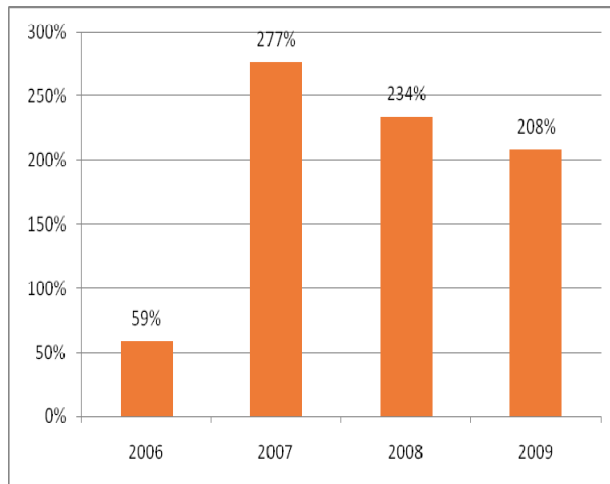
5.2 偿付能力分析

目前公司的偿付能力在 H 股融资后远高于监管需要，未来 3 年基本无忧，更由于建立了资本补充机制，中长期看来偿付能力不足的风险很小。

太保寿险在 2007 年以前饱受偿付能力不足之痛，业务发展受到制约。在凯雷注资并成功 A+H 上市后，情况得到根本好转。今年 4 月 16 日，集团及少数股东共向寿险公司增资 120 亿元，寿险偿付能力已远高于 200%，有实力和动机加快业务发展的速度。

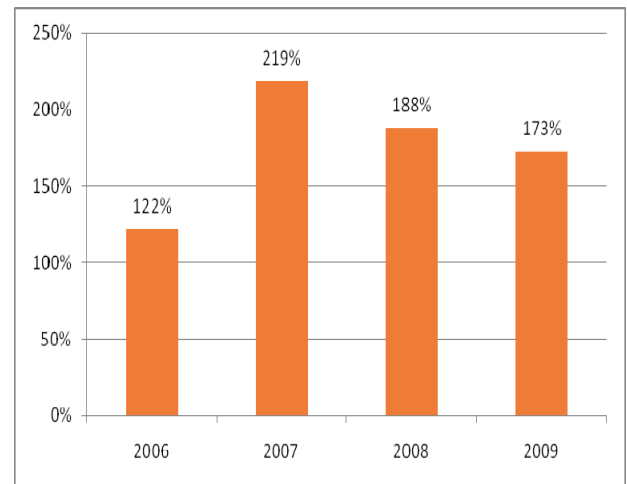
太保产险的未分配利润的积累和集团公司的增资，确保了公司领先行业的充足偿付能力。随着法定分保的逐步取消，产险适当提高了保费的自留比率，2006 年以来基本稳定在 76%-79% 的区间内。

图表 43 寿险偿付能力充足率



资料来源：公司数据，平安证券研究所

图表 44 产险偿付能力充足率



资料来源：Wind，平安证券研究所

5.3 内含价值分析

内含价值一般是两项之和，一项是按照中国监管准则计量的并经调整的净资产价值，另一项是集团占寿险扣除法定偿付能力额度成本后的有效业务价值（含一年新业务价值）。内含价值不包括未来销售的新业务价值，寿险的有效业务价值是截至评估时点的有效业务对应的未来税后可分配利润的贴现值，而一年新业务价值是评估时点前十二个月的一年新业务对应的未来税后可分配利润的贴现值。太保公司计算内含价值时采用的是传统的静态现金贴现的办法，该方法的特点主要是通过风险贴现率去体现运营风险、资产负债匹配风险、信用风险和资本成本等。

内含价值和新业务价值目前在对保险公司的估值中广泛使用，其主要原因在于内含价值中的有效业务价值是由最佳估计（Best Estimate）计算得来，反映了公司现有有效业务价值最有可能的未来税后利润在目前的贴现值；而一年新业务价值能比较好地衡量了过去一年公司的经营活动为股东创造的价值，亦可评价保险公司的业务发展潜力。

但是在使用内含价值和新业务价值进行估值时需小心谨慎，主要原因如下：

- 内含价值和新业务价值是基于一组未来经验的假设，以精算方法估算的保险公司的经济价值，随着精算假设的变化，结果会发生很大的变化。从某种意义上讲，关注精算假设的敏感性分析比内含价值的数据更为重要，因为投资者可以根据实际经验对内含价值数据进行实时调整；
- 内含价值和新业务价值偏重于反映的是寿险业务的存量价值和增量价值，不能替代其他衡量公司财务状况的方法；
- 内含价值的计算过于复杂，需要大量的内部未公开数据，无法动态监控，加之其公布的频率较低，又有时滞，因此研究价值有限；
- 在国际上，美国公司一般不披露内含价值，除非企业并购时；而在内含价值的发源地英国，寿险公司的股价与内含价值的相关度不如想象的高，不同公司的估值差异可以高达 40%。

从 2009 年度内含价值报告中，我们可以细分集团及寿险内含价值及一年新业务价值（风险贴现率为 11.5%）的组成：

- 99 年 6 月前高利率保单价值受新会计准则的影响不大，虽然增长率为 11.28%，但金额仅为 -2.5 亿元；
- 寿险一年新业务价值增长了 36.92%，带动了寿险有效业务价值增长了 43.64%，一年新业务价值占有效业务价值的比重约为 18.3%；

- 集团净资产价值因 H 股融资大增了 40.57%，如剔除该因素，集团内含价值 2009 年实际增长约 14%。

需要关注的是，在 2009 年度寿险业务内含价值增加的因素中，评估方法、假设和模型的改变占比约 13%，风险贴现率变动占比约 27%，而投资收益差距与市场价值调整影响基本持平。

图表 45 2009年12月31日内含价值及一年新业务价值组成

评估项目	金额（百万元）	同比增长
1999 年 6 月前承保的有效业务价值	(2,505)	11.28%
1999 年 6 月后承保的有效业务价值	36,476	34.55%
截至评估日的有效业务价值	33,971	36.66%
持有偿付能力额度成本	(7,516)	16.69%
寿险有效业务价值	26,455	43.64%
寿险业务经调整的净资产价值	24,150	-0.83%
寿险业务内含价值	50,605	18.32%
集团应占寿险有效业务价值	26,003	43.64%
集团经调整的净资产价值	72,368	39.50%
集团内含价值	98,371	40.57%
一年新业务价值	6,218	31.18%
持有偿付能力额度成本	(1,219)	11.94%
修正后的一年新业务价值	5,000	36.92%

资料来源： 公司数据 平安证券研究所

图表 46 有效业务价值和一年新业务价值敏感性分析

可能情景	有效业务价值	一年新业务价值
风险贴现率降低至 11%	4.94%	6.12%
风险贴现率上升至 12%	-4.65%	-5.72%
投资收益率每年增加 25 个基点	11.31%	6.10%
投资收益率每年减少 25 个基点	-11.30%	-6.06%
偿付能力额度为法定最低标准的 150%	-14.21%	-12.20%
终极死亡率降低 10%	0.48%	0.40%
发病率降低 10%	0.60%	0.74%
保单失效和退保率降低 10%	0.37%	0.54%
单位成本费用降低 10%	2.26%	8.02%
分红支付比例增加 5 个百分点	-2.37%	-6.90%
短意险和健康险的赔付率降低 10%	0.19%	1.32%

资料来源：公司数据 平安证券研究所

太保内含价值计算采用的风险贴现率为 11.5%，比国寿和平安的 11%要保守，如果今年底公司计算时将风险贴现率调低为 11%，那公司的内含价值和一年期新业务价值还有近 5%的调升空间。同时公司上半年业务结构改善明显，如银保渠道的期缴比例提升至 20%左右，这将有助于保单的期限拉长，从而有利于保守的收益率远端假设的实现。

5.4 新会计准则的影响

《2 号解释》的基本思路是认为保险合同是一种特殊的金融工具，其确认与计量的原则与方法应与其他金融工具一致。因此，保险合同的确认与计量符合财务会计的基本概念框架，从而提高保险行业与其他行业（特别是金融行业）财务会计的可比性。

新准则带来的最主要挑战是保险公司的利润对市场的敏感性更大，波动性更高，利用传统的 PE、PB 和 ROE 等指标进行估值分析的难度加大。影响利润最大的因素是准备金的提取，而准备金的计算对精算假设的变化更加敏感，其中折现率是最重要的经济假设。

太保由于万能险和投连险占比很少，大部分保费将被确认，上半年寿险保费确认率继续提升至 93.7%。新准则在保费收入的确认和准备金的提取上，方法和结果相对于旧准则有较大差异。新的保费收入需要通过重大保险风险测试，而新的准备金需要分离出显性的风险边际和剩余边际。太保的寿险准备金受新会计准则的影响没有想象那么大，一个重要原因是分红险的折现率由公司决定，非分红险的折现率虽基于国债利率，但公司在此之上所加的溢价能产生较大的影响。

从正面效应看，新准则将提升业务快速增长下的公司业绩表现。在新会计准则的准备金计量方法下，保险公司的利润是由三部分组成的：一是剩余边际的释放和摊销；二是实际经验与假设的差异；三是准备金评估假设的变更。在很大程度上，剩余边际的释放对利润的形成有很大的影响。新会计准则下，太保的会计利润会得到改善，这是因为剩余边际中隐性地递延保单取得成本有助于减低新业务对利润的压力，折现率的改变也有助于使利润更早地出现。

从负面效应看，保监会推荐使用 3 年移动平均国债曲线作为折现率，但平均的结果可能与实际未平均利率相反（受 2008 年底以来低利率的影响），这很可能会导致太保下半年准备金负债的上升。

图表 47 3年移动平均国债利率曲线



资料来源： 公司数据

旧准则基本不要求精算师做职业判断，而新准则较为倚重精算师的职业判断，主要在方法、假设和信息披露三个方面。对于方法，精算师需要对过渡问题（重置和追溯）、首日问题（概率加权平均现金流、获取费用和边际大小）、第二日\后续问题（最佳估计和风险边际的变化、剩余边际的摊销）做出合理的判断。

六、 盈利预测和综合估值

6.1 盈利预测

图表 48 中国太保盈利预测（单位：百万元人民币）

科目	2008A	2009A	2010E	2011E
寿险业务收入	47,828	61,998	86,055	110,150
寿险净利润	4,030	5,427	7,107	8,222
产险保费收入	27,875	34,289	47,318	60,568
产险净利润	537	1,422	1,805	2,258
产、寿险归属于母公司净利润	4,489	6,733	8,761	10,300
集团本部及其他利润项	-2,275	660	688	718
集团净利润	2,214	7,393	9,449	11,018
基本每股收益	0.33	0.95	1.10	1.28
PE	—	24.2	20.9	18.0

资料来源： 公司数据 平安证券研究所

6.2 综合估值：目标价 26.78 元

图表 49 中国太保2010年估值（单位：百万元人民币）

	科目	2010E	归属于集团	每股数据	占比
寿险	寿险调整后净资产	37,476	36,835	4.28	16.00%
	有效业务价值	27,512	27,042	3.14	11.74%
	寿险内含价值	64,988	63,877	7.43	27.74%
	一年新业务价值	5,750	5,652	0.66	—
	新业务价值（PE=18）	—	—	11.83	44.18%
	评估价值	—	—	19.26	71.92%
产险	净利润	1,805	1,774	0.21	—
	评估价值（PE=20）	—	—	4.13	15.41%
集团及其他	净资产	29,187	29,187	3.39	—
	评估价值（PB=1）	—	—	3.39	12.67%
合计估值		—	—	26.78	100%

资料来源：公司数据 平安证券研究所

6.3 核心风险提示

1. 我们对太保 10 年投资收益率的预测为 3.9-4.3%，核心假设是中国经济不出现二次探底，A 股大盘不跌破 2200 点。
2. 我们认为公司产、寿险业务将基本保持上半年的增长趋势，保费收入和资产规模的成长性基本不受经济周期和资本市场的影响，不会出现大起大落。但是太保寿险上半年个险新单的波动较大，因此 3 季度的相关数据值得关注。
3. 在征求各方对于放开传统险预定利率的意见后，保监会下一步的行动值得关注，费率市场化对市场秩序的影响需要进一步评估。
4. 2005 年入股太保的凯雷，现持股占比 15.60%，且全部是 H 股，占流通 H 股的比重高达 57.2%，这些股份将于年底解禁流通，去留值得关注。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257