

湘财证券研究所 非银行金融分析师

叶青

Tel: 021-68634510-8010

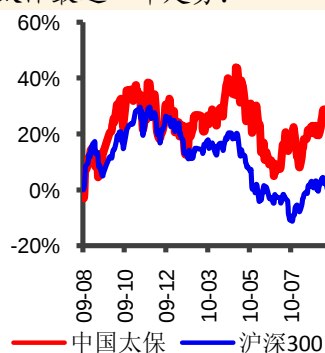
E-Mail: yq2877@xcsc.com

巢枫

Tel: 021-68634518-8528

E-Mail: cf2255@xcsc.com

太保最近一年走势：



相关报告：

- 1 《财险盈利能力得到印证 有望提升公司估值-太保2010 年中报点评》 2010-8-30
- 2 《中短期负面影响不大，长期利好保险行业-传统险预定利率放开点评》 2010-7-12
- 3 《黎明前的寂静-下半年保险行业投资策略》 2010-6-21
- 4 《新准则下保险公司利润不具同比性-保险新准则专题报告》 2010-6-2

中国太保 2010 年 8 月 30 日在上海和香港召开 10 年中期业绩发布会：以下是会议问答环节内容纪要及我们的观点。

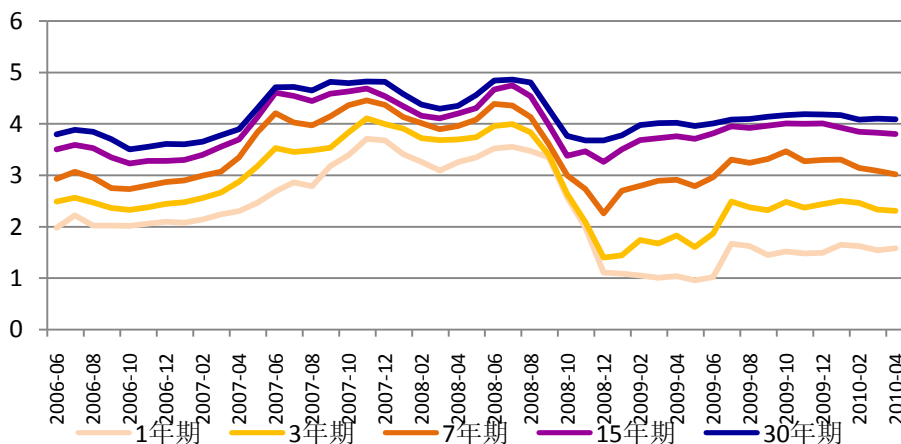
一 公司折现率的调整对税前利润的影响

答：折现率只是对寿险的传统险业务的准备金计提从而对利润有所影响，太保 10 年中的折现率较 2009 年末有 2-3 个 BP 左右的上升，对传统险准备金减少的影响在 5-6 亿左右。

我们的观点：由于保监会推荐使用 3 年移动平均国债收益率加溢价对长久期无分红的传统险进行折现，2010 年中期此项规定所致的问题还不突出，因为此时用的三年移动平均国债收益率从 07 年 7 月算起，从图中我们看到其完全包括了 07 年中至 08 年中国债收益率在 3%-5% 之间的高位。

但我们可以预计 2010 年底，计算传统险准备金的评估利率用的是 2008、2009、2010 三年移动平均国债收益率，与 09 年底计算准备金的评估假设采用 07、08、09 三年的移动平均相比，抛去了 2007 年较高的收益率取而代之的是 2010 年较低的收益率，从而 2010 年底所用评估利率必然较 2009 年底编制报表时所用的评估利率有所下降，因而会致增提传统险准备金，减少利润，这是我们投资者在预测传统险占比较大的国寿和太保的业绩时需要注意的地方。

图 750 天移动平均的国债收益率做评估利率将增加 2010 年底传统险准备金计提



数据来源：WIND，湘财证券研究所

表：太保 2010 年中评估利率假设有所上升

	分红险的折现率假设	传统险的折现率假设
2010 年 6 月底	4.75%-5.2%	2.79%-6.06%
2009 年 12 月底	4.65%-5.2%	2.89%-5.55%

来源：公司数据 湘财证券研究所

二 太保和平安、国寿的寿险代理人队伍相对 09 年底都出现了下降，代理人的增长慢与产能有无关系，有什么举措提升产能？

答：对代理人收入来说，除新保收入外还有续保收入，且新的营销员和老的营销员的收入分布不同。太保市场大部分在三线城市，收入较上海深圳低，所以尽管大家看起来不高但在那些地区还可以。

增员慢的问题，太保并非是人海战术的做法，更主要的是要做好，给他们更好的训练，所以人数要稳步增长，我们对公司的后续发展比较看好。

三 上半年中国保险市场的特点

答：今年中国保险市场的发展变化有两方面特点：1 发展速度加快，保费增长 30%，2 产寿险发展比较均衡。因此说中国保险市场处在持续快速发展的环境下，市场秩序也在好转，投资者从上市公司公布的中报中也能看到承保盈利能力进一步的提升

太保相比其他公司而言，继续率有了很大的提升是明显的特点。

图 太保 13 个月保单继续率上升迅速

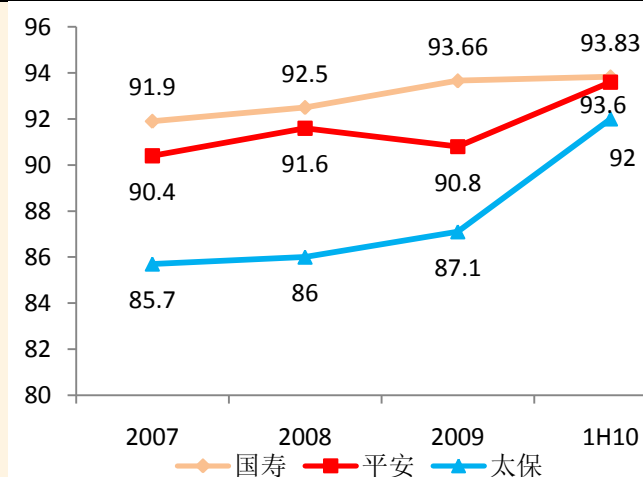
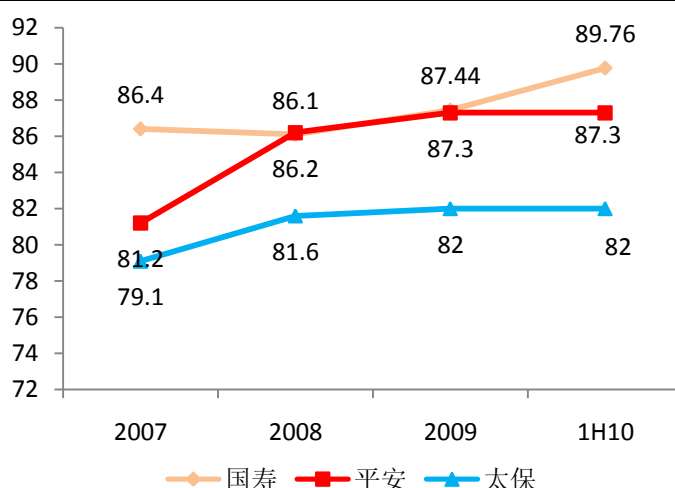


图 太保 25 个月继续率仍没有增长



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

四对今后财险市场的判断

答：今年上半年，财险行业快速发展，由于保监会对行业规范的严格要求，加上宏观经济对保费提升的正面影响，我们看到行业实现了承保盈利，行业的发展速度也超过了 30%

对下半年的判断，太保初步判断在中国经济保持较好的增长的前提下，财险行业将继续保持健康平稳持续的发展。从监管环境看，上周四保监会组织召开了财险行业监管情况半年通报会，保监会将进一步加强偿付能力监管、法人治理结构监管和市场行为监管，并对 08 年下发的 70 号文的对规范产险市场的持续推进。所以太保判

断在监管机关的要求、行业经营理念的转变和各公司对发展方式转变的追求下，整个行业持续将有较好的发展秩序。

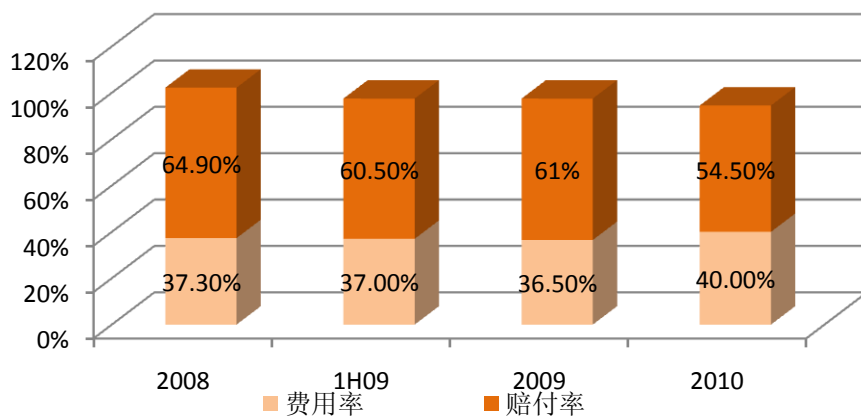
关于深圳地区车险、商业险定价机制改革的问题，保监会在今年 6 月下发了一个通知，主要包括两方面的信息：一是推进深圳地区车险、商业险信息平台的上线，有利于信息在不同保险公司间的共享，不仅在深圳地区，在全国部分地区也已上线，从而可以使得保险公司更好地进行定价；另一方面是允许各保险公司针对不同的客户群体和渠道自主开发不同的产品，太保认为这是车险商业险产品价格形成机制上的有益探索，应该更加符合客户的需求，同时在深圳这个相对市场化较发达的地区已具备了这样的条件。

我们的观点：财险行业秩序的显著转好从 09 年初保监会 70 号文《中国保监会关于进一步规范财产保险市场秩序工作方案》得到执行开始，保监会痛下决心对财险业恶性竞争进行严格整治，同时 09 年陆续上线的车险信息共享平台基本解决了车险骗赔的历史问题，财险行业综合成本率有所降低。

经过与业内人士的沟通与我们的思考，我们认为无论从行业还是公司层面，太保财险良好的盈利能力有望继续保持，原因有三：

- 1 新的会计准备金虽然通过减少计提未到期准备金，增加已赚保费，从而与旧准则相比降低了综合成本率。但我们这里是将太保 08 年起的财务数据按新会计准备金的要求重述后，在新准则的统一口径下，得到太保从 08 年起综合成本率不断稳步下降的数据。
- 2 财险公司经历了前几年恶性竞争的苦果后，都非常珍惜现在的良好的环境，同时即将出台的更加严格的财险动态偿付能力监管办法也使得财险公司无法不顾本金的消耗去打价格战
- 3 据我们了解，太保在财险承保方面对标的的风险筛选意识较强，公司志在财险的质量而非规模。

图 太保产险综合成本率近一年降幅明显



数据来源： 公司数据， 湘财证券研究所

我们认为对太保而言，未来股价上升的动力来自于对财险价值的重估，我们按较为保守的 2.5 倍 PB 给太保的产险业务进行估值，将提升太保评估价值 1.4 元。

五 集团上半年对子公司资金的支持情况及集团层面的偿付能力

答：集团在 1 季度对产险有 25 亿的增资，2 季度对寿险有 120 亿的增资。具体的偿付能力数据是：集团层面是 375%，寿险是 230%以上，产险是 160%以上。

六 新业务价值 18%的增长有没有反映评估假设的调整。

答：今年上半年与 09 年上半年及 09 年底主要假设一致。去年对评估假设的调整是在 09 年 6 月 30 日，而去年底至今没有调整，因此新业务价值 18%的增长没有反映评估假设的调整。

七 个险期缴保费的结构，10 年期以上新保保费下降的原因

答：太保上半年寿险期缴总体上升了 35%，速度较快，但结构发生了一些变化，银保业务过去缴费期限以 3-5 年为主，今年上半年以 5 年为主，银保渠道发展速度快于个险渠道，因而我们看到 10 年期以上新保占比有所下降，太保认为原因主要有两个：一是银保代理渠道在中国保险市场目前面临较好的机遇，尤其银行把代理业务作为他们重要的业务来发展，加上保监会、银监会对银保代理渠道的支持和治理，使得这个渠道的产品当年有盈利有内含价值，公司遇到这样的机会加上寿险偿付能力充足，不用也是浪费；二中国社会平均资金收益率有变动的趋势，促使客户对产品的选择，太保以满足客户的需求为导向，并不认为边际利润率越高越好，因为超过一定的限制，边际利润率越高可能会损害客户的利益，因此太保根据市场的趋势做了小的市场策略的调整，加大了银保产品的销售。

八 费率浮动对公司综合成本率的影响

答：车险费率浮动包括两个部分：一是交强险的费率浮动，根据相关法规规定，主要根据索赔记录和交通违规记录对费率进行调整，而目前整个行业能做到的只是对索赔记录有费率浮动挂钩的要求，若没有索赔记录有逐年优惠浮动，最多 3 年每年费率下浮 30%，这在 06 年下半年交强险推出以来已经得到全面实施。

另一个是商业车险的费率浮动，目前保监会让深圳试点，保监会会秉着谨慎的原则，通过试点掌握经验后，未来再逐步的推开，目前看对当期业务没有太大的影响。

长期看，太保有信心做好应对准备，通过车险精细化管理、强大的信息化平台和强有力的销售网络，在费率机制形成过程中保持较好的综合成本率。

九下半年寿险期缴期限的策略

答：5, 6 月营销渠道有所加强，下半年通过训练营销员或让客户有兴趣购买长期的产品，但市场需求有时不一定能控制，第三季将有新产品迎合客户这方面的需求，所以对下半年营销员渠道的保费增长比较乐观。

十 上半年保监会的《投资管理暂行办法》已颁发，太保有无相关举措

答：近日出台的《资金运用暂行办法》在三方面对保险公司的资金运用有帮助：1 加强资产负债匹配管理；2 优化保险投资结构，办法中规定已开放境外 A+H 股全部市场，同时国内投资的大类空间打开了（担保债、无担保债、权益投资等），给资产管理公司带来更多灵活度；3 分散投资风险的宗旨，保监会已开放衍生品投资，但主要为对冲风险非放大交易。

对太保来说，在保持基础设施领域投资的优势下，会积极参与到 PE 投资和不动产投资这样新开的投资渠道中去，并加强信用风险管理能力，控制整个投资风险，达到持续超越负债成本的投资目标。

十一 上半年太保产险的净资产有小幅下滑，原因是什么

答：产险上半年快速增长，保费增长 45%，总资产和总负债也双双增长了差不多 100 亿，而净资产小幅下滑的原因主要有两个：一是产险上半年对集团公司有一笔小分红；二权益类的投资以公允价值计量，因为今年权益市场从年初看有所下降，因此公允价值有所调低，净资产有小幅下降

十二 银保边际价值贡献下降，对资本金消耗也快，期限不长可持续性受限制，如何定位银保的长期发展，从台湾的发展经验看未来银保会变成什么样的产品，对产业的影响？

答：台湾市场与中国不同，人口少、经济规模小、已做了很多年，银保做得较多，新保费收入 80%来自于银行体系，但他们与我们情况不同，大部分人口已经购买长期产品，因此消费者对银行渠道提供的短期的收益率高的产品比较有兴趣。

太保银保战略的原因：1 客户有需求，而且能提供利润，因此虽然偿付能力有所消耗，但仍是是可以去做的；2 利用银行渠道获得客户资源，客户初始购买的不一定是长期的产品，但得到太保的服务后，太保有机会提升销售产品的价值。中国市场的保险需求大，而目前银行客户多，所以太保将用心用这个渠道，提升公司的价值。

分析师介绍

叶青，南开大学精算学硕士，已通过中国准精算师的考核。2009 年 8 月加入湘财证券，从事保险、证券行业研究。曾任职德勤审计保险组，审计 H 股上市、及多家寿险公司的财务报表。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。