

湘财证券研究所

非银行金融分析师

叶青

Tel: 021-68634510-8010

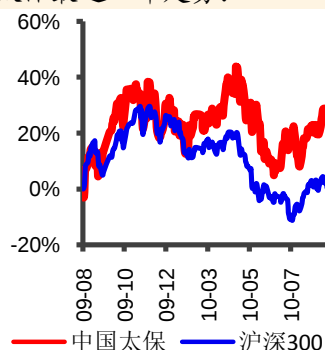
E-Mail: yq2877@xcsc.com

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

核心观点：

□ **中国未富先老的国情或将制约寿险保费爆发式增长：**我国人口红利即将消失，目前 65 岁以上人口占比近 10%，而人均 GDP 截至 2009 年只有 3519 美元，未富先老的问题尤其突出。因此尽管随着中国人口老龄化高潮的临近，递延税收的试点的开展，养老险的大幅增长仍需我国人均 GDP 增长到一定的高度后才会实现，判断未来 10 年我国寿险保费增速的主要依据依然是人均 GDP 的增速。

□ **太保银保保费迅速增加，但利润率恐难提升：**在目前银行和众多保险公司签订代理协议模式下，在银保渠道推广较为复杂的保障型产品显然不为银行所愿。即使是银保深度“一对一”合作后，推广保障类的保险产品核心竞争力产品也需要得到公众对银行保险文化差异的认可，在全球没有成功先例的背景下，在银保渠道销售保障性的长期险种还是有较大难度的。国外的成功经验使我们相信银行和保险的整合有助于降低总成本，协同效应得到最大的发挥。但太保在综合经营方面并未有实质性进展，因此我们判断太保银保渠道利润率短期内恐难提升。

□ **新准则下传统险评估利率下降或将负面影响太保 2010 年利润：**由于 07 年中至 08 年中国债收益率在 3%-5% 之间达到了阶段性的高位，而 09 年大部分时间内国债收益率在低位震荡，因此从 2010 年底来看，由于 2010 年国债收益率显然达不到 2007 年的高度，所以用 2008、2009、2010 三年移动平均的结果则是 2010 年中长期国债收益率必然较 2009 年编制报表时所用的评估利率有所下降。我们预测 10 个 BP 的传统险评估利率的下降对太保 2010 年利润的负面影响约为 18 亿。

□ **产险综合成本率或有所反弹，但向好趋势不改：**财险准备金新的计量方法、宏观经济对保费提升的正面影响和保监会对行业规范的严格要求共同助力太保综合成本率大幅下降。展望下半年，可以预计保费收入增长或有所回落，赔付增长或有所回升，但我们认为在保监会对产险行业偿付能力等监管措施不放松的大环境下，在车险信息共享平台陆续在全国推广的趋势下，在行业经营理念的转变和各公司的发展方式转变的追求下，中国太保的综合成本率会有所反弹，但向好趋势不改，我们预计 2010 年太保综合成本率在 96% 左右的水平。

□ **太保 2010 年评估价值 27.59 元：**在新准则下，由于保单利润稳步释放，除了投资收益波动的影响外，公司利润表已基本可以反映保险公司当年的经营情况。但由于寿险公司业务的长期性，内含价值角度的估值也是必不可少的。在 11.5% 风险贴现率、20% 一年新业务价值增长率的假设下，我们得出太保 2010 年 27.59 元的评估价值，其中 2010 年 20.25 倍新业务倍数相当于未来 20 年新业务价值复合增长率 8.2%。

	BVPS	EPS	每股 EV	每股 AV	P/E
2008	6.32	0.33	5.55	24.59	66.06
2009	8.92	0.95	5.97	26.61	23.27
2010E	9.98	0.83	6.98	27.59	26.51

目录

一 中国太保二十年成长路

二 中国未富先老的国情或将制约寿险保费爆发式增长

2.1 人均 GDP 的增长是寿险保费增长的主要动力

2.2 未富先老问题或将制约养老险的快速发展

2.3 太保银保保费迅速增加，但利润率恐难提升

三 新准则下传统险评估利率下降将负面影响太保 2010 年利润

四 产险综合成本率或有所反弹，但向好趋势不改

五 权益收益率是左右总投资收益率的重要因素

六 太保 2010 年评估价值 27.59 元

一 中国太保二十年成长路

中国商业保险恢复于 1979 年，中国太保为 1991 年由交通银行筹建的股份制保险公司，1999 年由于金融分业经营的要求交行将其所持太保股份转于上海市政府，2000 年为落实《保险法》中关于分业经营的规定，中国太保分别控股设立太保寿险和太保产险，2005 年通过增资扩股引入凯雷集团等外资战略投资者，为太保 07 年登陆 A 股市场做出了重要贡献，09 年底太保增发 H 股 8 亿股。公司股权结构较为分散无实际控制人。

图 2010 年中期前五名股东

股东名称	股东性质	持股比例	持股数	股份种类
华宝投资	国有法人股	14.93%	12.84 亿	A
中能集团	国有法人股	14.25%	12.25 亿	A
Parallel Investors Holdings Limited	外资法人股	12.14%	10.43 亿	H
香港中央结算代理人	外资法人股	11.46%	9.85 亿	H
上海国有资产经营有限公司	国家股	4.93%	4.24 亿	A

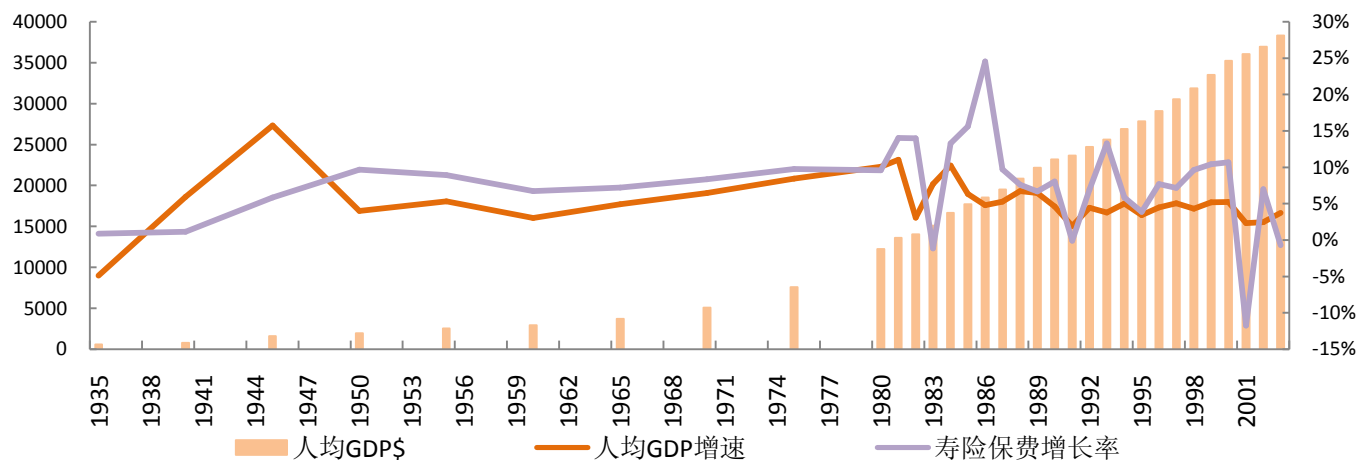
数据来源：公司数据，湘财证券研究所

二 中国未富先老的国情或将制约寿险保费爆发式增长

2.1 人均 GDP 的增长是寿险保费增长的主要动力

从美国等发达国家保费收入的增长历程看，以人均 GDP 增速反映的一国经济发展水平对人寿保险需求的影响程度最大。

图表 1 美国发展初期寿险保费增速高于人均 GDP 增速

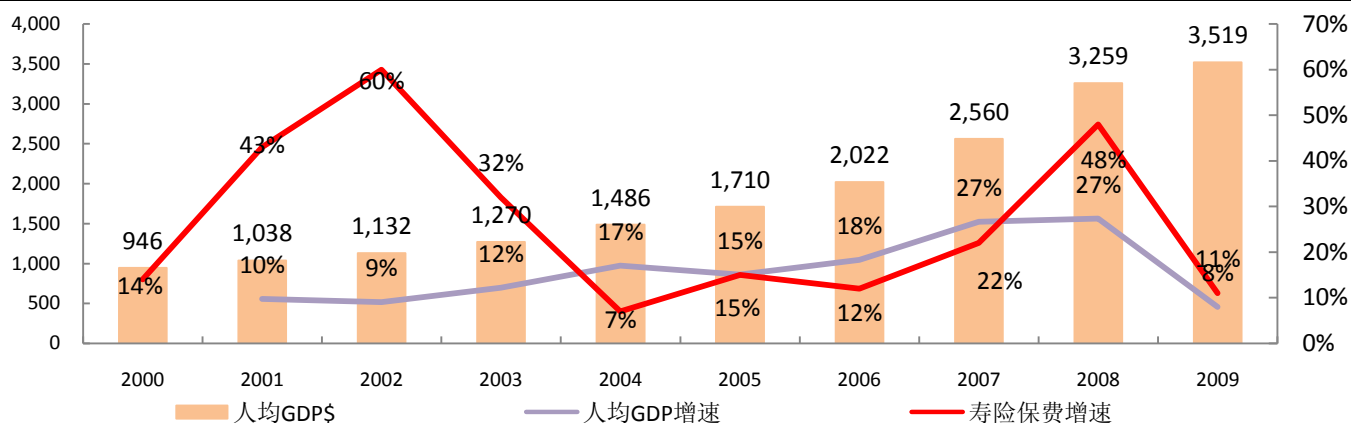


数据来源：WIND，ACLI，湘财证券研究所

但是，经济发展水平对人寿保费增速的影响也不是一层不变的，瑞再提出的人均 GDP 与保费收入关系的 S 理论就指出，经济发展水平对人寿保险需求的推动作用表现为缓慢（人均 GDP1000 美元以下）——快速攀升（人均 GDP1000 至 10000 美元）——趋缓（人均 GDP 大于 10000 美元）的过程。

而我国在经济高速发展的 2000-2008 年间，保费收入增速相对人均 GDP 增速的弹性为 2.64，也验证了 S 曲线理论的正确性。

图表 2 我国 2000 年以来寿险保费增速高于人均 GDP 增速



数据来源：WIND，ACLI，湘财证券研究所

2.2 未富先老问题或将制约养老险的快速发展

大家谈到我国寿险保费增长潜力问题时，大多摆出我国保险密度（人均保费）和保险深度（保费占GDP比例）与世界上较发达国家的差距的数字，从而得出我国寿险保费增长潜力巨大的结论，却很少讨论我国的国情是否有所不同。

从表3、表4中我们可以看到我国09年人均寿险保费只有81美元，远低于全球平均341美元，同时寿险保费占GDP2.3%，也低于全球平均4%。展望未来，我国人均GDP增加了，人均保费会增长，同时结构上人们用于购买保险的收入比例也会增加，但是对于增加的幅度问题，大家普遍寄希望于养老险的爆发式增长，但我们不得不面临我国人口结构导致的未富先老的窘境。

图 3 09 年我国保险密度（以美元计量的人均保费）远低于世界平均水平

排名	国家	保险业务	寿险业务	非寿险业务	人均 GDP
10	美国	3710	1602	2107	46412
49	巴西	251	127	123	8110
1	荷兰	6554	2046	4508	48242
5	英国	4578	3527	1051	35429
9	日本	3979	3138	840	40086
18	台湾	2752	2257	494	16406
25	韩国	1890	1180	709	18110
64	中国	121	81	40	3519
	全球	595	341	253	8520

数据来源：SWISSRE，湘财证券研究所

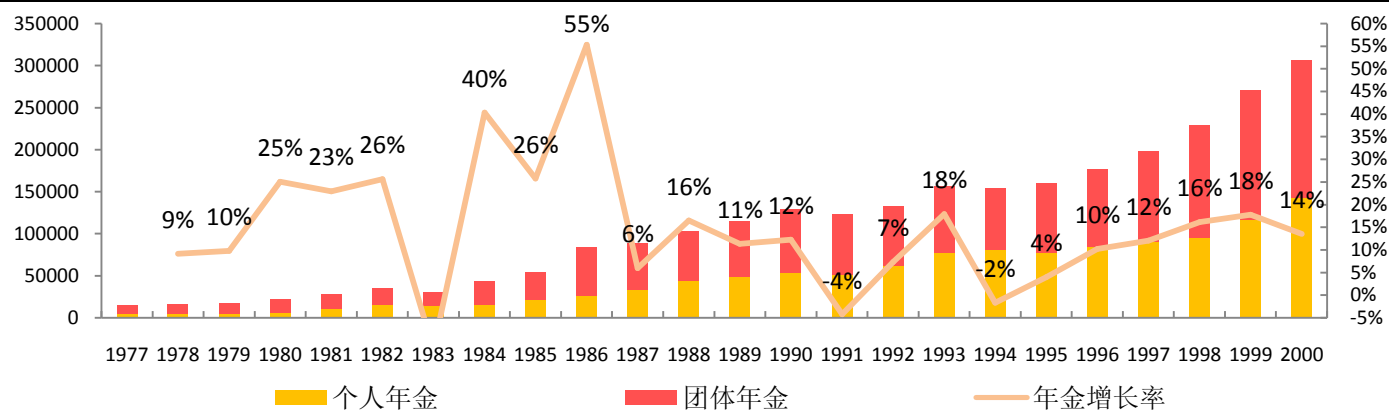
图 4 09 年我国保险深度（保费占 GDP 比例）远低于世界平均水平

排名	国家	保险业务	寿险业务	非寿险业务
16	美国	8.0	3.5	4.5
47	巴西	3.1	1.6	1.5
2	荷兰	13.6	4.2	9.3
3	英国	12.9	10.0	3.0
9	日本	9.9	7.8	2.1
1	台湾	16.8	13.8	3.0
6	韩国	10.4	6.5	3.9
44	中国	3.4	2.3	1.1
	全球	7.0	4.0	3.0

数据来源：SWISSRE，湘财证券研究所

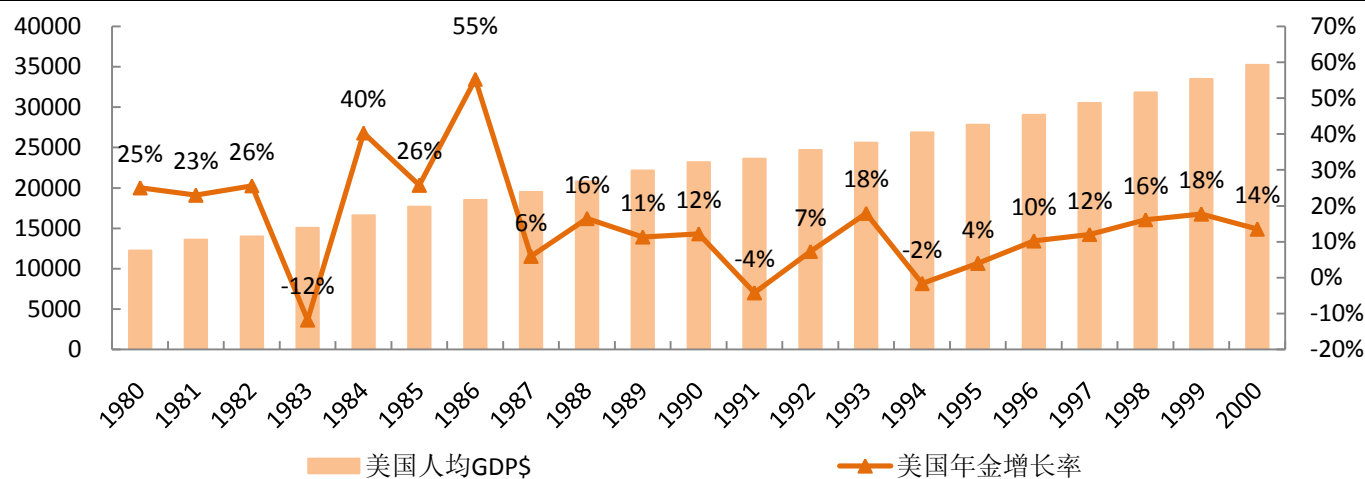
从美国等发达国家养老险的发展经验看，其年金从 1980 年左右逐步增长，但对比美国人均 GDP 数据我们发现此时美国的人均 GDP 已经达到万元之多。

图表 5 1977-2000 美国寿险公司年金规模增长迅猛



数据来源: ACLI, 湘财证券研究所

图表 6 美国年金高速增长时人均 GDP 已上万美元



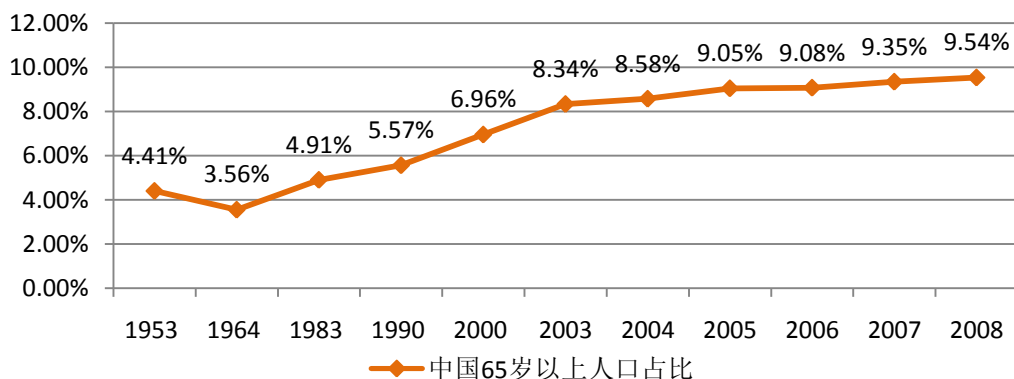
数据来源: ACLI, 湘财证券研究所

众所周知,日本老龄化问题较严重,1950 年日本 65 岁以上人口占比不到 5%,20 年后超过 7%,1994 年超过 14%,2006 年 20.8%,与此相应的是日本保费的高速增长,但我们更应该看到增长的真正动力是日本人均 GDP 的高速增长,1970 年日本人均 GDP\$1967,而 1994 年甚至已经达到 38555 美元。

我国的问题是人口红利即将消失,目前 65 岁以上人口占比近 10%,而人均 GDP 截至 2009 年只有 3519 美元,未富先老的问题尤其突出。

因此我们认为,即使随着中国人口老龄化高潮的临近,递延税收的试点的开展,养老险的大幅增长仍需我国人均 GDP 增长到一定的高度后才会实现,因此判断未来 10 年我国寿险保费增速的主要依据依然是人均 GDP 的增速。

图 7 中国人口红利即将消失



数据来源: WIND, 湘财证券研究所

我国处于经济发展的初期,未来10年人均GDP 年均增速为8%是必须保证的,这也意味着,按照S 曲线理论,未来10 年我国寿险保费收入复合增速将超过人均GDP 增速,保持较快增长,我们判断年均保费收入增速有望达15%以上。

2.3 太保银保保费迅速增加,但利润率恐难提升

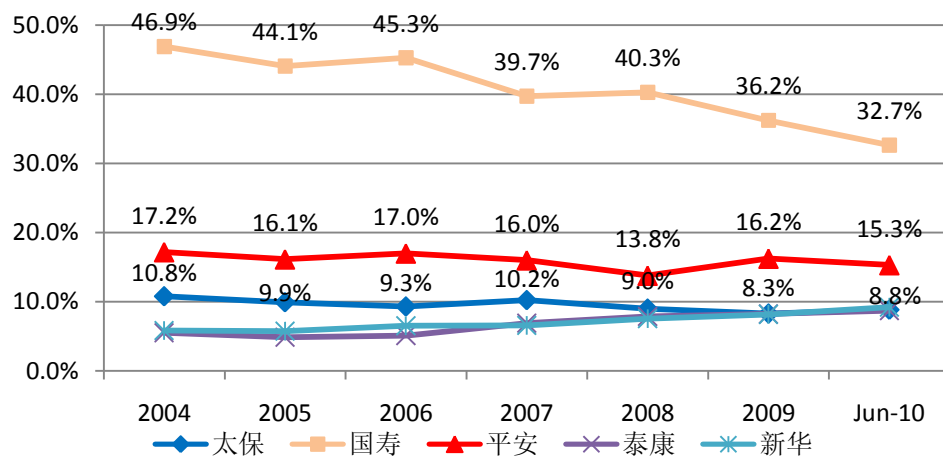
中国太保除了 07 年寿险增速 34%高于全国增速 22%外,其余 2005-2009 年均低于全国寿险增速,这与太保规模大基数高不无关系,但我们看到 2010 年上半年太保银保发力,同比增速 49%,远超全国增速 34%。

图表 8 2010 年太保寿险银保发力,增速超全国

寿险保费增长率	2005	2006	2007	2008	2009	1H10
太保	5%	5%	34%	30%	2%	49%
国寿	7%	14%	7%	50%	0%	12%
平安	7%	17%	15%	28%	31%	23%
泰康	1%	17%	65%	69%	16%	50%
新华	12%	27%	22%	71%	20%	69%
全国总计	14%	11%	22%	48%	11%	34%

数据来源: CIRC, 湘财证券研究所

图 太保寿险市场份额略有下降



数据来源：湘财证券研究所

中国银保市场的特点：

1 绝大部分仍是通过银行和众多保险公司签订代理协议去销售多家公司的产品，从而衍生出的问题是各保险公司在市场份额的压力之下不得不通过支付高额佣金去争取银行有限的销售网点；

2 产品较为简单，多为趸缴的或 3、5 年期的储蓄型产品、投连产品。

以上两点也是中国银保渠道的新业务利润率较低的主要原因。

图 9 太保银保渠道寿险规模保费保持快速增长

规模保费	2006	1H07	2007	1H08
个险	182.1	116.8	233.0	138.8
占比	48.1%	47.6%	46.1%	35.7%
同比	16.6%		28.0%	18.9%
银保	131.0	85.4	205.4	212.2
占比	34.6%	34.8%	40.7%	54.6%
同比	9.5%		56.8%	148.5%
团体	65.3	43.2	66.6	37.5
合计	378.4	245.3	505.0	388.6

图 10 太保银保渠道寿险新规保费保持快速增长

新规保费	2008	1H09	2009	1H10
个险	242.7	157.1	295.7	187.1
占比	50.7%	49.1%	47.7%	38.2%
同比			21.90%	19.10%
银保	211.7	147.9	295.1	283.9
占比	44.3%	46.3%	47.6%	58.0%
同比			39.40%	92.00%
合计	478.3	319.7	620.0	489.6
同比			29.6%	53.1%

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

图表 11 上海 2010 年上半年银保渠道新保保费多为短期险种

	一年期及以内短期险保费收入	一年期以上新单期缴保费收入 3 年期	一年期以上新单期缴保费收入 5 年期	一年期以上新单趸缴保费收入
国寿股份	6.3%	5.6%	0.0%	88.1%
太保寿	1.5%	4.6%	0.7%	93.2%
平安寿	0.5%	1.0%	0.5%	97.6%
所有寿险公司	5.1%	1.8%	3.7%	86.5%

数据来源：湘财证券研究所

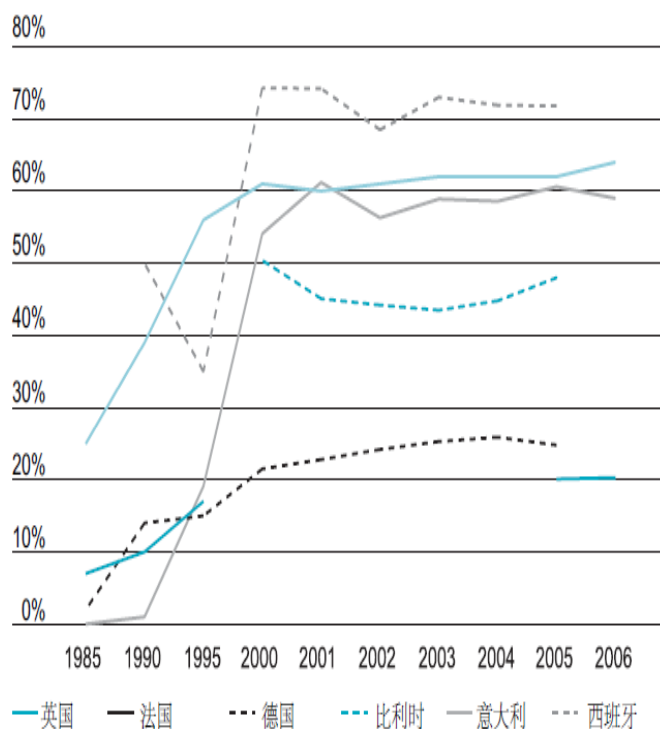
银保在欧洲的发展始于 20 世纪 80 年代，在 1985 年至 2000 年获得大幅推广。

图表 12 截至 2005 年全球银保渠道发展水平各不同

	寿险			
	银保	代理	经纪	其他
美国	2.0	N.A.	N.A.	N.A.
加拿大	1.0	60.0	34.0	5.0
巴西	55.0	N.A.	30.0	N.A.
英国	20.3	10.0	65.0	5.0
法国	64.0	7.0	12.0	17.0
德国	24.8	27.1	39.4	8.7
意大利	59.0	19.9	9.4	11.7
西班牙	71.8	15.4	5.4	7.4
韩国	8.5	N.A.	N.A.	N.A.
中国	16.3	N.A.	N.A.	N.A.
台湾	33.0	11.7	6.6	48.7
马来西亚	45.4	49.4	2.4	2.9

数据来源：保险监管机构，保险联盟，Axco，国际寿险行销研究协会，SWISSRE

图 13 欧洲寿险市场银保份额 1985 至 2000 年增长迅速



数据来源：ABI、FFSA、UPEA、ANIA、ICEA 和 Tillinghast, SWISSRE

欧洲银保渠道所售产品都为存款相关产品，如储蓄型产品、投连产品、容易与抵押贷款捆绑销售的家居险信用保险等简单产品，这与我国目前银保渠道所售产品类似，但是正由于欧洲银行、保险公司间很多进行了深度整合，因而有益于降低总成本，协同效应得到最大的发挥，从 AVIVA 和 HBOS 两公司披露的银保渠道和其他渠道的新业务利润率的比较数据中可以显见银保渠道的利润优势。

图表 14 欧洲近年来银行保险交易频繁

交易年份	实体	卖方	买方	交易价格(10亿美元)
2002	Alliance& Leicester Life(保险公司)	Alliance& Leicester Plc(银行)	Legal& General Plc(保险公司)	N.A.
2002	Deutsche Herold(保险公司)	Deutsche Bank(银行)	Zurich Financial Services(保险公司)	1.3
2002	Insurance operations	ABN Amro(银行)	Aviva(保险公司)	0.5
2003	National Australia Life(英国)(保险公司)	National Australia Bank Ltd.(银行)	Century Group(保险公司)	N.A.
2004	Codan Liv& Pension(保险公司)	Royal& Sun Alliance(保险公司)	SEB Bank(银行)	0.4
2004	Pineco Vita (保险公司)(57.7%)	Capitalia(银行)	CNPAssurances(保险公司)	0.7
2005	MLP Life(保险公司)	MLP(经纪人)	HBOS(银行)	0.4
2006	Winterthur(保险公司)	Credit Suisse(银行)	AXA(保险公司)	9.8
2006	Abbey National Life(保险公司)	Banco Santander(银行)	Resolution Life Plc(保险公司)	6.7
2007	Nationwide Life(保险公司)	Nationwide Building Society(银行)	Legal& General Plc(保险公司)	N.A.
2007	Insurance& pension fund operations(50%)	BMPS(银行)	AXA(保险公司)	1.5
2007	BHW Leben(保险公司)	Postbank(银行)	Talanx(保险公司)	0.8
2007	Assurances Federales IARD(60%)	Allianz(保险公司)	Credit Agricole(银行)	N.A.
2007	Ecureuil Vie(49.9%)	Caisse d'Epargne(银行)	CNP Assurances(保险公司)	1.9

数据来源: SWISSRE

图 15 AVIVA 银保新业务利润率较高(占保费贴现值比例)

	2005	2006
银保	2.9%	2.7%
其他渠道	1.6%	1.4%
总计	1.8%	1.7%

图 16 HBOS 银保新业务利润率较高(占标准保费比例)

	2005	2006
银保	28.7%	33.2%
保险中介	8.2%	9.6%
财富管理	36.8%	35.5%
合计	24%	26.6%

数据来源: 公司数据, 湘财证券研究所

在目前银行和众多保险公司签订代理协议模式下, 在银保渠道推广较为复杂的保障型产品显然不为银行所愿。即使是银保深度“一对一”合作后, 推广保障类的保险

公司核心竞争力产品也需要得到公众对银行保险文化差异的认可，在全球没有成功先例的背景下，我们认为在银保渠道销售保障性的长期险种还是有较大难度的。

国外的成功经验使我们相信银行和保险的整合有助于降低总成本，协同效应得到最大的发挥。但太保在综合经营方面并未有实质性进展，因此我们判断太保银保渠道利润率短期内恐难提升。

三新准则下传统险评估利率下降或将负面影响太保 2010 年利润

在新的寿险准备金计量方法下，由于各公司对于评估利率的选择、首日获取费用口径的认定、剩余边际摊销基础及摊销因子的选择不尽相同，从而并不适合对准备金计提进行横向比较。

但正由于各公司首日获取费用口径、剩余边际摊销基础及摊销因子的选择一经确定后非特殊情况则不允许更改，因此我们可以从公司纵向的准备金数据中发掘较为稳定的准备金计提关系。

此过程中尤其要注意调整的是评估利率的变化对公司当期利润的影响。

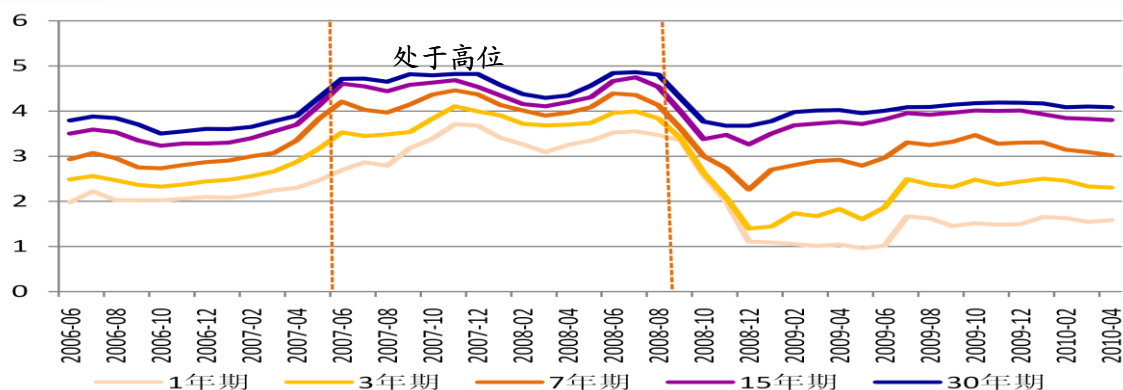
图表 17 中国太保评估假设变化对利润影响一览

	假设变动	对寿险责任准备金的影响	对寿险责任准备金的影响（百分比）	对长期健康险责任准备金的影响	对长期健康险责任准备金的影响（百分比）
2008	增加 25 个基点	-61.93	-3.77%	-2.96	-4.93%
2008	减少 25 个基点	66.48	4.04%	3.19	5.32%
2009	增加 25 个基点	-74.95	-3.72%	-3.6	-4.76%
2009	减少 25 个基点	80.33	3.99%	3.89	5.15%
1H10	增加 25 个基点	-85.82	-3.69%	-3.83	-4.52%
1H10	减少 25 个基点	91.89	3.95%	4.14	4.89%

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

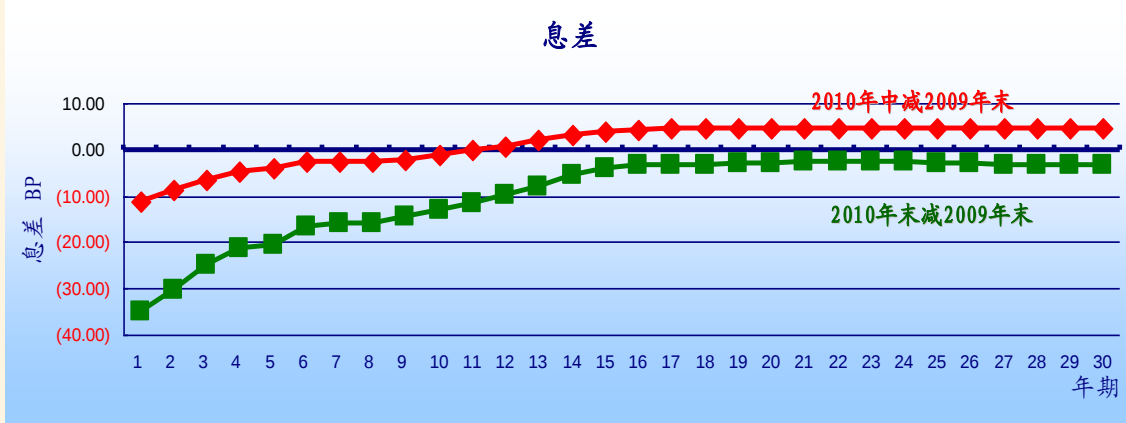
新政下保监会推荐使用的 3 年移动平均国债收益率作为长久期无分红的传统险的评估利率，保监会的出发点是想要平滑结果，但却使得结果可能与实际未平均利率走势相反：由于 07 年中至 08 年中国债收益率在 3%-5% 之间达到了阶段性的高位，而 09 年大部分时间内国债收益率在低位震荡，因此从 2010 年底来看，若不用 3 年移动平均法，则 2010 年国债收益率较 2009 年会有所回升，但由于 2010 年国债收益率显然达不到 2007 年的高度，所以用 2008、2009、2010 三年移动平均的结果则是 2010 年中长期国债收益率反而较 2009 年编制报表时所用的评估利率有所下降。

图 18 07 年中至 08 年中国债收益率很高，3 年移动平均结果或与未平均利率方向相反



数据来源: WIND, 湘财证券研究所

图表 19 2010 年三年移动平均国债收益率作为传统险评估利率较 09 年末下降 10BP



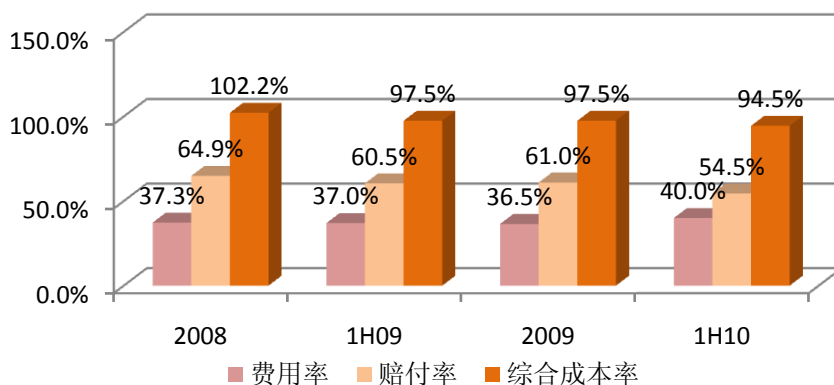
数据来源: 中国人寿投资部

对中国太保来说,我们预测 10 个 BP 的传统险评估利率的下降对准备金多计提的影响在 18 亿左右,从而对 2010 年利润的负面影响约为 18 亿。

四 产险综合成本率或有所反弹, 但向好趋势不改

近年来,太保综合成本率降幅明显,09 年综合成本率较 08 年降低 4.7%,2010 年上半年又较 09 年末降低 3%。如此明显的降幅我们认为背后的原因主要有三点:

图 20 太保产险综合成本率近年降幅明显



数据来源： 公司数据， 湘财证券研究所

1 财险准备金新的计量方法助力产险行业实现承保盈利，

我们知道综合成本率的计算公式为：综合成本率=（赔付支出+提取保险责任准备金+费用）/（保费收入-未到期责任准备金）

新准备金计量方法的主要变化是未到期责任准备金的计量中扣除了首日费用项，因此对应的是分母项变大，综合成本率降低。

2 宏观经济对保费提升的正面影响，2010 年上半年行业的发展速度超过了 30%。

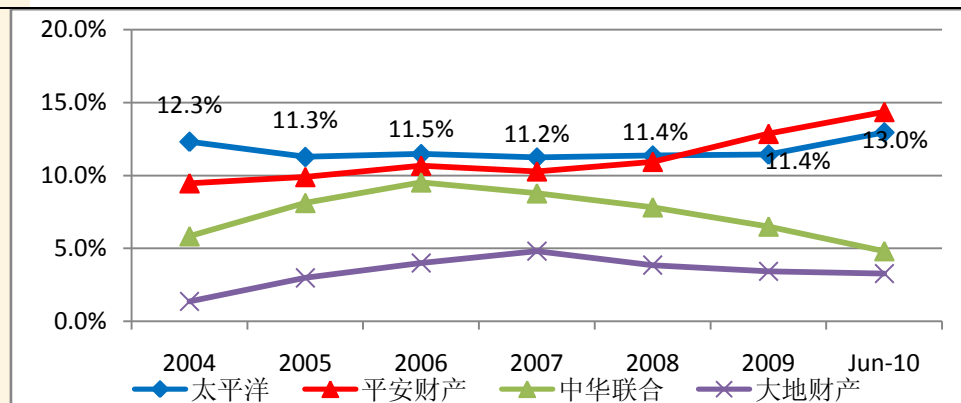
保费收入的增加，以及赔付支出的滞后都对降低综合成本率有正面影响。

图表 21 太保产险 2010 年增速迅猛

产险保费增长率	2005	2006	2007	2008	2009	1H10
太平洋财产	4%	26%	29%	19%	23%	45%
中国人保	1%	8%	24%	15%	18%	22%
平安财产	19%	33%	27%	25%	44%	61%
中华联合	59%	45%	22%	4%	2%	-15%
大地财产	149%	66%	58%	-6%	9%	20%
全国总计	14%	23%	32%	17%	22%	32%

数据来源： CIRC， 湘财证券研究所

图 22 太保产险市场份额占比有所增加



数据来源: 湘财证券研究所

3 保监会对行业规范的严格要求

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有效解决了车险骗保骗赔的难题, 财险行业综合成本率有所降低。

展望下半年, 可以预计保费收入增长或有所回落, 赔付增长或有所回升, 但我们认为在保监会对产险行业偿付能力等监管措施不放松的大环境下, 在车险信息共享平台陆续在全国推广的趋势下, 在行业经营理念的转变和各公司对发展方式转变的追求下, 中国太保的综合成本率会有所反弹, 但向好趋势不改, 我们预计 2010 年太保综合成本率在 96% 左右的水平。

五 权益收益率是左右总投资收益率的重要因素

2010 年上半年由于基金股票的分红较多, 上市公司的投资收益率并不差, 太保 2010 年上半年的年化总投资收益率为 4.3%。

从太保历年的投资收益数据中, 我们不难发现权益投资收益率较不稳定, 是左右总投资收益率的重要因素, 因此我们将每股收益对权益、债权收益率进行了敏感性测试, 在 8% 权益收益率、4.8% 债权收益率的基准假设下, 2010 年太保每股收益为 0.83 元。

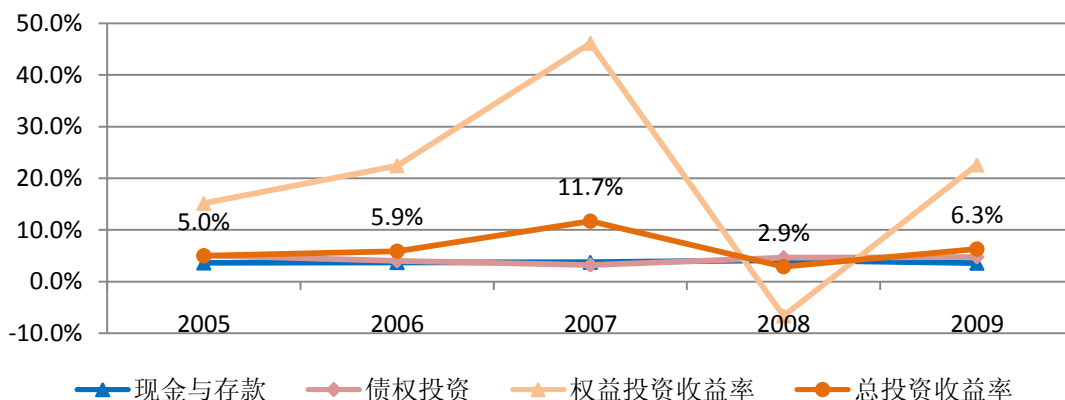
图表 23 太保历年投资组合比例一览

太保投资组合 %	2006	2007	1H08	2008	1H09	2009	1H10
现金及现金等价物	5.5%	10.2%	6.6%	6.1%	5.7%	8.3%	5.7%
固定收益类	80.3%	65.4%	78.0%	86.8%	81.0%	74.4%	78.8%
定期存款	29.1%	20.7%	26.8%	28.7%	27.5%	23.6%	23.7%

债券投资	49.5%	44.2%	50.7%	57.2%	52.6%	49.9%	54.1%
其他固定收益投资	1.6%	0.5%	0.6%	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%
权益投资类	14.2%	22.8%	13.6%	4.8%	8.8%	12.3%	10.9%
基础设施投资	0.0%	1.6%	1.8%	2.3%	4.6%	5.0%	4.6%
小计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

图 24 中国太保总投资收益率受权益收益率影响大



数据来源：湘财证券研究所

图表 25 2010 年 EPS 对投资收益率的敏感性测试

权益投资收益率	6.0%	7.0%	8.0%	9.0%	10.0%
4.6%	0.70	0.74	0.79	0.84	0.88
4.7%	0.72	0.77	0.81	0.86	0.9
4.8%	0.74	0.79	0.83	0.88	0.92
4.9%	0.76	0.81	0.85	0.90	0.94
5.0%	0.78	0.83	0.87	0.92	0.96

数据来源：湘财证券研究所

六 太保 2010 年评估价值 27.59 元

在新准则下，由于保单利润稳步释放，除了投资收益波动的影响外，公司利润表已基本可以反映保险公司当年的经营情况。

但由于寿险公司业务的长期性，内含价值角度的估值也是必不可少的。在 11.5%风

险贴现率、20%一年新业务价值增长率的假设下，我们得出太保 2010 年 27.59 元的评估价值，其中 2010 年 20.25 倍新业务倍数相当于未来 20 年新业务价值复合增长率 8.2%。

图表 26 中国太保评估价值

	2008	2009	2010
风险贴现率	12.0%	11.5%	11.5%
寿险业务内含价值	427.69	506.05	600.26
每股寿险业务内含价值	5.55	5.97	6.98
每股一年新业务价值	0.47	0.59	0.70
一年新业务倍数	30.66	22.87	20.25
每股新业务价值	14.54	13.48	14.12
每股寿险业务估值	20.09	19.45	21.10
集团占寿险业务比例	98.3%	98.3%	98.3%
集团占每股寿险业务估值	19.75	19.11	20.74
产险业务每股净资产	1.09	1.46	1.69
产险业务估值 (2XPB)	2.19	2.92	3.38
集团占产险业务比例	98.3%	98.3%	98.4%
集团占产险业务价值	2.15	2.87	3.32
其他业务每股净资产	2.69	4.62	3.53
其他业务每股估值 (1XPB)	2.69	4.62	3.53
太保集团每股评估估值	24.59	26.61	27.59

数据来源：湘财证券研究所

图表 27 太保估值模型

中国太保估值表									
证券代码:	601601	最新价:	22.04	投资评级:	增持				
人民币亿元	2008	2009	2010	2011	人民币亿元	2008	2009	2010	2011
利润表					保费结构				
营业收入	808	1043	1374	1847	寿险渠道				
已赚保费	663	841	1198	1596	个人寿险	243	296	356	426
投资收益	133	195	168	237	银行保险	212	295	553	806
营业支出	799	948	1283	1720	团体保险	24	29	31	32
退保金	40	44	40	64					
赔付支出	270	264	287	385					
计提准备金	209	381	646	851	投资资产				
红利支出	26	21	17	29	货币资金	176	302	320	338
费用支出	255	237	294	391	银行存款	828	864	1144	1407
税前利润	13	95	91	127	债券	1649	1828	2214	2577
所得税	-14	20	18	25	权益	138	449	549	788
归属母公司净	26	74	71	100	基础设施	65	184	275	338
					投资物业	0	0	73	180
资产负债表					保险准备金				
总资产	3170	3972	4918	6003	未到期	132	159	187	223
投资资产	2881	3660	4575	5628	未决	106	115	160	207
其他资产	289	312	343	375	寿险	1645	2012	2592	3366
总负债	2679	3215	4060	5054	长期健康	60	76	97	126
保险准备金	1942	2362	3035	3922					
保户储金及投	509	522	609	758	内含价值	2008	2009	2010	
其他负债	227	332	415	373	每股寿险业务内含	5.55	5.97	6.98	
股本	77	85	86	86	每股一年新业务价	0.47	0.59	0.70	
资本公积	371	572	624	641	一年新业务倍数	30.66	22.87	20.25	
母公司股东权	486	747	846	935	每股新业务价值	14.54	13.48	14.12	
每股指标					集团占每股寿险业	19.75	19.11	20.74	
EPS	0.33	0.95	0.83	1.16	集团占产险业务价	2.15	2.87	3.32	
BVPS	6.32	8.92	9.98	11.03	集团每股内含价值	9.09	11.60	13.20	
P/E	66.06	23.27	26.51	18.97	集团每股评估值	24.59	26.61	27.59	
P/B	3.49	2.47	2.21	2.00	P/EV	0.90	0.83	0.80	
ROA	0.84%	2.09%	1.64%	1.87%	P/AV	0.90	0.83	0.80	
ROE	5.43%	11.98%	9.03%	11.28%	P/FNBV	46.48	37.39	31.61	
投资收益率	2.92%	5.97%	4.08%	4.65%	隐含新业务倍数	27.31	17.71	12.68	
退保率	2.33%	2.31%	1.68%	2.09%					

数据来源: 公司数据, 湘财证券研究所

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。