

## 保险

2009 年 12 月 17 日

报告原因：有信息公布需要点评

## 买入

维持

市场数据：2009 年 12 月 16 日

收盘价（元）	25.37
一年内最高/最低（元）	29.73/10.02
上证指数/深证成指	3255/13665
市净率	3.9
息率（分红/股价）	1.18
流通 A 股市值（百万元）	65454

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2009 年 09 月 30 日

每股净资产（元）	6.5
资产负债率%	86.18
总股本/流通 A 股（百万）	7700/2581
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《中国太保(601601)-十一月保费收入点评：增速回升超预期，全年转正无忧》 2009/12/15

《中国太保(601601)-十月保费收入点评：寿险保费增速继续大幅回升》 2009/11/16

《中国太保(601601)-2009 年三季报点评：投资收益助力业绩超预期，维持买入评级》 2009/11/02

## 分析师

孙婷  
(8621)63295888×337  
[sunting@swsresearch.com](mailto:sunting@swsresearch.com)

## 联系人

顾旭俊  
(8621)63295888×403  
[quxi@swsresearch.com](mailto:quxi@swsresearch.com)

地址：上海市南京东路 99 号  
电话：(8621) 63295888  
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

## 中国太保 (601601)

——H 股发行价 28 港元，定价略显保守，符合预期

## 盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	主营收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	新业务价值	增长率	内含价值	增长率
2008	97835	5	1339	-81	0.16	3651	21	42769	40
2009Q3	81,398	-1	4,061	5	0.47	-	-	-	-
2009E	102818	5	5390	311	0.63	4564	25	51610	20
2010E	119973	16	6622	16	0.77	5715	25	62485	21
2011E	137032	14	8589	23	1.00	6566	30	75320	20

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

## 投资要点：

- **H 股发行价 28 港元，定价略显保守，完全符合预期。**中国太保今日公告本次 H 股发行确定的最终发行价格为每股 28.00 港元（约合人民币 24.66 元），发行价处于发行区间中段偏低，符合我们此前预期。此次将发行 8.61 亿股，并可超额配售 15% 股份。若不考虑超额配售权的行使，中国太保 H 股融资规模将达 241.164 亿港元。若行使近 15% 的超额配售权，总融资规模将高达 277.2 亿港元。H 股预期于 2009 年 12 月 23 日开始在香港联交所主板上市交易。
- 28 港元的发行价对应中国太保 2010 年 2.0 倍 PEV 和 14 倍新业务倍数（发行后），略低于 A 股最新收盘价 25.37 元。考虑上市表现等因素，中国太保此次定价较为谨慎。目前 H 股保险公司估值相对 A 股较高，根据最新收盘价，中国平安和中国人寿 H 股较 A 股溢价率分别为 7.10% 和 9.30%。
- 我们看好公司融资完成后的业务扩张。中国太保近几年个险增速均低于中国平安和中国太保，公司 2009 年对寿险业务进行了较大幅度的产品结构调整，此次香港上市将募集资金约 250 亿港元，满足未来 3 年所需，公司将把 90% 的融资转为人民币重点发展内地保险业务。我们认为 2010 年公司在 09 年结构调整的基础上将着力业务扩张，尤其是个险渠道代理人 and 产品销售的发展。我们预计中国太保 2010 年保费增速将达 25% 以上，高于同业其他公司。
- 中国太保是我们近期较为推荐的保险公司。近年来中国太保产寿险和投资方面的各项指标表现相对较为中庸，但也提供了较大的改善空间，09 年公司业务和费用控制方面也都取得了不错的进展，我们对于公司未来管理和投资水平的提升持乐观态度。考虑 H 股上市后的融资效应和股本增加，以 86 亿股为基数，采用内含价值分析的公司 2010 年合理估值为 35 元，维持买入评级。

## 附：保险公司估值比较

### A 股保险公司估值比较

PEV/PNBV 比较								
公司	代码	最新收盘价 (人民币)	EVPS (09E)	EVPS (10E)	NBVPS (09E)	NBVPS (10E)	PEV (10)	NBM (10)
中国人寿	601628	30.95	10.14	12.08	0.68	0.86	2.56	21.92
中国平安	601318	56.08	12.03	14.00	1.64	1.97	3.29	16.30
中国太保	601601	25.37	7.78	9.41	0.69	0.85	2.31	14.58

### H 股保险公司估值比较

PEV/PNBV 比较									
公司	代码	最新收盘价 (港币)	最新收盘价 (报表货币)	EVPS (09E)	EVPS (10E)	NBVPS (09E)	NBVPS (10E)	PEV (10)	NBM (10)
中国人寿	2628	38.75	33.99	10.14	12.08	0.68	0.86	2.81	25.45
中国平安	2318	68.55	60.13	12.03	14.00	1.64	1.97	3.58	18.36
中国太平	0966	25.95	25.95	3.87	4.97	0.55	0.83	4.67	22.05

## 信息披露

### 分析师承诺

孙婷：保险。

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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com)。

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持（outperform）	：相对强于市场表现 5%～20%；
中性（Neutral）	：相对市场表现在 -5%～+5% 之间波动；
减持（underperform）	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（overweight）	：行业超越整体市场表现；
中性（Neutral）	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡（underweight）	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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可能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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。