

中国太保：看好业务成长性

H 股招股书分析

报告关键点：

- 看好寿险业务成长性。
- 提高目标价至34元。

报告摘要：

- 我们看好太保寿险业务的成长性，主要原因是：1、最为受益于上海的税延型年金试点；2、受益于中西部地区保险消费的加速。
- 从各国经验来看，韩国自从1994年6月针对养老金推出税收优惠之后，寿险公司资产/GDP的比例从18%提高到接近30%的水平。美国在1974年推出养老金税收优惠后寿险公司资产/GDP的比例从20%的水平上升至目前的35%。
- 太保通过收购长江养老，已经掌握了上海5600余家企业和75万个人客户的资源，在上海的试点中拥有先天的优势。我们认为太保将最为受益于上海的递延型年金试点。
- 根据保监会公布的地区保费数据，中西部省份的市场份额从2005年以来就出现持续上升的态势。2005年，中西部省份的市场份额为37%，而截至2009年10月份的数据显示市场份额已经上升至42%，平均每年上升1个百分点。在市场份额上升的同时，我们可以看到中西部省份的产品结构相对来说是更好。从区域上来看，2008年太保业务分布在东部地区的比例最低，为49%，中部地区占比为29%，西部地区占比为22%。中西部地区保险市场成长的加速将有利于太保寿险业务的快速成长。
- 2009年上半年，中国太保的寿险业务结构明显改善，主要体现在四个方面：1、国际准则的保费收入和国内准则的保费收入比例在今年上半年有了明显提高；2、个险渠道的占比明显提高；3、投资型产品占比明显下降；4、首年保费中期缴比例明显提高。
- 分析中国太保的资产配置可以看出大致有如下几个特点：1、2009年中期投资资产中股权投资占比明显上升，股权投资的增加额155亿元中有70亿元来自于太保的净买入，85亿元来自于公允价值的增加；2、公司投资的定期存款中，3个月以内的投资占比明显提高；3、2009年中期，公司债券投资的特点是“哑铃型”战略，即10年以上的债券占比从24%提高至28%，3个月以内的投资占比从几乎为0的水平提高至6%；4、过去几年的数据显示公司对于收益率相对较高的金融债和公司债的持有比例持续上升。
- 据媒体报道，公司H股发行价格区间为26.8-30.1港元，发行规模9亿股。同时考虑到将公司估值滚动到2010年，给予2010年25倍新业务价值倍数，提高公司目标价至34元。

财务和估值数据摘要

百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
寿险保费收入	50,686	66,092	72,701	90,877	113,596
Growth(%)	33.96%	30.39%	10.00%	25.00%	25.00%
APE margin	28.95%	27.30%	31.97%	31.06%	29.82%
财险保费收入	23,474	27,875	33,450	40,140	48,168
Growth(%)	29.38%	18.75%	20.00%	20.00%	20.00%
净利润	7,069	1,415	5,598	6,412	7,633
Growth(%)		-79.98%	295.64%	14.54%	19.04%
每股评估价值			26.56	31.07	36.50
每股收益(元)	0.90	0.17	0.63	0.72	0.86
每股净资产(元)	8.22	6.39	8.94	9.69	10.57
市盈率	29.50	151.87	41.77	36.47	30.64
市净率	3.21	4.13	2.95	2.73	2.50
净资产收益率(%)	18.64%	2.40%	8.74%	7.90%	8.64%

评级：
买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格： **34.00 元**

期限： 6 个月 上次预测： 31.00 元

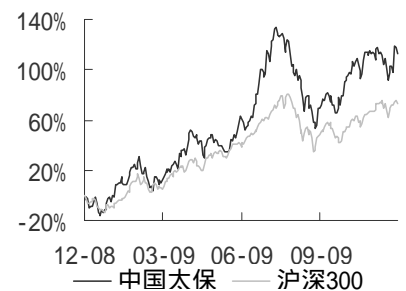
现价： 26.41 元

报告日期： **2009-12-09**

市场数据

总市值(百万元)	203,357.00
流通市值(百万元)	68,163.76
总股本(百万股)	7,700.00
流通股本(百万股)	2,580.98
12 个月最高/最低	10.02/29.73 元
十大流通股东(%)	25.25%
股东户数	263,488

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(3.61)	6.32	39.60
绝对收益	0.44	20.61	112.58

研究员

杨建海 ,CFA

高级行业分析师

021-68765375 yangjh@essence.com.cn

前期研究成果

中国太保：预计季末加仓明显	2009-10-31
中国太保：收益大于风险	2009-08-31
中国太保：业绩略超预期	2009-07-13

1. 看好寿险业务的成长性

1.1. 最为受益上海的递延型年金试点

全球很多国家针对养老金和保险提供税收优惠刺激。例如，美国针对 IRA 项下购买养老保险每年的税前抵扣额度为 5000 美元，50 岁以上的人税前抵扣额度为 6000 美元；韩国购买合格年金每年的抵扣额度为 300 万韩元，购买保障类保险每年税前抵扣额度为 100 万韩元；台湾寿险保费每年税前抵扣额度为 24000 新台币。

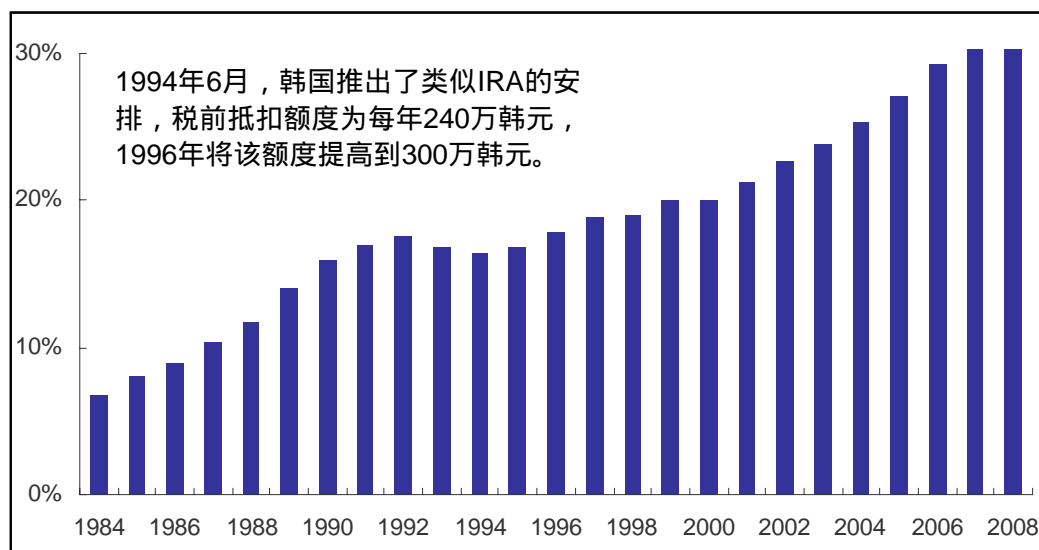
从各国经验来看，韩国自从 1994 年 6 月针对养老金推出税收优惠之后，寿险公司资产/GDP 的比例从 18% 提高到接近 30% 的水平。美国在 1974 年推出养老金税收优惠后寿险公司资产/GDP 的比例从 20% 的水平上升至目前的 35%。因此，从各国的情况来看税收优惠对保险行业的影响是立竿见影的，并且影响非常深远，可以使得消费者对保险的态度由现在的被动购买变为主动购买。

可以确定的是上海的税收优惠试点在 2010 年一定会开展，同时由于养老和社会保障问题是国家迫切需要解决的问题，解决好保障问题后也有利于提高边际消费倾向，因此养老金税收优惠政策符合国家的政策导向，预计在全国范围内也有较快推出的可能性。

据统计，2008 年末上海市常住人口有 1888 万人，其中 1371 万人，外来人口 517 万人，就业人口 1053 万人。假设就业人口中有 40% 参与试点，按照每人每月 600 元的保险费来计算，那么这一市场的规模 300 亿元。相当于 2008 年全国寿险市场的 5%，但由于这一市场的保费收入是长期期缴的保费，影响要远超过 5%，我们预计对新业务价值的影响大约接近 10%。如果进一步在全国推广，将使得保费收入增速进入一个新的平台。

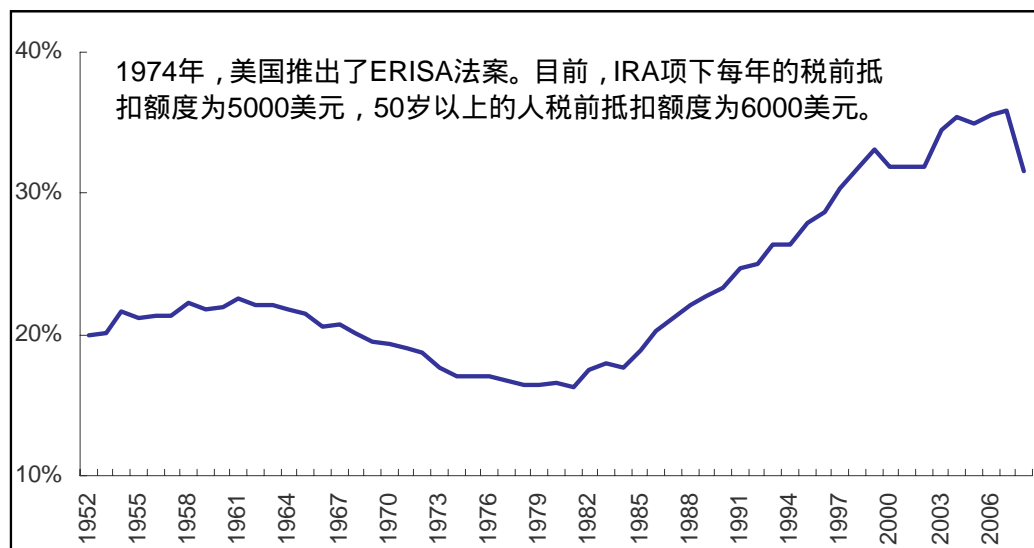
太保通过收购长江养老，已经掌握了上海 5600 余家企业和 75 万个人客户的资源，在上海的试点中拥有先天的优势。我们认为太保将最为受益于上海的递延型年金试点。

图 1 韩国寿险公司资产/GDP



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 2 美国寿险公司资产/GDP



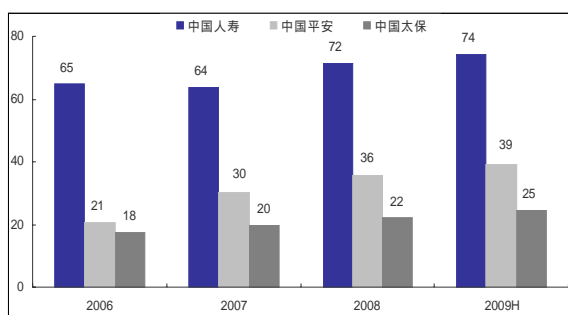
数据来源：ACLI，安信证券研究中心

1.2. 受益于中西部地区的保险市场成长

根据保监会公布的地区保费数据，中西部省份的市场份额从 2005 年以来就出现持续上升的态势。2005 年，中西部省份的市场份额为 37%，而截至 2009 年 10 月份的数据显示市场份额已经上升至 42%，平均每年上升 1 个百分点。在市场份额上升的同时，我们可以看到中西部省份的产品结构相对来说是更好的，以东部、中部、西部三个代表性省市北京、湖南、陕西为例，北京地区传统和分红的比例仅为 48%，而湖南传统和分红的占比为 69%，陕西为 72%。

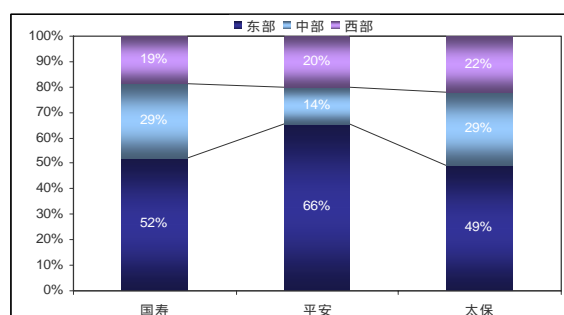
从区域上来看，2008 年平安业务分布在东部地区的比例最高，达 66%，中部地区占比为 14%，西部地区占比为 20%；太保业务分布在东部地区的比例最低，为 49%，中部地区占比为 29%，西部地区占比为 22%；中国人寿东部、中部、西部的占比分别为 52%、29%和 19%。中西部地区保险市场成长的加速将有利于太保寿险业务的快速成长。

图 3 上市公司代理人数量（万人）



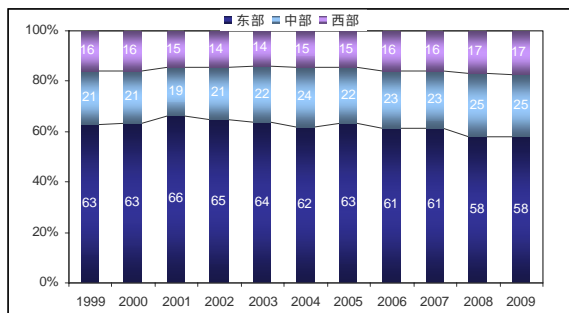
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 4 2008 年上市保险公司区域结构



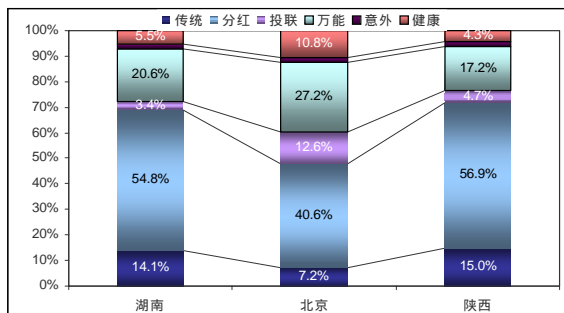
数据来源：中国保险年鉴，安信证券研究中心

图 5 2005 年以来中西部省份的份额逐年提高



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 6 2008 年代表省份产品结构

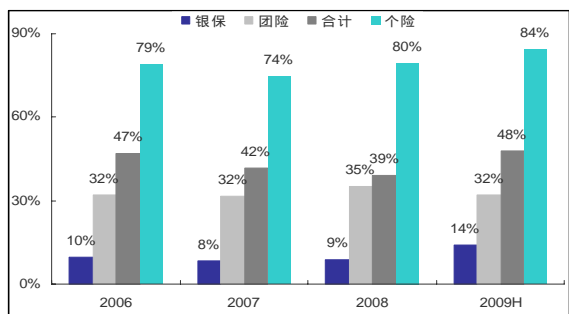


数据来源：中国保险年鉴，安信证券研究中心

1.3. 业务结构明显改善

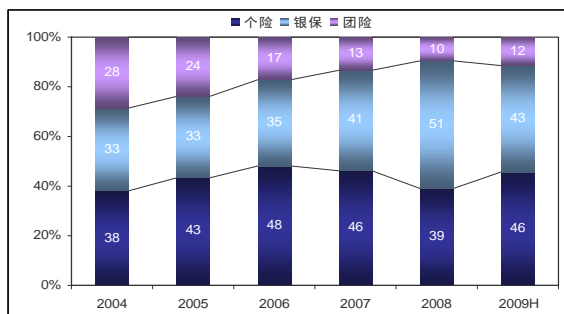
2009 年上半年，中国太保的寿险业务结构明显改善，主要体现在四个方面：1、国际准则的保费收入和国内准则的保费收入比例在今年上半年有了明显提高，个险、银保和团险渠道的国际国内准则保费收入比例分别从 2008 年的 80%、9%、35% 上升至 2009 年中期的 84%、14%、32%，合计口径的比例从 39% 上升至 48%；2、个险渠道的占比明显提高，从 2008 年的 39% 提高到 2009 年的 46%；3、投资型产品占比明显下降，从 2008 年的 22% 提高到 2009 年的 2%；4、首年保费中期缴比例明显提高，从 2008 年的 15% 提高到 2009 年的 30%。

图 7 H/A 保费收入比较



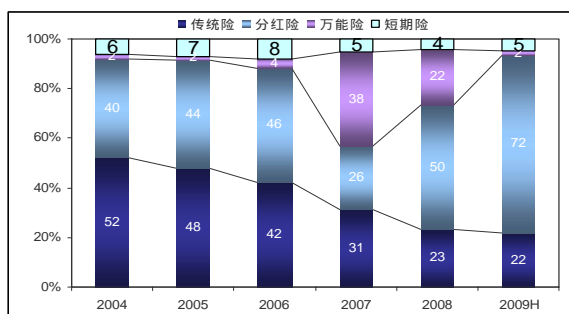
数据来源：招股书，安信证券研究中心

图 8 个险渠道占比明显提高（国内准则）



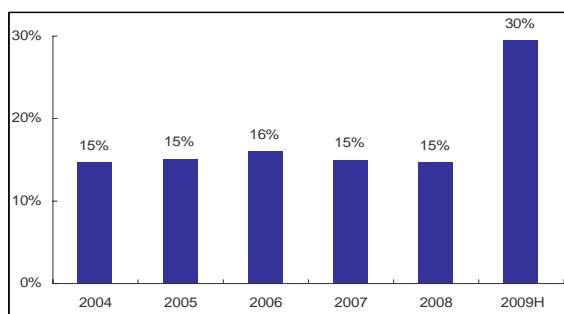
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 9 投资型产品占比明显下降（国内准则）



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 10 首年保费中期缴比例提高（国内准则）



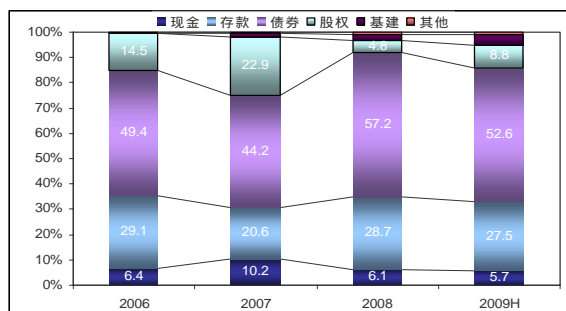
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

2. 资产配置分析

分析中国太保的资产配置可以看出大致有如下几个特点：1、2009 年中期投资资产中股权投资占比明显上升，从 4.8% 上升至 8.8%，股权投资的增加额 155 亿元中有 70 亿元来自于太保的净买入，85 亿元来自于公允价值的增加；2、公司投资的定期存款中，3 个月以内的投资占比明显提高，从几乎为 0 的水平提高至 6%；3、2009 年中期，公司债券投资的特点是“哑铃型”战略，即 10 年以上的债券占比从 24% 提高

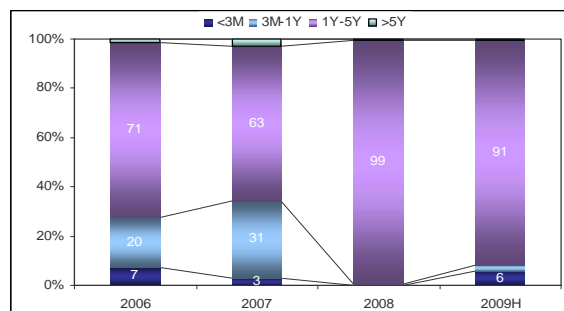
至 28%，3 个月以内的投资占比从几乎为 0 的水平提高至 6%，其他期限的占比有所下降；4、过去几年的数据显示公司对于收益率相对较高的金融债和公司债的持有比例持续上升。

图 11 投资资产分布



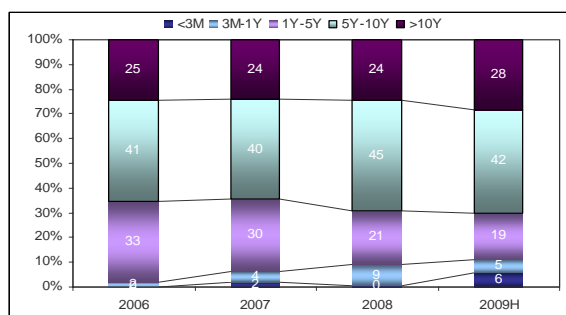
数据来源：招股书，安信证券研究中心

图 12 定期存款短期化明显



数据来源：招股书，安信证券研究中心

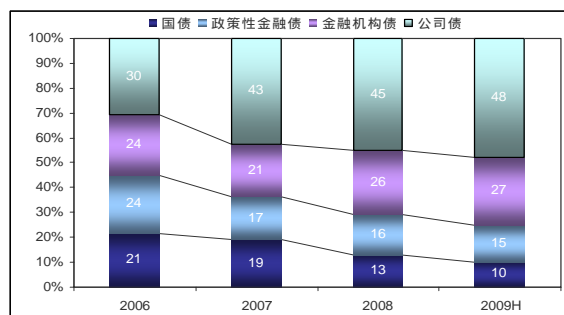
图 13 债券配置的期限呈“哑铃型”



数据来源：招股书，安信证券研究中心

注：此处我们按照公司投资债券的面值计算比例。

图 14 金融债和公司债的配置比例持续上升



数据来源：招股书，安信证券研究中心

表一 股权投资变动归因分析（亿元）

	2007	2008	2009H
期初金额	269	655	138
新购净价	34	-231	70
公允价值增加	352	-286	85
期末金额	655	138	293

数据来源：招股书，安信证券研究中心

表二 各类资产的投资收益率

	2006	2007	2008	2009H
现金	1.85%	2.11%	1.38%	0.92%
存款	4.31%	4.29%	4.95%	4.10%
债券	3.92%	3.75%	4.62%	4.48%
基建	-	2.34%	5.08%	4.56%
合计	5.97%	11.96%	2.92%	6.06%

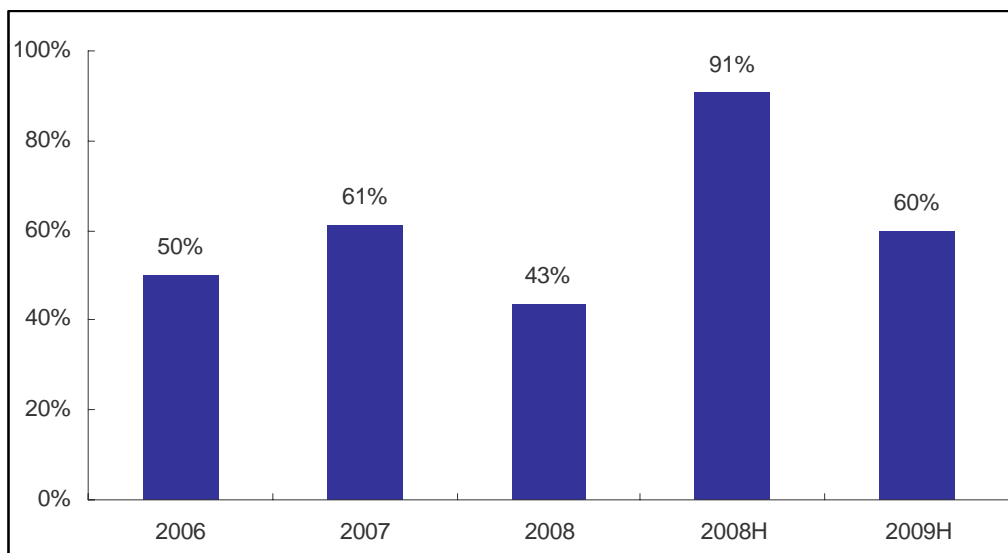
数据来源：招股书，安信证券研究中心

注：2009 年中期的投资收益率已经过简单年化，债券的投资收益只包含利息收入而不包含买卖差价。

3. 国内准则和国际准则财务比较

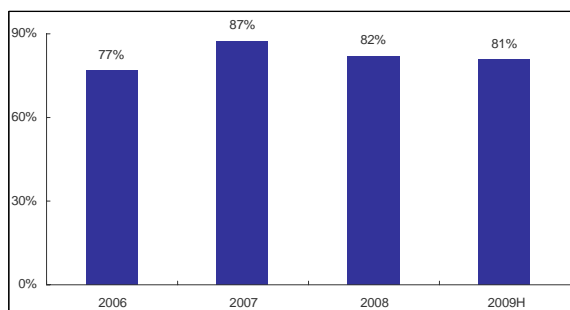
公司目前的国内和国际准则净利润、净资产和总资产均存在较为明显的差异。2006 年、2007 年、2008 年、2009 年中期国内准则的净利润和国际准则的净利润比例分别为 50%、61%、43%和 60%。2006 年、2007 年、2008 年、2009 年中期国内准则的净资产和国际准则的净资产比例分别为 77%、87%、82%和 81%。2006 年、2007 年、2008 年、2009 年中期国内准则的总资产和国际准则的总资产比例分别为 95%、96%、95%和 94%。

图 15 A/H 净利润比较



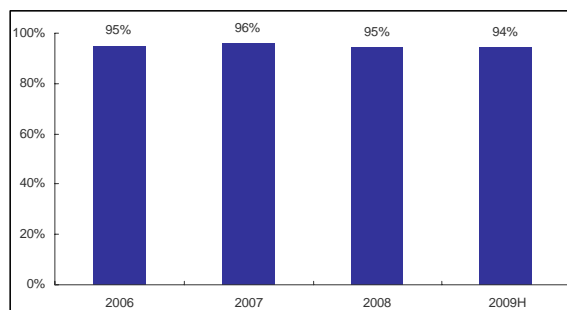
数据来源：招股书，安信证券研究中心

图 16 A/H 净资产比较



数据来源：招股书，安信证券研究中心

图 17 A/H 总资产比较



数据来源：招股书，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

模型更新时间

2009-12-08

利润表(百万元)					保费收入(百万元)				
2007	2008	2009E	2010E	2011E	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	93,008	97,835	109,052	133,692	164,799	个人保险	23,302	25,811	34,170
已赚保费	65,536	84,274	91,904	113,682	140,658	首年保费	7,117	6,776	10,593
提取未到期责任准备金	-1,939	-1,307	-2,560	-3,082	-3,713	续期保费	16,185	19,035	23,577
银行业务利息净收入	0	0	0	0	0	银行保险	20,725	33,960	31,262
手续费及佣金净收入	0	0	0	0	0	首年保费	20,538	33,688	30,949
投资收益公允价值变动	27,244	13,266	16,877	19,739	23,870	续期保费	187	272	313
其他收入	228	295	271	271	271	团体保险	6,659	6,321	7,270
营业支出	-84,512	-98,584	-102,487	-126,163	-155,827	首年保费	6,515	6,199	6,979
退保金	-8,222	-7,257	-10,178	-12,723	-15,903	续期保费	144	122	291
赔付支出	-17,395	-28,336	-23,315	-28,523	-34,910	寿险保费收入合计	50,686	66,092	72,701
提取保险责任准备金	-41,354	-37,139	-46,584	-57,511	-71,422	同比增速	33.96%	30.39%	10.00%
保单红利支出	-1,223	-2,595	-1,139	-1,333	-1,622	首年保费合计	34,170	46,663	48,521
手续费及佣金支出	-5,615	-7,258	-7,056	-8,732	-10,810	同比增速	43.72%	36.56%	3.98%
业务及管理费	-7,624	-8,526	-10,207	-12,514	-15,425	标准保费	10,414	13,375	15,988
资产减值损失	-28	-5,221	-250	-250	-250	同比增速	21.76%	28.43%	19.54%
其他支出	-3,051	-2,252	-3,757	-4,577	-5,485	APE margin	28.95%	27.30%	31.97%
营业利润	8,496	-749	6,565	7,529	8,973	车险	16,475	19,681	23,750
营业外收支	-53	394	-10	-10	-10	非车险	5,913	8,194	8,028
利润总额	8,443	-355	6,555	7,519	8,963	短期意外和健康险	1,086	0	1,673
所得税费用	-1,374	1,770	-957	-1,107	-1,330	财险保费收入合计	23,474	27,875	33,450
净利润	7,069	1,415	5,598	6,412	7,633	同比增速	29.38%	18.75%	20.00%
资产负债表(百万元)					内含价值(百万元)				
2007	2008	2009E	2010E	2011E	2007	2008	2009E	2010E	2011E
债券	126,534	164,898	183,323	233,742	275,966	期初内含价值	17,993	74,755	69,978
权益投资	65,059	13,594	33,331	41,740	49,280	内含价值的预期回报			
定期存款	59,262	82,756	99,994	118,958	140,447	本期新业务的价值			
投资物业						其他经验差异			
其他固定到期日投资	35,514	26,648	16,666	22,957	27,104	投资回报差异			
投资资产	286,369	287,896	333,314	417,397	492,797	市场价值调整			
发放贷款及垫款						股东红利分配			
其他资产	22,641	31,494	66,250	43,473	52,193	资本注入			
资产合计	309,010	319,390	399,565	460,870	544,990	期末内含价值	74,755	69,978	103,393
准备金	209,821	246,667	275,590	316,855	373,786	经调整净资产	60,740	51,876	79,474
吸收存款						有效业务价值	14,326	18,417	24,449
其他负债	35,868	23,495	47,087	60,716	80,273	调整后有效业务价值			
负债合计	245,689	270,162	322,678	377,571	454,058	一年新业务价值	3,015	3,651	5,111
归属母公司所有者权益	11,153	62,807	48,741	75,690	82,002	调整后一年新业务价值			
少数股东权益	52,168	-13,579	28,146	7,609	8,930	新业务倍数	25	25	25
股东权益合计	63,321	49,228	76,887	83,299	90,932	每股评估价值(元)			26.56
每股数据(元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	估值水平	2007	2008	2009E
每股净资产	8.22	6.39	8.94	9.69	10.57	P/B			2.74
每股盈利	0.90	0.17	0.63	0.72	0.86	P/E			38.70
每股内含价值	9.71	9.09	12.02	13.63	15.57	P/EVPS			2.04

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

杨建海, CFA, 非银行金融行业高级分析师, 毕业于北京大学, 经济学硕士。2007.4 加盟安信证券研究中心。2008 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第三名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 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。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

南方

021-68765206

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

李瑾

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

lijin@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

张勤

021-68763879

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034