

日期: 2010 年 3 月 9 日

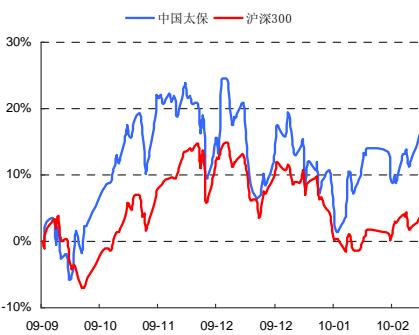
行业: 保险行业



郭敏 刘洋
021-53519888-1976
lenonyu@hotmail.com

基本数据 (2010 年 3 月 9 日)

3 月 9 日股价 (元)	25.27
12mth A 股价格区间 (元)	13.33/29.73
总股本 (百万股)	8600
无限售 A 股/总股本	29.96%
流通市值 (百万元)	65109
每股净资产 (元)	8.17
PBR (X)	3.09
DPS (08, 元)	0.30
主要股东 (09Q3)	
华宝投资有限公司	15.52%
申能 (集团) 有限公司	14.81%
Parallel Investors Holdings Limited	12.31%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较**报告编号:** LY10-CI02**相关报告:****保费收入高速增长背后的故事**

——中国太保公司调研报告

■ 报告目的:

近期, 我们到中国太保总部进行调研, 与公司相关负责人就公司保费收入、业务发展动态及H股融资用途等情况进行了交流, 本报告是对此次调研会议的纪要总结。

■ 主要观点:**寿险保费收入增长主要得益于银保和营销渠道的保费收入快速增长**

公司银保渠道主推 3 年、5 年的期交型产品, 目前业务的期限结构较去年的基础上又有所延长, 表明公司的业务发展速度和业务品质正在同步提高; 营销渠道的保费收入快速增长主要有 3 个原因: 新产品推出、营销员数量增长、营销人力产能优化; 2010 年, 公司将继续坚持“价值导向”的发展思路, 在此基础上追求保费规模的适度增长。

产险保费收入增长主要来自车险业务的快速发展

汽车销量的持续上升带来了车险保费收入的快速增长, 公司的车险电话销售渠道从 2009 年开始起步, 呈现出较快的发展势头, 目前在总体保费收入中所占比例不超过两位数, 但随着试点单位的范围扩大, 未来将有可能产生较明显的规模效应; 2010 年, 公司的产险业务发展思路是在确保效益好的前提下, 保持与行业相协调的发展速度。

H 股募集资金用途以支持新业务价值增长为主

关于 H 股募集资金的用途, 公司表示将投入 50% 以上的资金用于支持未来 3-5 年的保险业务发展, 主要是因为随着公司现有业务结构中期交占比呈现上升趋势, 将对公司的资本金产生更大的需求, 这部分资金投入的目标是实现每年 20% 以上的新业务价值增长; 另外, 公司将根据市场情况, 结合保险行业内部的整合机会, 围绕保险产业链进行股权投资, 但目前来看短期内还不存在收购机会。

■ 投资建议:

未来六个月内, 维持公司“跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥. 百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	93,008	97,835	106,381	122,338
年增长率 (%)	65.98	5.19	8.74	15.00
归属于母公司的净利润	6,893	1,339	6,695	7,340
年增长率 (%)	583.83	-80.57	400.00	9.63
每股收益 (元)	0.80	0.16	0.78	0.85
PER (X)	32	162	32	30

注: 有关指标按最新总股本 8600 百万股计算; PER 按 2010 年 3 月 9 日收盘价 25.27 元计算

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责条款。

一、保费收入增长原因及未来业务发展思路

在公司近期公布的1月份保费收入公告中，按照原会计准则统计口径，太保寿险实现保费收入103亿元，同比增长47%，太保产险实现保费收入66亿元，同比增长57%，符合我们此前对于保险行业及公司业务增长前景的判断。经过与公司相关负责人的沟通，我们初步了解到公司保费收入增长的一些原因及未来业务发展思路如下：

1、寿险保费收入增长原因及未来业务发展思路

1.1 寿险保费收入增长原因

(1) 银保渠道业务发展速度较快：

目前，公司银保渠道的产品销售结构中以3、5年的期交保费为主，而2010年1、2月份银保渠道期交保费的平均期限又在2009年的基础上有所延长，公司的银保业务发展速度和业务质量都在同步提高，公司在实现保费收入高增长的同时并未以牺牲业务品质为代价。

(2) 营销渠道保费收入也出现了一定程度的增长，主要原因如下：

①新产品推出：

2010年，营销渠道推出了新的年金型保险产品“鸿利年年”，公司相关负责人表示该产品的件均保费高于以往营销渠道所销售的分红险产品。我们认为，“鸿利年年”的推出可能在一定程度上提高了现有营销员队伍的人均产能，特别是在部分经济较发达的地区对保费收入增长的促进作用更加明显。

②营销员数量增长：

2009年底，营销渠道的营销员人数同比增长了10%以上。根据公司2008年年报所公布的数据，2008年底营销员人数为22万名，我们估算2009年底营销员人数达到24万-25万之间，基本维持了2009年中期24.6万人的水平，由此推算出2010年1、2月份的营销员的存量人数同比增幅为10%左右，销售队伍人数的同比扩大成为寿险保费收入同比增长的重要贡献因素之一。

③营销人力产能优化：

公司相关负责人表示，2009年寿险营销员的人均标保出现了20%以上的增长，人均标保是公司根据产品的内含价值大小所设定的一个内部考核指标，该指标的增长可反映出产品结构和期限结构正处于不断改善的过程中，20%以上的增速也充分反映了公司在过去一年中所做的业务结构调整工作已取得显著成果，同时也表明营销员的销售能力在不断地提高，营销人力的产能有所优化，对保费收入的快速增长存在一定的贡献作用。

1.2 未来发展思路

公司在2009年的寿险业务发展方面，所采取的“价值导向”发展思路已经实现了预期目标，2010年，公司将继续坚持“价值导向”

的发展思路，在此基础上追求保费规模的适度增长，即“规模增长”必须服从于“价值增长”的前提，预计新单边际利润率仍将维持10%以上，与2009年中期的水平基本相当。从保单继续率指标来看，与2009年中期相比，2009年下半年该指标出现了较大程度的改善，主要原因是公司加大了对续收渠道的考核力度，并在运营中强化了零现金支付的相关措施。

公司预计，未来两年寿险营销人力仍将保持10%左右的同比增速。同时，公司在目标市场定位上，将加大中心城区的业务推动力度，通过整合网点向四级机构所在的县城进行集中，积极把握居民收入提高的趋势所带来的寿险业务增长机会；在地域市场结构方面，公司表示不会主动地进行战略调整，寿险业务的重点发展区域仍然是经济情况较好、人口密度较高的地区；在新业务渠道方面，公司目前重点建设的上海电话呼叫中心，将保单的电话销售进行集中管理，该渠道销售的产品利润率和其他渠道相比持平，但略低于营销渠道，对客户实行让利优惠，积极尝试新业务渠道的发展思路。

2、产险保费收入增长原因及未来业务发展思路

2.1 产险保费收入增长原因

车险发展速度较快：汽车销量的持续上升带来了车险保费收入的快速增长，公司的车险电话销售渠道从2009年开始起步，呈现出较快的发展势头，目前在总体保费收入中所占比例不超过两位数，但随着试点单位的范围扩大，未来将有可能产生较明显的规模效应。

2.2 未来业务发展思路

2010年，公司的产险业务发展思路是在确保效益好的前提下，保持与行业相协调的发展速度，公司预计2010年产险业务规模将保持较平稳的发展速度，在主要区域市场方面仍将保持沿海、沿江地区的市场优势，同时积极做好中西部地区的市场开发工作，抓住中西部崛起所带来的产险业务发展新机遇。

公司相关负责人表示，2009年公司产险业务的综合成本率是在持续下降的，但从2010年前两个月的情况来看，由于车险销售占比较高，目前与2009年末相比，公司产险业务的综合成本率下行的空间有限。2010年，公司将努力提高车险理赔服务的效率，对流程环节进行改造，同时也会非常重视对低额车险赔案的风险控制，防范业务风险过大带来业务价值下降。近期，上海地区已经推出了一个共享客户信息系统平台，预计未来在各个地区类似的系统平台陆续建成使用的情况下，行业竞争环境将得到优化，公司有望进一步提高车险产品的风险控制能力。

二、H股募集资金用途

关于H股募集资金的用途，公司表示将投入50%以上的资金用于支持未来3-5年的保险业务发展，主要是因为随着公司现有业务结构中期交占比呈现上升趋势，将对公司的资本金产生更大的需求，这

部分资金投入的目标是实现每年 20% 以上的新业务价值增长；另外，公司将根据市场情况，结合保险行业内部的整合机会，围绕保险产业链进行股权投资，但目前来看短期内还不存在收购机会。

三、运营平台信息系统优化

1、区域运营平台优化

目前，寿险公司已经建成 3 个区域营运中心，覆盖各自所在区域，如郑州营运中心主要覆盖华中地区，同时在 3 个中心的系统中进行相互备份，其中任何一个系统随时可以在其它运营中心系统出现故障的时候实现对全国其它区域的运营支持，提高运营效率和安全性，预计未来将进一步降低公司的运营成本。

2、营销员管理系统

寿险公司已经完成了营销员信息系统的建设工作，通过系统可以实现总公司对四级机构的业务监控，包括营销员个人销售情况以及相关资讯等功能，有利于公司实时掌握分支机构以及营销人力的产能提升情况，提高公司的整体运营效率。

四、公司的资产配置策略

2010 年，公司将采取平稳的资产配置思路，坚持长期投资的理念，不做过度的波段操作，公司初步计划将权益类资产方面的配置比例维持在 10% 左右。

五、维持公司“未来六个月，跑赢大市”评级

我们认为，从公司前期公布的 2009 年业绩预增公告来看，公司受新会计准则的影响偏向正面，净利润同比增长超过 400%，超出此前市场对于净利润增幅的预测；2010 年，公司寿险业务受益于产品结构和期限结构的持续优化，新业务价值增长前景看好；同时产险业务中占比最高的车险业务也将在公司不断提升服务效率、拓展新型销售渠道的前提下，成为公司 2010 年产险业务稳定增长的重要基础。

我们对公司 2010 年的保费收入增速及其可能贡献的新业务价值增量持乐观态度。我们维持公司“未来六个月，跑赢大市”评级。

六、风险提示

目前，税收主管部门对于涉及到新会计准则调整的新增利润部分是否会受到税收政策的影响并未给予明确的政策指导，或可能出现因利润提前实现带来的税负增加，给公司带来一定程度的不利影响，相关政策风险情况有待公司年报披露后得以明确。

■ 数据预测与估值:

表 1: 中国太保 2009-2010 年业绩预测与估值简表

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	93,008	97,835	106,381	122,338
年增长率 (%)	65.98	5.19	8.74	15.00
归属于母公司的净利润	6,893	1,339	6,695	7,340
年增长率 (%)	583.83	-80.57	400.00	9.63
每股收益 (元)	0.80	0.16	0.78	0.85
PER (X)	32	162	32	30

注: 有关指标按最新总股本 8600 百万股计算; PER 按 2010 年 3 月 9 日收盘价 25.27 元计算

表 2: 保险业重点关注股票 EPS 预测和 P/E

公司名称	股票代码	股价	EPS			P/E		投资评级
			08A	09E	10E	08A	09E	
中国太保	601601	25.27	0.16	0.78	0.85	157.94	32.46	跑赢大市
中国平安	601318	47.05	0.09	1.44	1.78	522.78	32.67	跑赢大市
中国人寿	601628	28.09	0.36	1.08	1.17	78.03	26.01	大市同步

数据来源: Wind, 股价数据为 2010 年 3 月 9 日收盘价, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 郭敏 刘洋

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。