

2010-08-30

金融、保险业/保险业

公司研究 / 更新报告

中国太保 (601601)

买入 / 维持评级

股价: RMB24.1

分析师

李聪

SAC 执业证书编号:S1000210020007  
021-68498610 licong@lhzq.com

# 新准则下保单利润的真实体现

—中国太保 2010 年中报点评

今天, 中国太保公布了其 2010 年度中期报告, 主要内容如下:

2010 年上半年实现归属于上市公司股东净利润 40.19 亿元, 同比增加 66.8%, EPS 为 0.47 元, 同比增长 46.9%。归属于上市公司净资产为 742.10 亿元, 每股 8.63 元, 剔除掉 1 月 27 日超额配售的影响, 上半年每股净资产减少 0.38 元, 考虑分红因素, 上半年每股净资产实际减少 0.08 元, 净资产比 2009 年末缩水 0.89%。根据中报, 二季度净资产缩水 0.56 元, 相比 1 季度末缩水 6.1%; 考虑分红因素, 二季度净资产缩水 0.26 元, 相比 1 季度末缩水 2.8%。

截止 2010 年 6 月 30 日, 公司内含价值为 1,047.24 亿元, 比 2009 年末增长 6.5%, 其中一年期新业务价值为 54.97 亿元, 与 2009 年同期相比增长 9.9%。对此, 我们主要点评如下:

- **净资产小幅缩水——还是超越市场预期**, 截止中报, 每股净资产 8.63 元, 与 2009 年末相比, 净资产比 2009 年末实际缩水 0.89%, 每股减少 0.08 元(剔除掉分红与融资的影响)。其中, 2 季度净资产相比 2010 年 1 季度末, 缩水 2.8% (考虑分红)。应该说这个结果还是超越了市场的预期。
- **中报之后最应考虑问题**: 中国太保是保险行业最后披露的一份中报, 从其结果来看, 整个中报除了中国人寿的一年期新业务价值增速低于预期之外, 保险公司的其他经营业绩都应该说是超出了市场的预期。所有的这一切都将带来市场如下几个信息:
  - 1、我们所一直被告知的故事: **中国的保单, 特别是寿险保单由于定价利率等的保护, 特别赚钱**。然而以前所有的投资者又被告告诉, 中国的保险公司当期卖出的保单越多, 当期亏损越严重, 所以我们从来也没有从财务报表中看到这种效应。可喜的是, 这种保单赚钱的效用 (中国保单低成本的特性) 即将在财务报表中一期期的反应出来。
  - 2、在今天的上半年沪深 300 下跌了 28.3%, 净资产变化状况最差的中国太保其净资产也仅下跌了 0.89%, 中国人寿正增长 0.21%, 中国平安正增长 7.53%, 如果大盘是平盘呢? 保险公司的净资产将会有怎样的变化呢? 回到今年三季度, 市场极有可能会预期保险公司的净资产会有超过 10% 的正增长在一个季度之内。
  - 3、回归常态后的保险, 将会在每年都带来较高的收益, 例如, 对于中国平安, 市场可能会预期其净资产每年可以超过 25% 的增长。
- **我们坚信, 随着财务报表披露的越来越多, 市场也一定会去反思保险公司的财务报表以及其背后的逻辑, 也会有越来越多的人相信中国保险公司的保单拥有的较高利润空间, 也会有更多人看到中国保单比香港保单贵的这**

## 相关研究

## 基础数据

总股本 (百万股)	8600
流通 A 股 (百万股)	2681
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	64617

2010-08-30

金融、保险业/保险业

公司研究 / 更新报告

中国太保 (601601)

买入/ 维持评级

股价: RMB24.1

分析师

李聪

SAC 执业证书编号:S1000210020007

021-68498610 licong@lhqz.com

# 新准则下保单利润的真实体现

—中国太保 2010 年中报点评

30%到底体现在那些地方? 而所有这一切都将带来保险的一个大故事。因此, 我们相信随着中报的公布, 市场对于保险的认识也将逐渐乐观起来。

- 实际净资产增速状况超过人寿, 虽然中国太保的净资产变化状况在二季度与中国人寿基本持平, 但是我们可以看到其在可供出售类债券的占比上, 中国太保远低于中国人寿的占比, 也就是说中国太保如果选择和中国人寿一样的债券分类比例, 那么中国太保的净资产的变动状况将会明显好过中国人寿, 所以这在另外一个方面也充分说明了, 保单的增速越高对业绩越有明显的正向刺激作用。保单的消费属性再次体现。

## 投资建议:

1、太保财险的价值进一步凸显, 综合成本率不断降低, 盈利能力不断提高。而国内资本市场给予财险业务的估值只有 1-1.5 倍 P/B, 低估明显, 有望在未来修复。

2、保险的消费属性在一季度已经给保险股带来明显相对收益, 二季度大盘暴跌, 消费属性断档, 但是随着三家公司的中报公布, 应该说都是超过了市场的预期(整个中报只有中国人寿的一年期新业务价值增速低于预期, 其他所有指标都没有低于预期的)。其实在半年报中已经完美的体现了中国保单的赚钱效应, 我们相信市场后期一定会再次重提保险的消费属性。

3、三季度目前看来, 投资收益与保费收入双向向上贡献的阶段, 但股价尚未明显反应, 三季度业绩可能出现大幅超越市场预期状况。我们预测三季度三家上市保险公司的净资产可能出现超过 10% 的正增长。市场必然将随着保险股净资产的大幅上涨而抬升股价。依然维持我们净资产抬升股价的逻辑。

4、目前保险股的估值依然便宜, 基于 2010 年的假设, 中国太保、中国平安和中国人寿的 P/EV 分别为: 1.77 倍、1.78 倍和 2.06 倍, 对应的一年期新业务价值倍数为: 15.29 倍、10.21 倍和 16.02 倍

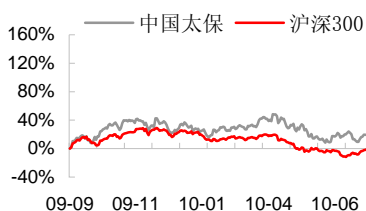
因此, 我们看好整个保险行业在接下来的表现, 维持行业“增持”的评级, 同时维持中国太保和中国平安“买入”的评级。

## 相关研究

## 基础数据

总股本 (百万股)	8600
流通 A 股 (百万股)	2681
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	64617

## 最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

2010年8月30日，中国太保公布了2010年半年业绩。2010年上半年净利润40.70亿元，归属于上市公司股东净利润40.19亿元，比上年同期增长66.8%，每股收益0.47元，同比增长46.9%。归属于上市公司净资产为742.10亿元，每股净资产8.63元，剔除掉1月27日起超额配售的影响，上半年每股净资产减少0.38元，再经过分红因素调整，上半年每股净资产实际减少0.08元，净资产比2009年末缩水0.89%。根据中报，二季度净资产缩水0.56元，相比1季度末缩水6.1%；经过分红因素调整后，二季度净资产缩水0.26元，相比1季度末缩水2.8%。

太保同时公布了2010年上半年内含价值报告，内含价值为1,047.24亿元，比2009年末增长6.5%，每股内含价值12.18元。其中有效业务价值304.02亿元，比上年末增长16.9%，调整后净资产743.21亿元，比上年末增长2.7%。扣除偿付能力后的上半年新业务价值为32.38亿元，与2009年同期相比增长18.1%。

对此，我们有如下点评：

### 中报之后最应考虑问题：

中报到目前为止，都已经公布结束，整体而言，我们认为中报从经营的结果来讲都超出了市场前期的预期。

**表格 1、中国太保净资产变动情况**

单位（百 万）	2010年 中	2010年1 季末	2009 年末	1月27 日起超 额配售	分红 影响	2010年中 期调整后 净资产	2010上半 年净资产 增加额	2010上半 年净资产 增加比例	2010年二季 度净资产增 加	2010二季度净 资产增加比例
中国太保	74,210	79,000	74,651	2,805	2,580	73,985	-670	-0.89%	-2,210	-2.80%

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

**表格 2、中国平安净资产变化情况——调整深发展的影响**

单位（百 万）	2010年6 月30日	2010年3 月30日	2009年 12月31 日	深发展 增厚	分红影 响	2010年 中期调 整后净 资产	2010上 半年净 资产增 加额	综合收 益	2010上 半年净 资产增 加比例	2010年 二季度 净资产 增加	2010二 季度净 资产增 加比例
净资产	105,111	89,672	84,970	16,036	2,293	91,368	6,398	6,398	7.53%	1,696	1.89%

公司公告，华泰联合证券研究所

**表格 3、中国人寿净资产变动情况**

单位（百 万）	2010年6 月30日	2010年3 月30日	2009年12 月31日	分红影响	2010年中 期调整后 净资产	2010上半 年净资产 增加额	综合收益	2010上半 年净资产 增加比例	2010年二 季度净资 产增加	2010二季 度净资产 增加比例
净资产	191,739	217,424	211,072	19,785	211,524	452	452	0.21%	-5,900	-2.71%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

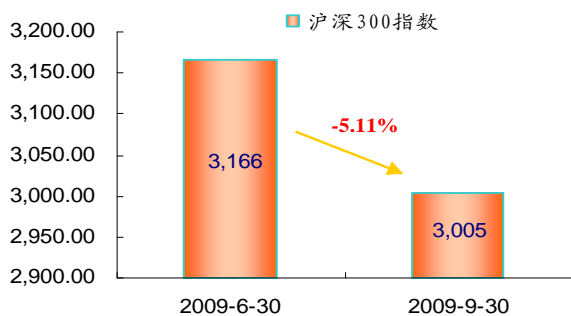
上述净资产的结果都是建立在今年的上半年的大盘下跌了28.3%的基础上取得的，这个结果不得不说是非常惊人的。这也印证了我们在中期策略报告中所提到的双轮驱动的模式。

我们之所以看好这样的双轮驱动的模式，就是因为我们从财务报表中所看到的趋势。我们相信这样的趋势在未来的财务报表中还将体现，通过一期期财务报表来给大家灌

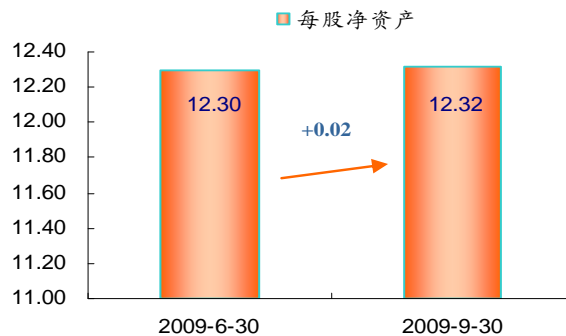
输的理念，我相信将强过任何一个分析师的推介。

我们原本预计这种趋势可能要到3季报才能反映出来，但是实际这些数据在今年的中报中已经反映出来了。

图表 1、2009 年 3 季度沪深 300 指数变化图

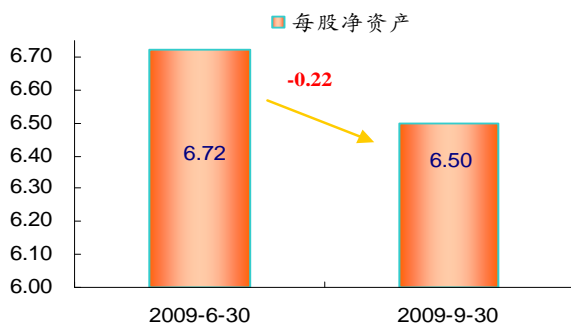


图表 2、2009 年 3 季度中国平安净资产变化图

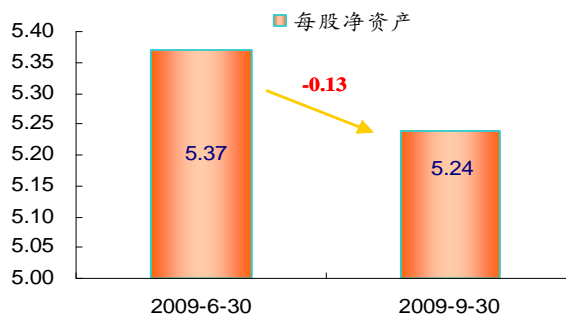


数据来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图表 3、2009 年 3 季度中国太保净资产变化图

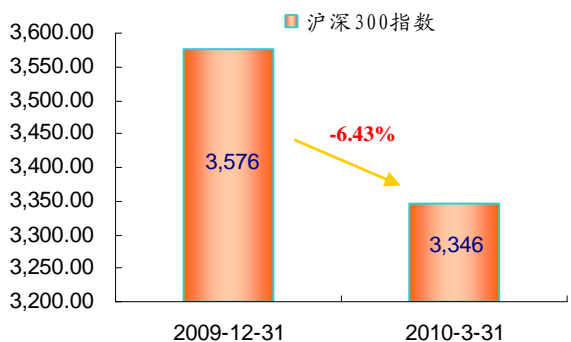


图表 4、2009 年 3 季度中国人寿净资产变化图

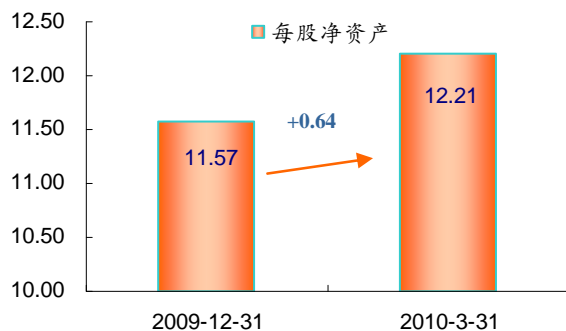


数据来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图表 5、2010 年 1 季度沪深 300 指数变化图

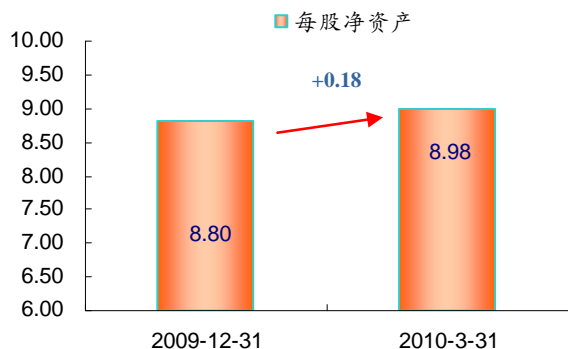


图表 6、2010 年 1 季度中国平安净资产变化图

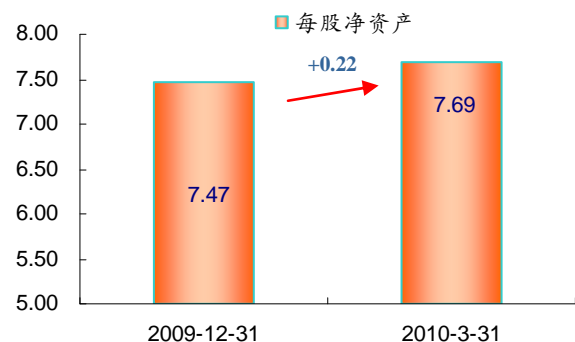


数据来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图表 7、2010 年 1 季度中国太保净资产变化图

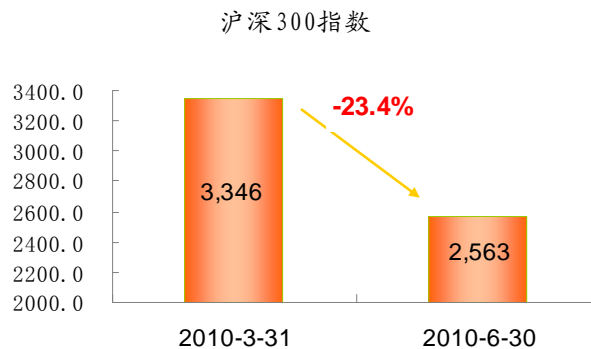


图表 8、2010 年 1 季度中国人寿净资产变化图

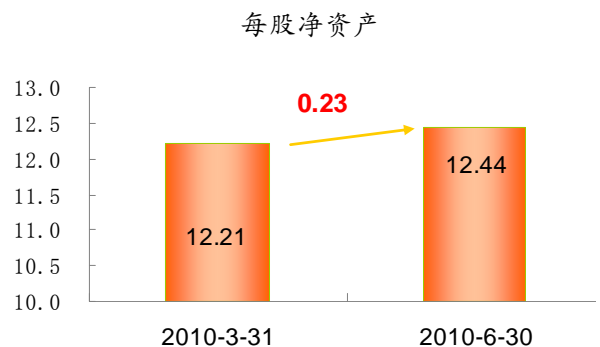


数据来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图表 9、2010 年 2 季度沪深 300 指数变化图

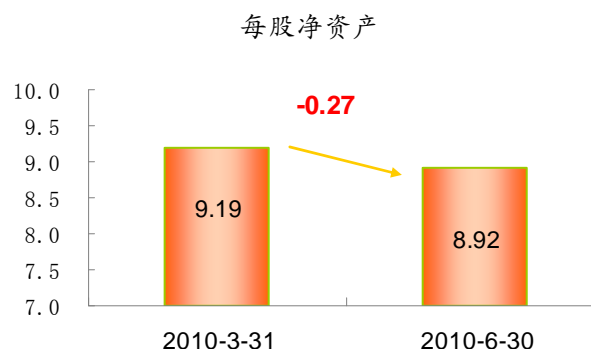


图表 10、2010 年 2 季度中国平安净资产变化图

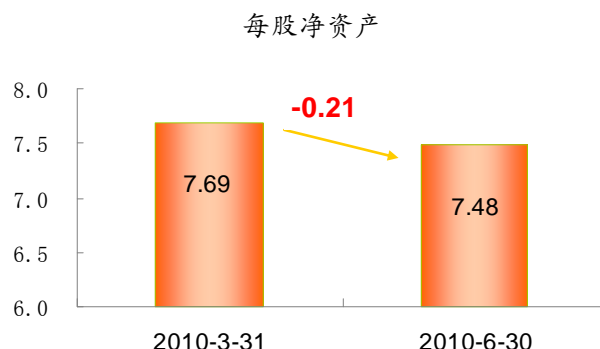


数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图表 11、2010 年 2 季度中国太保净资产变化图



图表 12、2010 年 2 季度中国人寿净资产变化图



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

所有的这一切都将带来市场如下几个信息：

- 4、我们所一直被告知的故事：中国的保单，特别是寿险保单由于定价利率等的保护，特别赚钱。然而以前所有的投资者又被告告诉，中国的保险公司当期卖出的保单越



多，当期亏损越严重，所以我们从来也没有从财务报表中看到这种效应。可喜的是，这种保单赚钱的效用（中国保单低成本的特性）即将在财务报表中一期期的反应出来。

- 5、 在今年的上半年沪深 300 下跌了 28.3%，净资产变化状况最差的中国太保其净资产也仅下跌了 0.89%，中国人寿正增长 0.21%，中国平安正增长 7.53%，如果大盘是平盘呢？保险公司的净资产将会有怎样的变化呢？回到今年三季度，市场极有可能会预期保险公司的净资产会有超过 10% 的正增长在一个季度之内。
- 6、 回归常态后的保险，将会在每年都带来较高的收益，例如，对于中国平安，市场可能会预期其净资产每年可以超过 25% 的增长。

我们坚信，随着财务报表披露的越来越多，市场也一定会去反思保险公司的财务报表以及其背后的逻辑，也会有越来越多的人相信中国保险公司的保单拥有的较高利润空间，也会有更多人看到中国保单比香港保单贵的这 30% 到底体现在那些地方？而所有这一切都将带来保险的一个大故事。因此，我们相信随着中报的公布，市场对于保险的认识也将逐渐乐观起来。

## 净资产小幅缩水——还是超越市场预期

根据太保中报，净资产为 742.10 亿元，每股净资产 8.63 元，如果剔除掉 1 月 27 日超额配售 28.05 亿元的影响，与 2009 年末相比，每股净资产减少 0.38 元。进一步经过对 2009 年分红因素影响的调整，净资产比 2009 年末实际缩水 0.89%，每股减少 0.08 元。不考虑分红调整因素，相比 2010 年 1 季度末，2 季度净资产缩水 6.1%，考虑分红调整因素后，2 季度净资产缩水 2.8%。

**表格 4、净资产变动情况**

单位 (百 万)	2010 年 中	2010 年 1 季 末	2009 年末	1 月 27 日超额 配售	分红 影响	2010 年中 期调整后 净资产	2010 上半 年净资产 增加额	2010 上半 年净资产 增加比例	2010 年二 季度净资 产增加	2010 二季 度净资产 增加比例
净资产	74,210	79,000	74,651	2,805	2,580	73,985	-666	-0.89%	-2,210	-2.80%

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

净资产的缩水主要是由于上半年权益市场的下跌造成的，太保 2009 年末总投资资产中 12.3% 投资于权益类投资，2010 年中投资于权益类投资的比例为 10.9%，这一比例虽低于国寿，但是高于平安。2010 年上半年沪深 300 指数下跌了 23.4%，在权益类投资市场下跌的大背景下，太保的中报表现不可避免的受到影响。但是这也在另外一个方面充分体现了，中国保单的赚钱效用，换句话说，中国保单的较低的成本效应在今年的一季报以及中报中都有明确的反映了。

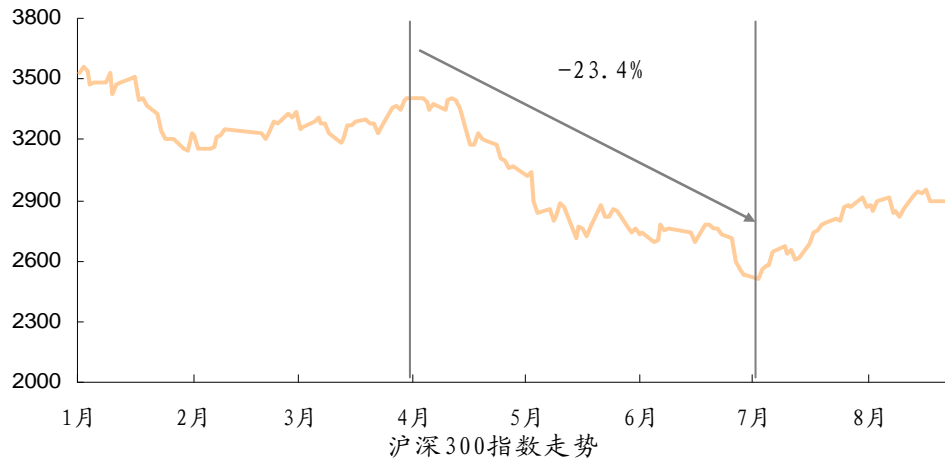
**表格 5、太保投资资产构成**

投资资产	2010 年 6 月 30 日		2009 年 12 月 31 日		2009 年 6 月 30 日	
	金额 (百万)	占比	金额 (百万)	占比	金额 (百万)	占比
合计	395,896	100.0%	366,018	100.0%	331,090	100.0%
固定收益类	312,067	78.8%	272,469	74.4%	268,022	81.0%
债券投资	214,224	54.1%	182,778	49.9%	174,137	52.6%
定期存款	93,832	23.7%	86,371	23.6%	91,061	27.5%

其他	4,011	1.0%	3,320	0.9%	2,824	0.9%
权益投资类	42,982	10.9%	44,915	12.3%	29,093	8.8%
基金	18,117	4.6%	18,959	5.2%	11,343	3.4%
股票	23,114	5.8%	24,190	6.6%	17,454	5.3%
其他	1,751	0.4%	1,766	0.5%	296	0.1%
基础设施投资	18,340	4.6%	18,396	5.0%	15,241	4.6%
现金及现金等价物	22,507	5.7%	30,238	8.3%	18,734	5.7%

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图表 13、沪深 300 指数走势



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

## 实际净资产增速状况超过人寿

表格 6、三家公司二季度净资产变化状况比较

	二季度末净资产 相对一季度末变 动比例	可供出售类债券 占投资资产的比 例 2009 年 12 月	可供出售类债券 占投资资产的比 例 2010 年 6 月	债券价格上涨幅 度
中国平安	+1.89%	23.1%	28.6%	2.35%
中国人寿	-2.71%	29.0%	28.1%	2.35%
中国太保	-2.80%	19.2%	16.6%	2.35%

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

虽然中国太保的净资产变化状况在二季度与中国人寿基本持平，但是我们可以看到其在可供出售类债券的占比上，中国太保远低于中国人寿的占比，也就是说中国太保如果选择和中国人寿一样的债券分类比例，那么中国太保的净资产的变动状况将会明显好过中国人寿，所以这在另外一个方面也充分说明了，保单的增速越高对业绩越有明显的正向刺激作用。保单的消费属性再次体现。

## 业务同比增长明显

在上半年权益市场大幅下滑的情况下，只考虑经营结果的影响，太保净资产上半年实际缩水为 0.89%，我们认为这正是消费属性的体现。新承保业务在首年确认利润，对公司净资产增长有正向推动的作用。太保寿险 2010 年上半年业务收入同比增长

53.1%，太保财险上半年业务收入同比增长 45.1%，应该说中国太保的保费收入状况还是较好的达到了市场的预期。

**表格 7、保险业务的同比增长**

单位：百万	2010 年上半年	2009 年上半年	同比增长速度
保险业务收入	76,066	50,651	50.2%
人寿保险	48,959	31,969	53.1%
财产保险	27,078	18,656	45.1%

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

## AFS 浮亏的增加——降低未来利润调节的空间

我们注意到，太保 1 季度末 AFS 浮盈已经减至每股-0.03 元，年中浮盈进一步降低为 -0.43 元，又减少了 0.4 元。这意味着未来太保利用释放浮盈的方法来调节当利润的空间将被压缩。也就是说下半年如果资本市场没有好转，可能太保的 EPS 并不能保持如今年上半年的上涨。

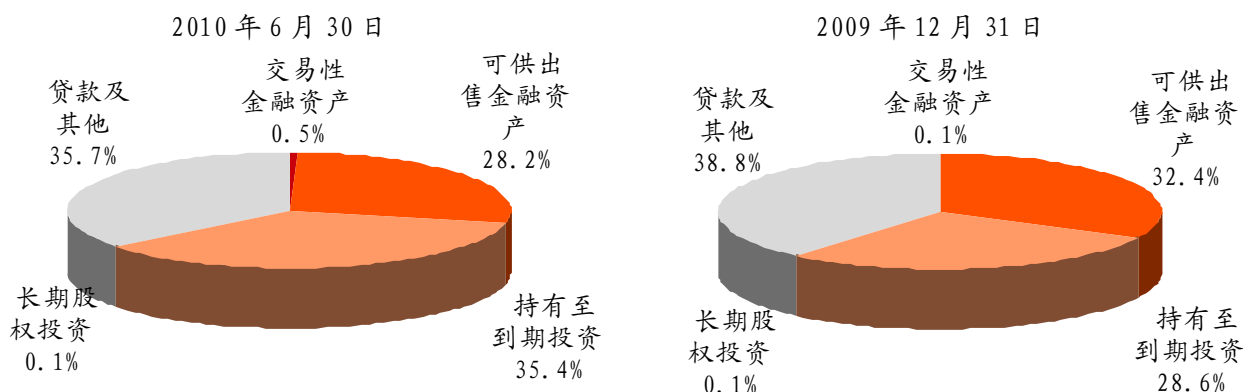
**表格 8、太保浮盈的变动情况**

	2010 年 6 月 30 日	2010 年 3 月 31 日	2009 年 12 月 31 日
股本溢价	58,025	58,025	55,337
子公司增资	2,266	2,262	2,262
购买少数股东权益时子公司之可供出售金融资产公允价值累	(1,413)	(1,413)	(1,413)
计变动的再分配			
计入其它综合收益之可供出售金融资产公允价值变动净额	(3,655)	(237)	1,031
其它合计	30	30	30
合计：	55,253	58,667	57,247
股本：	8,600	8,600	8,483
每股可供浮盈：	(0.43)	(0.03)	0.12

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

公司的可供出售类金融资产在投资资产中的占比从 2009 年末的 32.4%降为 2010 年中的 28.2%，这也有可能是公司在二季度减持盈利资产所致。

**图表 14、太保投资资产分类构成**



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所



### 投资情况弱于去年同期

太保上半年净投资收益率为 4.2%，总投资收益率为 4.3%，由于权益市场的下跌，证券买卖收益减少，总投资收益率比去年同期减少了 0.7 个百分点。

**表格 9、太保投资情况**

	2010H	2009H
净投资收益率	4.2%	4.1%
总投资收益率	4.3%	5.0%

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

需要提及是，上述结果并没有包含可供出售类金融资产的浮盈浮亏，如果考虑上述因素，公司的实际投资收益率结果要低于表中结果，上述结果仅供参考。

### 偿付能力的变化

太保寿险偿付能力充足率从 2009 年末的 208% 上升为 2010 年中的 236%，主要原因是由于 4 月 19 日 5 名股东向太保寿险增资 120 亿元，增厚了充足率。而财险由于投资资产公允价值的下降及新业务的发展，偿付能力充足率从 173% 下降为 167%。

**表格 10、偿付能力变化**

	2010H	2009 年	2009H
<b>太保寿险偿付能力</b>			
实际资本	32,964	25,702	25,285
最低资本	13,967	12,361	11,305
偿付能力充足率	236%	208%	224%
<b>太保产险偿付能力</b>			
实际资本	8,497	7,023	6,299
最低资本	5,086	4,049	3,550
偿付能力充足率	167%	173%	177%

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

整体而言，中国太保的偿付能力还是相当充足的，但是也可以看到，由于今年新单的增速较高，中国太保在融资后的偿付能力并不显得特别高。

## 寿险业务高速增长

2010 年上半年，太保寿险总保费收入 489.59 亿元，同比增长 53.1%。其中分红险增长最快，同比增长速度达到 73.1%。各渠道中，银保渠道增长速度高达 92.0%，营销渠道同比增长速度只有 19.1%。

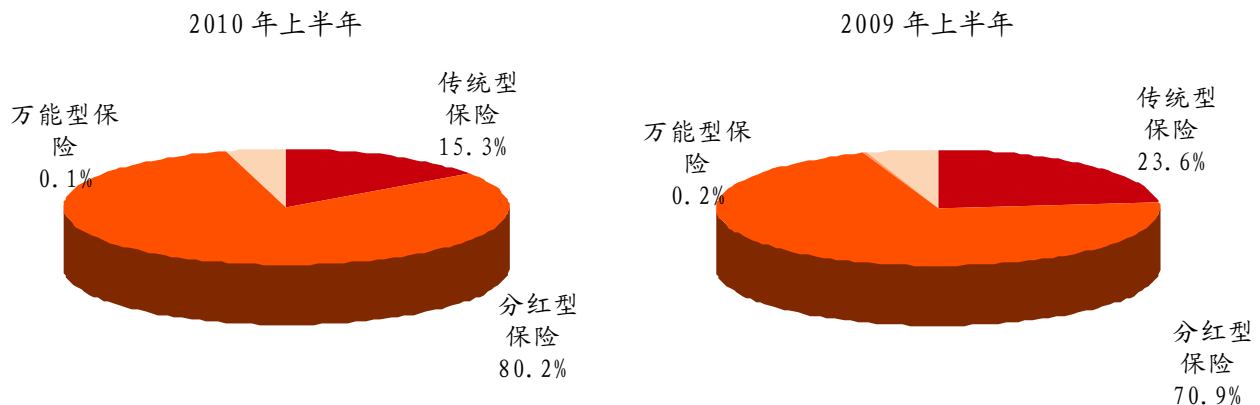
尽管从总量上来看，业务的同比增度较高，但从业务的结构来看，几项指标略弱于去年同期。2009 年上半年，利润率最高的传统险占比达到 23.6%，而 2010 年这一比例降到了 15.3%，这是由于分红险的快速发展，占比不断提升造成的；2009 年上半年，营销渠道业务占比达到 49.1%，而 2010 年上半年降至 38.2%，降低了 10.9 个百分点；2009 年上半年新保保费中期交占比 33.9%，2010 年上半年这一比例降至 28.9%。个险渠道占比的下降，期交保费占比的下降，都会导致业务边际利润率的下降，这也部分解释了虽然新保业务同比增长 60.2%，但上半年新业务价值只同比上升 18.1% 的原因。

表格 11、2010 年上半年寿险业务同比增长

2010 年上半年同比增长	2010 年上半年	2009 年上半年	同比增长
保险业务收入	48,959	31,969	53.1%
传统型保险	7,485	7,537	-0.7%
分红型保险	39,254	22,678	73.1%
短期意外与健康保险	47	48	-2.1%
万能型保险	2,173	1,706	27.4%
保险业务收入			
营销渠道	18,713	15,712	19.1%
银保渠道	28,385	14,787	92.0%
直销渠道	1,861	1,470	26.6%

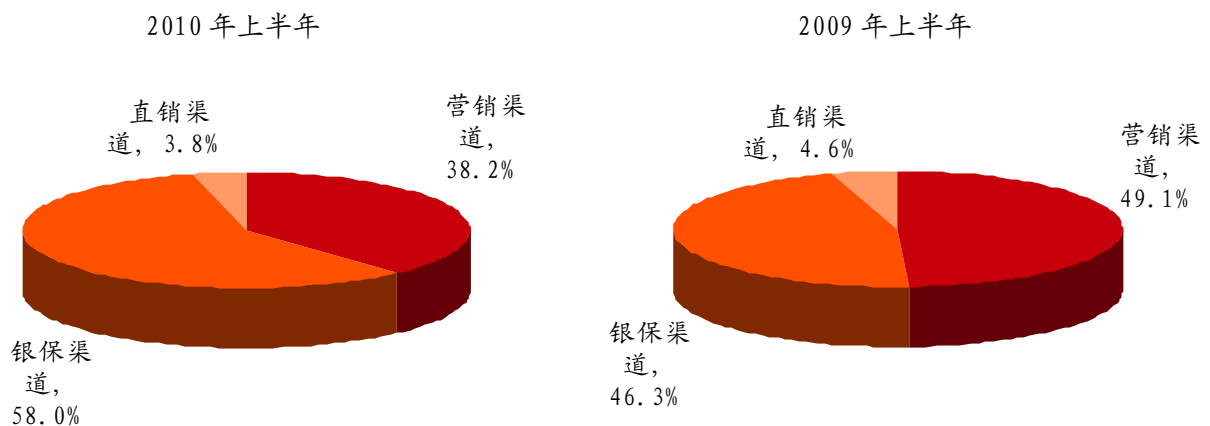
数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图表 15、2010 年与 2009 年上半年产品占比情况

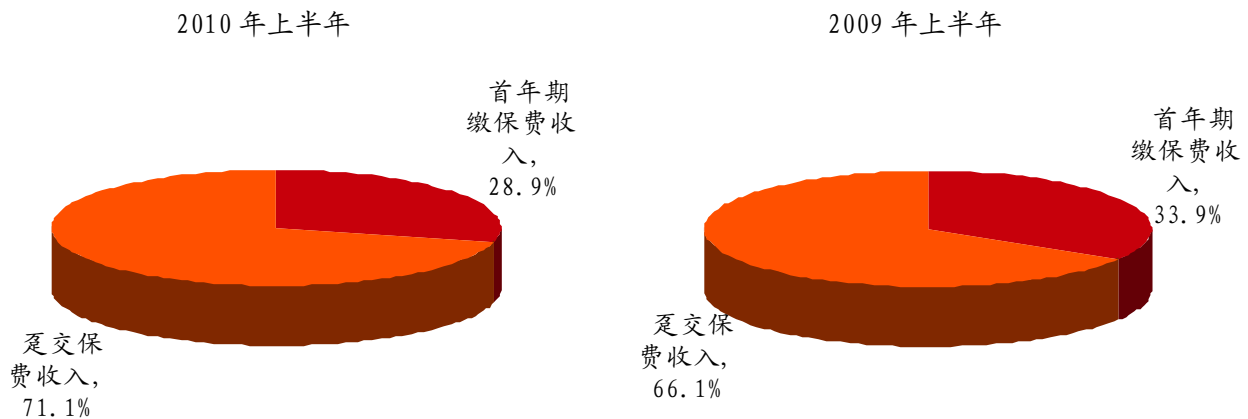


数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图表 16、2010 年上半年业务渠道占比变化



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

**图表 17、2010 年上半年新保业务中期交占比**


数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

**表格 12、寿险业务销售力量增长和业务素质变化**

	2010 年中	2009 年末	2008 年末
保险营销员（万）	25.2 万人	25 万人	22 万人
个险每月人均新保保费	3,305	2,597	2,296
个险每月人均新保件数		1.36	1.26
13 个月保单继续率	92.0	87.1	86.0
25 个月保单继续率	82.0	82.0	81.6

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

## 财险业务

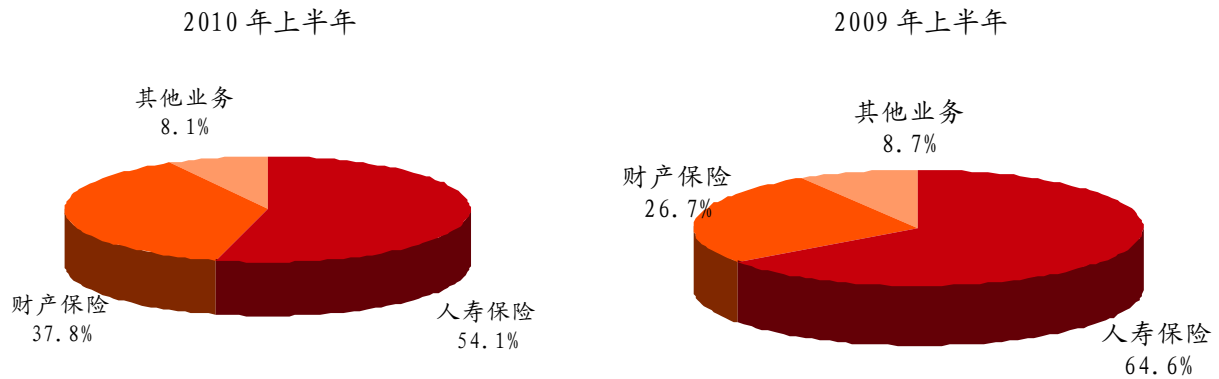
2010 年上半年，太保财险的优势进一步发挥，上半年财险业务收入 270.78 亿元，较上年同期增长 45.1%；财产保险业务市场占比 13.0%，较上年末提高 1.6 个百分点；净利润 15.21 亿元，同比增长 136.5%。利润上升的原因是由于业务的增长和综合成本率的降低，2010 年上半年综合成本率为 94.5%，比 2009 年末降低了 3 个百分点；其中赔付率为 54.5%，比去年末下降了 6.5 个百分点；费用率为 40.0%，比去年末上升了 3.5 个百分点，费用率的上升值得我们后续的持续关注，但是整体而言，保险行业目前进入了一个明显的蜜月期。

财险业务对集团的利润贡献占比从 2009 年中的 26.7% 提升至 2010 年中的 37.5%。在今年整个财产险行业的盈利状况都出现了明显的改观，对此，我们认为其主要原因如下：

1. 行业竞争开始规范，行业内原来喜欢进行价格战的几家公司在近年来都明显被控制，行业内的竞争环境得到明显改善。
2. 部分城市车险信息平台的共享，在一定程度上增加了保险公司的保费收入，同时也提高了公司的承保质量。
3. 近年来开始严厉实施的对于酒驾的管理也在一定程度上提升了公司的经营结果。其明显降低了车险的事故率，特别是大案率。

我们判断，这样的趋势，在短期内并不会被改变，应该说整个财产险行业在未来的 1-2 年内斗将还处于一个明显的蜜月期。

**图表 18、净利润中财险业务贡献利润占比提升**



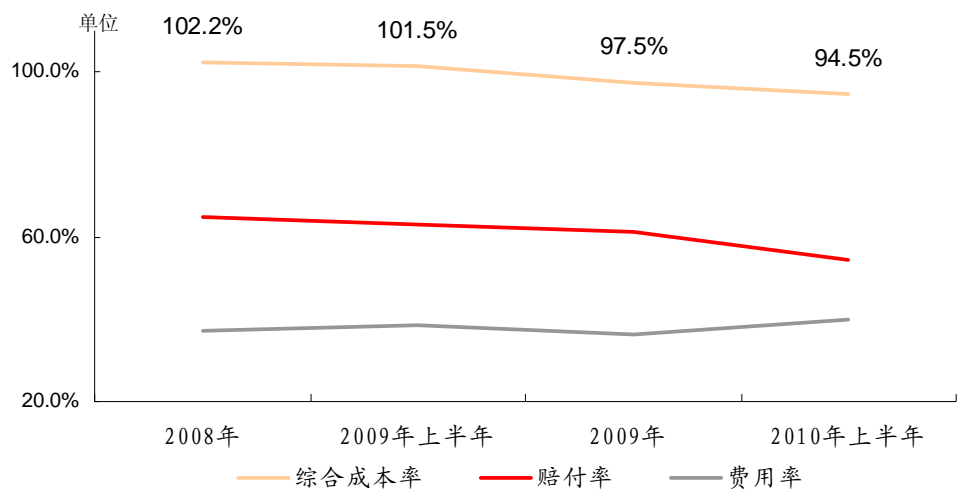
数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

**表格 13、2010 年上半年财险业务同比增长**

2010 年上半年同比增长	2010 年上半年	2009 年上半年	同比增长
财险业务收入	27,078	18,656	45.1%
机动车辆险	20,242	13,441	50.6%
非机动车辆险	6,836	5,215	31.1%

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

**图表 19、太保财险综合成本率变动趋势**



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

## 内含价值与新业务价值的增长

根据 2010 年中报中的内含价值报告，太保集团内含价值为 1,047.24 亿元，比 2009 年末增长 6.5%，每股内含价值 12.18 元。其中有效业务价值 304.02 亿元，比上年末增长 16.9%，调整后净资产 743.21 亿元，比上年末增长 2.7%。扣除偿付能力后的上半年新业务价值为 32.38 亿元，与 2009 年同期相比增长 18.1%。整体而言，中国太保的内含价值还是处于稳定增长当中。

根据中报中的数据对太保估值模型进行了调整，估值结果如下：

**表格 14、中国太保估值结果**

中国太保目前股价:	24.10	
	2009 年	2010 年 (预计)
每股内涵价值:	11.60	13.61
目前股价所隐含的 P/EV 倍数	2.08	1.77
每股一年期新业务价值:	0.58	0.69
目前隐含的一年期新业务价值乘数	21.58	15.29

资料来源: 华泰联合证券研究所

**表格 15、中国太保估值敏感性测试**

	-100BP	-75BP	-50BP	-25BP	公司内含价值报告中投资收益率	+25BP	+50BP	+75BP	+100BP
有效业务价值	20,409	24,276	28,144	32,012	35,880	39,770	43,660	47,551	51,441
一年期新业务价值	4,497	4,873	5,249	5,624	6,000	6,378	6,756	7,127	7,503
调整后净资产	81,753	81,753	81,753	81,753	81,753	81,753	81,753	81,753	81,753
新业务价值乘数	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
每股估值(非寿险业务不给予溢价)	24.95	26.49	28.04	29.58	31.12	32.67	34.22	35.75	37.30
非寿险业务(2 倍 P/B)	46,581	46,581	46,581	46,581	46,581	46,581	46,581	46,581	46,581
每股估值	30.37	31.91	33.45	34.99	36.54	38.09	39.64	41.17	42.72

资料来源: 华泰联合证券研究所

## 投资建议:

综上所述,我们认为,中国太保在今年的中报所披露数据来看,有几点是超出了市场的预期的:第一、利润释放速度超越市场预期,净利润同比增长 66.8%,但是下半年将有一定难度;第二、在上半年沪深 300 下跌 28.3%的情况下,扣除超额融资和分红影响后的净资产只缩水了 0.89%,这一点应该说是远超了市场的预期,也超过了我们事前的预期。第三、财险净利润同比增长 136.5%,同时公司的综合成本率也出现进一步的改善。唯一的遗憾就是公司在上半年的寿险业务虽然保持了较高的保费收入增速,其中新单保费收入增速同比增长了 60.2%,但是其一年期新业务价值在今年上半年只增加了 18.1%,其中,期缴业务实现收入 92.63 亿元,较上年同期增长 36.5%;缴费十年及以上的传统和分红型新保业务收入 25.31 亿元,较上年同期下降 18.4%。公司的业务结构调整遇到一定问题,后续持续问题值得关注,但是 18.1%的一年期新业务价值增速应该说还是属于市场预期之中的结果。

## 我们的建议:

- 1、太保财险的价值进一步凸显,综合成本率不断降低,盈利能力不断提高。而国内资本市场给予财险业务的估值只有 1-1.5 倍 P/B,低估明显,有望在未来修复。
- 2、保险的消费属性在一季度已经给保险股带来明显相对收益,二季度大盘暴跌,消费属性断档,但是随着三家公司的中报公布,应该说都是超过了市场的预期(整个中报只有中国人寿的一年期新业务价值增速低于预期,其他所有指标都没有低于预期)



的)。其实在半年报中已经完美的体现了中国保单的赚钱效应，我们相信市场后期一定会再次重提保险的消费属性。

3、三季度目前看来，投资收益与保费收入双向向上贡献的阶段，但股价尚未明显反应，三季度业绩可能出现大幅超越市场预期状况。我们预测三季度三家上市保险公司的净资产可能出现超过 10% 的正增长。市场必然将随着保险股净资产的大幅上涨而抬升股价。依然维持我们净资产抬升股价的逻辑。

4、目前保险股的估值依然便宜，基于 2010 年的假设，中国太保、中国平安和中国人寿的 P/EV 分别为：1.77 倍，1.78 倍和 2.06 倍，对应的一年期新业务价值倍数为：15.29 倍、10.21 倍和 16.02 倍

因此，我们看好整个保险行业在接下来的表现，维持行业“增持”的评级，同时维持中国太保和中国平安“买入”的评级。

#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码: 518048  
电 话: 86 755 8249 3932  
传 真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@lhq.com

#### 上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
邮政编码: 200120  
电 话: 86 21 5010 6028  
传 真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@lhq.com