

保险

中国太保 601601

许守德

0755-82026751
xushoude@cjis.cn

扬帆起航的保险巨轮

合理价：52.8 元

本报告的独特之处在于：1、充分考虑保险业的成长性，在估值中给予 45 倍的新业务倍数，并详细说明该倍数的由来；2、主张内含价值法的关键不是方法本身，而是构建合理的敏感性模型。

投资要点：

基本资料

上证综指	4941
总股本(百万)	7700
流通股本(百万)	
流通市值(亿)	
EPS (TTM)	0.80
每股净资产(元)	3.77
资产负债率	89%

- 1990 年至 2006 年，国内寿险业年复合增长 25.1%。从经济高速发展、居民收入大幅提高、人口老龄化特征显著和人口高峰即将来临等四个方面分析，我们预测未来 5 年内复合增长 15%；未来 20 年内寿险业年复合增长 12.3%。
- 在引资和上市工作完成后，中国太保寿险过去受到压制的业务潜力将会迸发。中国太保寿险 2007 年 1-9 月实现保费 355.74 亿元，同比增长 30%，远高于 2005 年的 4.6% 和 2006 年的 4.5%。我们预计太保寿险未来 5 年内复合增长率为 16.2%；未来 20 年内复合增长率为 12.6%，市场份额大致在 10% 左右。
- 太保一直坚持专业化的投资管理，在近些年资本市场火爆行情的背景下，与国寿、平安一样，也取得不菲的业绩。我们预计中国太保未来可以保持 7% 的投资收益率，稍低于我们先前给予国寿 8% 的假设。
- 根据中国太保披露的内含价值报告和筹资计划，每股可分摊的净资产价值、1999 年 6 月前承保的有效业务价值、1999 年 6 月后承保的有效业务价值和一年新业务价值分别为 7.03 元、-0.48 元、2 元和 0.37 元；敏感性评估后，合理的价值应分别为 7.03 元、-0.21 元 (0.44 倍)、3.66 元 (1.83 倍) 和 0.8 元 (2.17 倍)。此外，产险业务按 25 倍 PE 的价值为 4.25 元，其他业务按 2 倍 PB 的价值为 1.67 元。再按 45.27 倍的新业务倍数，公司的价值为 52.8 元 (7.03-0.21+3.66+0.8 × 45.27+4.25+1.67)，这就是我们给予中国太保的合理价。

相关报告

风险提示：

- 增长率未达到预期，高估新业务倍数。
- 投资收益率未达到预期，高估敏感性系数。

主要指标

单位：	2006	2007E	2008E	2009E
保险业务收入(百万元)	56034	75467	91874	107298
同比增长	10.1%	34.7%	21.7%	16.8%
净利润(百万元)	1008	6944	10587	11971
同比增长	-10.9%	588.9%	52.5%	13.1%
总投资收益率	6.1%	12.5%	7.6%	7.2%
ROE	9.9%	12.4%	10.9%	11.0%
每股收益(元)	0.23	1.04	1.39	1.58
每股净资产(元)	2.59	8.48	13.05	14.67
每股内含价值(元)	4.18	6.70	7.14	8.53

目 录

投资概要.....	4
1、发行人基本情况.....	5
1.1 公司简介.....	5
1.2 发行计划.....	5
1.3 发行前股权架构.....	6
2、行业背景.....	7
2.1 四个外部因素奠定保险行业大发展的格局.....	8
2.2 “国十条”铺路，保险业迎来政策最宽松的时期.....	12
2.3 与国际同业比较表明保险行业暗藏巨大机会.....	16
2.4 小结.....	17
3、公司分析.....	18
3.1 总体分析.....	18
3.2 各业务线分析.....	21
3.3 对未来投资收益率和寿险保费增长率的判断.....	22
4、估值与预测.....	25
4.1 盈利预测.....	25
4.2 采用内含价值模型进行评估.....	25
5、风险提示.....	31

图 表

图 1: 太保集团发行前股权结构	6
图 2: 1980-2006 年保费收入及其复合增长率	7
图 3: 2001-2006 年保险业投资收益率	7
图 4: 2002-2006 年国内生产总值及其增长速度	8
图 5: 1980-2006 年国内生产总值与保费收入	8
图 6: 2002-2006 年城镇居民人均可支配收入及其增长速度	9
图 7: 2002-2006 年农村居民人均纯收入及其增长速度	9
图 8: 2000-2005 年劳动年龄人口负担老年人口的系数	11
图 9: 1989-2005 年人口数及其自然增长率	11
图 10: 两类人员应缴所得税的比较	13
图 11: 2004 年部分国家保险密度和保险深度	16
图 12: 中国保险资金运用结构(2007 年 6 月)	17
图 13: 太保集团推行的层次化战略	18
图 14: 太保集团实现公司战略的七个举措	18
图 15: 国内三个主要寿险公司营销员人数(截至 2007 年 6 月)	19
图 16: 太保寿险 2004-2007 上半年产品结构	20
图 17: 太保寿险 2004-2007 上半年首年期缴保费及比重	20
图 18: 国内三大主要寿险公司 2005-2007 年 9 月保费增长率	21
图 19: 国内三大产险公司 2005 年险种结构	21
图 20: 国内三大寿险公司 2004-2007 年上半年总投资收益率	22
图 21: 保险公司价值的评估过程	26
表 1: 太保集团 A 股发行前后的股权结构	5
表 2: 五次全国人口普查人口基本情况	10
表 3: 保险业“国十条”内容概要	12
表 4: 两类人员应缴所得税的计算过程	13
表 5: 保险资金运用政策一览	15
表 6: 2000 年西方部分国家保险资金的运用结构	17
表 7: 美国保险资金的运用结构变迁	17
表 8: 2003-2006 年中国寿险业宏观数据	23
表 9: 中国太保寿险未来保费增长率预测	23
表 10: 中国太保投资资产组合	24
表 11: 中国太保投资收益	24
表 12: 中国太保投资收益率	24
表 13: 盈利预测	25
表 14: 敏感性模型的关键点及原因说明	26
表 15: 有效业务价值敏感性模型验证结果	27
表 16: 一年新业务价值敏感性模型验证结果	27
表 17: 中国太保有效业务价值敏感性系数(1999 年 6 月前承保)	28
表 18: 中国太保新假设下的每股有效业务价值(1999 年 6 月前承保)	28
表 19: 中国太保有效业务价值敏感性系数(1999 年 6 月后承保)	29
表 20: 中国太保新假设下的每股有效业务价值(1999 年 6 月后承保)	29
表 21: 中国太保的一年新业务价值敏感性系数	29
表 22: 中国太保新假设下的每股一年新业务价值	30
表 23: 一年新业务价值倍数的测算过程	30
表 24: 中国太保新假设下的每股价值	31
表 25: 中国太保与国寿的估值假设比较	31
表 26: 中国太保与国寿的估值过程比较	31

投资概要

我们估值假设与中国太保内部评估假设有一定的不同：

a 我们认为中国太保未来可保持 7% 的投资收益率，而公司内部评估使用的投资收益率为 4.1-5.2%。

b 我们预计新企业所得税法实施后，中国太保实际所得税率为 20%。目前，公司内部假设的所得税率为 25%。

c 结合国外经验，我们假设中国太保保单首年退保率 5%，续年退保率 2%。而内部评估期缴分红产品的内含价值使用的退保率是前两年年分别为 12.5% 和 7.5%，第三年及以后保持 5%。

d 采用 11% 的贴现率。公司内部评估使用的贴现率为 12%，国内的分析师一般在 10%-12% 之间，国外分析是一般采用 8% 的贴现率。综合考虑，我们认为目前太保应适用 11% 的贴现率，稍高于我们先前对中国人寿使用 10.5% 的贴现率。

根据中国太保披露的内含价值报告和筹资计划，每股可分摊的净资产价值、1999 年 6 月前承保的有效业务价值、1999 年 6 月后承保的有效业务价值和一年新业务价值分别为 7.03 元、-0.48 元、2 元和 0.37 元；敏感性评估后，合理的价值应分别为 7.03 元、-0.21 元 (0.44 倍)、3.66 元 (1.83 倍) 和 0.8 元 (2.17 倍)。此外，产险业务按 25 倍 PE 的价值为 4.25 元，其他业务按 2 倍 PB 的价值为 1.67 元。再按 45.27 倍的新业务倍数，公司的价值为 52.8 元 ($7.03 - 0.21 + 3.66 + 0.8 \times 45.27 + 4.25 + 1.67$)，这就是我们给予中国太保的合理价。

1、发行人基本情况

1.1 公司简介

它是中国领先的综合性保险集团公司之一。公司主要通过下属的太保寿险、太保产险为客户提供全面的人寿及财产保险产品和服务，并通过下属的太保资产管理公司管理和运用保险资金。

市场占有率位居行业前列。2006 年度和 2007 年上半年，公司实现人寿保费收入分别为 378.37 亿元和 245.34 亿元，在中国人寿保险市场排名第三，市场份额分别达到 9.3%和 9.5%；财产保费收入分别为 181.44 亿元和 131.14 亿元（不含太保香港），在中国财产保险市场排名第二，市场份额分别达到 11.5%和 11.6%。截至 2006 年底，公司投资资产总额为 1735 亿元，在中国保险行业排名第三，占中国保险资金运用余额的 9.8%。

拥有庞大的分销网络。截至 2007 年 6 月 30 日，公司在全国拥有 69 家分公司及 5,279 家中心支公司、支公司及营销服务部，其中太保寿险分支机构及营销服务部 3,302 家，太保产险分支机构及营销服务部 2,046 家。公司拥有约 185,000 名寿险保险营销员，以及约 18,400 名从事人寿及财产保险产品销售和市场营销活动的员工。公司的营销渠道还包括大量保险经纪和其他保险中介。

公司战略比较清晰。即成为“以保险业为主，具有国际竞争力的一流金融服务集团”。具体内容是，公司将积极把握中国保险市场快速发展的契机，大力发展保险主业，实现寿险、产险和资产管理核心业务规模和价值的均衡快速增长，同时适度把握具有协同效应的其他金融业务机会，建设信誉卓著、品牌杰出、财务稳健、效益优良，具有国际竞争力的一流金融服务集团。

1.2 发行计划

1.2.1 A 股发行计划

发行前，太保集团共有股东 230 家，均为法人股东。发行前总股本为 67 亿股。发行前后的股权结构对比如下：

表 1：太保集团 A 股发行前后的股权结构

股份类别	本次发行前		本次发行后	
	持股数(万股)	所占比例	持股数(万股)	所占比例
境内法人股	536,670	80.10%	536,670	69.70%
境外法人股	133,330	19.90%	133,330	17.32%
本次发行 A 股	-	0.00%	100,000	12.99%
合计	670,000	100.00%	770,000	100.00%

资料来源：招股说明书、中投证券研究所

本次 A 股发行募集资金在扣除发行费用后，将全部用于充实资本金，以支

持业务持续增长。

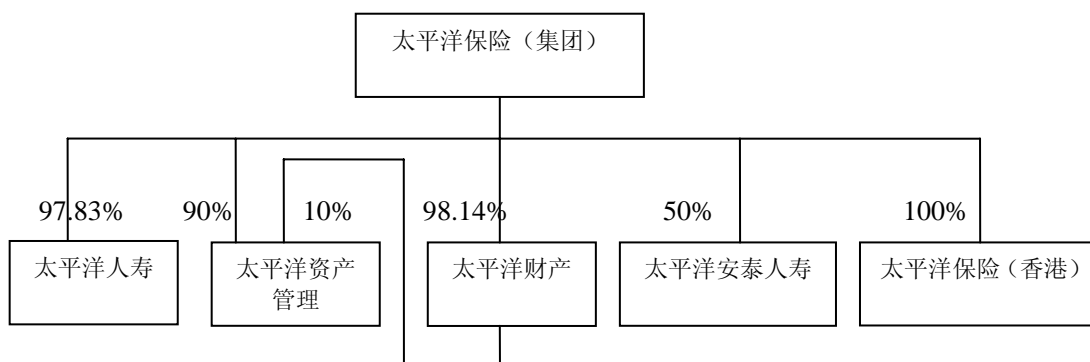
1.2.2 H 股发行计划

根据股东大会的批准和授权，太保集团拟在 A 股发行后，尽快发行 9 亿股 H 股，H 股发行价格将不低于 A 股发行价格。在 H 股发行完成时，境外投资者持有的 13.33 亿股将转换为 H 股股份。H 股发行须在 2008 年 9 月 14 日之前完成，否则须重新获得股东大会批准。

1.3 发行前股权架构

发行前，太保集团的主要股权架构如下：

图 1：太保集团发行前股权结构

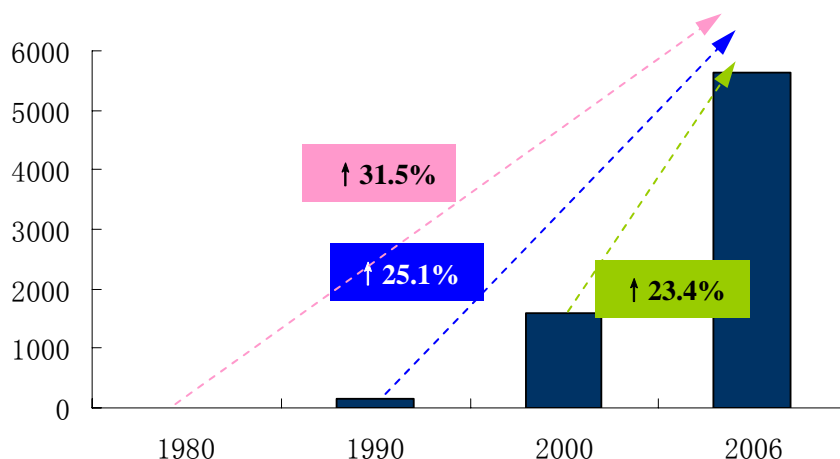


资料来源：招股说明书、中投证券研究所

2、行业背景

自1980年国内恢复开办保险业务以来，保费收入以惊人的速度增长。2006年全国实现保费收入5641亿元，相对于1980年的4.6亿元，年复合增长31.5%；相对于1990年的155.8亿元，年复合增长25.1%；即使按较晚的2000年来算，当年保费收入1599.7亿元，累计至现在，年复合增长率也高达23.4%。

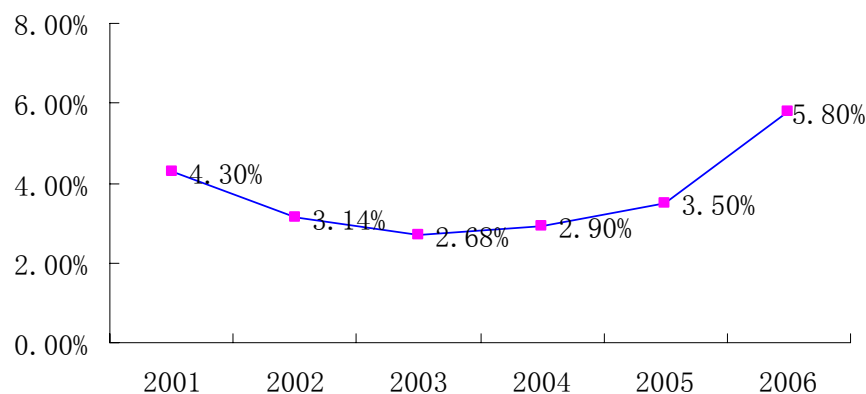
图 2：1980-2006 年保费收入及其复合增长率



资料来源：中投证券研究所

随着资本市场火爆行情的延续，保险资金运用渠道的不断拓宽，保险业的投资收益率稳步上升。2006年，投资收益率达到5.8%，达到历史最高值，比2005年的3.5%增长2.3个百分点。

图 3：2001-2006 年保险业投资收益率



资料来源：中投证券研究所

从长期来看，我国保险业将会继续保持高速增长的态势，投资收益率将在渠道拓宽的强预期下不断攀升。我们重点从以下几个方面分析：

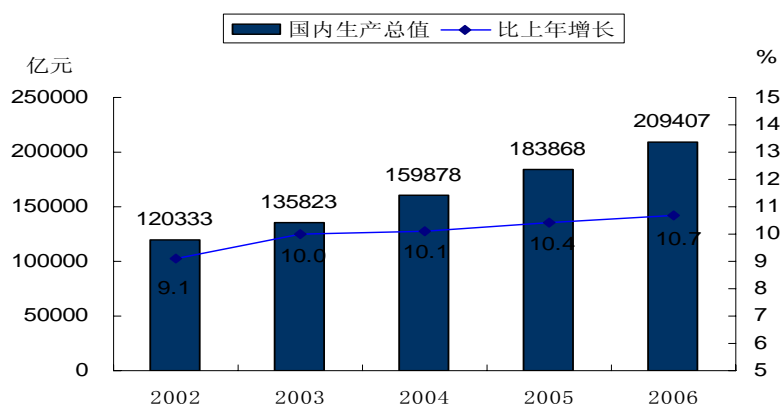
2.1 四个外部因素奠定保险行业大发展的格局

2.1.1 经济持续高速发展

中国经济持续向好，GDP 保持高速的增长。2006 年，全国 GDP 高达 20.94 万亿元，比上年增长 10.7%，增速提高 0.3 个百分点。初步核算，2007 年前三季度国内生产总值 16.60 万亿元，同比增长 11.5%，比上年同期加快 0.7 个百分点，总体运行态势良好。我们预计，即使出台紧缩政策，加大宏观调控力度，未来数年内经济仍将维持每年 10% 左右的增长。

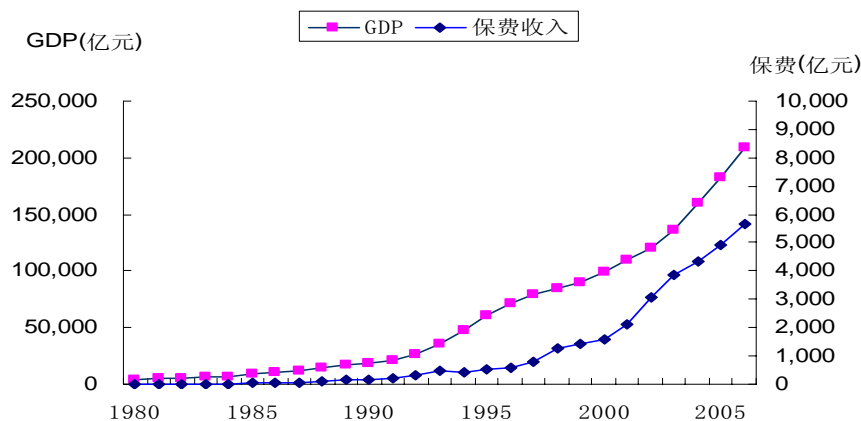
经济的高速发展直接拉动保险需求。从 1998 年至 2006 年，中国 GDP 复合增长率 12%。保费收入复合增长率 20.6%，是 GDP 的 1.7 倍；其中，寿险保费收入复合增长率 23.7%，是 GDP 的 2 倍。

图 4：2002-2006 年国内生产总值及其增长速度



资料来源：国家统计局

图 5：1980-2006 年国内生产总值与保费收入



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

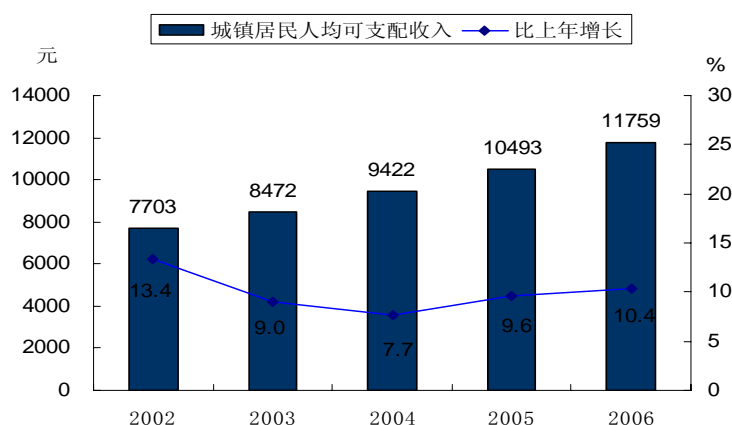
2.1.2 居民收入大幅提高

2006年全国城镇居民人均可支配收入11759元，同比实际增长10.4%，农村居民人均纯收入3587元，实际增长7.4%。居民收入提高对保险业有着积极的影响。

一方面，居民收入提高有利于稳定保险现有客户群和加速潜在客户向现实客户的转化。存量客户的资金充裕程度提高，退保率必然有所下降；潜在客户受现有收入增多以及未来更为乐观预期的影响，提前决定购买的可能性大为增加。

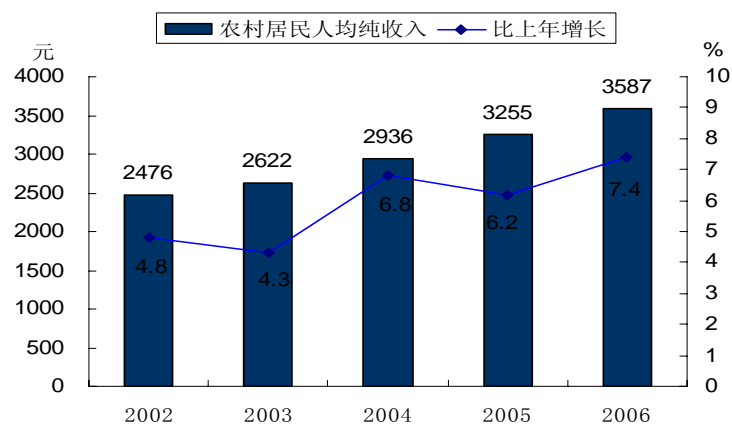
另一方面，居民收入提高刺激理财规划的需求，从而带动保险消费。伴随着居民收入的提高，人们投资意识也会提升，近些年房地产和股市的火爆场面便是例证。而保险带有保障和体现互助关爱的功能，在提高人生财务规划的合理性和安全性方面的优势是其他投资所无法比拟的。

图 6: 2002-2006 年城镇居民人均可支配收入及其增长速度



资料来源：国家统计局

图 7: 2002-2006 年农村居民人均纯收入及其增长速度



资料来源：国家统计局

2.1.3 老龄化社会特征显现

随着 50 年代出生高峰的人口即将进入老年，我国的人口老龄化速度将进入快速发展时期。统计资料显示，2000 年 11 月底，60 岁以上人口达 1.3 亿人，占总人口 10.2%。按国际标准衡量，我国已迈入老龄化社会。根据美国战略与国际研究中心(CSIS)的报告，到 2015 年，中国老龄人口将占总人口 15%，2030 年将升至 24%；到 2040 年，中国老年人人口将达到 3.97 亿，超过目前法国、德国、意大利、英国和日本的人口总和。

人口老龄化不仅仅是人口结构的变化，也会带来诸如养老、医疗等一系列现实的问题。

养老问题：劳动年龄人口负担老年人口的系数加速上升，养老形势异常严峻。从全国人口普查数据来看，该系数从 1982 年的 7.89% 上升至 2000 年的 9.92%，两个百分点的增长大致花了 20 年的时间。但 2003 年该系数跃升至 11.96%，与 2000 年相比，两个百分点的增长仅花三年的时间。

医疗问题：老年人是疾病的高发人群，发病率比青壮年要高 3-4 倍，住院率高 2 倍，但在医疗方面却有许多不足。一是城镇医疗保险覆盖率较低。据劳动和社会保障部的统计，2002 年底参加医疗保险的离退休人员为 2474 万人，仅占全部离退休人员的 61%。二是个人自付比例畸高不下。参加医疗保险的人群中，门诊自费比例高达 2/3，住院医疗自费比例超过 1/3。三是农村老年人的医疗条件差，问题更显突出。由于医疗资源分配不合理，在农村，缺医少药、看不起病的现象很普遍。一些贫困地区，老年人患病未就诊的比例高达 72%。

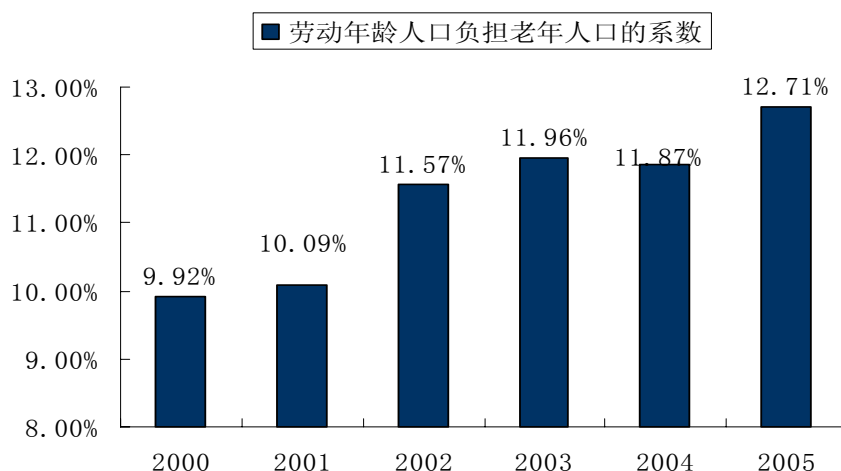
面临着老龄化给养老和医疗带来的巨大压力，整个社会结构却在经历新一轮的转型。在城镇化进程加速的背景下，传统的几代同堂已逐步解体，老少分住、家庭小型化已成为必然趋势。老龄化造成的后果是，社会保障问题变得更严峻，人们对养老和医疗的担心越多，通过保险的形式规划未来财务的需求就越大。

表 2：五次全国人口普查人口基本情况

指标	1953	1964	1982	1990	2000
各年龄组人口 (%)					
0-14 岁	36.28	40.69	33.59	27.69	22.89
15-64 岁	59.31	55.75	61.50	66.74	70.15
65 岁及以上	4.41	3.56	4.91	5.57	6.96
劳动年龄人口负担老年人口的系数 (%)	7.44	6.39	7.98	8.35	9.92

资料来源：国家统计局、中投证券研究所

图 8: 2000-2005 年劳动年龄人口负担老年人口的系数



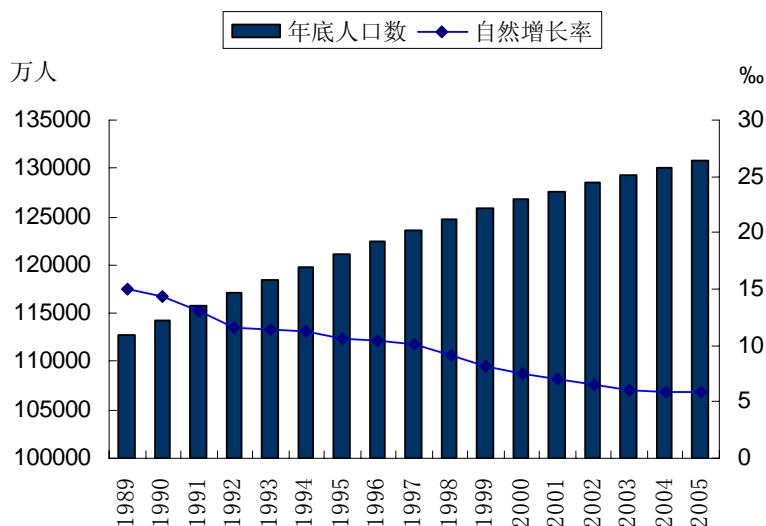
资料来源: 国家统计局

2.1.4 人口高峰期即将来临

由于人口惯性的作用, 尽管独生子女政策持续较长时间, 但由于育龄夫妇的数量依然庞大, 未来 30 年内, 人口总量将增长到 15 亿左右。

人口越多, 对保险业特别是寿险业来说, 市场潜力更大。

图 9: 1989-2005 年人口数及其自然增长率



资料来源: 国家统计局、中投证券研究所

2.2 “国十条”铺路，保险业迎来政策最宽松的时期

2006年6月，国务院颁布《关于保险业改革发展的若干意见》，对今后一个时期的保险业提出了十条具体意见（简称“国十条”）。“国十条”是保险业发展史上一个里程碑的事件，该文件的颁布标志着保险业进入历史上政策最宽松的时期。

表 3：保险业“国十条”内容概要

序号	分标题	关键内容
一	充分认识加快保险业改革发展的重要意义	四个“加快”
二	加快保险业改革发展的指导思想、总体目标和主要任务	提纲挈领
三	积极稳妥推进试点，发展多形式、多渠道的农业保险	要求给予政策支持，探索中央和地方财政对农户投保给予补贴的方式、品种和比例，对保险公司经营的政策性农业保险适当给予经营管理费补贴
四	统筹发展城乡商业养老保险和健康保险，完善多层次社会保障体系	充分发挥保险机构在精算、投资、账户管理、养老金支付等方面的专业优势，鼓励参与企业年金业务
五	大力发展责任保险，健全安全生产保障和突发事件应急机制	强制险的定调：在煤炭开采等行业推行强制责任保险试点，取得经验后逐步在高危行业、公众聚集场所、境内外旅游等方面推广。通过试点，建立统一的医疗责任保险。
六	推进自主创新，提升服务水平	从产品、信息技术、培训、中介、综合金融服务等方面提出要求
七	提高保险资金运用水平，支持国民经济建设	在风险可控的前提下，鼓励保险资金直接或间接投资资本市场， 逐步提高投资比例，稳步扩大保险资金投资资产证券化产品的规模和品种，开展保险资金投资不动产和创业投资企业试点。支持保险资金参股商业银行。支持保险资金境外投资。
八	深化体制改革、提高开放水平，增强可持续发展能力	支持具备条件的境内保险公司在境外设立营业机构，为“走出去”战略提供保险服务。
九	加强和改善监管，防范化解风险	规范行业自保、互助合作保险等保险组织形式，整顿规范行业或企业自办保险行为，并统一纳入保险监管。
十	进一步完善法规政策，营造良好发展环境	立足我国国情，结合税制改革， 完善促进保险业发展的税收政策。不断完善保险营销员从业和权益保障的政策措施。 将保险教育纳入中小学课程，普及保险知识。

资料来源：中投证券研究所

2.2.1 各地政府及有关部门给予保险业前所未有的关注。

“国十条”颁布后，各地政府及有关部门高度重视。截至 2006 年底，已有 32 个省（区、市）政府召开了保险工作会议，学习贯彻文件精神，研究部署当地保险业改革发展工作。有 30 个省（区、市）政府专门下发了贯彻落实国务院 23 号文件的实施意见，各地政府及其有关部门共出台了 117 个保险工作文件。相关部委也十分重视国务院 23 号文件的贯彻落实，主动研究如何利用保险机制促进本部门工作。这些工作表明，国家对保险业的政策支持绝不是纸上谈兵。

2.2.2 国家税务局明确展业成本不征个人所得税，营销员税负减轻。

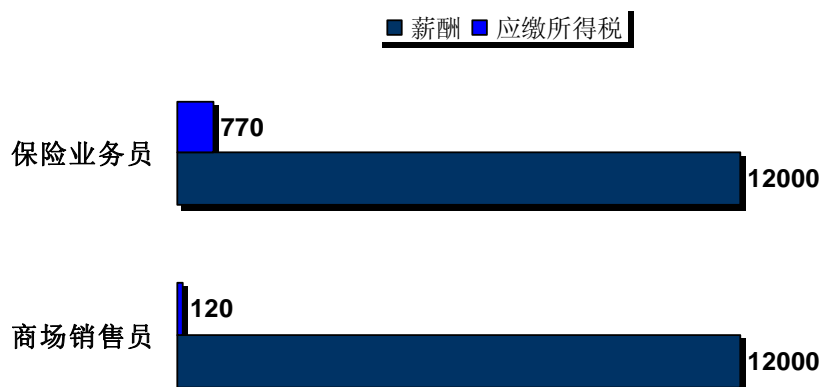
长期以来，保险营销员税负过重。主要表现在两个方面：一是展业成本大，却不能税前扣除。地毯式陌生拜访是保险业惯用的销售方式，该方式虽然有效，但费用消耗高；二是每月计缴的方式不合理。保险营销员每月收入波动大，现有的计缴方式实际上变相的提高税率，显失公允。

税收负担重，影响了营销员展业的积极性和规范性，增加了营销员队伍的流失率，在一定程度上造成了营销员的短视行为。可喜的是，这一问题已引起决策层的高度重视。2006 年年中，国家税务总局发布《国家税务总局关于保险营销员取得佣金收入征免个人所得税问题的通知》（国税函[2006]454 号），明确佣金中的展业成本，不征收个人所得税。该通知的出台对减轻营销员税负有着显著的效果，对改善保险业环境和扭转一些负面影响有着积极的意义。

表 4：两类人员应缴所得税的计算过程

		1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	合计
商场销售 员	薪酬	2000	2000	2000	2000	2000	2000	12000
	应缴税	20	20	20	20	20	20	120
保险业 业务员	薪酬	4000	0	500	6000	0	1500	12000
	应缴税	235	0	0	535	0	0	770

图 10：两类人员应缴所得税的比较



2.2.3 受资本市场有利行情刺激，保监会提速拓宽资金运用渠道。

自 2006 年至今，短短两年内，保监会在拓宽资金运用渠道上推出多个举措，大致罗列如下：

2006 年 3 月，保监会发布《保险资金间接投资基础设施项目试点管理办法》。这是目前国内第一部基础设施项目投资的管理规章，对规范基础设施投资的运作，探索多样化直接融资方式，优化保险资产结构具有重要的现实意义。

同年 9 月，保监会发布了《关于保险机构投资商业银行股权的通知》。根据这一通知，保险机构将可以投资境内国有商业银行、股份制商业银行和城市商业银行等未上市银行的股权。

2007 年 7 月，保监会发出非正式通知，允许保险资金直接入市比例可由不超过上年末总资产的 5%调高至 10%。

同月，保监会会同中国人民银行、国家外汇管理局正式发布《保险资金境外投资管理暂行办法》，允许保险公司运用自有外汇或购汇进行境外投资。可以投资的范围很广，具体包括：商业票据、大额可转让存单、回购与逆回购协议、货币市场基金等货币市场产品；银行存款、结构性存款、债券、可转债、债券型基金、证券化产品、信托型产品等固定收益产品；股票、股票型基金、股权、股权型产品等权益类产品。允许投资的比例也较高，明确最高可达到上年末总资产的 15%，高于当前投资 A 股的上限。该办法对保险公司在改善资产配置、分散风险和增加收益等方面大有裨益。

保险资金运用渠道的拓宽，改变了保险公司的盈利模式，原来“承保业务的单一支柱模式”正在向“承保与投资比翼齐飞的双支柱模式”演变，对保险公司保持持续平稳的投资收益也大有裨益。

表 5: 保险资金运用政策一览

时间	文件	投资品种类别	投资比例	备注
1985 年 3 月	《保险企业管理暂行条例》	---	---	从法律的角度明确保险企业可以自主运用保险资金
1995 年 6 月	《保险法》	严格规定,原则上仅限于银行存款和买卖政府债券	---	2002 年 10 月修订,允许设立保险公司
1996 年 9 月	《保险管理暂行规定》	银行存款、买卖政府债券、买卖金融债券	---	比 95 版的《保险法》增加金融债券
1999 年 10 月	《保险公司投资证券投资基金管理暂行办法》	证券投资基金	不得超过中国保监会核定的比例	比例原则控制不超过 5%。2003 年 1 月修订基金办法,比例调高至上月末总资产 15%
2004 年 10 月	《保险机构投资者股票投资管理暂行办法》	---	---	原则上可直接入市,比例由保监会另行规定
2005 年 2 月	《关于保险资金股票投资有关问题的通知》	股票	传统保险产品按成本价格计算,不得超过本公司上年末总资产扣除投资连结保险产品资产和万能保险产品资产后的 5%	2007 年 4 月调高至 10%,相应,基金比例下调 5%
2005 年 8 月	《保险机构投资者债券投资管理暂行办法》	各类债券	分债券规定不同比例	整合了现行保险债券投资政策,增加了短期融资券等新的投资品种
2006 年 3 月	《保险资金间接投资基础设施项目试点管理办法》	基础设施	人寿保险公司投资的余额,按成本价格计算不得超过该公司上季度末总资产的 5%	---
2006 年 9 月	《关于保险机构投资商业银行股权的通知》	未上市商业银行股权	不超过该机构上年末总资产的 3%	保险机构进行重大投资,一般不超过两家商业银行
2007 年 7 月	《保险资金境外投资管理暂行办法》	QDII	上年末总资产的 15%;不得超过国家外汇局核准的投资付汇额度。	包括货币市场产品、固定收益产品和权益类产品

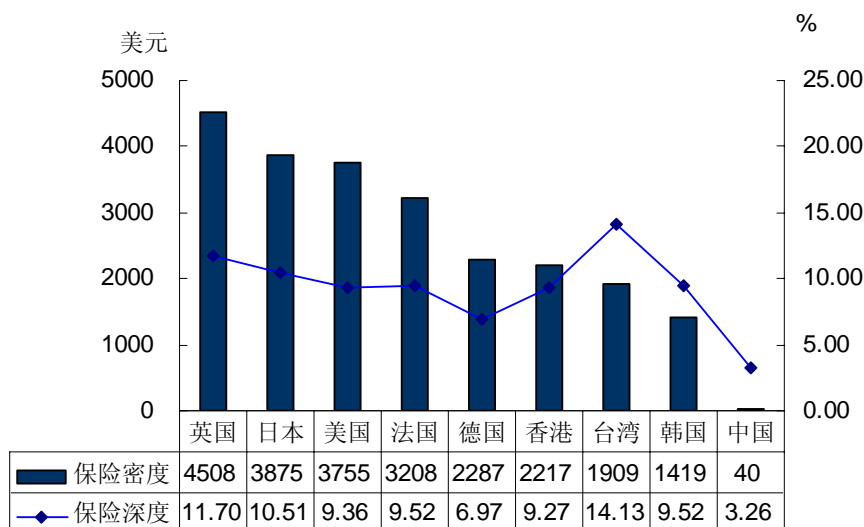
资料来源: 中投证券研究所

2.3 与国际同业比较表明保险行业暗藏巨大机会

2.3.1 保险密度和保险深度远远低于世界平均水平，未来仍可保持高速增长。

2004 年，中国保费收入总量在世界排名是 11 位，保险深度 3.26%，保险密度 40.2 美元，与 2002 年相比有较大的提高，但仍远远低于世界平均水平。世界保险业平均保险深度是 7.99%，保险密度为 511.5 美元。即使不考虑我国经济保持高速增长，按零增长计算，我国保费也有翻一番的空间。要是按人口计算，保费收入更是有可能成倍的扩大。基于此，我们认为，我国保险业的发展仍处于初级阶段，未来增长空间巨大。

图 11: 2004 年部分国家保险密度和保险深度

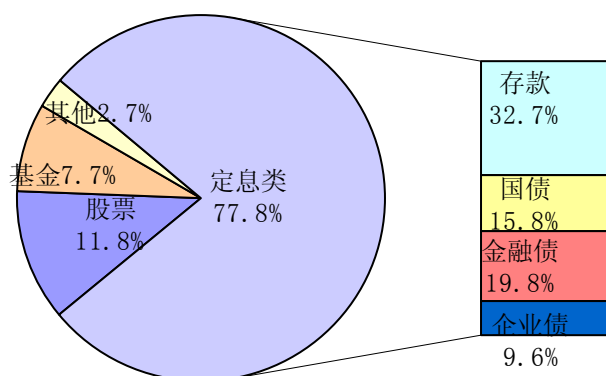


资料来源:《2006 年中国保险年鉴》

2.3.2 投资渠道与国外还有差距，投资收益的空间还很大。

在国外，保险与资本市场密切相关。保险业为资本市场输送大量资金，资本市场为保险业提供良好的投资收益率，两者相得益彰，共同构筑市场繁荣。为扩大投资盈利，从而有效降低保险费率，保险公司不断谋求高收益的资产，如股票、不动产、企业债券等。大部分国家股权投资比例在 30%左右，个别国家如英国甚至高达 58%。相比之下，我国的股权投资比例偏低。据 2007 年 6 月统计，我国仍有 78%的保险资金投入低息的固定收益类资产，股票投资比例仅 12%左右。这是我国保险业投资收益率长期在 3-4%之间低位徘徊的直接原因。从国际保险市场的发展规律来看，扩大投资渠道是我国保险业的必然趋势，投资收益的空间巨大。

图 12: 中国保险资金运用结构 (2007 年 6 月)



资料来源: 中投证券研究所

表 6: 2000 年西方部分国家保险资金的运用结构

	美国	英国	德国	法国	荷兰	瑞士
股票	30.0%	58.0%	28.0%	30.0%	30.0%	18.0%
债券	53.0%	16.0%	8.0%	61.5%	30.0%	34.0%
贷款	8.9%	1.0%	49.0%	1.0%	12.0%	19.0%
房地产	1.0%	6.0%	2.0%	4.0%	3.0%	8.0%
现金	3.3%	1.0%	1.0%	0.5%	1.5%	3.0%
其它	3.8%	18.0%	12.0%	3.0%	23.5%	18.0%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源:《保险公司资产配置的结构变迁与国际比较》(廖发达)

表 7: 美国保险资金的运用结构变迁

类别	1992 年	1994 年	1996 年	1998 年	2000 年
债券	62.9%	64.4%	61.6%	55.9%	53.0%
权益类	11.6%	13.9%	19.5%	26.1%	30.0%
贷款	15.6%	12.7%	10.8%	9.2%	8.9%
房地产	2.5%	2.3%	1.8%	1.2%	1.0%
现金及短期	4.6%	4.3%	3.5%	3.9%	3.3%
其他	2.8%	2.4%	2.8%	3.7%	3.8%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源:《保险公司资产配置的结构变迁与国际比较》(廖发达)

2.4 小结

从经济高速发展、居民收入大幅提高、人口老龄化特征显著和人口高峰即将来临等四个方面分析,我们认为,保险业大发展的基础没有改变。在政策面上,保险业“国十条”的颁布完成了对保险业的初步定位,虽然还不能达到国外的“大银行、大保险”的境界,但相对于过去长期的被忽视,保险业还是进入了历史上政策最好的时期。通过各类保险指标的国际比较表明,我国保险行业蕴含巨大机会。

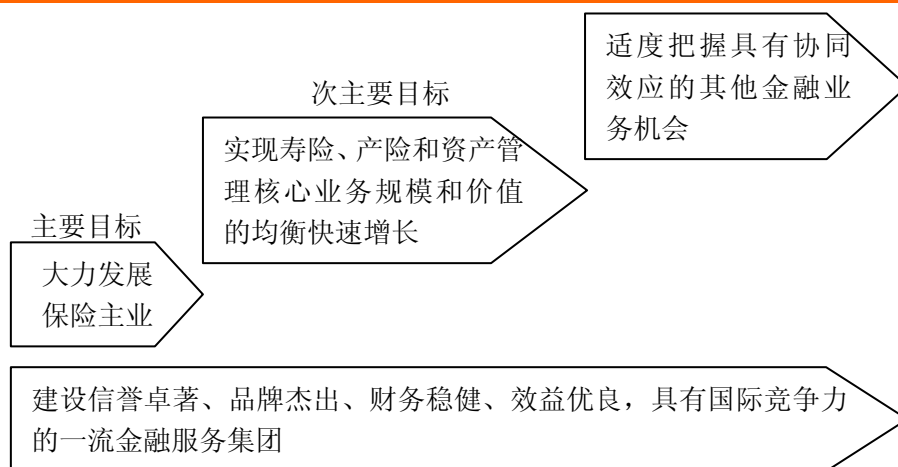
3、公司分析

3.1 总体分析

3.1.1 公司战略方面。

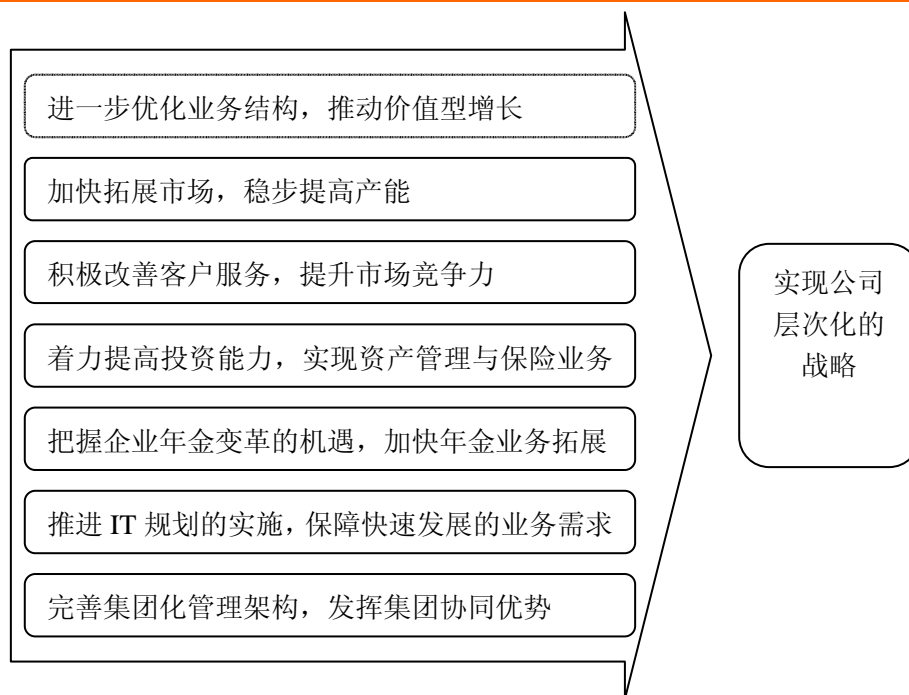
公司推行以保险为主业的层次化战略，在金控布局上较平安和国寿略为保守，我们认为，这种战略符合太保一贯坚持的稳健风格。同时，公司明确提出七个具体举措，为下一步的业务发展指明了方向。

图 13: 太保集团推行的层次化战略



资料来源：招股说明书、中投证券研究所

图 14: 太保集团实现公司战略的七个举措

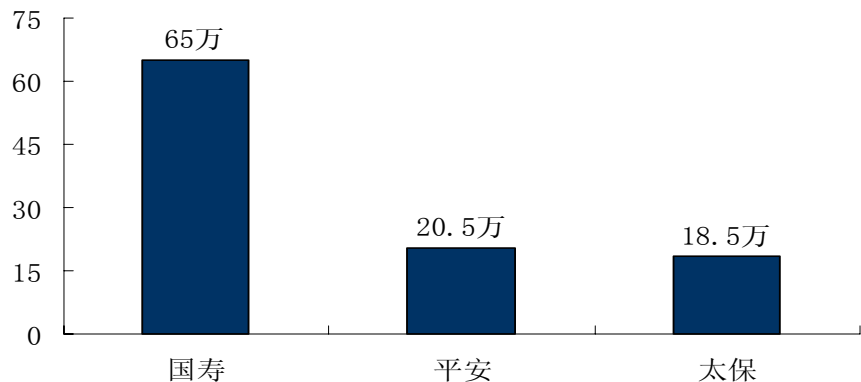


资料来源：招股说明书、中投证券研究所

3.1.2 分销网络方面。

公司拥有中国最大的保险分销网络之一，保险分销网络覆盖全国。截至2007年6月30日，公司在全国拥有69家分公司及5,279家中心支公司、支公司及营销服务部，其中太保寿险分支机构及营销服务部3,302家，太保产险分支机构及营销服务部2,046家。公司拥有约185,000名寿险保险营销员，以及约18,400名从事人寿及财产保险产品销售和市场营销活动的员工。公司的营销渠道还包括大量保险经纪和其他保险中介。

图 15: 国内三个主要寿险公司营销员人数 (截至 2007 年 6 月)



资料来源：中投证券研究所

从比较数据来看，太保营销员人数仅次于平安，表明公司拥有较强的凝聚力，这为将来的业务扩张奠定良好的基础。

3.1.3 品牌方面。

公司以“诚信天下，稳健一生，追求卓越”为核心价值观，坚持稳健经营，为客户提供多元化的保险产品和诚信的服务，获得了客户和社会的广泛认可。

过去几年获得的荣誉有：

☆中国首家被中国消费者协会授权使用《3·15标志》的中国保险公司。

☆在2003年和2005年由中国质量协会、中国消费者协会和清华大学中国企业研究中心联合开展的中国用户满意度调查中，本公司在保险业“总体满意度评价”的排名中位列第一。

☆2005年成为首家获得中国质量协会颁发的“中国质量鼎”和“中国用户满意鼎”称号的保险公司。

☆2006年，太保寿险和太保产险分别在《中国保险报》的网络媒体举办的“您最信赖的寿险公司”和“您最信赖的产险公司”公众调查中获得第一名。

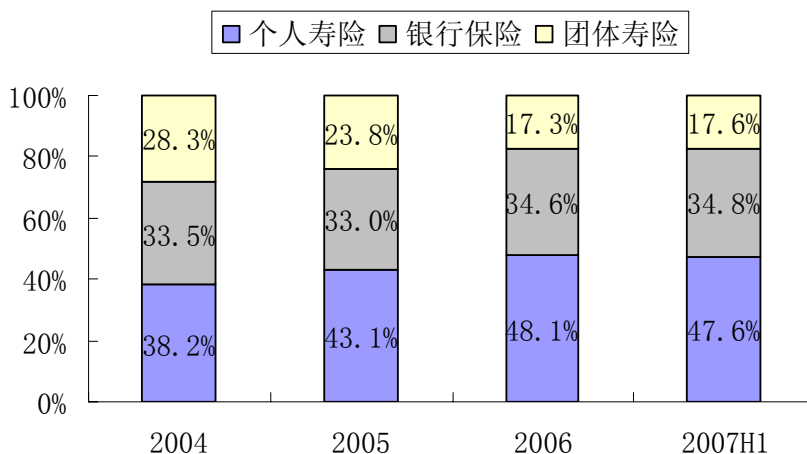
☆2002年至2006年，太保产险连续五年在中国最高服务质量监督机构——中国质量万里行促进会对保险行业服务质量明察暗访中保持第一的成绩。

我们认为，良好的品牌可为公司带来长期稳定的客户资源。

3.1.4 业务结构方面。

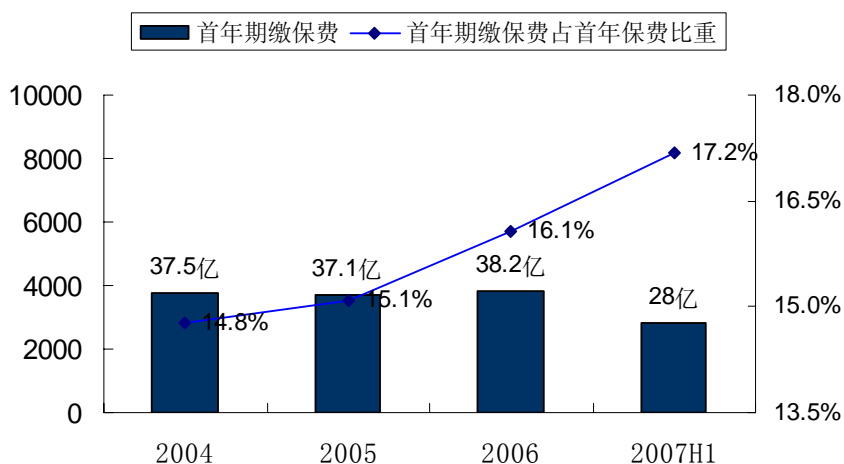
太保坚持可持续的价值增长，在业务发展的过程中，一直强调个人寿险和期缴性险种的开拓，取得了较好的效果。2004、2005年、2006年和2007年上半年，个人寿险的业务比重分别为38.2%、43.1%、48.1%和47.6%。在个人寿险比重稳步提高的同时，低内含价值的团体寿险业务有一定程度的下降，各年的比重分别为28.3%、23.8%、17.3%和17.6%。此外，首年保费的结构大幅优化。上述各年的首年期缴保费比重分别为14.8%、15.1%、16.1%和17.2%。

图 16: 太保寿险 2004-2007 上半年产品结构



资料来源：招股说明书、中投证券研究所

图 17: 太保寿险 2004-2007 上半年首年期缴保费及比重



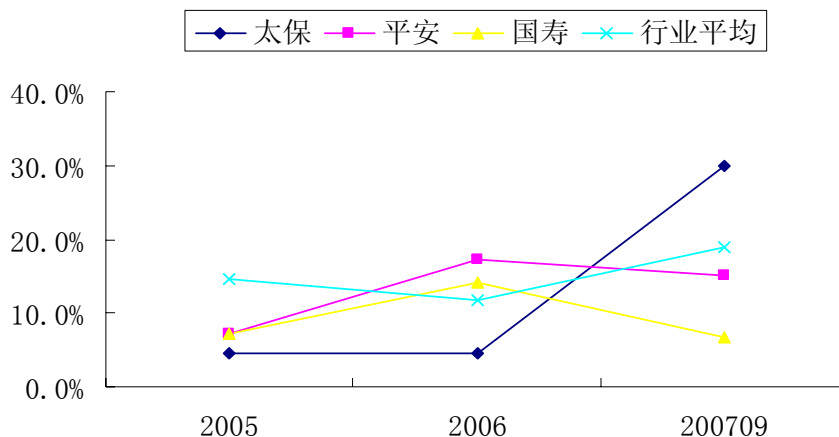
资料来源：招股说明书、中投证券研究所

3.2 各业务线分析

3.2.1 寿险业务：处于大扩张时期。

过去几年，太保寿险由于偿付能力不足，业务发展受到很大的影响。2005年和2006年太保的寿险保费增长率仅为4.6%和4.5%，远低于行业平均水平。随着引资和上市工作的完成，太保的偿付能力问题将得到圆满解决，公司长期受到压制的业务潜力将会迸发出来。2007年1-9月的数据也可以说明这一点。

图 18：国内三大主要寿险公司 2005-2007 年 9 月保费增长率

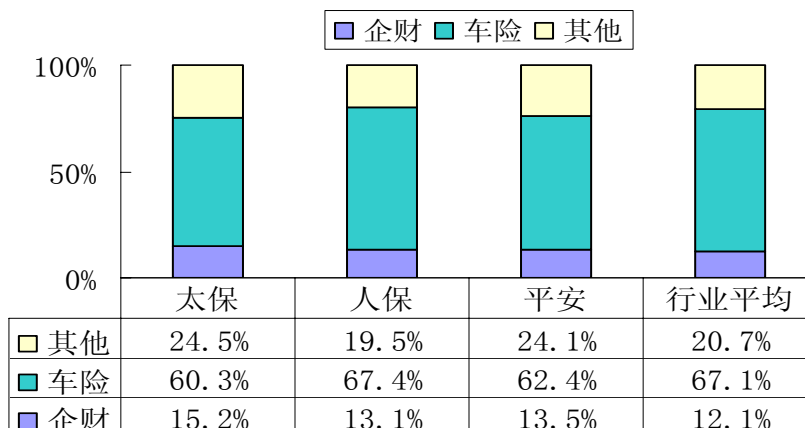


资料来源：保监会网站、中投证券研究所

3.2.2 产险业务：极具专业承保优势。

产险市场中，企财险是最能考验公司承保能力的险种。与同等规模的平安产险相比，太保更具专业承保优势，这从企财险比重可以看出。如2005年，太保企财险占比15.2%，超过平安的13.5%，比行业平均水平也多出3.1个百分点。

图 19：国内三大产险公司 2005 年险种结构



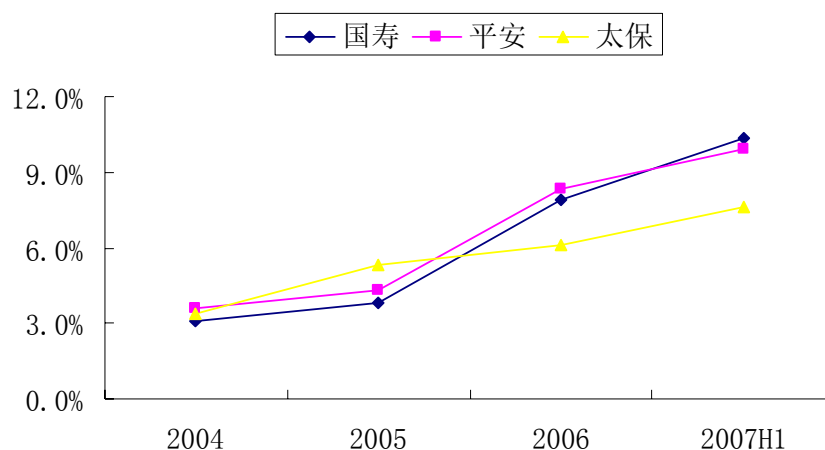
资料来源：保监会网站

3.2.3 资产管理业务：投资业绩位居同业前列。

太保一直坚持保险资金集中化管理和资产管理专业化运作。2006年6月前，太保集团的投资由下属的资金运用管理中心管理。在2006年6月资产管理专业子公司成立后，投资职责全部从原来的资金运用管理中心划归至资产管理子公司。

在近些年资本市场行情火爆的背景下，与国寿、平安一样，太保也取得了不菲的投资业绩。

图 20：国内三大寿险公司 2004-2007 年上半年总投资收益率



资料来源：公司数据、中投证券研究所

3.3 对未来投资收益率和寿险保费增长率的判断

3.3.1 寿险保费增长率方面。

从前述行业分析我们可以看出，中国寿险业大发展的格局并没有发生改变，未来仍将保持高速增长。我们预测未来寿险保险行业增长大致分为四个阶段：2008至2014年、2015至2024年、2025至2029年、2029年以后的永续阶段。四个阶段GDP的实际增长率分别为10%、8%、6%和3%；寿险保费的增长率分别为15.0%、12.0%、7.2%和3.0%。

在引资和上市工作完成后，中国太保寿险过去受到压制的业务潜力将会迸发。我们保守预测未来太保寿险市场份额将由2006年的9.2%提高至10%，并长期维持在这个水平。这不同于我们先前对国寿市场份额由2006年的44.5%下滑至40%左右的估计。

根据对行业增长和中国太保寿险市场份额的预计，我们可以得出中国太保未来的寿险保费增长率。

我们的预测比较保守。从预测的结果来看，国内寿险深度将在目前2%的基础上稳步提高，但不会超过4.4%，这与2004年亚洲平均寿险深度5.58%相比还有一定的差距。

表 8：2003-2006 年中国寿险业宏观数据

	2003	2004	2005	2006
GDP (亿)	135823	159878	183868	209407
GDP 名义增长率	12.9%	17.7%	15.0%	13.9%
GDP 实际增长率	10.0%	10.1%	10.4%	10.7%
寿险保费 (亿)	3011	3228	3698	4132
寿险保费增长率	32.4%	7.2%	14.5%	11.8%
寿险保费相对 GDP 的增长弹性	3.24	0.71	1.40	1.10
寿险保险深度	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%
中国太保寿险保费 (亿)		345	362	378
中国太保寿险市场份额		10.7%	9.8%	9.2%

资料来源：中投证券研究所

表 9：中国太保寿险未来保费增长率预测

	2007E	2008E	2009E	2010-2014E	2015-2024E	2025-2029E	永续
GDP 实际增长率	11.5%	10.0%	10.0%	10.0%	8.0%	6.0%	3.0%
寿险保费相对 GDP 的增长弹性	1.65	1.50	1.50	1.50	1.50	1.20	1.00
寿险保费增长率	19.0%	15.0%	15.0%	15.0%	12.0%	7.2%	3.0%
隐含的寿险保险深度	2.1%	2.2%	2.3%	2.4-2.9%	3.0-4.1%	4.2-4.4%	4.4
中国太保寿险市场份额	9.5%	9.9%	9.9%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
中国太保寿险保费增长率	30.0%	20.0%	15.0%	15.0%	12.0%	7.2%	3.0%

资料来源：中投证券研究所

3.3.2 投资收益率方面。

国外保险公司的平均投资收益率为 12%，考虑到我国保险业尚处于初级阶段，我们预计中国太保未来可以保持 7% 的投资收益率，稍低于先前我们对中国人寿 8% 的预测。

为便于预测投资明细，暂假定 QDII 以股权投资为主，间接基础设施以债券的形式投资。

表 10: 中国太保投资资产组合

	2004A	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
投资资产(RMB 百万元)						
债权型投资	47,069	78,455	91,450	119,934	177,411	202,776
股权型投资	5,757	7,795	26,328	39,209	78,061	116,488
定期存款	46,234	48,828	53,855	69,193	95,802	107,859
现金及现金等价物	0	0	0	0	0	0
其他	2,984	1,529	1,926	2,306	3,548	4,314
合计	102,044	136,607	173,559	230,643	354,822	431,437
各类资产占比						
债权型投资	46.1%	57.4%	52.7%	52.0%	50.0%	47.0%
股权型投资	5.6%	5.7%	15.2%	17.0%	22.0%	27.0%
定期存款	45.3%	35.7%	31.0%	30.0%	27.0%	25.0%
现金及现金等价物	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	2.9%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

表 11: 中国太保投资收益

	2004A	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
总投资收益(RMB 百万元)						
债权型投资	1,216	3,264	3,412	4,545	6,690	8,934
股权型投资	60	1,100	3,856	18,023	11,727	14,591
定期存款、现金及等价物	1,701	1,919	2,233	2,646	3,712	4,786
其他	113	(18)	15	11	15	20
合计	3,090	6,265	9,516	25,224	22,144	28,331

表 12: 中国太保投资收益率

	2004A	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
总投资收益率						
债权型投资		5.2%	4.0%	4.3%	4.5%	4.7%
股权型投资		16.2%	22.6%	55.0%	20.0%	15.0%
定期存款、现金及等价物		4.0%	4.3%	4.3%	4.5%	4.7%
其他		-0.8%	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%
合计		5.3%	6.1%	12.5%	7.6%	7.2%

4、估值与预测

4.1 盈利预测

财务假设:

a 2007 至 2009 年寿险保费收入增长率预计为 30%、20%和 15%。主要是基于对行业增长率和中国太保市场份额的估计，具体可详见对保费增长率的预测。

B 由于新所得税法的实施，中国太保实际所得税率将下降至 20%。

c 假设 A 股和 H 股能够顺利发行，H 股按 35 元发行价预计，两次发行费用均为 8 亿元。

d 2006 年保户红利支出大幅增长，同比增长率为 289.3%。产生如此之高的增长率主要有两个原因：一方面，该年取得较高的投资收益；另一方面，过去基数较低。我们预计 2007 年及以后保持 2%的小幅增长。

e 保险公司投资资产的增加主要有两部分：自身的增值和新收的保费。我们假设新增保费收入转化为投资资产的比率大致在 45%左右。

f 我们预计中国太保未来投资收益率保持在 7%。具体详见投资收益率的预测。

表 13: 盈利预测

单位:	2005	2006	2007E	2008E	2009E
保险业务收入(百万元)	50914	56034	75467	91874	107298
(+/-%)	7.6	10.1	34.7	21.7	16.8
净利润(百万元)	1131	1008	6944	10587	11971
(+/-%)	-202.3	-10.9	588.9	52.5	13.1
每股收益(元)	0.26	0.23	1.04	1.39	1.58
总投资收益率	5.3%	6.1%	12.5%	7.6%	7.2%
ROE	12.4%	9.9%	12.4%	10.9%	11.0%
市盈率					
市净率					
PEV					

资料来源：中投证券研究所

4.2 采用内含价值模型进行评估

4.2.1 模型的构建及验证

(1) 模型描述

保险产品的时间跨度长，一年的帐面业绩不能反映公司的实际价值，因此，传统的估值方法不适用于保险公司。目前，国外受机构投资者信赖的也是最为

科学合理的保险估值模型是内含价值法。

保险公司每年公布的内含价值报告详细披露内含价值法的各类数据，是投资者关注的第一手材料，但报告披露的假设更多是反映历史，缺乏前瞻性。另外，精算师出于专业的考虑，在选择参数上往往会偏谨慎。因此，在对精算假设进行调整之前，内含价值报告的参考意义不大。

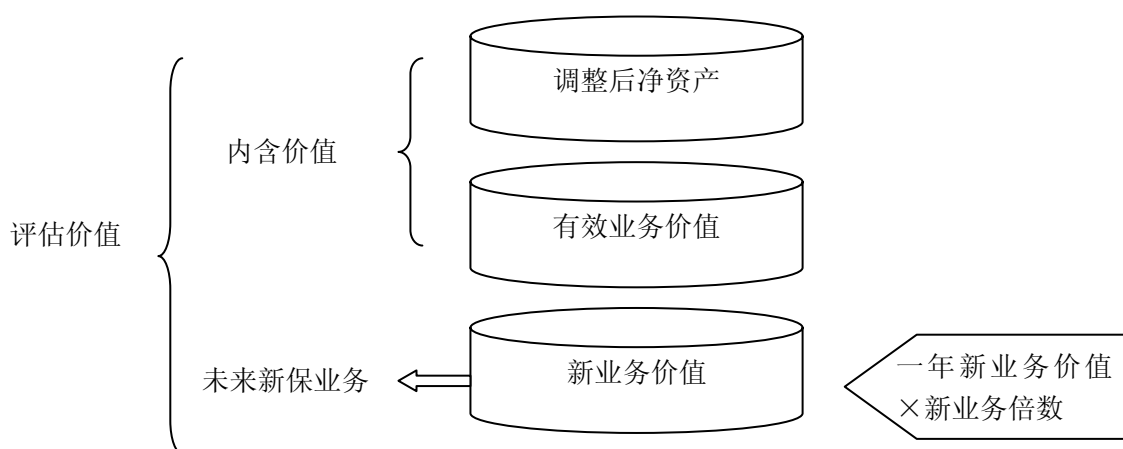
我们当前的思路是参照分红险这一主打产品的现金流，构建基于贴现率和投资收益率变动的敏感性模型，通过测算有效业务价值和一年新业务价值的敏感性系数，充分利用公司提供的各项数据，采用内含价值法计算出合理假设下公司真正具有的价值。

我们认为，严格的内含价值法必须建立在逐单计算的基础上，需要在保险公司的核心业务体统外挂专门的精算软件运算，而这显然非券商所能实现。券商在采用内含价值法的过程中，关键的不是内含价值法本身，而是在内含价值法之外，构建合理的敏感性模型作为辅助。参照分红险构建的敏感性模型说明如下：

表 14: 敏感性模型的关键点及原因说明

关键点	原因说明
1、以分红保险的现金流模式估计中国太保的现金流模式，搭建模型的整体框架	中国太保分红业务占较大比例，分红险极具代表性
2、产品条件：30 岁投保；保险期间 40 年；20 年缴费。	对产品条件过于宽泛的界定是不严谨的表现，但要做到与实际吻合也不切实际。参考大家的投保习惯大致而定
3、定价和准备金计提符合保监会的相关规定。	以保证模型的仿真效果
4、有效业务的平均保单年为 6 年	我们推断，太保平均保单年为 6 年

图 21: 保险公司价值的评估过程



(2) 敏感性模型有效性的验证

我们从风险贴现率和投资回报率两个方面，分有效业务价值和一年新业务价值对敏感性模型进行多重验证，力求严谨性和科学性。从验证的结果来看，敏感性模型相当良好。八个情形下，误差率均控制在 10% 以内，其中，有三个误差率仅 1%。风险贴现率和投资回报率能同时满足验证，充分表明敏感性模型在模拟保险公司现金流上有着很强的说服力。这是整个估值过程取信于人的关键。

表 15: 有效业务价值敏感性模型验证结果

情景假设	公司内含价值报告		模型测试		误差率
	金额	变动	金额	变动	
风险贴现率提高至 14%	9,725	0.81	9,902	0.83	2%
风险贴现率降低至 10%	14,887	1.24	14,669	1.22	1%
投资回报率提高 25 个基点	14,020	1.17	13,323	1.11	5%
投资回报率降低 25 个基点	9,961	0.83	10,660	0.89	7%
基础情形	11,993		11,993		

表 16: 一年新业务价值敏感性模型验证结果

情景假设	公司内含价值报告		模型测试		误差率
	金额	变动	金额	变动	
风险贴现率提高至 14%	2,353	0.81	2,200	0.75	7%
风险贴现率降低至 10%	3,658	1.25	3,891	1.33	6%
投资回报率提高 25 个基点	3,115	1.07	3,141	1.08	1%
投资回报率降低 25 个基点	2,721	0.93	2,694	0.92	1%
基础情形	2,918		2,918		

4.2.2 各类价值的测算

为了更加准确测算各类价值，对公司既定的假设做如下调整：

a 调高投资收益率。中国太保内含价值报告披露，公司假设投资收益从 2006 年的 4.1% 逐年变化到 2014 年的 5.2%，之后保持不变。如前述分析，我们认为这个假设过于保守，因此，在估值时调高至 7%。

b 调低所得税率。中国太保内含价值报告披露，公司假设 2007 年的所得税率为 33%，2008 年及以后为 25%。而我们假设中国太保未来实际所得税率为 20%。主要基于以下考虑：一是 2008 年新的企业所得税法开始实施，税前扣除项目将有所增多；二是保险公司大量的收入源自国债，这种局面仍将持续较长时间，而国债利息免税。

c 调低退保率。太保评估期缴分红产品使用的退保率假设为，前两年分别为 12.5% 和 7.5%，第三年及以后保持 5%。我们认为，目前高退保的现象是极度不正常。2004 年国内人寿保单退保率为 10%，而同期美国寿险的退保率仅为 2%。

结合国外经验，从长远来看，我们假设首年退保率 5%，续年退保率 2%。

d 调低贴现率。公司内部评估使用的贴现率为 12%，国内的分析师一般在 10%-12%之间，国外分析是一般采用 8%的贴现率。综合考虑，我们认为目前太保应适用 11%的贴现率，稍高于我们先前对中国人寿使用 10.5%的贴现率。

采用敏感性模型进行有关的测算过程如下：

(1) 新假设下 1999 年 6 月前承保的每股有效业务价值

中国太保披露的最新内含价值报告显示，该公司 1999 年 6 月承保前的有效业务价值-3,671 百万元，分摊至每股的价值是-0.48 元，基于的假设是，贴现率 12%，投资收益率 4.1%-5.2%。根据辅助模型，适用一系列新假设后，我们得出如下敏感性系数：

表 17: 中国太保有有效业务价值敏感性系数 (1999 年 6 月前承保)

贴现率 \ 投资收益率	投资收益率				
	6.0%	7.0%	8.0%	10.0%	12.0%
10.0%	0.83	0.65	0.47	0.12	-0.58
10.5%	0.79	0.62	0.46	0.12	-0.54
11.0%	0.76	0.60	0.44	0.12	-0.50
11.5%	0.72	0.57	0.42	0.13	-0.46
12.0%	0.69	0.55	0.41	0.13	-0.43

根据敏感性系数，得出新的有效业务价值：

表 18: 中国太保新假设下的每股有效业务价值 (1999 年 6 月前承保)

单位：人民币元

有效业务价值 \ 贴现率	投资收益率				
	6.0%	7.0%	8.0%	10.0%	12.0%
10.0%	-0.40	-0.31	-0.23	-0.06	0.28
10.5%	-0.38	-0.30	-0.22	-0.06	0.26
11.0%	-0.36	-0.28	-0.21	-0.06	0.24
11.5%	-0.34	-0.27	-0.20	-0.06	0.22
12.0%	-0.33	-0.26	-0.20	-0.06	0.20

(2) 新假设下 1999 年 6 月后承保的每股有效业务价值

中国太保披露的最新内含价值报告显示，该公司 1999 年 6 月后承保的有效业务价值 15,403 百万元，分摊至每股的价值是 2 元，基于的假设是，贴现率 12%，投资收益率 4.1%-5.2%。根据辅助模型，适用一系列新假设后，我们得出如下敏感性系数：

表 19: 中国太保有效业务价值敏感性系数 (1999 年 6 月后承保)

投资收益率 \ 贴现率	投资收益率				
	6.0%	7.0%	8.0%	10.0%	12.0%
10.0%	1.71	1.86	2.00	2.28	2.84
10.5%	1.64	1.78	1.91	2.18	2.71
11.0%	1.57	1.70	1.83	2.09	2.59
11.5%	1.50	1.63	1.75	2.00	2.48
12.0%	1.44	1.56	1.68	1.91	2.38

根据敏感性系数，得出新的有效业务价值：

表 20: 中国太保新假设下的每股有效业务价值 (1999 年 6 月后承保)

单位：人民币元

有效业务价值 \ 贴现率	投资收益率				
	6.0%	7.0%	8.0%	10.0%	12.0%
10.0%	3.43	3.72	4.00	4.57	5.68
10.5%	3.28	3.55	3.82	4.36	5.42
11.0%	3.14	3.40	3.66	4.17	5.19
11.5%	3.01	3.26	3.50	3.99	4.96
12.0%	2.89	3.12	3.36	3.83	4.75

(3) 新假设下的每股一年新业务价值

中国太保披露的内含价值报告显示，该公司 2007 年 6 月 30 日的一年新业务价值 2,855 百万元，分摊至每股的价值是 0.37 元，基于的假设是，贴现率 12%，投资收益率 4.1%-5.2%。根据辅助模型，适用一系列新假设后，我们得出如下敏感性系数：

表 21: 中国太保的一年新业务价值敏感性系数

投资收益率 \ 贴现率	投资收益率				
	6.0%	7.0%	8.0%	10.0%	12.0%
10.0%	2.01	2.25	2.48	2.94	3.85
10.5%	1.88	2.10	2.32	2.75	3.61
11.0%	1.76	1.96	2.17	2.58	3.40
11.5%	1.64	1.84	2.04	2.43	3.20
12.0%	1.54	1.73	1.91	2.28	3.01

根据敏感性系数，得出新的一年新业务价值：

表 22：中国太保新假设下的每股一年新业务价值

单位：人民币元

一年新业务价值 贴现率	投资收益率				
	6.0%	7.0%	8.0%	10.0%	12.0%
10.0%	0.75	0.83	0.92	1.09	1.43
10.5%	0.70	0.78	0.86	1.02	1.34
11.0%	0.65	0.73	0.80	0.96	1.26
11.5%	0.61	0.68	0.75	0.90	1.18
12.0%	0.57	0.64	0.71	0.85	1.12

(4) 一年新业务价值倍数

基于我们前述保费增长率的预测，按 11% 的贴现率测算，新业务倍数为 45.27。

表 23：一年新业务价值倍数的测算过程

	2008E	2009E	2010- 2014E	2015- 2024E	2025- 2029E	永续
保费增长率	20.0%	15.0%	15.0%	12.0%	7.2%	3.0%
累计增长率	1.20	1.38	2.80	9.32	12.31	
现值 PV	1.08	1.12	6.29	14.17	6.65	15.96
新业务倍数	1.08	2.20	8.49	22.66	29.32	45.27

4.2.3 估值

每股价值=每股调整后净资产价值+每股有效业务价值+每股一年新业务价值×新业务倍数+财产业务价值+其他业务价值

根据中国太保披露的内含价值报告和筹资计划，每股可分摊的净资产价值、1999 年 6 月前承保的有效业务价值、1999 年 6 月后承保的有效业务价值和一年新业务价值分别为 7.03 元、-0.48 元、2 元和 0.37 元；敏感性评估后，合理的价值应分别为 7.03 元、-0.21 元 (0.44 倍)、3.66 元 (1.83 倍) 和 0.8 元 (2.17 倍)。此外，产险业务按 25 倍 PE 的价值为 4.25 元，其他业务按 2 倍 PB 的价值为 1.67 元。再按 45.27 倍的新业务倍数，公司的价值为 52.8 元 (7.03-0.21+3.66+0.8×45.27+4.25+1.67)，这就是我们给予中国太保的合理价。

表 24: 中国太保新假设下的每股价值

每股价值 (RMB) 贴现率	投资收益率				
	6.0%	7.0%	8.0%	10.0%	12.0%
10.0%	57.0	62.1	67.2	77.3	97.3
10.5%	50.5	54.9	59.3	68.0	85.3
11.0%	45.2	49.0	52.8	60.4	75.4
11.5%	40.8	44.2	47.5	54.1	67.2
12.0%	37.2	40.2	43.1	48.9	60.4

表 25: 中国太保与国寿的估值假设比较

	太保	国寿
投资收益率	7%	8%
贴现率	11%	10.5%
所得税率	20%	15%
退保率	首年 5%，此后 2%	首年 5%，此后 2%
寿险市场份额	从 2006 年 9.2% 开始小幅提升，未来保持至 10%	从 2006 年 44.5% 开始下滑，未来保持至 40%

表 26: 中国太保与国寿的估值过程比较

	太保	国寿
调整净资产价值	7.03	4.20
1999 年 6 月前承保的有效业务价值	-0.48	0.00
敏感性系数 a1	0.44	0.00
1999 年 6 月后承保的有效业务价值	2.00	2.27
敏感性系数 a2	1.83	2.03
一年新业务价值	0.37	0.37
敏感性系数 b	2.17	4.54
新业务倍数	45.27	44.23
财险业务价值	4.25	0.00
其他业务价值	1.67	0.00
合理价	52.80	83.30

5、风险提示

☆增长率未达到预期。经济不稳定、居民收入下降、中产阶层群体不能扩容等原因，可能导致保险消费缺乏拉动因素，从而使得估值过程中新业务倍数被高估。

☆投资收益率未达到预期。若出现资本市场剧烈波动、公司重大投资失误等不良因素，公司的投资业绩将受到负面影响，每年的投资收益率可能低于我们的预期，最终导致高估敏感性系数。

附：财务预测表

资产负债表

至 12 月 31 日	2005	2006	2007E	2008E	2009E
货币资金	8055	10142	39789	7767	6644
投资资产	136607	173559	230643	354822	431437
应收保费	1777	1992	3773	3216	3755
再保险资产	6120	8717	11062	13225	16074
固定资产	3667	3812	3621	3694	3768
其他资产	5117	4869	5885	6272	6489
资产总计	161343	203091	294773	388995	468168
卖出回购资产	9522	3120	1200	1320	1452
预收保费	1406	1288	700	770	847
应付次级债	0	2000	2000	2000	2000
应付分保帐款	1054	1694	1800	1980	2178
应付保单红利	895	1984	5000	5100	5202
其他应付款	1680	2480	2350	2585	2844
保户储金	5957	11353	9468	10821	11740
责任准备金	131635	161976	211334	262255	326454
其他负债	1860	3930	3525	2385	3358
负债合计	154009	189825	237377	289216	356074
少数股东权益	728	2113	590	611	636
股本	4300	4300	6700	7600	7600
储备	6577	8217	45044	76723	77952
留存收益	(4271)	(1364)	5062	14844	25906
股东权益合计	7334	13266	57395	99779	112094
负债和股东权益	161343	203091	294772	388995	468168

投资明细表

至 12 月 31 日	2005	2006	2007E	2008E	2009E
投资资产合计	136607	173559	230643	354822	431437
债权型投资	78455	91450	119934	177411	202776
股权型投资	7795	26328	39209	78061	116488
定期存款	48828	53855	69193	95802	107859
现金及其等价	0	0	0	0	0
其他	1529	1926	2306	3548	4314
投资资产占比合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0.0%
债权型投资	52.7%	52.0%	50.0%	47.0%	0.0%
股权型投资	15.2%	17.0%	22.0%	27.0%	0.0%
定期存款	31.0%	30.0%	27.0%	25.0%	0.0%
现金及其等价	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	0.0%
总投资收益合计	6265	9516	25224	22144	28331
债权型投资	3264	3412	4545	6690	8934
股权型投资	1100	3856	18023	11727	14591
银行存款	1919	2233	2646	3712	4786
其他	(18)	15	11	15	20
总投资收益率合计	5.3%	6.1%	12.5%	7.6%	7.2%
债权型投资	5.2%	4.0%	4.3%	4.5%	4.7%
股权型投资	16.2%	22.6%	55.0%	20.0%	15.0%
银行存款	4.0%	4.3%	4.3%	4.5%	4.7%
其他	-0.8%	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

至 12 月 31 日	2005	2006	2007E	2008E	2009E
保险业务收入	50914	56034	75467	91874	107298
分出保费	(4914)	(6393)	(7547)	(9187)	(10730)
未到期提转差	(420)	(1677)	(4191)	(5064)	(7427)
投资收益	6199	9105	24474	21487	27490
公允价值变动	66	411	749	658	842
其他收入	79	46	(200)	(200)	(200)
收入合计	51924	57526	88753	99567	117272
退保金	6475	4824	5306	5837	6421
赔付支出	10539	13126	13300	14630	16093
保险准备金	22412	25070	43440	43783	54015
保户红利支出	382	1105	1127	1150	1173
营业税及附加	933	1215	1887	2389	2897
佣金手续费	3342	3693	4981	6064	7082
管理费用	6570	8225	11320	13781	16095
减摊保费用	(1862)	(2325)	(2038)	(2481)	(2897)
其他成本费用	1624	589	505	805	1005
支出合计	50415	55522	79828	85957	101883
营业外净收入	(37)	22	5	5	5
利润总额	1472	2026	8930	13614	15394
所得税	(565)	(719)	(1786)	(2723)	(3079)
少数股东损益	(224)	299	200	305	345
净利润	1131	1008	6944	10587	11971
EPS (元)	0.26	0.23	1.04	1.39	1.58
股息	0	0	0	0	0

主要财务比率

至 12 月 31 日	2005	2006	2007E	2008E	2009E
年成长率					
非寿险业务	7.3%	21.9%	45.0%	25.0%	20.0%
寿险业务	5.0%	4.5%	30.0%	20.0%	15.0%
总投资收益	102.8%	51.9%	165.1%	-12.2%	27.9%
净利润	-202.3%	-10.9%	588.9%	52.5%	13.1%
获利能力					
总投资收益率	5.3%	6.1%	12.5%	7.6%	7.2%
ROE	12.4%	9.9%	12.4%	10.9%	11.0%
成本控制能力					
管理费用率	12.9%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
每股指标 (元)					
每股收益	0.26	0.23	1.04	1.39	1.58
每股净资产	1.54	2.59	8.48	13.05	14.67
每股内含价值	3.22	4.18	6.70	7.14	8.53
估值比率					
PE (倍)					
PB (倍)					
PEV (倍)					

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

许守德, 中投证券研究所保险行业分析师, 经济学学士、经济学硕士, 4 年行业经历。

主要研究覆盖公司: 中国人寿、中国平安。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

深圳

深圳福田区福华三路国际商会中心 49 楼
传真: (0755) 82026711
网站: <http://www.cjis.cn>

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
传真: (010) 66276939
网站: <http://www.cjis.cn>