

## 新股定价报告

## 保险业

## 太平洋保险投资价值分析

二级市场目标价：45.42-52.14 元 人民币

2007年12月20日

## 深度研究报告

## 金融行业首席分析师：朱璇

复旦大学 MBA，日本庆应大学商学院管理学

博士，曾任职日本野村证券研究所

电话：010-8225 4206

E-mail: zhuyan@guosen.com.cn

## 金融行业分析师：武建刚

电话：010-8225 0828

E-mail: wujgang@guosen.com.cn

## 中国太保：新的起点，新的征途

- **拥有全国第二大产险公司和第三大寿险公司的真正意义上的保险集团** 中国领先的综合性保险集团公司之一。公司下属的太保寿险、太保产险分别是我国第三大寿险和第二大产险公司，截至2007年6月底，公司总资产规模为2389.19亿元，保险业务收入共计376.72亿元，属于集团股东的净利润38.23亿元，投资资产余额1917.19亿元，总资产收益率1.65%，净资产收益率15.32%。
- **竞争优势分析：均衡高速增长的业务收入，持续优化的寿险业务结构** 寿险保费收入约占总保费的三分之二，产险保费收入约占三分之一，保费结构比例均衡。公司的偿付能力问题已经得以解决，2007年上半年，公司寿险保费收入245.34亿元，同比增长27.65%。公司的寿险业务在稳健增长的同时，业务结构持续优化。2005年和2006年，公司寿险业务的保费收入分别比上年上升4.6%和4.5%。长期期缴个人寿险业务的保费收入占寿险业务保费收入的比重从2004年的36.4%上升到2006年的46.2%。
- **太保寿险：庞大的分销网络，均衡的险种结构，标准化保费可望保持较高增长** 2007年上半年，公司的寿险保费收入达245.34亿元，其中按缴费方式来看首年期缴业务占首年保费的17.2%，略低于国寿的22.44%，远低于平安的49.69%；按险种结构来看，传统寿险业务占比在所有寿险公司中占比最高。如果在险种结构变化不大的情况下稳步提高首年期缴保费比例，则标准化保费可望保持较高增长。
- **太保产险：保费收入高速增长，结构占比较为合理，车险业务占比有上升趋势；财务指标处于行业中上游水平** 公司的财产保险保费收入从2004年到2006年，复合增长率达19.71%，略高于全国水平。2006年太保车险占比63.8%，低于平安的69.0%以及全国70.1%的平均水平。2007年上半年产险公司保费达131.14亿元，车险占比已经有上升趋势。2005年和2006年公司自留保费增速均高于20%；综合赔付率与行业主要竞争对手基本持平；综合成本率2005年、2006年均低于行业平均水平。
- **二级市场目标价：45.42-52.14元人民币** 我们对公司的估值主要依据以下假设 1、2010-2020年，公司标准化保费增速从19.37%逐步下降为8.37%，2020-2030年，公司标准化保费增速从7.87%逐步下降到3.37% 2、风险折现率为10.3% 3、新业务边际贡献（NBV/APE）2030年以后保持在16% 4、投资收益率为6.5% 5、永续增长率为3%。

## 独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 目录

拥有全国第二大产险公司和第三大寿险公司的真正意义上的保险集团 .. 4	
竞争优势分析: 均衡高速增长的业务收入, 持续优化的业务结构 .. 5	
<b>太保寿险</b> .. 7	
庞大的分销网络, 均衡的险种结构, 标准化保费可望保持较高增长 .. 7	
偿付能力不足问题基本得到解决 .. 10	
相对较小的老保单利差损包袱 .. 11	
<b>太保产险</b> .. 12	
保费收入高速增长, 保费结构占比较为合理, 车险业务占比有上升趋势 .. 12	
自留保费保持较快增速, 综合赔付率和主要竞争对手基本持平、综合成本率低于行业平均水平 .. 13	
<b>太保资产管理</b> .. 15	
<b>财务预测与估值</b> .. 19	
财务预测 .. 19	
内含价值 .. 21	
估值及国际对比 .. 21	

## 图表目录

图 1: 太平洋保险股权结构示意图 .. 5	
图 2: 太保产寿险保费收入增长趋势图 .. 6	
图 3: 太保产寿险保费收入结构图 .. 6	
图 4: 我国主要寿险公司保费市场占比 .. 8	
图 5: 我国上市保险公司寿险保费缴费方式对比 .. 8	
图 6: 太保寿险保费按缴费方式变化趋势预测图 .. 8	
图 7: 太保寿险首年保费缴费方式结构变化预测图 .. 8	
图 8: 太保寿险保费按渠道变化趋势预测图 .. 9	
图 9: 太保寿险保费渠道结构变化预测图 .. 9	
图 10: 太保寿险保费按险种变化趋势预测图 .. 9	
图 11: 太保寿险保费险种结构变化预测图 .. 9	
图 12: 太保寿险客户数量变化趋势图 .. 9	
图 13: 太保寿险个人人均产能变化趋势图 .. 9	
图 14: 太保寿险偿付能力额度变化趋势图 .. 11	
图 15: 太保寿险、平安寿险高利率保单准备金占比图 .. 11	
图 16: 我国主要财产保险公司保费收入结构变化图 .. 13	
图 17: 2006 年太保产险、平安产险保费收入结构比较图 .. 13	
图 18: 太保财险保费结构变化趋势图 .. 13	
图 19: 2005-2006 我国主要财险公司综合赔付率对比 .. 14	
图 20: 2005-2006 年太保产险、平安产险综合成本率对比 .. 14	
图 21: 太保财险综合赔付率、综合成本率变化趋势图 .. 14	
图 22: 2006-1H2007 我国上市保险公司投资资产对比 .. 15	
图 23: 2004-1H2007 太保投资资产变化图 .. 15	

表 1: 2007 年上半年上市保险公司主要财务数据比较 (金额单位: 百 万元人民币) .....	4
表 2: 公司前十大股东 .....	4
表 3: 太保寿险保单继续率变化趋势 .....	10
表 4: 2007 年上半年太保投资资产金额及占比 (按持有对象分类, 金 额单位: 百万元人民币) .....	15
表 5: 2007 年上半年太保投资资产金额及占比 (按持有目的分类, 金 额单位: 百万元人民币) .....	16
表 6: 2007 年上半年太保投资收益 (金额单位: 百万元人民币) ..	17
表 7: 保险资金运用大事记 .....	17
表 8: 2006-1H2007 国内上市保险公司可供出售金融资产公允价值变 动对比 .....	18
表 9: 2007 年上半年国内上市保险公司债券投资、股权投资按投资目 的分类对比 (金额单位: 百万元人民币) .....	19
表 10: 太保集团利润表预测 (金额单位: 百万元人民币) .....	19
表 11: 太保集团资产负债表预测 (金额单位: 百万元人民币) ....	20
表 12: 太保寿险内含价值 (金额单位: 百万元人民币) .....	21
表 13: 太保寿险内含价值变动分析 (金额单位: 百万元人民币) ..	21
表 14: 太保集团估值 (金额单位: 百万元人民币) .....	22
表 15: 太保集团首日上市价格弹性分析 (金额单位: 元) .....	22
表 16: 国际寿险公司主要财务指标和动态 PE、PB 对比 (金额单位: 亿本位币) .....	23
表 17: 国际产险公司主要财务指标和 PE、PB 对比 (金额单位: 亿 本位币) .....	24

## 拥有全国第二大产险公司和第三大寿险公司的真正意义上的保险集团

中国领先的综合性保险集团公司之一。公司下属的太保寿险、太保产险分别是我国第三大寿险公司和第二大产险公司，截至2007年6月底，公司总资产规模为2389.19亿元，保险业务收入共计376.72亿元，净利润共计39.36亿元，其中属于母公司股东的净利润为38.23亿元，投资资产余额1917.19亿元，总资产收益率1.65%，净资产收益率15.32%。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月底，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。

**表 1: 2007 年上半年上市保险公司主要财务数据比较 (中国会计准则, 金额单位: 百万元人民币)**

公司	总资产	股东权益	保险业务收入	净利润	总资产收益率	净资产收益率
中国人寿	812,052	137,717	121,331	16,996	2.09%	12.34%
中国平安	583,143	94,911	53,885	8,326	1.43%	8.77%
中国太保	238,919	25,686	37,672	3,936	1.65%	15.32%

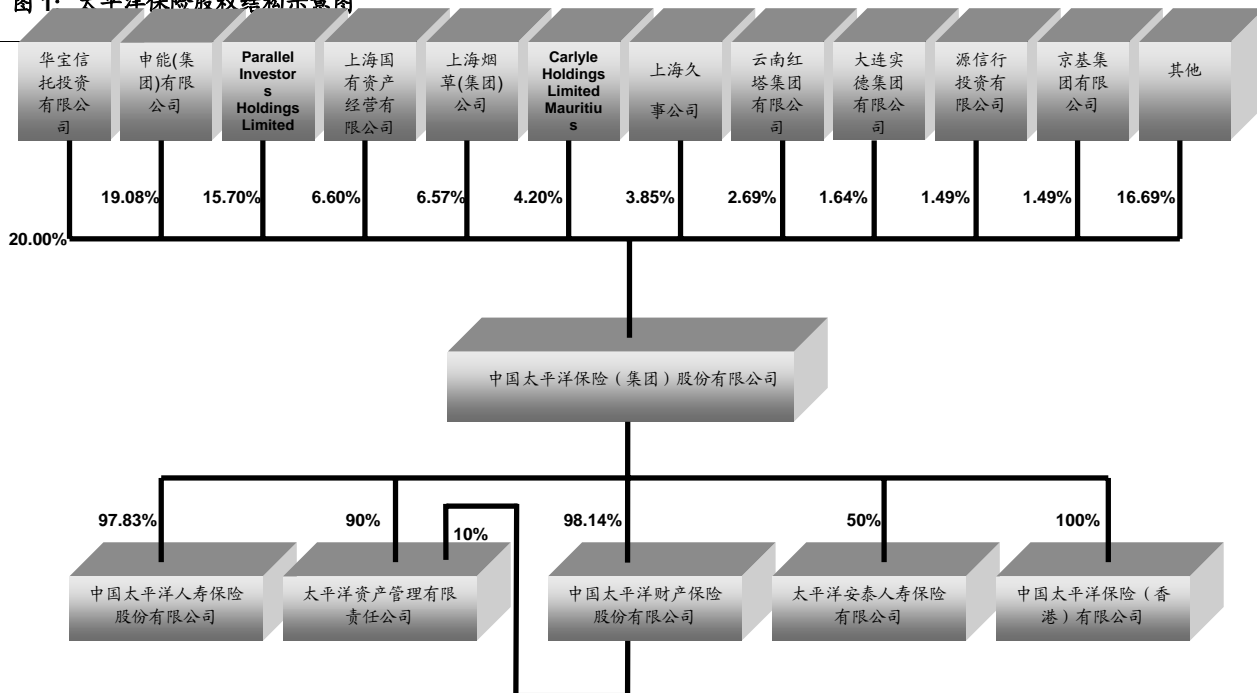
资料来源: 公司报表, 国信证券经济研究所

**表 2: 公司前十大股东**

序号	股东名称	持股数量	持股比例	锁定期
1	华宝投资有限公司 (SLS)	1,340,000,000	20.00%	自上市日起 3 年
2	中能(集团)有限公司 (SLS)	1,278,235,705	19.08%	自上市日起 3 年
3	Parallel Investors Holdings Limited (FLS)	1,051,785,087	15.70%	自上市日起 3 年
4	上海国有资产经营有限公司 (SS)	442,500,000	6.60%	自上市日起 3 年
5	上海烟草(集团)公司 (SLS)	440,000,000	6.57%	自上市日起 3 年
6	Carlyle Holdings Limited (FLS) Mauritius	281,514,913	4.20%	自上市日起 3 年
7	上海久事公司 (SLS)	258,000,000	3.85%	自上市日起 1 年
8	云南红塔集团有限公司 (SLS)	180,000,000	2.69%	自上市日起 1 年
9	大连实德集团有限公司	110,000,000	1.64%	5,000,000 股自 2007 年 6 月 4 日起 3 年 105,000,000 股自上市日起 1 年
10	源信行投资有限公司	100,000,000	1.49%	自上市日起 1 年
11	京基集团有限公司	100,000,000	1.49%	自上市日起 1 年

资料来源: 公司招股说明书(申报稿), 国信证券经济研究所

图 1· 太平洋保险股权结构示意图



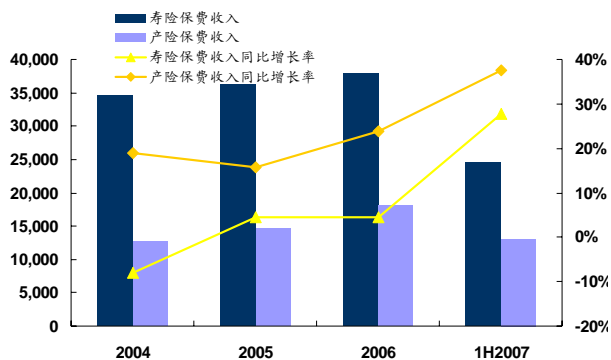
资料来源：公司招股说明书(申报稿)，国信证券经济研究所

## 竞争优势分析：均衡高速增长的业务收入，持续优化的寿险业务结构

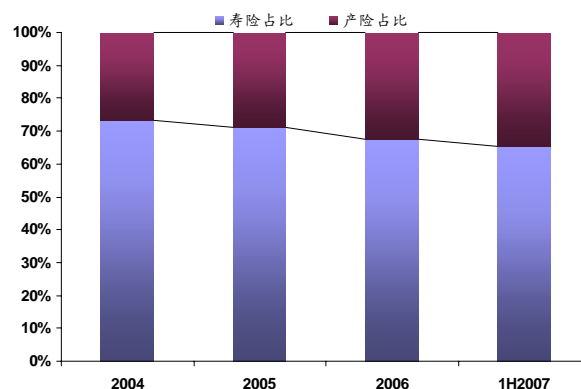
公司秉承诚信经营的理念，经过十多年的发展，已成为中国最知名的综合性保险。

### 均衡的产寿险业务结构，长期专注于保险业务的发展，一旦增资成功将为公司业务的快速发展奠定坚实的基础

从太保产寿险的结构比例来看，公司无疑是一个均衡发展的典范，寿险保费收入约占总保费的三分之二，产险保费收入约占三分之一。和平安多元化金融集团不同，公司专注于保险业务的发展，力图实现“以保险业为主，具有国际竞争力的一流金融服务集团”的战略目标，这一专注于保险主业的战略定位，将使太平洋保险能更充分地分享我国宏观经济增长、保险行业发展带来的机遇。由于2002年、2003年寿险业务过快的扩张，使得2004年太平洋寿险利润为负，偿付能力严重不足，使得2005年和2006年公司寿险保费收入增长率仅约为4.5%，但由于公司02年以前专注于产险的发展使得其寿险高利率保单利差损的包袱要比平安和人寿小。同时，从招股说明书申报稿可以看出，得益于2007年上半年的增资扩股，公司的偿付能力问题已经得以解决，截至2007年6月底，公司寿险保费收入245.34亿元，同比增长27.65%，此次上市成功必将给公司的发展奠定坚实的基础。

**图 2: 太保寿险保费收入增长趋势图**


数据来源: 公司招股说明书(申报稿), 中国保险年鉴

**图 3: 太保产险保费收入结构图**


数据来源: 公司招股说明书(申报稿), 国信证券经济研究所

### 彰显诚信的最知名保险品牌之一

太保以“诚信天下、稳健一生、追求卓越”为核心价值观，为客户提供多元化的保险产品和诚信的服务，为包括客户和股东在内的利益相关者创造价值，获得了客户与社会的广泛认可，为公司持续的发展带来了长期稳定的客户资源。公司是中国首家被中国消费者协会授权使用《3·15 标志》（中国消费者信赖标志）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，公司在保险业“总体满意度评价”的排名中位列第一。2005年，公司成为首家获得中国质量协会（一家致力于提升产品和服务质量的全国性机构）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——中保网（www.sinoins.com）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了第一的成绩。

### 持续领先的市场地位和广泛的客户基础

公司是中国领先的全国性综合性保险集团，在人寿保险、财产保险和保险资产管理等多个业务领域均拥有领先的市场份额和举足轻重的市场地位。自2001年分业经营以来，根据保监会的统计，以保费收入计，公司的人寿保险业务一直位列行业第三位，公司的财产保险业务一直位列行业第二位。截至2006年12月31日，太保资产管理公司管理的资产规模达1,718亿元，位居中国保险资产管理公司中的前三名。到2007年6月30日，公司资产管理规模达1917.19亿元。公司拥有中国最大的保险客户群之一，覆盖各种行业、地域、收入水平和年龄段的客户。截至2007年6月30日，公司拥有超过3,390万位个人客户和超过210万个机构客户。

### 稳健增长的业务规模和不断优化的业务结构

公司坚持并追求可持续的价值型增长。通过深入挖掘潜在的市场需求，并以资本、管理和服务协调发展为支持，持续优化业务结构，实现有价值的增长。公司的寿险业务在稳健增长的同时，业务结构持续优化。2005年和2006年，公司寿险业务的保费收入分别比上年上升4.6%和4.5%。长期期缴个人寿险业务的保费收入占寿险业务保费收入的比重从2004年的36.4%上升到2006年的46.2%。公司产险业务规模稳步增长，并持续优化业务结构。2005年和2006年，公司产险业务的保费收入分别比上年上升15.8%和23.8%。2006年，盈利性相对较好的非车险保费收入占公司产险业务保费收入36.2%，高于同期30.0%的行业平均水平。

### 覆盖全国的营销网络和多元化服务平台

公司拥有中国领先的保险营销和服务网络之一，覆盖了全国几乎所有的省、自治区和直辖市。截至2007年6月30日，太保寿险在全国拥有32家分公司、3,270家中心支公司、支公司与营销服务部；太保产险在全国拥有37家分公司、2,009家中心支公司、支公司与营销服务部。公司的营销和服务网络更多分布于中国东部沿海地区。公司拥有多元化的销售渠道，包括直销团队、个人代理、专业和兼业代理，以及保险经纪等。截至2007年6月30日，公司的寿险业务拥有约185,000名保险营销员，超过5,200名银行保险客户经理与超过3,200名团体寿险销售代表，与59,000多家商业银行和邮政网点建立了银行保险产品的代理关系。截至2007年6月30日，公司的产险业务拥有约10,000名销售代表，4,600名保险营销员，28,000家兼业代理机构及1,400家专业代理公司，还与287家保险经纪公司建立了业务合作关系。此外，公司大力推进太保寿险与太保产险之间的交叉销售，并积极运用电子商务网站、电话销售中心与手机短信服务等创新渠道，进一步加强营销和服务能力。公司致力为客户提供优质服务。公司建立了包括一站式综合服务柜台、95500客户服务热线、互联网网站、续期和客户服务专员等多元化的完善的服务平台，并不断改善技术支持和服务措施，致力于为客户提供更优良的服务。公司的客户服务系统于2004年获得ISO9001认证。

## 太保寿险

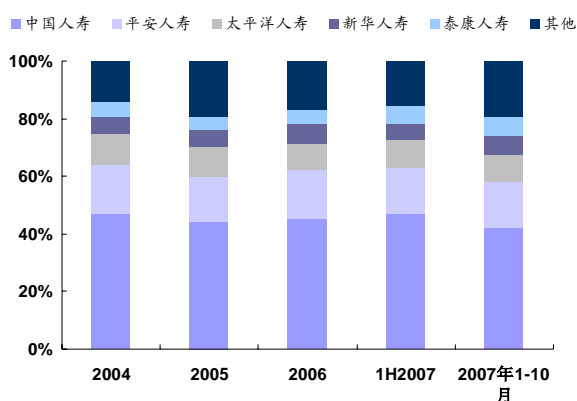
### 庞大的分销网络，均衡的险种结构，标准化保费可望保持较高增长

太保寿险在过去三年及2007年上半年主动进行业务结构的战略性调整，大力发展个人寿险长期期缴及短期意外险等内含价值较高和盈利能力较强的业务，压缩内含价值低、盈利性差的业务。公司拥有国内寿险公司中最广泛的分销网络之一。截至2007年6月30日，太保寿险的分销网络包括约185,000名保险营销员、超过5,200名银保客户经理及超过3,200名团险销售代表，并由公司在全国设置的32家寿险分公司，以及3,270家中心支公司、支公司及营销服务部管理。另外，截至2007年6月30日，中国境内已有约59,000多个商业银行及中国邮政网点与公司签订了银行保险合同。太保产险的销售团队也向其财产保险客

户交叉销售公司的寿险产品。截至2007年6月30日，公司拥有国内最大的寿险客户群之一，其中包括约2,489万个个人保单持有人及约31万个机构寿险客户。公司一直致力于为客户提供高水平的客户服务。公司的集中化管理的客户数据库，一体化的信息技术平台，以及覆盖全国的呼叫中心，均有助于提升公司客户服务水平及客户保有率。2005年，公司成为首家获颁中国质量协会“中国用户满意鼎”的国内保险公司。2005年及2006年，公司的呼叫中心和客户服务工作被多家机构评为国内质量最高的呼叫中心之一和客户服务最具影响力品牌。

根据国家统计局和保监会公布的数据，以保费收入衡量，公司从1997年起一直是中国第三大寿险公司。根据保监会公布的中国保险行业数据，2006年和2007年上半年太保寿险保费收入约占全国人寿保险公司总保费收入的9.3%和9.5%。公司的寿险保费收入从2004年的346.19亿元增加到2006年的378.37亿元。2007年上半年，公司的寿险保费收入达245.34亿元，其中按缴费方式来看首年期缴保费27.95亿元，趸缴保费134.71亿元，续期保费82.68亿元，首年期缴业务占首年保费的17.2%，略低于国寿的22.44%，远低于平安的49.69%；按险种结构来看，传统寿险保费80.64亿元，分红险87.92亿元，短期意外及健康险13.23亿元，万能险63.55亿元，分别占总保费收入的32.9%，35.8%，5.4%以及25.9%，其中，内含价值最高的传统寿险业务占比在所有寿险公司中占比最高；个险，团险以及银保渠道保费收入分别为116.76亿元，85.4亿元，43.18亿元，分别占总保费收入的47.6%，34.8%和17.6%。个险占比也远低于国寿和平安。因此我们可以看出从公司业务结构来看太保寿险业务改善空间非常大，如果在险种结构变化不大的情况下稳步提高首年期缴保费比例，则标准化保费可望保持快速增长。

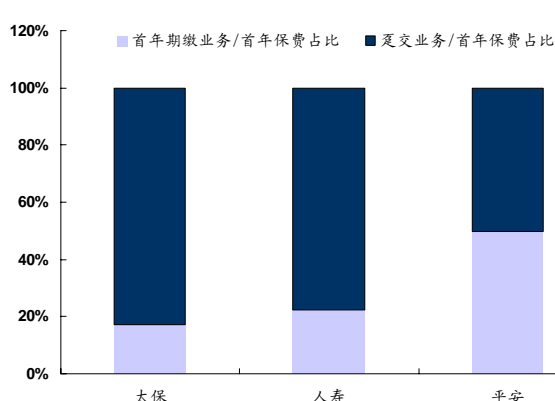
图 4：我国主要寿险公司保费市场占比



数据来源：公司招股说明书(申报稿)，国信证券经济研究所

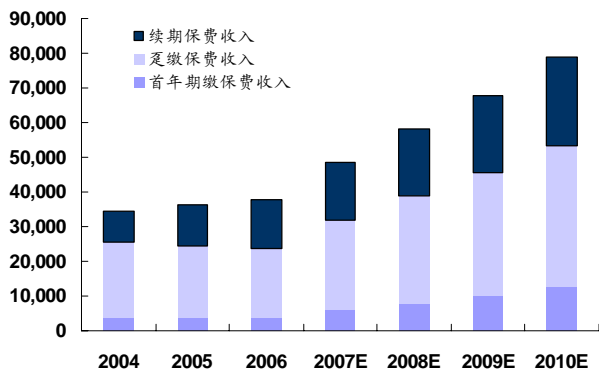
图 6：太保寿险保费按缴费方式变化趋势预测图

图 5：我国上市保险公司寿险保费缴费方式对比



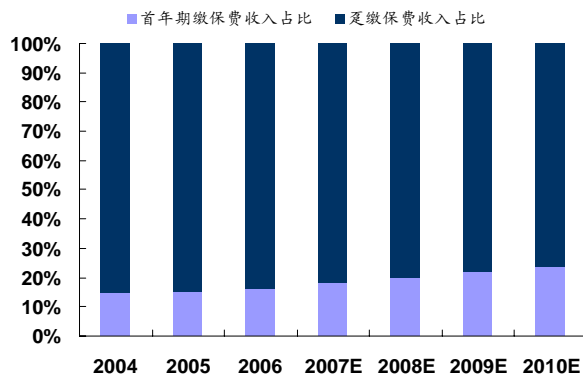
数据来源：公司招股说明书(申报稿)，国信证券经济研究所

图 7：太保寿险首年保费缴费方式结构变化预测图



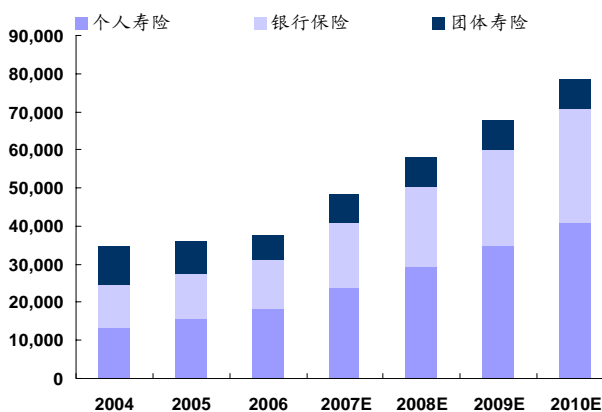
数据来源: 公司招股说明书(申报稿), 国信证券经济研究所

图 8: 太保寿险保费按渠道变化趋势预测图



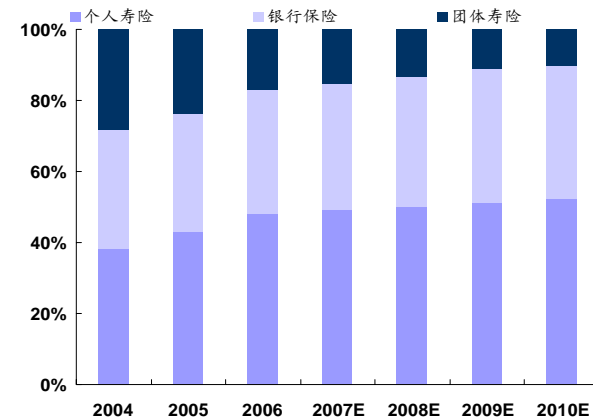
数据来源: 公司招股说明书(申报稿), 国信证券经济研究所

图 9: 太保寿险保费渠道结构变化预测图



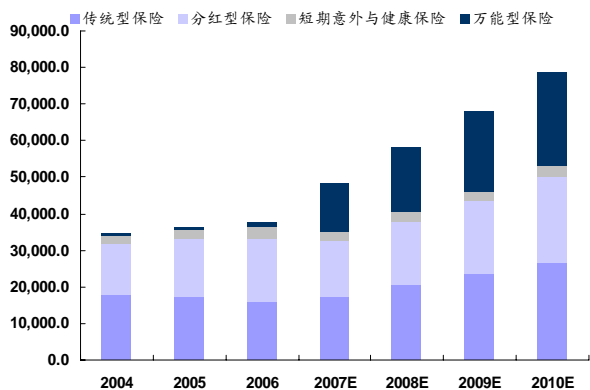
数据来源: 公司招股说明书(申报稿), 国信证券经济研究所

图 10: 太保寿险保费按险种变化趋势预测图



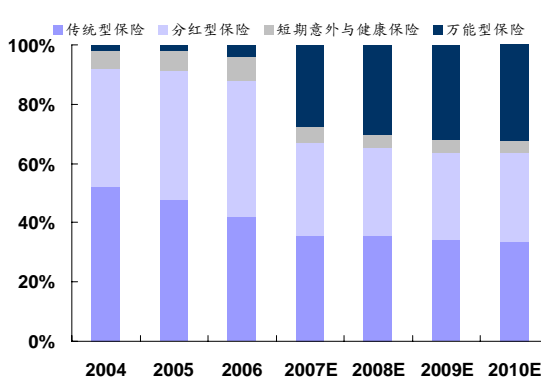
数据来源: 公司招股说明书(申报稿), 国信证券经济研究所

图 11: 太保寿险保费险种结构变化预测图



数据来源: 公司招股说明书(申报稿), 国信证券经济研究所

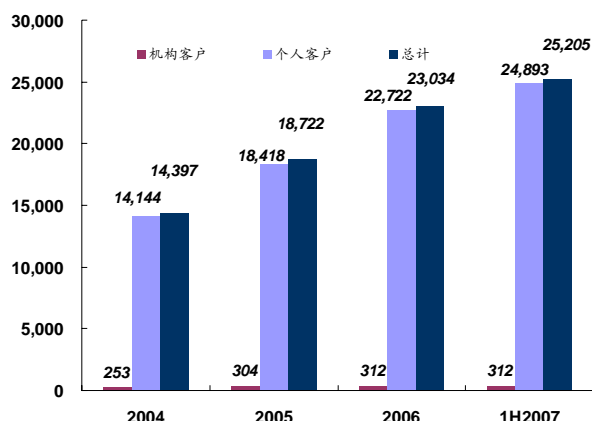
图 12: 太保寿险客户数量变化趋势图



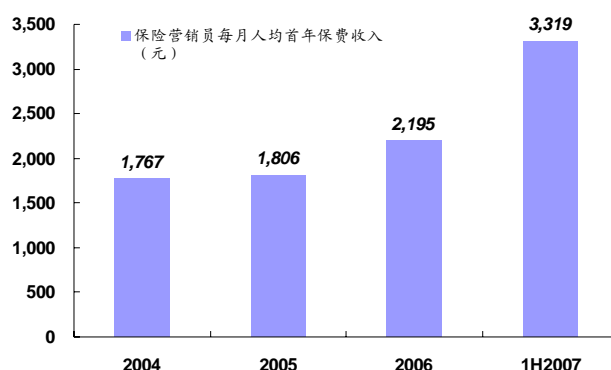
数据来源: 公司招股说明书(申报稿), 国信证券经济研究所

图 13: 太保寿险个险人均产能变化趋势图

从个险营销员人均产能以及客户数量来看, 也是在稳步提升的



数据来源：公司招股说明书(申报稿)，国信证券经济研究所



数据来源：公司招股说明书(申报稿)，国信证券经济研究所

保单继续率04-06年基本保持稳定，07年上半年略有上升。

**表 3: 太保寿险保单继续率变化趋势**

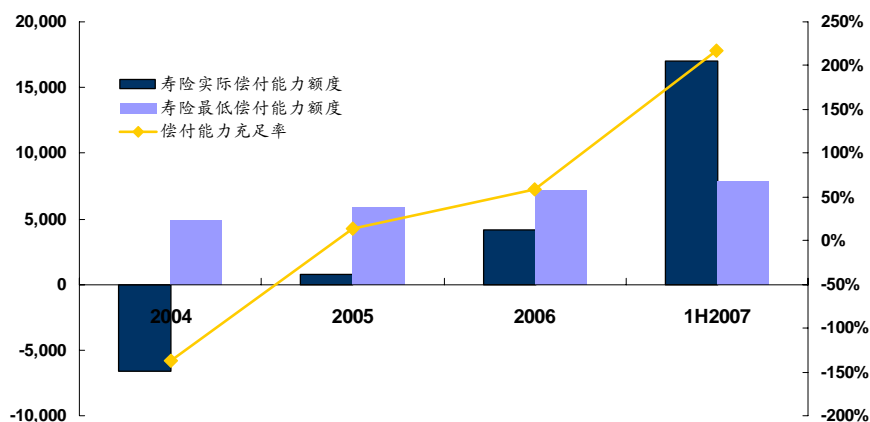
	2004	2005	2006	1H2007
个人寿险客户 13 个月保单继续率	82.3%	81.9%	84.6%	85.5%
个人寿险客户 25 个月保单继续率	70.5%	75.8%	75.1%	78.9%

资料来源：公司招股说明书(申报稿)，国信证券经济研究所

### 偿付能力不足问题基本得到解决

2002年以前，太保集团专注于产险业务的发展，然而进入2002年以后集团开始发力于寿险的发展。2002年是太保寿险实施三年发展规划的第一年，公司加大改革力度大举扩张。截至当年末，公司营销人员达到21.87万人，直销业务人员3231人，中介代理网点超过2万个，当年设立分支机构达40多个。大力的扩张再加上央行当时的连续降息，使得99年以前的高利率保单利差损非常严重，加上2001年、2002年公司都处于亏损状态，从而导致太保寿险偿付能力严重不足。2007年4月，公司向宝钢集团有限公司等老股东新增发行1,066,700,000股；向Parallel Investors Holdings Limited和Carlyle Holdings Mauritius Limited新增发行1,333,300,000股，合计新增股份24亿股。本次增资的价格为每股4.27元，总认购股数为2,400,000,000股，本次募集资金总额为1,024,800万元。此次增资基本上解决了困扰太保寿险发展多年的偿付能力不足问题。此次增发成功将为以后业务的发展打下坚实的基础。

图 14: 太保寿险偿付能力额度变化趋势图

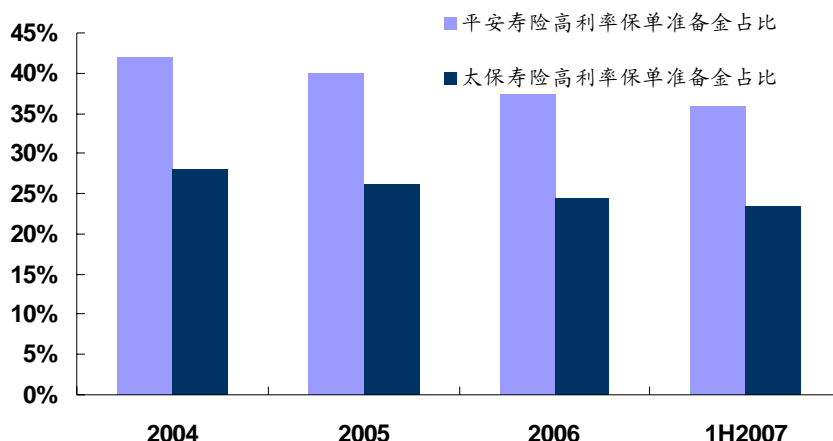


资料来源：公司招股说明书(申报稿)，国信证券经济研究所

### 相对较小的老保单利差损包袱

也许是得益于以前集团的发展战略，寿险承保的高利率保单占比要比平安集团和国寿集团少，从而利差损的包袱也要相对较小。截至2007年6月30日，高定价利率保单的准备金总额约为379.39亿元，占比23.5%，平均保证负债成本约为6.53%。如果公司当期实际投资回报率低于当期高定价利率保单平均保证负债成本，这些保单将会给公司带来利差损失。估计当期利差损失的金额可以当期高定价利率保单平均保证负债成本与当期实际投资回报率之差乘以当期平均高定价利率保单准备金余额。根据公司当年度的实际投资收益情况，2006年、2005年和2004年，高定价利率保单带来的利差损失分别为税前3.62亿元、7.89亿元和11.75亿元。2007年1-6月，由于公司当期实际投资回报率高于当期高定价利率保单平均保证负债成本，因此当期高定价利率保单实现利差益，税前为12.56亿元。但如果未来公司的实际投资回报率低于届时高定价利率保单的平均保证负债成本，这部分保单仍然会给公司带来利差损失，从而对公司的盈利造成负面影响。2007年1-6月，高定价利率保单续期保费收入约为9.66亿元，约占同期寿险总保费收入的4%，但公司预期未来高定价利率保单的续期保费收入会随着保单终止和交费期满而持续减少。未来若干年内高定价利率保单准备金会随着续期保费的交纳和保单责任的临近逐年增加。基于公司的假设计算，高定价利率保单准备金在2007年、2008年、2009年和2010年的增加额分别为48.75亿元、25.00亿元、21.17亿元和19.47亿元。

图 15: 太保寿险、平安寿险高利率保单准备金占比图



资料来源：公司招股说明书(申报稿)，国信证券经济研究所

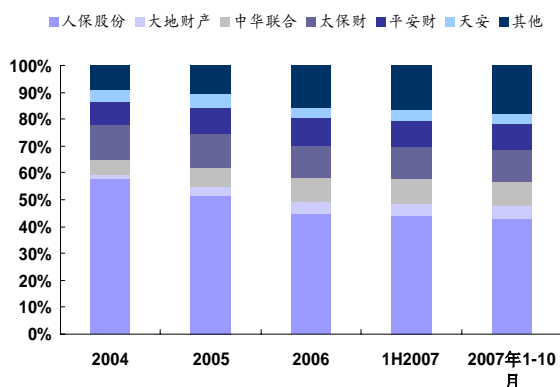
## 太保产险

### 保费收入高速增长，保费结构占比较为合理，车险业务占比有上升趋势

太保产险按照“集团化管理、专业化经营、市场化运作”的基本要求，在“稳健经营，以效益为中心”的经营思想指导下，开拓进取，公司已在全国28个省设有分支机构1785家，拥有完善的保险网络，积极为客户提供完善的风险保障服务。公司大力推进自主创新，围绕市场需求迫切的领域，积极开发具有高内很价值的新险种，加强全国责任险新产品的开发。在服务创新方面，通过开展全国范围的客户满意度调查和服务质量抽查，积极构建诚信服务体系，培育诚信服务意识，提高专业服务技能水平。率先在行业内倒入卓越绩效模式标准，强化“客户满意是最高质量标准”的理念，连续四年在中国质量万里行窗口服务质量明查暗访中荣获第一名。公司在注重创新能力培养的同时，进一步完善公司治理结构，加强风险管控，切实提高内控管理水平和风险防范能力，从根本上提升公司核心竞争力。

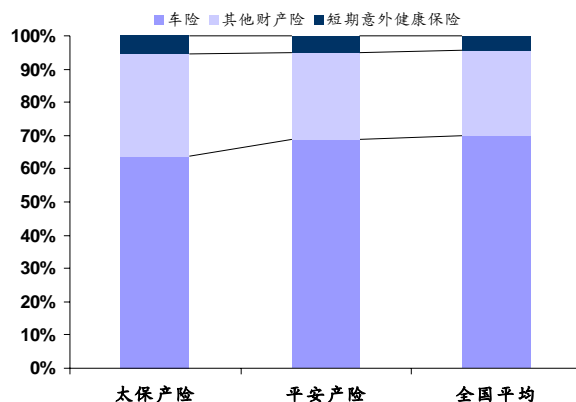
根据国家统计局和保监会公布的数据，以保费收入衡量，公司自成立以来一直是中国第二大财产保险公司。根据保监会公布的中国保险业数据，2006年度和2007年上半年，太保产险的保费收入分别约占全国财产保险公司总保费收入的11.5%和11.6%。公司的财产保险保费收入从2004年的126.60亿元增加到2006年的181.44亿元，复合增长率达19.71%，略高于同期行业复合增长率18.55%。2007年上半年，公司财产保险保费收入达131.14亿元。其中机动车辆险保费收入89.80亿元，短期意外保险5.69亿元，其他财产保险35.65亿元。机动车辆保险保费占比69.08%。同时，从2006年数据可以看出，太保车险占比63.8%，低于平安的69.0%以及全国70.1%的平均水平。但我们可以看出相比较2006年的水平，2007年车险占比已经有上升趋势，同时，非车险业务增长缓慢，对规模和效益的贡献开始下降，非车险的市场领先优势正在减弱。这个趋势如果不扭转，势必会影响到公司的承保利润水平。

图 16: 我国主要财产保险公司保费收入结构变化图



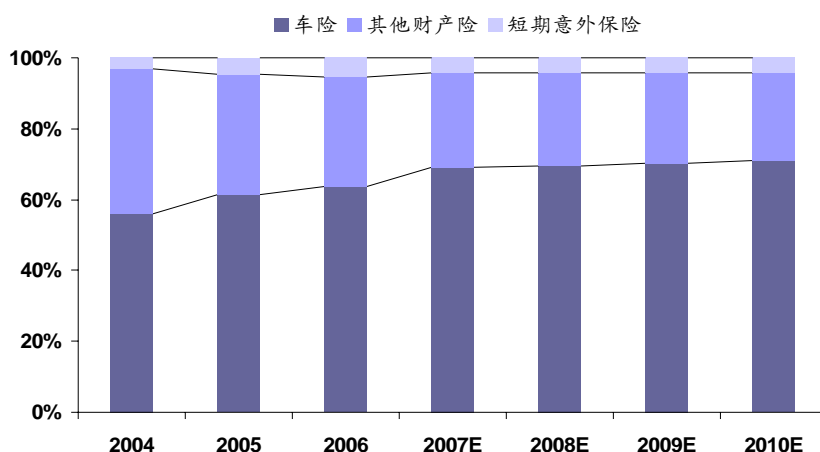
数据来源: 保监会, 国信证券经济研究所

图 17: 2006 年太保产险、平安产险保费收入结构比较图



数据来源: 公司招股说明书(申报稿), 国信证券经济研究所

图 18: 太保财险保费结构变化趋势图



资料来源: 公司招股说明书(申报稿), 国信证券经济研究所

**自留保费保持较快增速, 综合赔付率和主要竞争对手基本持平、综合成本率低于行业平均水平**

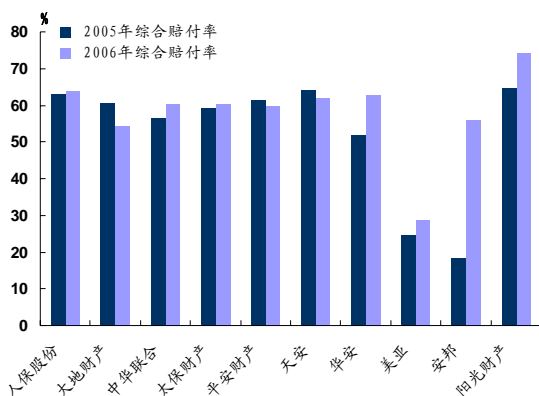
2006 年、2005 年和 2004 年, 太保产险的自留保费增长率分别为 21.5%、27.3%和 10.2%。2006 年自留保费增长率较上年略有下降的主要原因是公司考虑偿付能力需要进行分保安排, 保持自留保费的适度增长。2005 年自留保费增长率较上年增长较快的主要原因是公司降低了部分低赔付及风险分散型业务的分出比例。

2007 年 1-6 月、2006 年、2005 年和 2004 年, 公司的赔付率分别为 58.4%、60.4%、59.2%和 63.5%。2005 年较上年下降的主要原因是公司加强了承保控制, 业务质量进一步改善, 并加强了理赔管理。2006 年赔付率与 2005 年大致相当。2007 年 1-6 月的赔付率较上年下降的主要原因是业务品质改善及业务出险的时间性因素所致。2007 年 1-6 月、2006 年、2005 年和 2004 年, 公司综合成本率分别为 98.6%、99.9%、95.1%和 99.8%。2007 年 1-6 月的综

合成本率较上年下降的主要原因是赔付率的下降，而由于中国企业会计准则下直接展业费用不能递延而造成的费用率上升部分抵销了上述影响。2006 年较上年增加的主要原因是在中国企业会计准则下，直接展业成本不能递延，在 2006 年下半年保费收入大幅增长的情况下，当年已赚保费与入账成本不相匹配，导致综合成本率上升。2005 年综合成本率较上年下降的主要原因是当年的赔付率下降。

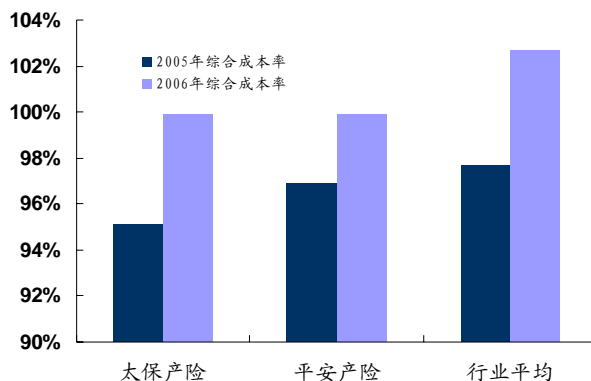
和其主要竞争对手相比，太保产险 2005 年和 2006 年的综合赔付率与他们基本持平。从综合成本率来看，2005 年太保产险综合成本率要低于平安产险，更低于行业平均水平，在 2006 年全行业综合成本率普遍高于 100%的情况下，太保产险和平安产险一起保持在 99.9%。2007 年上半年公司的赔付情况较为理想，但公司上半年综合费用率高于以往年度数据，考虑到下半年的“翘尾”因素，综合费用率预计还会升高，因此下半年的赔付情况成为影响 2007 年全年综合成本率走势的一个关键因素。

图 19: 2005-2006 我国主要财险公司综合赔付率对比



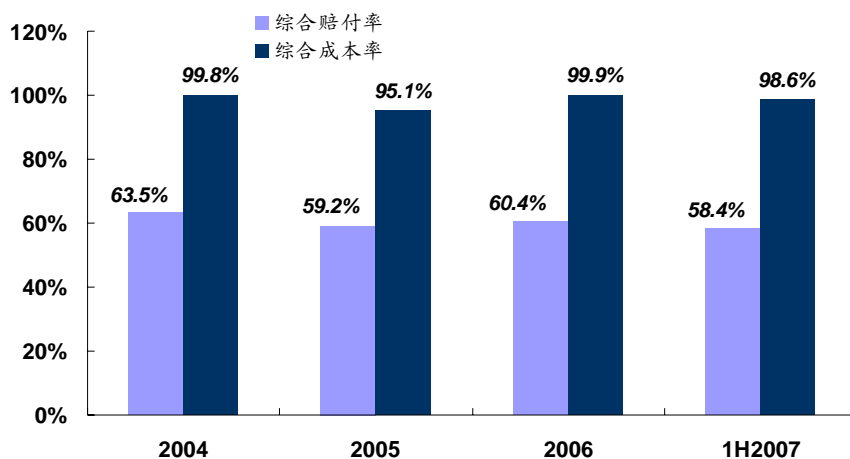
数据来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 20: 2005-2006 年太保产险、平安产险综合成本率对比



数据来源：公司数据，国信证券经济研究所

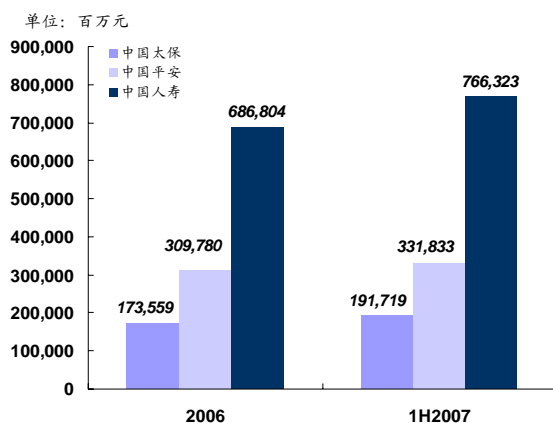
图 21: 太保财险综合赔付率、综合成本率变化趋势图



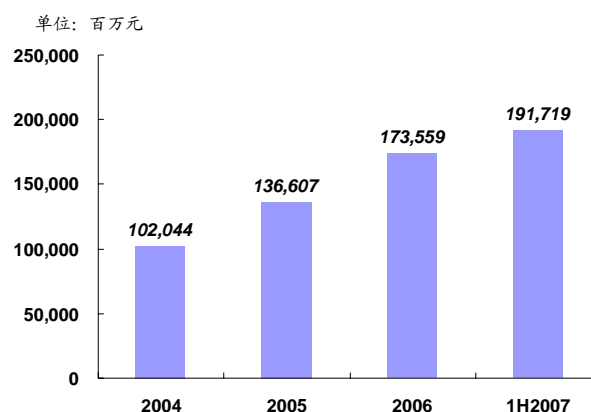
资料来源：公司招股说明书(申报稿)，国信证券经济研究所

## 太保资产管理

截至2007年6月30日，太保集团及太保产险分别拥有太保资产管理公司的90%及10%的股权。公司的投资资金主要包括公司的保费收入、自有资金及其他资金。随着自身业务规模的上升以及资本实力的不断增强，公司的资产管理规模也不断提高，并取得了良好的投资收益。截至2006年12月31日，公司投资资产规模达1,736亿元，约占中国保险业保险资金余额的9.8%；太保资产管理公司受托管理资产规模在全国已成立的保险资产管理公司中位居第三。截至2007年6月30日，公司投资资产规模已达1,917亿元。

**图 22: 2006-1H2007 我国上市保险公司投资资产对比**


资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

**图 23: 2004-1H2007 太保投资资产变化图**


资料来源: 公司招股说明书(申报稿), 国信证券经济研究所

由于目前监管规定对保险公司投资的限制,公司绝大部分的投资集中于有限的国内资产类别。截至2007年6月30日,定期存款、政府债券、政策性金融债券、金融机构债券和次级债、企业债券及股权型投资分别约占公司总投资资产的30.0%、9.7%、13.5%、10.9%、18.0%及17.4%。其余的投资资产则投资于买入返售证券等其他投资工具。按照投资目的划分公司定期存款,债券可供出售金融资产,债券持有到期日投资,债券交易类资产,权益交易类资产,权益可供出售金融资产,分别占总投资资产的30.0%、23.9%、22.8%、0.04%、1.5%、15.9%,其余为买入返售证券,衍生金融工具等其他投资工具。

**表 4: 2007 年上半年太保投资资产金额及占比 (按持有对象分类, 金额单位: 百万元人民币)**

项目	2004		2005		2006		1H2007	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
定期存款	46,234	45.30	48,828	35.80	53,855	31.00	57,575	30.00
债券投资	47,069	46.20	78,455	57.40	91,450	52.70	99,694	52.10
国债及央票	11,627	11.40	19,196	14.10	19,556	11.30	18,541	9.70
政策性金融债	12,126	11.90	21,479	15.70	21,659	12.50	25,746	13.50
金融机构债券和次级债	12,627	12.40	17,935	13.10	22,383	12.90	20,963	10.90
企业债券	10,689	10.50	19,845	14.50	27,852	16.00	34,444	18.00
权益工具投资	5,757	5.60	7,795	5.70	26,328	15.20	33,346	17.40
股票	14	0.00	90	0.10	10,884	6.30	13,971	7.30
证券投资基金	5,743	5.60	7,705	5.60	15,444	8.90	19,375	10.10
衍生金融资产		0.00		0.00	1	0.00	61	0.00
买入返售证券	2,800	2.70	1,416	1.00	1,744	1.00	780	0.40

长期股权投资	184	0.20	113	0.10	181	0.10	263	0.10
投资资产	102,044	100.00	136,607	100.00	173,559	100.00	191,719	100.00

资料来源：公司招股说明书（申报稿），国信证券经济研究所

**表 5: 2007 年上半年太保投资资产金额及占比（按持有目的分类，金额单位：百万元人民币）**

项目	2004		2005		2006		1H2007	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
定期存款	46,234	45.30	48,828	35.80	53,855	31.00	57,575	30.00
贷款及应收款	46,234	45.30	48,828	35.80	53,855	31.00	57,575	30.00
债券投资	47,069	46.20	78,455	57.40	91,450	52.70	99,694	52.10
持有至到期投资	15,669	15.40	29,533	21.60	36,879	21.20	43,490	22.80
可供出售金融资产	23,416	23.00	40,980	30.00	46,744	26.90	45,895	23.90
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	434	0.40	392	0.30	101	0.10	84	0.00
贷款及应收款	7,550	7.40	7,550	5.50	7,726	4.50	10,225	5.40
权益工具投资	5,757	5.60	7,795	5.70	26,328	15.20	33,346	17.40
可供出售金融资产	5,063	5.00	3,318	2.40	21,672	12.50	30,543	15.90
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	694	0.60	4,477	3.30	4,656	2.70	2,803	1.50
衍生金融资产	0	-	0	-	1	0.00	61	0.00
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0	-	0	-	1	0.00	61	0.00
买入返售证券	2,800	2.70	1,416	1.00	1,744	1.00	780	0.40
贷款及应收款	2,800	2.70	1,416	1.00	1,744	1.00	780	0.40
长期股权投资	184	0.20	113	0.10	181	0.10	263	0.10
合计	102,044	100.00	136,607	100.00	173,559	100.00	191,719	100.00

资料来源：公司招股说明书（申报稿），国信证券经济研究所

由于我国保险资金运用渠道逐渐放开，以及2005年底以来资本市场逐渐进入良性发展，因此公司的投资收益（含公允价值变动损益计入利润表的部分）取得了较快的增长，尤其是伴随着今年央行五次加息以及上半年股指的快速上扬，因此2007年投资收益增加尤为明显。2007年1-6月、2006年、2005年和2004年的收益分别为138.37亿元、95.16亿元、62.65亿元和30.90亿元。2007年1-6月、2006年、2005年和2004年，公司定期存款投资收益分别为12.12亿元、22.33亿元、19.19亿元和17.01亿元。2004-2006年，定期存款规模和收益率逐年提高。定期存款利息收入是公司较为稳定的投资收益来源之一。2007年1-6月、2006年、2005年和2004年，公司债券投资的投资收益分别为18.94亿元、34.12亿元、32.64亿元和12.16亿元。2006年，虽然债权型投资收益率有所下降，但是由于债券投资规模的增长，整体投资收益仍然较上年有所增长。债券投资收益2005年较上年大幅增长的主要原因是当年的债券投资收益率和投资规模较上年均有所增长。2007年1-6月、2006年、2005年和2004年，公司权益工具投资的投资收益分别为106.49亿元、38.56亿元、11.00亿元和0.60亿元。权益工具投资收益2006年较上年显著增长的主要原因是随着2006年股市的回暖，当年投资收益率显著提高，同时太保寿险2006年获准直接投资股票，因而增加了权益工具投资的额度。公司的投资收益还包括买入返售证券、长期股权投资和衍生金融资产的损益，但总体影响较小。在上述因素的共同影响下，2006年、2005年和2004年公司整体的投资收益率分别为6.1%、5.3%和3.4%，呈逐年上升的趋势。

**表 6: 2007 年上半年太保投资收益 (金额单位: 百万元人民币)**

项目	2004		2005		2006		1H2007	
	金额	收益率 (%)	金额	收益率 (%)	金额	收益率 (%)	金额	收益率 (%)
定期存款	1,701.0	3.7	1,919.0	4.0	2,233.0	4.3	1,212.0	2.2
债券投资	1,216.0	3.5	3,264.0	5.2	3,412.0	4.0	1,894.0	2.0
国债及央票	327.0	4.7	864.0	5.6	820.0	4.2	347.0	1.8
政策性金融债	384.0	3.0	836.0	5.0	756.0	3.5	468.0	2.0
金融机构债券和次级债	247.0	3.9	653.0	4.3	863.0	4.3	447.0	2.1
企业债券	258.0	2.8	911.0	6.0	973.0	4.1	632.0	2.0
权益工具投资	60.0	1.2	1,100.0	16.2	3,856.0	22.6	10,649.0	35.7
股票	-1.0	-8.7	6.0	11.5	795.0	14.5	4,046.0	32.6
证券投资基金	61.0	1.2	1,094.0	16.3	3,061.0	26.4	6,603.0	37.9
衍生金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	200.0	61.0	196.8
买入返售证券	156.0	2.9	34.0	1.6	32.0	2.0	9.0	0.7
长期股权投资	-43.0	-20.9	-52.0	-35.0	-18.0	-12.2	12.0	5.4
合计	3,090.0		6,265.0		9,516.0		13,837.0	
总投资收益率		3.4		5.3		6.1		7.6

资料来源: 公司招股说明书 (申报稿), 国信证券经济研究所

**表 7: 保险资金运用大事记**

日期	事项
1985 年 3 月	国务院颁布《保险企业管理暂行条例》, 从法规的角度明确了保险企业可以自主运用保险资金。
1995 年	《保险法》颁布, 并对保险资金运用的范围和形式等作了严格的规定: 即资金运用的形式限于银行存款、买卖政府债券、金融债券和国务院规定的其它资金运用模式, 保险企业的资金不得用于设立证券经营机构和向企业投资。此后, 保险资金陆续退出证券市场。
1996 年 9 月	央行发布《保险管理暂行规定》, 明确指出保险资金的运用仅限于银行存款、买卖政府债券、买卖金融债券以及国务院规定的其它资金运用方式。
1999 年 5 月	保监会宣布保险公司通过一级市场和二级市场购买的各种债券余额不得超过本公司总资产的 10%。且所购债券须为信用评级达 AA+ 以上的铁路、三峡、电力等中央企业债券 (以下简称“债券”)。
1999 年 10 月	保监会批准保险资金间接入市, 根据证券投资基金市场的规模, 确定保险资金间接进入证券市场的规模为保险公司资产的 5%。
2000 年	保监会先后批复泰康人寿、华泰财产保险等多家保险公司投资于证券投资基金的比例提高至不超过上年末总资产的 10%。
2001 年 3 月	保监会将平安、新华、中宏等 3 家保险公司的投资连接保险在证券投资基金上的投资比例从 30% 放宽至 100%。
2001 年 8 月	有关保险公司申请设立债券投资基金和基金管理公司的报告递交政府有关部门。
2001 年至 2002 年	中国人寿、中国人保、中国再保险、平安、太平洋、华泰等国内大型保险公司都建立了人、财、物相对独立的保险投资管理机构。
2002 年 10 月	《保险法》修改案获得通过。原法第 104 条第三款“保险公司的资金不得用于设立证券经营机构和向企业投资”, 修改为第 105 条第三款“保险公司的资金不得用于设立证券经营机构, 不得用于设立保险公司以外的企业”。
2002 年 12 月	保监会宣布取消包括“保险公司投资基金比例核定”在内的 58 项行政审批项目。
2003 年 6 月	经国务院批准, 保监会公布了新的《保险公司投资企业债券管理暂行办法》。我国保险业投资企业债券的范围, 由只允许投资三峡、铁路、电力、移动通信等中央企业债券, 扩大到自主选择购买经国家主管部门批准发行, 且经监管部门认可的信用评级在 AA 级以上的企业债券; 保险公司投资企业债券的比例由目前不得超过总资产的 10%, 提高到 20%。
2004 年 4 月	经国务院批准, 保监会制定并出台了《保险资产管理公司管理暂行规定》, 中国人保、中国人寿分别发起设立了保险资产管理公司。
2005 年 2 月	经保监会批准, 中再资产管理公司成为中国第一家有外资参股的股份制保险资产管理公司。
2005 年 2 月	保监会公布《关于保险机构投资者股票投资有关问题的通知》, 规定保险机构投资者股票投资的余额, 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%。
2006 年 1 月	保监会主席吴定富宣布, 国务院已经相继批准保险资金间接投资基础设施项目和渤海产业投资基金。
2006 年 3 月	保监会公布《保险资金间接投资基础设施项目试点管理办法》, 规定寿险公司投资基础设施项目余额, 按成本价格计算不得超过该公司上季度末总资产的 5%; 财产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 2%。
2006 年 10 月	保监会公布《关于保险机构投资者商业银行股权的通知》, 保险机构投资者银行股权必须符合以下比例规定: 一般投资和参股类重大投资余额的合计, 不超过该机构上年末总资产的 3%; 一般投资单一银行股权的余额, 不超过该机构上年末总资产的 1%。其他重大投资的余额报中国保监会审批; 重大投资运用公司资本金的余额, 不超过该机构上年末实收资本扣除累计亏损的 40%。其中, 投资总额低于拟投银行股本或者实收资本 5% 的为一般投资, 5% 以上的为重大投资。
2007 年 4 月	中国保险监督管理委员会已经批准保险公司直接投资股票比例由当前的不超过总资产的 5% 升至 10%, 且允许保险资金投资去年涨幅超过 100% 的股票。
2007 年 6 月	保监会对《保险资金运用管理暂行办法 (草案)》向社会各界公开征集意见, 办法中明确规定保险资金投资对象包括直接股权投资和衍生产品。

**2007年7月**

保监会公布《保险资金境外投资管理暂行办法》，规定保险资金境外投资总额，不得超过上年末总资产的15%。具体投资比例由中国保监会核准。

**2007年11月**

保监会批复中国平安、华泰财产保险可通过购汇形式投资香港股票市场。投资比例不超过上年末总资产5%，所投股票将以香港H股或红筹股为主。

资料来源：根据相关资料整理，国信证券经济研究所

根据新会计准则，可供出售的金融资产公允价值的变动计入资本公积不计入在损益表中，在该部分资产出售或者计提减值损失时计入损益表，因此在可供出售金融资产公允价值不产生大的不利变动时，计入资本公积的可供出售的金融资产公允价值的变动可以根据保险公司的需要对利润进行调节。

**表 8: 2006-1H2007 国内上市保险公司可供出售金融资产公允价值变动对比**

	2006	1H2007
<b>中国人寿</b>		
可供出售金融资产公允价值变动净额（单位，百万元）	13,011	21,423
股本（单位，百万）	28,265	28,265
每股可供出售金融资产公允价值变动额（单位，元）	0.46	0.76
<b>中国平安</b>		
可供出售金融资产公允价值变动净额（单位，百万元）	8,100	11,615
股本（单位，百万）	6,195	7,345
每股可供出售金融资产公允价值变动额（单位，元）	1.31	1.58
<b>中国太保</b>		
可供出售金融资产公允价值变动净额（单位，百万元）	6,864	1,446
股本（单位，百万）	4,300	6,700
每股可供出售金融资产公允价值变动额（单位，元）	1.60	0.22

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

**表 9: 2007 年上半年国内上市保险公司债券投资、股权投资按投资目的分类对比 (金额单位: 百万元人民币)**

中国人寿	2006		1H2007	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
<b>债券投资</b>	357,898	100.00%	396,706	100.00%
交易性金融资产	4,471	1.25%	14,494	3.65%
可供出售金融资产	176,868	49.42%	196,238	49.47%
持有至到期投资	176,559	49.33%	186,486	47.01%
<b>股权投资</b>	95,493	100.00%	128,047	100.00%
交易性金融资产	32,898	34.45%	22,827	17.83%
可供出售金融资产	62,595	65.55%	105,220	82.17%
<b>债券股权投资总计</b>	453,391	100.00%	525,265	100.00%
交易性金融资产	37,369	8.24%	37,321	7.11%
可供出售金融资产	239,463	52.82%	301,458	57.39%
持有至到期投资	176,559	38.94%	186,486	35.50%

中国平安	2006		1H2007	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
<b>债券投资</b>	210,779	100.00%	252,838	100.00%
交易性金融资产	17,761	8.43%	38,338	15.16%
可供出售金融资产	63,768	30.25%	84,307	33.34%
持有至到期投资	129,250	61.32%	130,193	51.49%
<b>股权投资</b>	57,674	100.00%	83,234	100.00%
交易性金融资产	26,242	45.50%	35,098	42.17%
可供出售金融资产	31,432	54.50%	48,136	57.83%
<b>债券股权投资总计</b>	268,453	100.00%	336,072	100.00%
交易性金融资产	44,003	16.39%	73,436	21.85%
可供出售金融资产	95,200	35.46%	132,443	39.41%
持有至到期投资	129,250	48.15%	130,193	38.74%

中国太保	2006		1H2007	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
<b>债券投资</b>	91,450	100.00%	99,694	100.00%
交易性金融资产	101	0.11%	84	0.08%
可供出售金融资产	46,744	51.11%	45,895	46.04%
持有至到期投资	36,879	40.33%	43,490	43.62%
贷款及应收款	7,726	8.45%	10,225	10.26%
<b>股权投资</b>	26,328	100.00%	33,346	100.00%
交易性金融资产	4,656	17.68%	2,803	8.41%
可供出售金融资产	21,672	82.32%	30,543	91.59%
<b>债券股权投资总计</b>	117,778	100.00%	133,040	100.00%
交易性金融资产	4,757	4.04%	2,887	2.17%
可供出售金融资产	68,416	58.09%	76,438	57.45%
持有至到期投资	36,879	31.31%	43,490	32.69%
贷款及应收款	7,726	6.56%	10,225	7.69%

资料来源: 公司招股说明书 (申报稿), 国信证券经济研究所

## 财务预测与估值

### 财务预测

在中国会计准则下太保集团的财务预测如下:

**表 10: 太保集团利润表预测 (金额单位: 百万元人民币)**

项目	2004	2005	2006	1H2007	2007E	2008E	2009E	2010E
已赚保费	40,788	45,580	47,964	31,361	60,554	71,597	84,217	98,594
保险业务收入	47,333	50,914	56,034	37,672	72,843	86,700	102,763	121,355
减: 分出保费	-4,944	-4,914	-6,393	-3,719	-8,323	-10,158	-12,380	-15,074

提取未到期责任准备金	-1,601	-420	-1,677	-2,592	-3,967	-4,946	-6,166	-7,687
投资收益(1)	3,090	6,265	9,516	13,837	25,640	28,004	36,052	44,310
汇兑收益/(损失)	2	-7	-153	-142	-275	-163	-203	-262
其他业务收入	64	86	199	148	394	553	782	1,108
<b>营业收入</b>	<b>43,944</b>	<b>51,924</b>	<b>57,526</b>	<b>45,204</b>	<b>86,313</b>	<b>99,990</b>	<b>120,849</b>	<b>143,751</b>
退保金	-4,825	-6,475	-4,824	-3,852	-6,826	-8,124	-9,284	-11,196
赔付支出净额	-10,171	-10,539	-13,126	-6,448	-16,668	-19,450	-23,307	-27,861
手续费及佣金支出	-3,592	-3,342	-3,693	-2,612	-5,237	-6,208	-7,323	-8,600
提取保险责任准备金净额	-21,255	-22,412	-25,070	-22,370	-34,469	-39,419	-45,733	-52,573
其他支出(2)	-5,700	-7,647	-8,809	-5,237	-12,338	-11,701	-13,326	-14,992
<b>营业支出</b>	<b>-45,543</b>	<b>-50,415</b>	<b>-55,522</b>	<b>-40,519</b>	<b>-75,538</b>	<b>-84,902</b>	<b>-98,972</b>	<b>-115,222</b>
营业利润/(亏损)	-1,599	1,509	2,004	4,685	10,109	14,089	20,377	26,280
营业外收支(净额)	15	-37	22	-6	0	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>-1,584</b>	<b>1,472</b>	<b>2,026</b>	<b>4,679</b>	<b>10,109</b>	<b>14,089</b>	<b>20,377</b>	<b>26,280</b>
所得税	479	-565	-719	-743	-1,650	-3,370	-4,866	-6,227
<b>净利润</b>	<b>-1,105</b>	<b>907</b>	<b>1,307</b>	<b>3,936</b>	<b>8,052</b>	<b>10,110</b>	<b>14,597</b>	<b>18,681</b>
<b>归属母公司的净利润</b>	<b>-1,106</b>	<b>1,131</b>	<b>1,008</b>	<b>3,823</b>	<b>7,884</b>	<b>9,900</b>	<b>14,294</b>	<b>18,294</b>
<b>股本</b>	<b>4,300</b>	<b>4,300</b>	<b>4,300</b>	<b>6,700</b>	<b>7,700</b>	<b>8,600</b>	<b>8,600</b>	<b>8,600</b>
<b>每股收益</b>	<b>-0.26</b>	<b>0.21</b>	<b>0.30</b>	<b>0.59</b>	<b>1.05</b>	<b>1.18</b>	<b>1.70</b>	<b>2.17</b>
<b>归属母公司每股收益</b>	<b>-0.26</b>	<b>0.26</b>	<b>0.23</b>	<b>0.68</b>	<b>1.02</b>	<b>1.15</b>	<b>1.66</b>	<b>2.13</b>

资料来源：公司招股说明书（申报稿），国信证券经济研究所

**表 11：太保集团资产负债表预测（金额单位：百万元人民币）**

项目	2004	2005	2006	1H2007	2007E	2008E	2009E	2010E
<b>资产</b>								
货币资金	3,209	8,055	10,142	23,156	46,791	44,158	44,420	53,173
投资资产								
其中：定期存款	46,234	48,828	53,855	57,575	61,888	79,090	95,424	111,170
债券投资	47,069	78,455	91,450	99,694	117,015	157,999	201,618	248,714
国债及央票	11,627	19,196	19,556	18,541	20,910	27,126	33,252	39,399
政策性金融债	12,126	21,479	21,659	25,746	27,441	33,440	38,231	41,877
金融机构债券和次级债	12,627	17,935	22,383	20,963	26,349	37,844	51,080	66,328
企业债券	10,689	19,845	27,852	34,444	42,315	59,589	79,056	101,110
权益工具投资	5,757	7,795	26,328	33,346	40,609	53,817	67,425	81,690
股票	14	90	10,884	13,971	17,193	25,711	32,212	41,248
证券投资基金	5,743	7,705	15,444	19,375	23,416	28,106	35,213	40,442
衍生金融资产			1	61	70	93	117	141
买入返售证券	2,800	1,416	1,744	780	898	1,190	1,491	1,807
长期股权投资	184	113	181	263	303	401	503	609
<b>投资资产合计</b>	<b>102,044</b>	<b>136,607</b>	<b>173,559</b>	<b>191,719</b>	<b>220,783</b>	<b>292,590</b>	<b>366,578</b>	<b>444,131</b>
保单质押贷款	57	111	219	284	348	438	528	633
应收保费	2,028	1,777	1,992	3,380	2,754	3,278	3,885	4,588
存出资本保证金	690	690	890	850	850	850	850	850
其他资产	13,535	14,103	16,289	19,530	21,062	26,915	28,298	28,782
<b>资产总计</b>	<b>121,563</b>	<b>161,343</b>	<b>203,091</b>	<b>238,919</b>	<b>292,588</b>	<b>368,229</b>	<b>444,560</b>	<b>532,157</b>
<b>负债</b>								
未到期责任准备金	9,549	9,986	12,174	15,161	16,120	21,066	27,232	34,919
保险责任准备金	97,411	121,649	149,802	172,972	183,155	223,301	269,716	322,849
保险保障基金	832	57	58	94	153	203	255	314
其他负债	11,112	22,317	27,791	25,006	29,520	36,202	43,992	53,004
<b>负债合计</b>	<b>118,904</b>	<b>154,009</b>	<b>189,825</b>	<b>213,233</b>	<b>228,948</b>	<b>280,771</b>	<b>341,196</b>	<b>411,086</b>
<b>股本</b>	<b>4,300</b>	<b>4,300</b>	<b>4,300</b>	<b>6,700</b>	<b>7,700</b>	<b>8,600</b>	<b>8,600</b>	<b>8,600</b>
资本公积	3,527	6,406	7,914	15,828	48,954	61,761	63,070	62,095
盈余公积	86	171	303	303	1,108	2,119	3,579	5,447
未分配利润/(累计亏损)	-5,314	-4,268	-1,355	2,468	5,892	14,990	28,128	44,941

外币报表折算差额	-2	-3	-9	-13	-13	-13	-13	-13
<b>股东权益合计</b>	<b>2,659</b>	<b>7,334</b>	<b>13,266</b>	<b>25,686</b>	<b>63,641</b>	<b>87,458</b>	<b>103,364</b>	<b>121,071</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>121,563</b>	<b>161,343</b>	<b>203,091</b>	<b>238,919</b>	<b>292,588</b>	<b>368,229</b>	<b>444,560</b>	<b>532,157</b>

资料来源：公司招股说明书（申报稿），国信证券经济研究所

### 内含价值

太保寿险内含价值以及一年新业务价值如下：

**表 12: 太保寿险内含价值（金额单位：百万元人民币）**

项目	2006			1H2007		
风险贴现率	10%	12%	14%	10%	12%	14%
公司经调整的净资产价值	11,287	11,287	11,287	24,422	24,422	24,422
太保寿险 1999 年 6 月前承保业务未扣除偿付能力 额度成本的有效业务价值	-3,777	-3,114	-2,646	-2,873	-2,385	-2,043
太保寿险 1999 年 6 月后承保业务未扣除偿付能力 额度成本的有效业务价值	19,267	16,786	14,853	22,010	19,190	16,991
太保寿险的偿付能力额度成本	-3,920	-4,425	-4,793	-4,250	-4,812	-5,223
太保寿险扣除偿付能力额度成本后的有效业务价值	11,569	9,248	7,415	14,887	11,993	9,725
太保集团持有的太保寿险股份比例	1	1	1	1	1	1
太保集团应占太保寿险扣除偿付能力额度成本后的 有效业务价值	8,390	6,706	5,378	14,564	11,733	9,514
公司内含价值	19,676	17,993	16,664	38,986	36,155	33,935
太保寿险扣除偿付能力额度成本前的一年新业务价 值	3,252	2,724	2,317	4,245	3,578	3,063
太保寿险扣除偿付能力额度成本后的一年新业务价 值	2,764	2,176	1,729	3,658	2,918	2,353
太保集团应占太保寿险扣除偿付能力额度成本后的 一年新业务价值	2,004	1,578	1,254	3,579	2,854	2,302

资料来源：公司招股说明书（申报稿），国信证券经济研究所

**表 13: 太保寿险内含价值变动分析（金额单位：百万元人民币）**

	2006	1H2007
<b>截至上期末的本公司内含价值</b>	<b>11,333</b>	<b>17,993</b>
少数股东权益和资产市场价值调整中属于少数股东权益的部分	789	2,157
太保寿险有效业务价值中属于少数股东权益的部分	1,720	2,541
<b>截至上期末的本公司内含价值与少数股东权益之和</b>	<b>13,842</b>	<b>22,691</b>
太保寿险内含价值本期内的预期回报	1,193	844
太保寿险本期新业务的价值	2,176	1,842
太保寿险营运经验的差异	-1,359	-253
太保寿险投资收益的差异	5,878	5,221
太保寿险评估基础的变化	-475	-1,391
太保寿险假设的变化	341	195
资本注入		2,002
太保寿险其他差异	204	-99
太保寿险资产市场价值调整的变化	-60	-880
除太保寿险以外的本公司其他业务的经调整的净资产价值的改变	950	6,622
<b>截至本期末的本公司内含价值与少数股东权益之和</b>	<b>22,691</b>	<b>36,796</b>
少数股东权益和资产市场价值调整中属于少数股东权益的部分	-2,157	-381
太保寿险有效业务价值中属于少数股东权益的部分	-2,541	-260
<b>截至本期末的本公司内含价值</b>	<b>17,993</b>	<b>36,155</b>

资料来源：公司招股说明书（申报稿），国信证券经济研究所

### 估值及国际对比

假设：

- 1、2010-2020 年，公司标准化保费增速从 19.37%逐步下降为 8.37%，2020-2030 年，公司标准化保费增速从 7.87%逐步下降到 3.37%
- 2、风险折现率为 10.3%
- 3、新业务边际贡献 (NBV/APE) 2030 年以后保持在 16%
- 4、投资收益率为 6.5%
- 5、永续增长率为 3%

**表 14: 太保集团估值 (金额单位: 百万元人民币)**

	2007E	2008E	2009E	2010E
标准化保费	8,460	10,436	12,832	15,510
标准化保费增长率		23%	23%	21%
新业务边际贡献率	39.19%	39.69%	40.19%	40.69%
一年新业务价值 (含假设差异弹性)	<b>5,715</b>	<b>6,902</b>	<b>8,294</b>	<b>9,858</b>
一年新业务价值 (不含假设差异弹性)	<b>3,316</b>	<b>4,142</b>	<b>5,157</b>	<b>6,311</b>
经调整后的净资产价值	52,937	85,282	100,557	117,472
有效业务价值 (含假设差异弹性)	32,450	36,592	41,749	48,060
有效业务价值 (不含假设差异弹性)	12,564	16,706	21,863	28,174
<b>内含价值</b>	<b>85,387</b>	<b>121,874</b>	<b>142,306</b>	<b>165,532</b>
一年新业务价值折现之和 (含假设差异弹性)	235,051	252,958		
评估价值 (AV)	320,438	374,832		
隐含新业务乘数 (Implied NBM)	41.13	36.65		
每股评估价值/每股内含价值 (P/EVPS)	3.75	3.08		
每股 FNBV	0.74	0.80		
总股数	7700	8600		
每股内含价值 (EVPS)	11.09	14.17		
每股新业务价值	30.53	29.41		
<b>太保寿险每股价值</b>	<b>41.62</b>	<b>43.59</b>		
太保产险预期每股收益	0.30	0.36		
20 倍市盈率下的太保产险每股价值	6.09	7.28		
20 倍市盈率下其他业务每股价值	0.94	1.26		
<b>太保集团每股价值</b>	<b>48.64</b>	<b>52.12</b>		

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

**表 15: 太保集团首日上市价格弹性分析 (金额单位: 元)**

太保上市均衡价弹性分析		折 现 率								
		11.30%	11.05%	10.80%	10.55%	10.30%	10.05%	9.80%	9.55%	9.30%
投资收益率	4.50%	30.48	31.07	31.70	32.36	33.07	33.81	34.60	35.45	36.35
	4.75%	32.13	32.79	33.49	34.23	35.01	35.85	36.74	37.69	38.71
	5.00%	33.78	34.51	35.28	36.09	36.96	37.88	38.87	39.93	41.06
	5.25%	35.43	36.23	37.07	37.96	38.91	39.92	41.01	42.17	43.42
	5.50%	37.08	37.94	38.85	39.82	40.86	41.96	43.14	44.41	45.77
	5.75%	38.74	39.66	40.64	41.69	42.80	43.99	45.27	46.65	48.13
	6.00%	40.39	41.38	42.43	43.55	44.75	46.03	47.41	48.88	50.48
	6.25%	42.04	43.10	44.22	45.42	46.70	48.07	49.54	51.12	52.84
	6.50%	43.69	44.81	46.01	47.28	48.64	50.10	51.67	53.36	55.19
	6.75%	45.35	46.53	47.80	49.15	50.59	52.14	53.81	55.60	57.54
	7.00%	47.00	48.25	49.59	51.01	52.54	54.18	55.94	57.84	59.90
	7.25%	48.65	49.97	51.37	52.88	54.49	56.21	58.07	60.08	62.25
	7.50%	50.30	51.69	53.16	54.74	56.43	58.25	60.21	62.32	64.61
	7.75%	51.95	53.40	54.95	56.61	58.38	60.29	62.34	64.56	66.96
	8.00%	53.61	55.12	56.74	58.47	60.33	62.32	64.47	66.80	69.32
	8.25%	55.26	56.84	58.53	60.34	62.27	64.36	66.61	69.04	71.67
8.50%	56.91	58.56	60.32	62.20	64.22	66.40	68.74	71.28	74.03	

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

**表 16: 国际寿险公司主要财务指标和动态 PE、PB 对比 (金额单位: 亿本位币)**

	货币单位	市价	总市值	PE 07	PE 08	PE 09	PB 07	PB 08	PB 09	ROA (%)	ROE (%)
<b>香港</b>											
2318 HK Equity	HKD	79.55	7,313	33.7	33.0	29.0	5.6	4.9	4.4	2.75	20.1
2628 HK Equity	HKD	39.45	15,397	29.1	27.5	28.3	5.8	5.1	4.2	4.58	26.8
966 HK Equity	HKD	21.20	300	39.3	43.3	34.8	5.8	5.4	4.7	1.62	18.1
<b>平均</b>				<b>34.0</b>	<b>34.6</b>	<b>30.7</b>	<b>5.7</b>	<b>5.1</b>	<b>4.4</b>	<b>3.0</b>	<b>21.7</b>
<b>美国</b>											
AIG US Equity	USD	56.70	1,438	9.0	8.3	7.7	1.4	1.2	1.1	1.66	16.7
ALL US Equity	USD	51.38	293	7.4	7.6	7.7	1.4	1.2	1.1	3.32	25.0
HIG US Equity	USD	87.26	274	8.1	8.4	7.8	1.4	1.2	1.1	0.95	17.9
AFL US Equity	USD	60.35	294	18.4	15.9	14.0	3.5	3.2	2.9	2.60	19.9
MET US Equity	USD	60.98	452	10.0	9.8	8.8	1.4	1.3	1.2	1.34	24.3
LTR US Equity	USD	47.90	254	11.1	9.3	8.5	1.6	1.4	1.0	3.71	17.9
PRU US Equity	USD	93.11	423	12.3	11.4	9.9	1.9	1.9	1.7	0.93	19.0
PFG US Equity	USD	68.45	179	16.7	15.4	13.3	2.5	2.2	1.9	0.80	15.0
NFS US Equity	USD	43.59	61	9.3	9.0	8.0	1.1	1.1	1.0	0.61	13.4
UNM US Equity	USD	23.37	84	10.9	9.9	8.6	1.1	1.0	0.9	1.06	7.6
TMK US Equity	USD	60.66	56	11.2	10.3	9.5	1.6	1.5	1.4	3.57	16.7
PL US Equity	USD	40.67	29	10.1	9.8	8.8	1.1	1.1	1.0	0.86	13.8
CI US Equity	USD	53.39	149	13.5	12.5	10.7	3.5	2.7	2.1	2.43	23.4
AIZ US Equity	USD	67.18	79	11.9	10.9	10.0	2.0	1.7	1.5	2.98	20.3
HS US Equity	USD	18.26	11	12.4	10.5	9.0	2.5	2.3	8.1	9.20	15.6
LNC US Equity	USD	57.08	154	10.5	9.3	8.3	1.3	1.2	1.1	0.86	13.1
PL US Equity	USD	40.67	29	10.1	9.8	8.8	1.1	1.1	1.0	0.86	13.8
RGA US Equity	USD	51.55	32	9.5	9.0	8.2	1.1	0.9	0.8	1.62	11.5
UAM US Equity	USD	23.10	17	16.1	12.1	10.3	1.5	1.4	1.2	4.08	18.8
UNH US Equity	USD	57.20	739	16.3	14.4	12.7	3.8	3.6	3.1	8.90	22.7
TMK US Equity	USD	60.66	56	11.2	10.3	9.5	1.6	1.5	1.4	3.57	16.7
WLP US Equity	USD	86.13	492	15.5	13.4	11.8	2.2	2.1	1.9	6.19	13.4
ORI US Equity	USD	14.65	34	10.8	13.6	10.2	0.7	0.7	0.7	3.64	10.3
PNX US Equity	USD	12.13	14	10.0	10.3	9.0	0.6	0.6	0.5	0.57	7.4
<b>平均</b>				<b>11.8</b>	<b>10.9</b>	<b>9.6</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>	<b>1.7</b>	<b>2.8</b>	<b>16.4</b>
<b>日本</b>											
8752 JP Equity	JPY	1095	16,569	31.8	22.2	19.1	0.7	0.6	0.6	0.88	4.0
8766 JP Equity	JPY	3540	29,188	22.6	24.3	21.5	0.8	0.8	0.8	0.51	2.5
8795 JP Equity	JPY	5740	14,139	37.0	36.3	24.8	1.3	1.3	1.3	0.33	5.0
<b>平均</b>				<b>30.5</b>	<b>27.6</b>	<b>21.8</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>0.6</b>	<b>3.8</b>
<b>欧洲</b>											
PRU LN Equity	GBP	666.0	165	11.0	10.2	8.9	2.4	2.2	2.0	0.54	20.8
CNP FP Equity	EUR	86.9	129	11.1	10.5	9.5	1.2	1.1	1.0	0.56	15.0
FP/ LN Equity	EUR	154.3	33	13.7	12.4	11.4	1.4	1.4	1.0	0.72	11.0
STJ LN Equity	EUR	283.0	13	11.1	10.4	9.2	1.6	1.4	7.1	0.65	24.9
AV/ LN Equity	EUR	643.0	168	11.6	10.3	9.7	1.8	1.7	1.6	0.76	19.8
CS FP Equity	EUR	26.8	568	9.6	8.7	8.1	1.2	1.1	1.0	0.85	14.3
AEG SJ Equity	EUR	6060.0	240	1.8	1.4	1.2	0.2	0.2	0.2	8.99	24.0
AV/ LN Equity	EUR	643.0	168	11.6	10.3	9.7	1.8	1.7	1.6	0.76	19.8
<b>平均</b>				<b>10.2</b>	<b>9.3</b>	<b>8.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	<b>1.9</b>	<b>1.7</b>	<b>18.7</b>
<b>澳洲</b>											
AXA AU Equity	AUD	7.4	126	18.8	17.9	16.4	3.3	3.1	2.9	2.26	19.5

AMP AU Equity	AUD	9.8	183	17.5	18.3	16.6	10.4	9.3	8.7	1.06	52.2
平均				18.13	18.09	16.50	6.86	6.22	5.80	1.66	35.87
欧洲											

数据来源: Bloomberg 国信证券经济研究所

**表 17: 国际产险公司主要财务指标和 PE、PB 对比 (金额单位: 亿本位币)**

	货币单位	市价	总市值	PE 07	PE 08	PE 09	PB 07	PB 08	PB 09	ROA (%)	ROE (%)
<b>美国</b>											
ABK US Equity	USD	26.98	27	3.5	3.4	3.0	0.5	0.4	0.4	3.88	13.8
ACE US Equity	USD	60.83	200	7.7	8.2	7.9	1.3	1.1	1.0	3.80	19.2
ACGL US Equity	USD	67.26	46	6.1	6.7	6.7	1.3	1.1	1.0	5.98	27.1
AFG US Equity	USD	28.75	33	8.0	7.6	8.0	1.1	1.0	0.9	1.68	15.1
AHL US Equity	USD	29.46	26	6.2	7.1	6.8	1.1	1.0	0.8	6.49	20.0
MCY US Equity	USD	50.49	28	11.8	11.8	12.2	1.5	1.4	1.4	5.81	14.5
AXS US Equity	USD	39.42	60	6.5	7.1	7.0	1.3	1.2	1.0	7.38	26.3
BER US Equity	USD	30.48	56	8.2	8.0	7.9	1.5	1.3	1.2	4.80	23.6
CB US Equity	USD	53.33	205	8.5	9.1	9.2	1.4	1.3	1.1	5.38	20.2
CNA US Equity	USD	33.10	90	8.0	7.8	7.7	0.9	0.8	0.7	1.93	12.6
PGR US Equity	USD	18.41	129	11.8	13.3	13.1	2.4	2.3	2.3	7.17	24.5
IPCC US Equity	USD	37.71	6	10.0	10.5	10.4	1.1	1.0	0.9	3.60	11.2
SAF US Equity	USD	55.52	52	8.8	9.0	9.2	1.4	1.3	1.3	5.94	21.1
HS US Equity	USD	18.26	11	12.4	10.5	9.0	2.5	2.3	8.1	9.20	15.6
PL US Equity	USD	40.67	29	10.1	9.8	8.8	1.1	1.1	1.0	0.86	13.8
TRV US Equity	USD	52.66	340	7.9	8.5	8.3	1.3	1.2	1.1	3.99	19.0
THG US Equity	USD	44.23	23	10.0	10.3	10.1	1.0	0.9	0.9	2.08	10.5
UTR US Equity	USD	44.63	29	15.1	14.2	12.4	1.2	1.1	1.1	2.98	12.7
PNX US Equity	USD	12.13	14	10.0	10.3	9.0	0.6	0.6	0.5	0.57	7.4
平均				9.0	9.1	8.8	1.3	1.2	1.4	4.4	17.3
<b>日本</b>											
8754 JP Equity	JPY	1025	8,474	65.3	64.1	38.9	1.0	0.9	1.0	0.21	1.1
8755 JP Equity	JPY	1012	9,996	15.9	15.2	14.8	0.6	0.6	0.6	0.87	4.7
8761 JP Equity	JPY	547	4,136	24.5	23.5	18.3	0.6	0.6	0.6	0.65	3.5
8766 JP Equity	JPY	3540	29,188	22.6	24.3	21.5	0.8	0.8	0.8	0.51	2.5
平均				32.1	31.8	23.4	0.8	0.7	0.7	0.6	2.9
<b>欧洲</b>											
ZURN VX Equity	GBP	330.3	481	3.8	3.8	3.7	0.7	0.6	0.6		
ALV GR Equity	EUR	142.1	640	7.8	7.6	7.0	1.2	1.1	1.0		
平均				5.8	5.7	5.3	1.0	0.9	0.8		
<b>澳洲</b>											
IAG AU Equity	AUD	4.1	77	12.0	11.2	10.7	1.5	1.5	1.5	3.61	16.2
QBE AU Equity	AUD	32.1	284	13.7	13.2	12.7	3.4	3.0	2.7		
平均				12.9	12.2	11.7	2.4	2.2	2.1	3.6	16.2

数据来源: Bloomberg 国信证券经济研究所

**国信证券投资评级:**

类别	级别	定义
	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20% 以上

股票投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 $\pm 10\%$ 至 20% 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

#### 免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

**国信证券经济研究所**

公司副总裁兼经济研究所所长 岳克胜	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李晨
首席经济顾问 杨建龙	钢铁有色金属行业首席分析师 郑东	IT行业首席分析师 肖利娟
首席策略分析师 汤小生	交通运输行业首席分析师 唐建华	造纸行业首席分析师 李世新
房地产行业首席分析师 方焱	汽车与汽配行业首席分析师 赵雪桂	金融行业首席分析师 朱 球
电力设备行业首席分析师 彭继忠	批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿轩	传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发
纺织品与服装行业首席分析师 高芳敏	基础化工行业首席分析师 邱伟	医药行业首席分析师 贺平鸽
家电行业首席分析师 王念春	航空运输行业首席分析师 李树荣	电力行业资深分析师 徐颖真
建筑与建材行业资深分析师 杨昕	有色金属行业资深分析师 黄安乐	煤炭行业分析师 杨立宏
机械行业分析师 郑国	医药行业分析师 丁丹	石油化工行业分析师 傅惟寿
机械行业分析师 余爱斌	汽车与汽配行业分析师 李君	基础化工行业分析师 张剑峰
纺织品与服装行业分析师 方军平	IT行业分析师 王俊峰	房地产行业分析师 陈林
基础化工行业分析师 陈爱华	农业与食品饮料行业分析师 黄茂	金融行业分析师 黄 飙
金融行业分析师 武建刚	固定收益分析师 皮敏	宏观经济分析师 林松立
宏观经济分析师 任泽平	策略分析师 王军清	策略分析师 崔 嵘

**国信证券经济研究所销售交易部**

首席销售总监 郑东 (010) 82254160 zhengdong@guosen.com.cn	华北地区销售副总监 王晓健 (010) 82252615 wangxj@guosen.com.cn	华南地区销售副总监 刘钦 (0755) 82130680 liuqin@guosen.com.cn
华东地区销售副总监 盛建平 (021) 68864592 shengjp@guosen.com.cn	华北地区销售副总监 王立法 (010) 82252236 wanglf@guosen.com.cn	华南地区销售副总监 刘宇华 (0755) 82130818 liuyh@guosen.com.cn
华东地区高级销售经理 马小丹 (021) 68866025 maxd@guosen.com.cn	华北地区高级销售经理 谭春元 (010) 82259782 tancy@guosen.com.cn	华南地区销售经理 邵燕芳 (0755) 82130532 shaoyf@guosen.com.cn