



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

张戢, PhD*

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120023
(8610) 6622 9075
jian.zhang@bocichina.com

*孙洁妮为本报告重大贡献者

中国太保 14 年中期业绩符合预期，基本面乐观

中国太保(601601.CH/人民币 19.14, 谨慎买入)公布半年报业绩, 净利润 68.48 亿元, 同比增长 25.3%, 基本每股收益 0.76 元; 净资产为 1,063.41 亿元, 同比增长 7.4%, 每股净资产为 11.73 元。内含价值为 1,538.91 亿元, 上升了 6.6%。上半年实现新业务价值 52.3 亿元, 同比增长 22.9%。

要点:

- 截至 6 月末, 太保的投资资产为 7,564.54 亿元, 同比增长 13.45%, 固定收益类投资占比由 2013 年的 84.81% 增长到 85.04%, 投资债权计划与理财产品的占比由 2013 年的 5.39% 上升到 6.74%。预计未来这一比例仍将持续上升。6 月末, 公司的年化收益率在 4.4%, 在下半年, 我们认为有可能上升到 5%。
- 净利润同比增长 25.3%, 寿险净利润 49.14 亿元, 同比增长 41.9%, 两者均实现了高增长。由于太保的利润主体主要还是来自寿险与财险, 国十条的出台对于其未来寿险的利润增长仍将是相当有利, 具体来讲, 医疗保险与个税递延商业养老保险将得到政策扶持, 因而将推动寿险保费的增长; 且投资收益率, 特别是债权计划的回报率也将得益于投资渠道的拓宽而进一步提升。
- 6 月末, 太保的代理人队伍达到 30.1 万人, 同比增加 6.74%, 未来将对保费的增长提供强有力的保障。
- 2014 年 6 月末, 太保偿付能力充足率达 275%, 其中寿险部分的充足率达 179%, 均较去年同期下降, 而产险部分的充足率达 175%, 得益于次级债的发行故而有所上升。但由于其偿付能力仍远高于 100% 的法定标准, 因此偿付能力仍然强劲。
- 沪港通将持续为太保注入较为成本低廉的资金。

风险

- 产险业务亏损。6 月末, 产险综合成本率为 99.5%, 同比提升 1.8 个百分点。车险综合成本率 100%, 非车险综合成本率上升至 97.5%。非车险业务是否改善, 精细化管理能否长足奏效仍有不确定因素。

综上所述, 再加上由于下半年资金成本仍有可能下降, 保险股的估值仍有较大可能得到修复。我们维持对中国太保的 **谨慎买入** 评级。

图表 1.业绩表

(人民币, 万元)	2013 年上半年	2014 年上半年	同比(%)
营业收入	10,406,800	11,414,500	9.68
已赚保费	8,774,500	9,562,800	8.98
保费业务收入	9,866,200	10,841,300	9.88
其中: 分保费收入	5,000	4,200	(16.00)
减: 分出保费	686,400	747,600	8.92
提取未到期责任准备金	405,300	530,900	30.99
投资净收益	1,590,800	1,754,400	10.28
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益			
公允价值变动净收益	(7,200)	16,600	(330.56)
汇兑净收益	(19,000)	6,600	(134.74)
其他业务收入	67,700	74,100	9.45
营业支出	9,718,000	10,503,100	8.08
退保金	969,300	1,630,000	68.16
赔付支出	2,763,000	3,228,900	16.86
减: 摊回赔付支出	310,400	402,600	29.70
提取保险责任准备金	3,663,900	2,729,100	(25.51)
减: 摊回保险责任准备金	17,300	4,000	(76.88)
保户红利支出	181,200	225,300	24.34
分保费用	1,100	1,000	(9.09)
营业税金及附加	248,200	285,700	15.11
手续费及佣金支出	917,200	1,096,600	19.56
管理费用	1,202,600	1,295,200	7.70
减: 摊回分保费用	232,800	237,000	1.80
其他业务成本	269,200	280,900	4.35
资产减值损失	62,800	373,000	493.95
加: 营业利润差额(特殊报表科目)			
营业利润差额(合计平衡项目)			
营业利润	688,800	911,400	32.32
加: 营业外收入	6,000	7,900	31.67
减: 营业外支出	2,000	1,400	(30.00)
其中: 非流动资产处置净损失			
加: 利润总额差额(特殊报表科目)			
利润总额差额(合计平衡项目)			
利润总额	692,800	917,900	32.49
减: 所得税	138,200	222,000	60.64
加: 未确认的投资损失			
加: 净利润差额(特殊报表科目)			
净利润差额(合计平衡项目)			
净利润	554,600	695,900	25.48
减: 少数股东损益	8,200	11,100	35.37
归属于母公司所有者的净利润	546,400	684,800	25.33

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371