

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

金融：保险

孙洁妮

证券投资咨询业务证书编号：S1300514090001
(8610)66229335
jieni.sun@bocichina.com

中国太保业务结构优化，利润仍有增长的空间

中国太保(601601.CH/人民币 19.21, 谨慎买入)公布第三季度业绩，前三季度实现归属于母公司净利润为 89.6 亿元，同比增长 10.9%；上市公司股东每股净资产 12.3 元，较年初增长 12.6%，每股收益 0.99 元，同比增长 10.9%。个险业务增长势头良好，业务结构有所优化，我们期待 4 季度利润继续释放。

投资要点

- 产险保费增速较快，同比增长为 15%，主要是由于车险业务的增长，车险占比由 75.9% 增长至 77%。且随着车险自主定价的推出，我们预期车险这块仍将受益，整体综合成本率能得到控制。
- 寿险保费增速仅为同比 5.1%，这是因为银保渠道同比下滑 24%。新业务价值同比增长 23%。
- 非标资产占比上升。3 季度末，资产管理余额为 8,863 亿元，较年初增长 19%，对债权投资和固收类产品有投资偏好，固收及债券投资计划较年初增长 35.8%，理财产品较年初增长 638.3%。预期全年净投资收益率为 5.1%-5.2%。
- 公司注重寿险期缴业务的发展，特别是 10 年以上期缴，虽然从新单角度看，环比增长的趋势会减弱，但是个险的价值含量得到了长足发展。
- 持续受益于沪港通。

投资风险

- 费率市场化改革
- 银保限制政策
- 权益市场投资仍存在宏观不稳定性

鉴于其基本面仍然较为乐观，产险及寿险业务持续发展，投资收益率处在稳健的态势，我们仍然维持其 A 股谨慎买入的评级。

图表 1. 利润表&资产负债表&现金流量表&关键比率摘要

| (人民币, 亿元) | 2015-12-31 | 2014-12-31 | 2014-09-30 | 2013-12-31 | 2012-12-31 | 2011-12-31 |
|-----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 利润表摘要 | | | | | | |
| 营业收入 | 2,335.09 | 2,121.14 | 1,656.66 | 1,931.37 | 1,714.51 | 1,579.34 |
| 同比(%) | 10.09 | 9.83 | 10.72 | 12.65 | 8.56 | 11.49 |
| 营业成本 | | | | | | |
| 营业利润 | 170.99 | 145.68 | 118.43 | 118.68 | 60.44 | 96.42 |
| 同比(%) | | | 14.06 | 96.36 | (37.32) | (9.80) |
| 利润总额 | 172.19 | 147.87 | 119.23 | 119.14 | 61.13 | 103.99 |
| 同比(%) | | | 14.25 | 94.90 | (41.22) | (2.54) |
| 净利润 | | | 91.09 | 93.95 | 51.30 | 83.93 |
| 归属母公司股东的净利润 | 135.45 | 113.27 | 89.60 | 92.61 | 50.77 | 83.13 |
| 同比(%) | 19.58 | 22.31 | 10.88 | 82.41 | (38.93) | (2.85) |
| 非经常性损益 | | | 0.57 | 0.28 | 0.50 | 9.89 |
| 扣非后归属母公司股东的净利润 | | | 89.03 | 92.33 | 50.27 | 73.24 |
| 同比(%) | | | 10.70 | 83.70 | (31.40) | (14.60) |
| 资产负债表摘要 | | | | | | |
| 流动资产 | | | | | | |
| 固定资产 | | 108.19 | 100.65 | 88.58 | 73.27 | |
| 长期股权投资 | | 0.11 | 0.11 | | | |
| 资产总计 | | 8,327.40 | 7,235.33 | 6,815.02 | 5,706.12 | |
| 同比(%) | | 12.33 | 6.17 | 19.43 | 19.95 | |
| 流动负债 | | | | | | |
| 非流动负债 | | | | | | |
| 负债合计 | | 7,197.02 | 6,231.47 | 5,839.33 | 4,925.57 | |
| 同比(%) | | 12.62 | 6.72 | 18.55 | 24.96 | |
| 股东权益 | | 1,130.38 | 1,003.86 | 975.69 | 780.55 | |
| 归属母公司股东的权益 | | 1,114.21 | 989.68 | 961.77 | 767.96 | |
| 同比(%) | | 10.50 | 2.90 | 25.24 | (4.36) | |
| 资本公积金 | | 687.02 | 615.87 | 648.76 | 480.24 | |
| 盈余公积金 | | 30.89 | 30.89 | 26.98 | 22.34 | |
| 未分配利润 | | 306.29 | 252.94 | 195.96 | 179.93 | |
| 现金流量表摘要 | | | | | | |
| 销售商品提供劳务收到的现金 | | | | | | |
| 经营活动现金净流量 | | 306.56 | 451.14 | 521.24 | 555.27 | |
| 购建固定资产、无形资产和长期资产支付的现金 | | 19.80 | 36.76 | 30.57 | 17.45 | |
| 投资支付的现金 | | 2,230.29 | 1,902.03 | 1,668.87 | 1,747.50 | |
| 投资活动现金净流量 | | (662.38) | (200.10) | (709.92) | (841.12) | |
| 吸收投资收到的现金 | | | | 83.14 | 1.37 | |
| 取得借款收到的现金 | | | | | | |
| 筹资活动现金净流量 | | 366.26 | (305.81) | 288.96 | 261.14 | |
| 现金净增加额 | | 10.81 | (56.55) | 100.24 | (25.94) | |
| 期末现金余额 | | 204.16 | 193.35 | 249.90 | 149.66 | |
| 折旧与摊销 | | | | 13.40 | 11.39 | 9.96 |
| 关键比率 | | | | | | |
| ROE(摊薄)(%) | 11.60 | 11.11 | 8.04 | 9.36 | 5.28 | 10.82 |
| ROE(加权)(%) | | | 8.50 | 9.52 | 6.13 | 10.62 |
| 扣非后 ROE(摊薄)(%) | | | 7.99 | 9.33 | 5.23 | 9.54 |
| ROA(%) | 1.54 | 1.46 | 1.17 | 1.34 | 0.82 | 1.60 |
| 销售净利率(%) | | | 5.50 | 4.86 | 2.99 | 5.31 |
| 资产负债率(%) | | | 86.43 | 86.13 | 85.68 | 86.32 |
| 资产周转率(倍) | | | 0.21 | 0.27 | 0.27 | 0.30 |

资料来源：公司数据，中银国际研究

续 图表 1. 利润表&资产负债表&现金流量表&关键比率摘要

| (人民币, 亿元) | 2015-12-31 | 2014-12-31 | 2014-09-30 | 2013-12-31 | 2012-12-31 | 2011-12-31 |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益(稀释) | 1.49 | 1.25 | 0.99 | 1.02 | 0.59 | 0.97 |
| 每股收益(基本) | | | 0.99 | 1.02 | 0.59 | 0.97 |
| 扣非后每股收益(基本) | | | 0.98 | 1.02 | 0.58 | 0.85 |
| 每股净资产 | 13.68 | 12.34 | 12.30 | 10.92 | 10.61 | 8.93 |
| 每股销售额 | | | 18.28 | 21.31 | 18.92 | 18.36 |
| 每股经营现金流 | | | 3.38 | 4.98 | 5.75 | 6.46 |
| 每股现金净流量 | | | 0.12 | (0.62) | 1.11 | (0.30) |
| 市盈率(TTM) | | | 16.52 | 16.75 | 46.03 | 15.48 |
| 市盈率(LYR) | 12.86 | 15.37 | | 18.13 | 40.16 | 19.87 |
| 市净率(MRQ) | | | 1.58 | 1.70 | 2.12 | 2.15 |

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 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，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
西单北大街 110 号 7 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