



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

魏涛, CPA\*

证券投资咨询业务证书编号：S1300514080004  
(8610) 66229364  
tao.wei@bocichina.com

郭晓露

证券投资咨询业务证书编号：S1300514120001  
(8610)66229361  
xiaolu.guobj@bocichina.com

\*鲍焱为本报告重要贡献者

# 中国太保中报点评：大个险格局推动价值增长，综合成本率得到控制

中国太保(601601.CH/人民币 22.61, 未有评级)公布中期业绩，当期实现归属于母公司股东的净利润 112.95 亿元、同比增长 64.9%，净资产 1,286.00 亿元、较 2014 年末增长 9.8%，总资产 9,116.85 亿元、较 2014 年末增长 10.49%；上半年新业务价值为 72.27 亿元、同比增长 38.2%，内含价值 1,938.66 亿元、较 2014 年末增长 13.2%。

## 主要业务发展情况：

一、大个险格局促价值提升，产险综合成本率下降带来利润改善  
公司寿险坚持“聚焦营销、聚焦期缴”发展策略，关注价值成长，以坚决的转型提升保费价值；同时也在投资领域更加积极。

产险方面，综合成本率得到控制，产险恢复盈利：

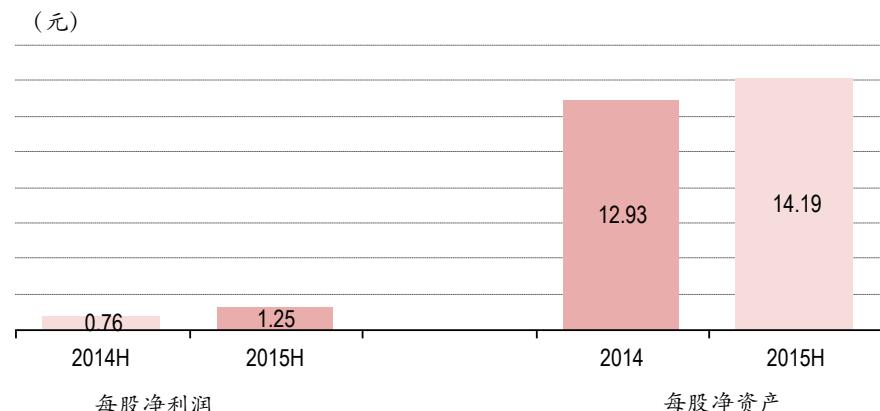
图表 1.各业务板块净利润情况

净利润分布	2014年上半年		2015年上半年		同比增长 (%)
	金额(人民币, 百万)	占比(%)	金额(人民币, 百万)	占比	
寿险业务	4,914	70.6	6,467	56.3	31.6
产险业务	1,474	21.2	3,268	28.4	121.7
其他业务	571	8.2	1,752	15.3	206.8
合计	6,959	100.0	11,487	100.0	65.1

资料来源：上市公司公开信息披露、中银国际研究

在此基础上，每股净利润、每股净资产都获得了较大程度的提升：

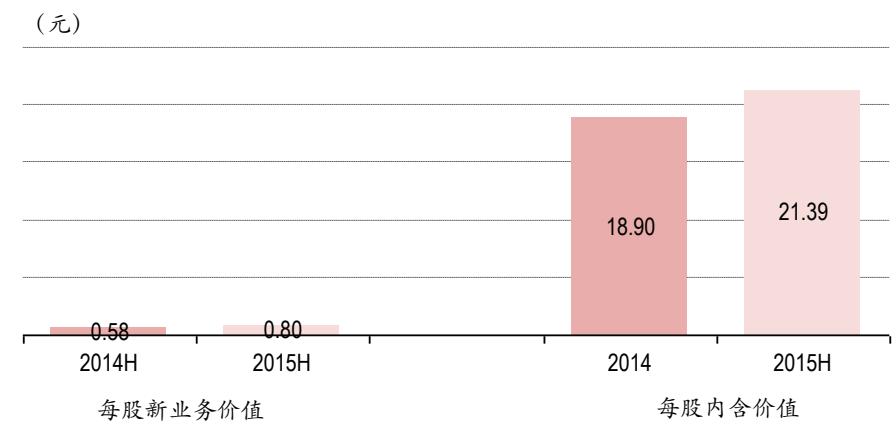
图表 2.每股净利润、每股净资产情况



资料来源：上市公司公开信息披露

虽然整体保费增速较低，但在价值转型的策略下，每股新业务价值、每股内含价值实现了显著增长：

图表3. 每股新业务价值、每股内含价值情况



资料来源：上市公司公开信息披露、中银国际研究

## 二、寿险战略转型初见成效，个险新业务价值显著提升

公司寿险业务在2015年以来一直保持在一个较低的增速水平，也是上市寿险公司中控制银保规模最为彻底的公司，法人渠道规模、新单保费大幅萎缩，个险渠道仍保持了较快速增长：

图表4. 各渠道规模保费情况

渠道划分	2014年上半年		2015年上半年		同比增长(%)
	金额(人民币, 百万)	占比(%)	金额(人民币, 百万)	占比(%)	
个险渠道	41,803	69.4	51,913	83.1	24.2
法人渠道	18,402	30.6	10,552	16.9	(42.7)
合计	60,205	100.0	62,465	100.0	3.8

资料来源：上市公司公开信息披露

图表5. 各渠道新单保费情况

渠道划分	2014年上半年		2015年上半年		同比增长(%)
	金额(人民币, 百万)	占比(%)	金额(人民币, 百万)	占比(%)	
个险渠道	11,264	50.6	15,050	74.4	33.6
法人渠道	11,013	49.4	5,166	25.6	(53.1)
合计	22,277	100.0	20,216	100.0	(9.3)

资料来源：上市公司公开信息披露、中银国际研究

但个险渠道新业务价值占比、增速都有显著提升：

图表6. 各渠道新业务价值情况

渠道划分	2014年上半年		2015年上半年		同比增长(%)
	金额(人民币, 百万)	占比(%)	金额(人民币, 百万)	占比(%)	
个险渠道	4,732	90.5	6,867	95.0	45.1
法人渠道	498	9.5	360	5.0	(27.7)
合计	5,230	100.0	7,227	100.0	38.2

资料来源：上市公司公开信息披露、中银国际研究

与此同时，个险和法人渠道的新业务价值率都有不同程度的提升，价值转型战略初见成效：

图表 7. 各渠道新业务价值率情况

渠道划分	2014 年上半年	2015 年上半年	同比变动
个险渠道	36.4	40.4	4.039 百分点
法人渠道	4.2	5.8	1.644 百分点
合计	21.0	31.2	10.199 百分点

资料来源：上市公司公开信息披露、中银国际研究

### 三、产险赔付、费用率得到控制，线上交叉销售表现突出

“承保盈利”的要求得到贯彻，公司上半年综合成本率得到明显改善：

图表 8. 综合成本率情况

综合成本率(%)	1H13	2013	1H14	2014	2015H
赔付率	62.2	66.0	63.8	68.0	64.9
费用率	35.5	33.5	35.7	35.8	34.6
综合成本率	97.7	99.5	99.5	103.8	99.5
车险综合成本率	99.8	99.8	100.0	102	98.4
非车险综合成本率	87.9	98.4	97.5	112.6	104.9
企财险	87.7	102.5	97.6	119.4	107.6
责任险	93.9	96.6	110.0	122	117.8
意外险	107.3	109.0	105.0	105	108.0
货运险	82.5	95.9	83.3	105	86.0

资料来源：上市公司公开信息披露

在业务方面，电网销交叉销售的占比及增速有突出表现，线上拓展业务和共享客户资源的作用正在体现：

图表 9. 按渠道分财险保费收入情况

分渠道保费分布(人民币，百万)	2014 年上半年		2015 年上半年		同比增长(%)
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	
直销	8,066	16.7	8,010	16.6	(0.7)
代理	26,110	54.2	25,506	52.7	(2.3)
经纪	4,521	9.4	4,058	8.4	(10.2)
电网销及交叉销售	9,468	19.7	10,806	22.3	14.1
合计	48,165	100.0	48,380	100.0	0.9

资料来源：上市公司公开信息披露

### 四、投资风格稳健中有所调整，传统固定收益投资占比下降

类固定收益投资增长较为明显：

图表 10. 投资资产增长情况

投资资产(人民币, 百万)	2014	2015年上半年	增速(%)
固定收益类	660,699	694,714	5.1
债券	420,281	425,098	1.1
定期存款	165,562	175,670	6.1
债权投资计划	47,573	50,420	6.0
理财产品	9,450	22,040	133.2
优先股	0	600	-
其他	17,833	20,886	17.1
权益类	80,582	122,226	51.7
基金	33,407	51,456	54.0
股票	29,046	35,990	23.9
理财产品	7,511	19,770	163.2
优先股	0	1,400	-
其他	10,618	13,610	28.2
投资性房地产	6,563	6,454	(1.7)
现金及现金等价物	14,042	18,612	32.5
<b>合计</b>	<b>761,886</b>	<b>842,006</b>	<b>10.5</b>

资料来源：上市公司公开信息披露

投资组合方面，加大了权益类资产和其他金融产品的配置力度，投资风格和投资策略更加多元化：

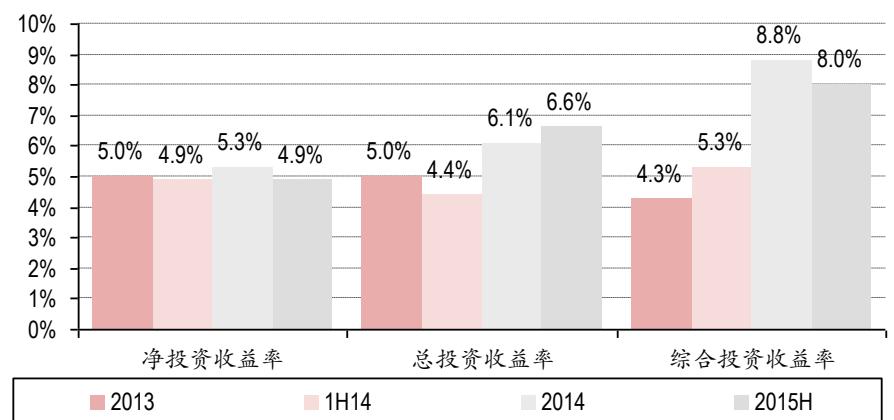
图表 11. 投资资产占比及变动情况

资产分布	2014	2015年上半年	占比变动
固定收益类	86.7%	82.5%	(4.212)个百分点
债券	55.2%	50.5%	(4.677)个百分点
定期存款	21.7%	20.9%	(0.867)个百分点
债权投资计划	6.2%	6.0%	(0.256)个百分点
理财产品	1.2%	2.6%	1.377个百分点
优先股	0.0%	0.1%	0.071个百分点
其他	2.3%	2.5%	0.140个百分点
权益类	10.6%	14.5%	3.939个百分点
基金	4.4%	6.1%	1.726个百分点
股票	3.8%	4.3%	0.462个百分点
理财产品	1.0%	2.3%	1.362个百分点
优先股	0.0%	0.2%	0.166个百分点
其他	1.4%	1.6%	0.223个百分点
投资性房地产	0.9%	0.8%	(0.095)个百分点
现金及现金等价物	1.8%	2.2%	0.367个百分点
<b>合计</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	

资料来源：上市公司公开信息披露

投资收益率虽然受市场波动影响，但总体呈向上趋势：

图表 12. 近期投资收益率情况



资料来源：上市公司公开信息披露、中银国际研究

### 中银国际观点：

- 1) 公司价值转型策略坚决，虽然近期保费增长缓慢，但业务价值仍保持增长；退保规模稳定，未来滚动退保的压力得到有效控制；
- 2) 财险业务综合成本率在 2014 年度采取谨慎假设后，配合业务端的严格控制和新技术运用，预计综合成本率会得到控制；
- 3) 公司整体业务架构，以及新技术运用，业务协同效应都在建立和发展完善，未来整体效应值得期待。

综上，虽然保险业务仍将面对一定时期的缓慢增长和调整，但业务和价值都比较稳定，波动性小；在行业政策利好的支持下，结合相对较低的估值，建议持续关注。

图表 13. 业绩摘要

	2015年上半年	2014年上半年	变动(%)
(人民币，百万)			
营业收入	134,514	114,145	17.8
净利润	11,295	6,848	64.9
(人民币，百万)			
总资产	911,685	825,100	10.5
股东权益	128,600	117,131	9.8
(元/股)			
每股净资产	14.19	12.93	9.7
(元/股)			
基本每股收益	1.25	0.76	64.5

资料来源：公司数据

## 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