



保险/金融

中国太保 (601601)

## 柳暗花明，拐点到来

### ——太保产险经营业绩及前景展望

	赵湘怀 (分析师)	王宇航 (分析师)	孔祥 (研究助理)
	021-38675863	0755-23976861	021-38674744
	zhaoxianghuai@gtjas.com	wangyuhang@gtjas.com	Kongxiang@gtjas.com
证书编号	S0880513010003	S0880514060009	S0880113090014

#### 本报告导读:

太保产险 2014 年成本率提升主要由于准备金补提的一次性调整影响(超过 3PT), 2015 年将不受此影响并将反应出 2014 年以来的经营改善, 拐点已现, 重申“增持”。

#### 投资要点:

- **维持“增持”评级, 维持目标价 24.3 元。** 维持 2014-16 年 EPS 预测分别为 1.26/1.46/1.75 元。每股 EV 分别为 18.9/21.2/24.9 元, 目标股价对应 2014 年 P/EV1.3 倍、PB1.9 倍、PE19.3 倍。
- **2014 年综合成本率受估计调整一次性提高。** 预计 2014 年太保产险保费增长 14.5%, 预计全年综合成本率超过 99%, 高于行业约 1-2PT。主要原因: 准备金重估拉高成本率 3PT; 车险电网销占比低、客群中团体客户占比较高; 非车险中农险和信用险占比低等结构特征。
- **公司应对: 采取多方位措施, 着力提高盈利水平。** 太保产险一方面努力提高车险盈利水平, 具体措施包括渠道优化、理赔管控、应对商车改革等; 另一方面大力发展非车险业务, 不仅打造传统领域优势, 而且努力培育农险、信用险、政策责任险等新的业务增长点。
- **展望未来: 综合成本率拐点已现, 空间打开。** 1) 商车改革、新能源汽车扶持、高端车反垄断等政策利好, 推动车险发展; 其中商车改革是险企风险定价和服务能力的比拼, 大型险企在客户资源和数据挖掘的优势将有助于导致市场集中度提升。2) 新“国十条”下, 农险、健康险等新兴业务将快速增长, 太保已蓄势, 新增长点可期。3) 准备金调整已到位, 无后续影响; 4) 成本管控投入已结束, 中后台控费、理赔管控、车险渠道与客群调整、非车险结构调整等举措, 效果将逐步显现。例如电销综合成本率已经由 2013 年投入期的 103% 降至 2014 年的 96%。2015 年将出现综合成本率拐点, 承保盈利值得期待。
- **风险提示:** 市场恶性竞争加剧, 保费增长不如预期, 资本市场波动。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
净利润	5,077	9,261	11,391	13,214	15,856
(+/-)%	-38.90%	82.41%	23.00%	16.00%	20.00%
总资产	681,502	723,533	817,592	940,231	1,071,863
(+/-)%	19.40%	6.17%	13.00%	15.00%	14.00%
净资产	96,177	98,968	113,684	118,228	134,780
(+/-)%	25.20%	2.90%	14.87%	4.00%	14.00%
关键估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
每股内涵价值	14.93	15.93	18.87	21.24	24.95
每股收益	0.59	1.02	1.26	1.46	1.75
每股净资产	10.61	10.92	12.55	13.05	14.87
P/EV	1.63	1.52	1.29	1.14	0.97
市盈率	41.17	23.81	19.32	16.66	13.88
市净率	2.29	2.22	1.94	1.86	1.63

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **24.30**

上次预测: 24.30

当前价格: 21.09

2014.11.23

#### 交易数据

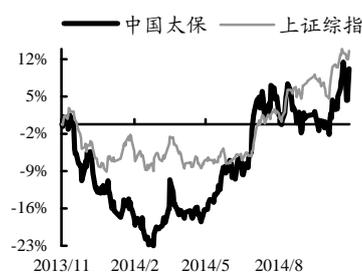
52 周内股价区间 (元)	14.94-22.09
总市值 (百万元)	191,118
总股本/流通 A 股 (百万股)	9,062/6,287
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/2,775
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	25.44
日均成交值 (百万元)	507.18

#### 资产负债表摘要 (13/12)

股东权益 (百万元)	98,968
每股净资产	10.92
杠杆倍数	7.3
净负债率	687.5%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.25	0.35
Q2	0.36	0.40
Q3	0.29	0.23
Q4	0.13	0.27
全年	1.02	1.26

#### 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	11%	6%	10%
相对指数	5%	-6%	-4%

#### 相关报告

- 《价值较快增长符合预期》2014.10.26
- 《价值增长领跑行业, 上海概念转型可期》2014.08.25
- 《业绩靓丽的沪港通概念股》2014.07.22
- 《(修改版) 补足农险短板, 期待市场重构》2014.07.13
- 《双轮驱动, 深耕细作》2014.05.08

模型更新时间: 2014.11.23

**股票研究**

金融  
保险

**中国太保 (601601)**

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 24.30**

上次预测: 24.30

当前价格: 21.09

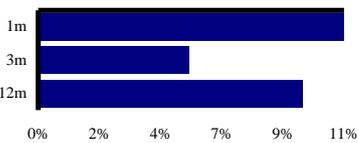
公司网址

www.cpic.com.cn

**公司简介**

公司是中国领先的综合性保险集团公司, 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。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。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

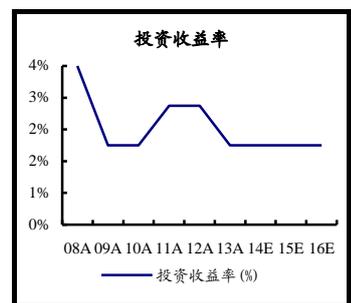
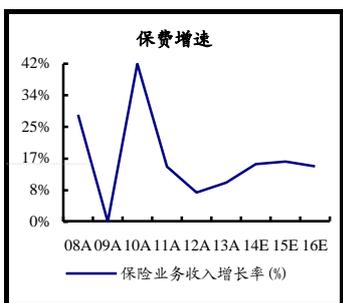
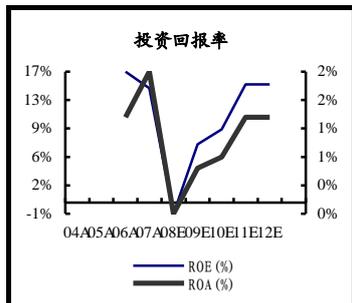
14.94-22.09

市值 (百万)

191,118

**财务预测 (单位: 百万元)**

损益表	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	97,835	104,313	141,662	157,934	171,451	193,137	212,566	233,823	257,205
已赚保费	84,274	84,127	119,751	137,238	147,839	159,625	169,042	179,002	189,534
投资收益	13,266	19,529	21,260	19,692	22,473	30,479	33,562	36,274	39,205
营业支出	98,584	94,772	130,972	-148,292	-165,407	-182,920	-208,837	-239,401	-274,438
提取保险责任准备金	37,139	38,142	62,673	-60,462	-59,661	-65,787	-75,876	-88,008	-102,080
赔付支出	32,741	30,494	34,523	-41,452	-49,633	-49,787	-57,422	-65,949	-75,742
业务及管理费	11,430	13,237	16,989	-20,056	-22,166	-19,935	-22,993	-26,669	-30,933
营业利润	-749	9,541	10,690	9,642	6,044	11,718	13,884	16,093	19,312
利润总额	-355	9,506	10,670	10,399	6,113	11,787	13,953	16,162	18,721
所得税	1,770	-2,033	-2,005	-2,006	-983	1,895	2,244	2,599	3,010
净利润	1,339	7,356	8,557	8,313	5,077	9,261	11,391	13,214	15,856
资产负债表									
货币资金	17,513	30,123	14,960	14,903	23,875	29,196	33,408	38,324	43,963
交易性金融资产	1,166	333	3,604	2,907	1,714	1,851	2,037	2,228	2,437
买入反售金融资产	2,270	2,227	2,622	3,074	4,041	4,456	5,139	5,961	6,914
可供出售金融资产	96,064	118,475	119,759	117,592	135,815	146,681	161,438	176,553	193,083
持有至到期投资	70,980	104,618	157,360	202,536	248,766	268,669	295,699	323,383	353,659
资产合计	319,390	397,187	475,711	570,612	681,502	723,533	817,592	940,231	1,071,86
吸收存款	7,020	9,800	8,150	32,105	50,143	60,803	69,856	75,714	82,063
准备金	15,946	15,863	23,407	28,177	31,264	-34,523	-110,400	-198,407	-198,407
负债合计	270,064	321,514	394,160	492,557	583,933	708,075	813,498	881,721	955,665
股东权益	48,741	74,651	80,297	76,796	96,177	98,968	113,684	118,228	134,780
投资结构									
债券投资	57%	50%	54%	53%	53%	53%	53%	53%	53%
定期存款	29%	24%	25%	26%	26%	26%	26%	26%	26%
股权投资	2%	7%	6%	5%	4%	6%	6%	6%	6%
基金投资	3%	5%	6%	4%	5%	5%	5%	5%	5%
基础设施与非上市股权投资	2%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
物业投资	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%
现金及其它	1%	1%	2%	0%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%
财务指标									
成长性									
1年新业务价值增速	21.10%	36.94%	22.00%	10.07%	5.15%	6.22%	20.00%	11.92%	7.98%
保险业务收入增长率	28.60%	-0.20%	42.30%	14.60%	7.70%	10.30%	15.30%	16.00%	14.72%
寿险保费增长率	30.40%	-6.20%	41.70%	6.10%	0.30%	8.00%	14.30%	15.50%	14.72%
产险保费增长率	19.00%	23.00%	50.30%	19.70%	13.00%	13.40%	16.60%	16.60%	14.72%
投资收益增长率	-51.30%	-47.20%	8.90%	-7.40%	14.10%	35.60%	10.10%	8.10%	8.10%
营业利润增长率	-108.80	-1373.80	12.00%	-9.80%	-37.30%	93.90%	18.50%	15.90%	20.00%
净利润增长率	-80.60%	449.37%	16.33%	-2.85%	-38.93%	82.41%	23.00%	16.00%	20.00%
总投资增长率	0.50%	27.10%	18.40%	20.60%	20.10%	8.00%	10.10%	9.40%	9.40%
盈利及费用指标	0.40%	1.90%	1.80%	1.50%	0.80%	1.20%	1.30%	1.30%	1.42%
总资产收益率	2.70%	9.90%	10.70%	10.80%	5.30%	9.40%	9.50%	9.30%	10.20%
净资产收益率 (ROE)	2.90%	6.00%	5.20%	3.50%	3.30%	4.70%	4.70%	4.60%	4.60%
投资收益率	4%	2%	2%	3%	3%	2%	2%	2%	2%
退保率	66%	61%	600%	61%	61%	61%	61%	61%	61%
综合赔付率		65%	61%	59%	61%	66%	62%	62%	62%
综合成本率		98%	94%	93%	96%	100%	99%	99%	99%
内涵价值估值 (单位: 百万元)	51,876	72,368	75,905	72,664	86,237	92,346	108,221	126,872	139,559
调整后净资产	51,876	72,368	75,905	72,664	86,237	81,956	94,143	97,905	111,612
调整后寿险业务净资产	35,836	31,381	35,371	31,381	35,371	33,791	38,816	40,367	46,018
有效业务价值	26,003	30,402	34,183	40,900	49,043	62,422	76,901	94,535	114,481
内涵价值	98,371	104,724	110,088	113,564	135,280	144,378	171,044	192,440	226,093
寿险内涵价值	50,605	66,042	70,613	72,992	85,266	97,298	117,055	9,137	10,124
1年新业务价值	3,651	5,000	6,100	6,714	7,060	7,499	8,999	10,072	10,876
调整后每股净资产	3.16	2.85	4.17	3.65	3.9	4.02	4.71	5.52	6.47
调整后每股寿险业务净资产	2.35	3.07	3.97	4.76	5.41	6.59	7.72	8.74	9.90
每股有效业务价值	9.09	11.6	12.8	13.21	14.93	16.78	19.66	22.74	26.31
每股内涵价值	12.78	12.35	12.80	13.21	14.93	15.93	18.87	21.24	24.95
寿险业务每股内涵价值	6.57	7.79	8.21	8.49	9.41	10.74	12.92	1.01	1.12
每股新业务价值							1		
新业务价值倍数							6		
每股新业务估值							19		
每股评估价值 (元)							3		
产险业务每股价值 (元)							3		
银行、证券及总部每股价值							3		
每股价值							24		



## 目 录

1. 经营业绩综述：收入成本双承压 .....	4
1.1. 预计 2014 年保费收入增速略低于行业 .....	4
1.1.1. 总体情况：2014 年增速低于市场平均水平 .....	4
1.1.2. 车险业务：业务调整带来增速下滑 .....	4
1.1.3. 非车险业务：业务结构约束增长速度 .....	4
1.2. 综合成本率阶段性提高 .....	5
1.2.1. 总体情况：2014 年高于行业，准备金重估影响大 .....	5
1.2.2. 车险业务：渠道、客群结构特点推高成本 .....	6
1.2.3. 非车险：产品结构特点推高成本 .....	7
2. 太保产险主要对策：多方位提高盈利水平 .....	8
2.1. 车险：着力提高车险盈利水平 .....	8
2.1.1. 优化分渠道管理 .....	8
2.1.2. 积极应对商车改革 .....	9
2.1.3. 强化风险选择 .....	9
2.1.4. 优化资源配置 .....	9
2.2. 非车险：打造传统领域优势，积极培育新增长点 .....	9
2.2.1. 传统领域 .....	9
2.2.2. 新兴业务 .....	9
3. 未来展望：保费收入加速增长，成本拐点指日可待 .....	9
3.1. 政策环境推动车险发展，大型险企最为受益 .....	9
3.2. 非车险新兴业务有望成为新增长点 .....	10
3.3. 准备金评估调整到位，无后续影响 .....	10
3.4. 前期投入基本结束，成本管控效果逐步显现 .....	11
4. 风险提示： .....	11

## 1. 经营业绩综述：收入成本双承压

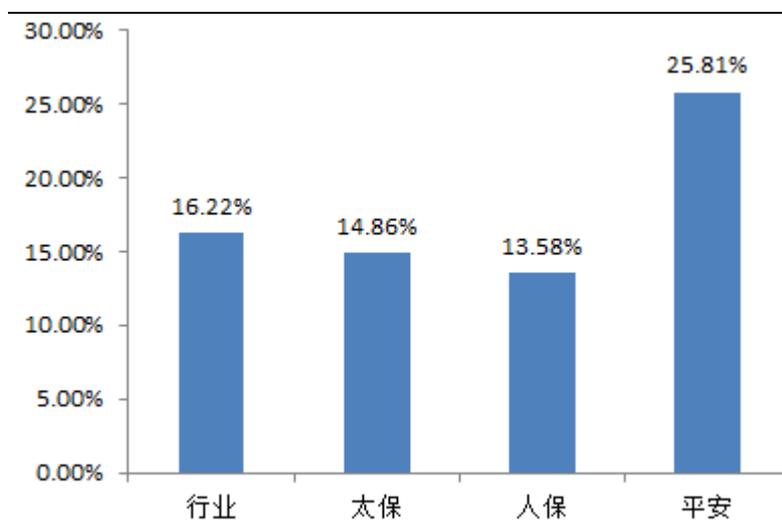
### 1.1. 预计 2014 年保费收入增速略低于行业

#### 1.1.1. 总体情况：2014 年增速低于市场平均水平

2009-2013 年五年来，太保产险保费增速高于行业 2.5PT，市场份额稳中有升，体现出良好的发展态势。（注：本文数据均来自中国太保财务报告和产险业绩发布会。）

然而，2014 年前三季度，太保产险保费收入增长 14.86%，低于行业 1.36PT；从 2014 年全年预计来看，行业全险种保费收入预计增长 16%，同期，太保产险全险种保费增速预计为 14.5%，低于行业平均水平约 1PT。

图 1 2014 年 1-9 月保费收入累计增速对比



数据来源：国泰君安证券研究，公司公告

#### 1.1.2. 车险业务：业务调整带来增速下滑

车险保费方面，2014 年全行业增速预计为 17%，而太保产险增速预计 15.5%，低于行业平均水平约 1PT，主要原因是太保产险 2014 年加强了对部分高赔付类型的承保管控，同时调整了在竞争激烈、盈利不理想的市场的业务发展节奏。

#### 1.1.3. 非车险业务：业务结构约束增长速度

非车险保费方面，2014 年行业增速预计为 13%，而太保产险增速预计 10.7%，低于行业平均水平约 3PT。其主要原因是业务的结构性差异。

首先，宏观经济增速放缓，与实体经济紧密相关的传统险种低位徘徊，而这一块业务是太保产险的重要业务领域。其次，在一些发展较快的新兴领域，例如农业险、信用险等方面，太保产险基础较为薄弱，虽然增速较快，但贡献有限。第三，全行业范围内，大病保险推动下健康险横跨产险和寿险的业务领域，发展迅速；而对于这一业务，太保集团采取审慎的态度和稳健的风险管控策略，发展刚刚起步，尚未能完全享受市

场高速成长的红利。

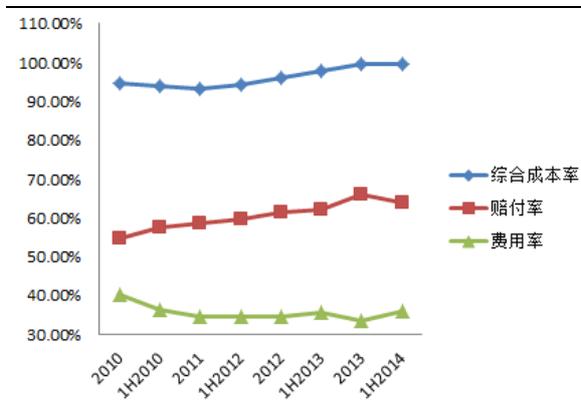
## 1.2. 综合成本率阶段性提高

### 1.2.1. 总体情况：2014 年高于行业，准备金重估影响大

2009-2013 年五年来，太保产险综合成本率基本低于行业平均水平，体现了良好的成本控制水平。然而，2014 年上半年，太保产险综合成本率 99.12%，高于行业 1.33PT，截至三季度还没有出现明显改善。

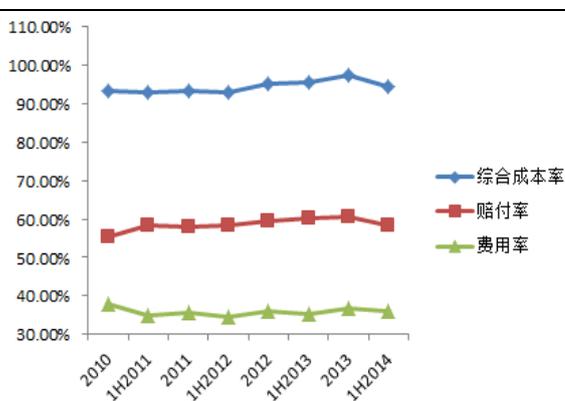
值得关注的是，在 2014 年，太保产险采取了更加审慎的态度，对准备金进行评估，此举直接将综合成本率提高了约 3PT。该评估调整仅对 2014 年具有一次性影响，不影响后续的综合成本率。

图 2 中国太保历史综合成本率变化趋势



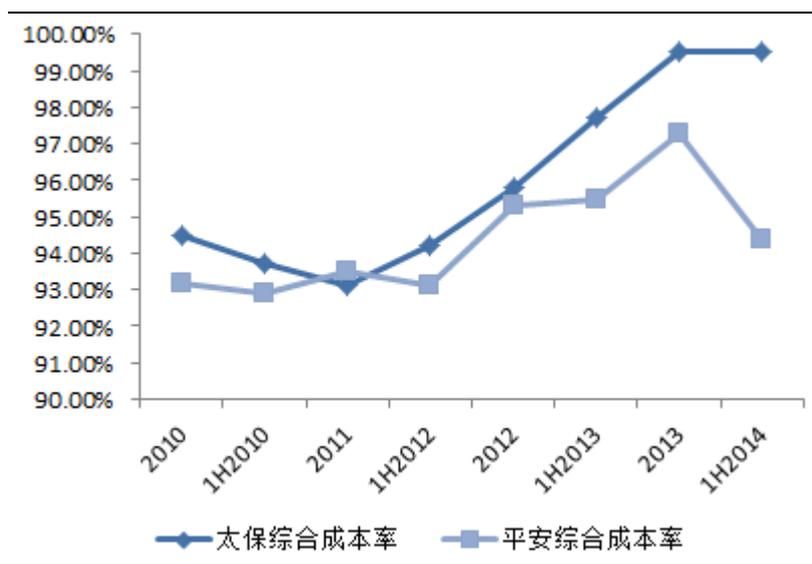
数据来源：国泰君安证券研究、公司公告

图 3 中国平安历史综合成本率变化趋势



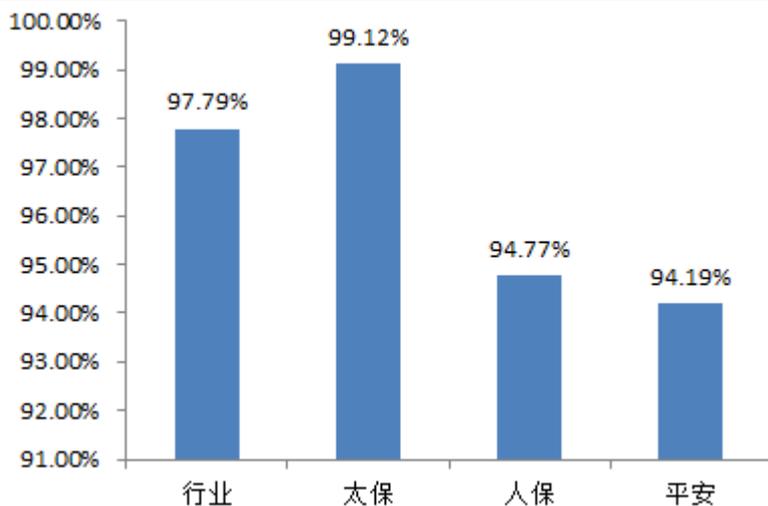
数据来源：国泰君安证券研究、公司公告

图 4 中国太保历史综合成本率高于中国平安



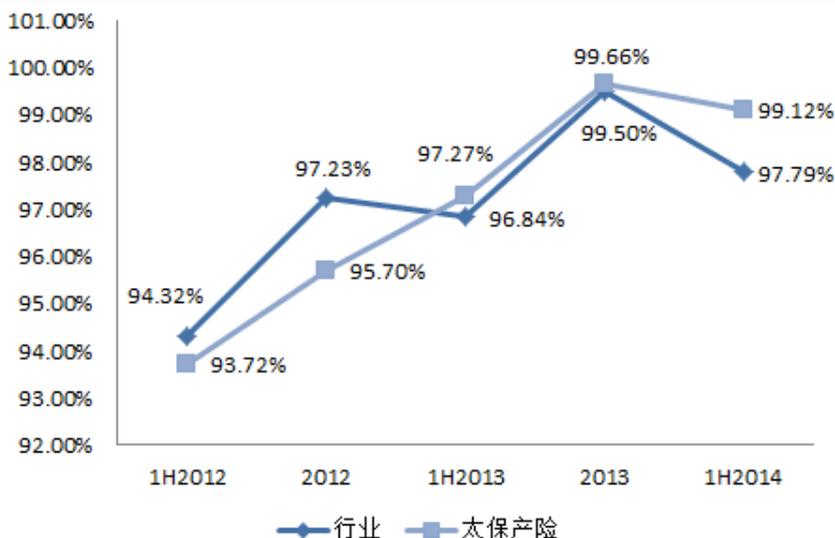
数据来源：国泰君安证券研究、公司公告

图 5 2014 年 1-6 月，太保产险综合成本率高于行业平均水平



数据来源：国泰君安证券研究、公司公告

图 6 历年综合成本率：太保产险与行业对比



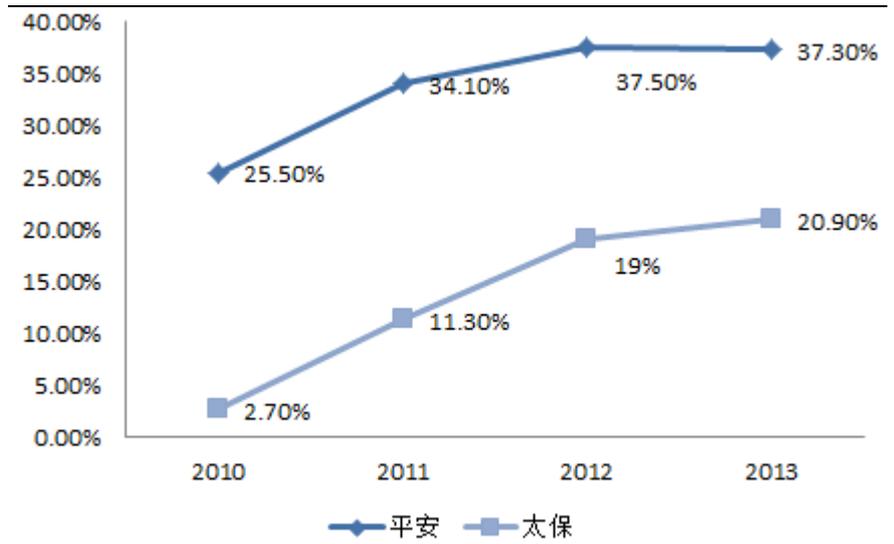
数据来源：国泰君安证券研究、公司公告

### 1.2.2. 车险业务：渠道、客群结构特点推高成本

车险方面，太保产险综合成本率呈现上升趋势，2014 年上半年高于行业 0.79PT，其中综合费用率低于行业水平，而综合赔付率高于行业水平 2.17PT。除了成本管控因素外，业务结构对太保的车险综合成本率产生了较大的影响。

从渠道看，在保险销售的各渠道中，电话销售综合成本率较低，而太保在这一渠道的基础还比较薄弱，相比之下，太保产险传统的车商、普通直销、专业代理等渠道综合成本率均超过 100%。过去几年，太保产险大力拓展电销渠道，该渠道占比从 2010 年的 2.7% 提高到 2013 年的 20.9%，取得了较大的成效，但渠道建设的大量投入一定程度上推高了车险的综合成本率。

图 7 车险电销渠道占比：太保与平安对比



数据来源：国泰君安证券研究、公司公告

从客户群看，太保的团体客户占到 30% 以上，在行业内处于较高水平。团体业务中，既包括党政机关车队等优质客户，也包括营运货车等高风险、高赔付的客户。近年来，随着公车改革的推进，党政机关团车业务越来越少，客群的结构变化带来更高的人伤案件赔付，超出了公司的中性评估，也影响了综合成本率。

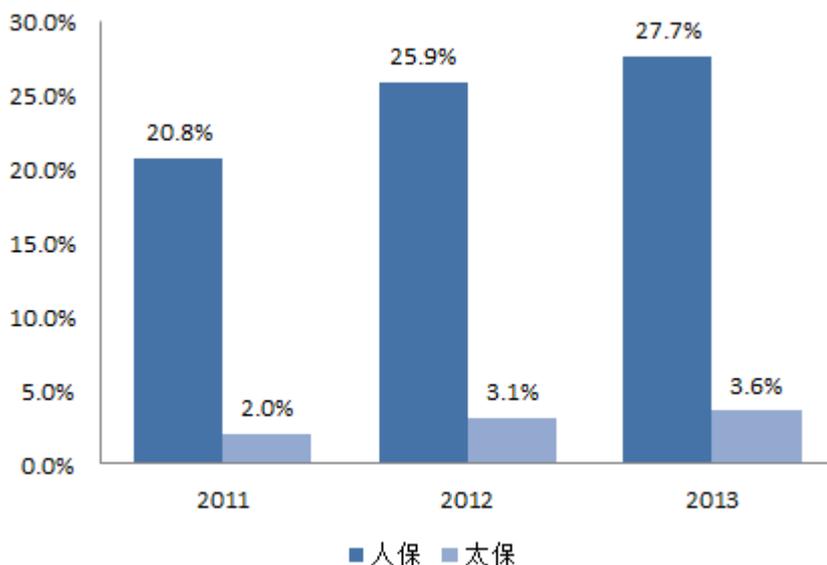
面对车险综合成本率的上升趋势，太保产险在风险选择、理赔管控、渠道经营、内部集约化管理等方面采取一系列举措。截至 2014 年 9 月，相比 2013 年底，车险滚动 12 月单均保费上升 4%，滚动 12 月索赔频率下降 6.8%，体现良好势头；但由于物价上涨和人伤赔付标准的提高，案均损失上升 9.2%。

### 1.2.3. 非车险：产品结构特点推高成本

非车险方面，2014 年上半年，太保产险综合成本率高于行业 2.7PT，其中综合费用率高于行业 1.8PT，综合赔付率高于行业 0.9PT。产品结构的特点，是太保产险综合成本率较高的主要原因。

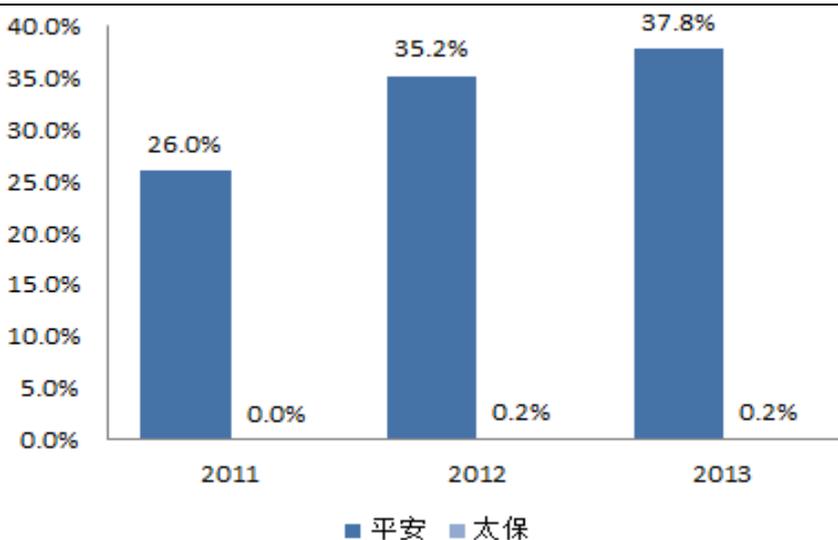
首先，全行业农险和保证险业务盈利状况良好，但太保产险这两块业务占比较小。2013，太保产险农业险占非车险比重分别为 3.6%，而人保达到 27.7%；太保产险的保证险占非车险比重为 0.2%，而平安达到 37.8%。

图 8 农业险占非车险比重：太保与人保差距较大



数据来源：国泰君安证券研究、公司公告

图 9 保证险占非车险比重：太保与平安差距较大



数据来源：国泰君安证券研究、公司公告

其次，太保产险的前四大非车险产品中，企财险、意外险、健康险呈现出全行业的费率下滑趋势，整体盈利空间受到挤压；太保产险这三种产品的综合成本率均高于 100%。此外，地区性的台风事件，也提高了公司企财险的赔付水平。

## 2. 太保产险主要对策：多方位提高盈利水平

### 2.1. 车险：着力提高车险盈利水平

#### 2.1.1. 优化分渠道管理

在车商渠道：持续巩固车商渠道在新车业务中的主渠道定位，深化车商总对总项目合作，提升合作广度和深度，加强送修资源整合管理。在专业代理：进一步完善车险专业代理渠道管理团队建设，提高专业代理渠

道的专业化水平。在直销渠道：逐步建立以团车业务为主攻方向的专业化销售团队，提升对车队客户的经营能力。在电网销和交叉销售渠道：强化电网销直接获客能力，加大交差销售推动力度，提升业务占比。

### 2.1.2. 积极应对商车改革

太保产险将深化业务数据的梳理整合，积极提升产品定价能力和风险筛选能力。在商改方案给予保险主体的自主空间内，充分利用公司的数据资源优势，推进客群细分和创新产品开发。此外，太保还在积极探索车联网等新技术应用，为未来实现进一步精准定价和服务创新奠定基础。

### 2.1.3. 强化风险选择

太保产险注重车险业务风险选择，强化对业务的风险筛选和结构优化，推动优质业务加快发展。

### 2.1.4. 优化资源配置

太保产险将深化分区域、分业务类型的资源精细化和差异化配置，提高资源配置的整体效率。提高集约化运营管理水平，提升运营效率，持续优化前中后台资源投入结构。

## 2.2. 非车险：打造传统领域优势，积极培育新增长点

### 2.2.1. 传统领域

首先，建立差异化的客户发展模式，保持重点行业领域和重点经济渠道的竞争优势，持续开发特色行业“财富U保”专属产品，打造中小企业市场的先发优势。其次，实施区域差异化发展策略，加大对重点机构的政策扶持和技术支持。

最后，深入推进非车险专业化销售体系建设，建立面向不同客户群的专业化销售服务团队。

### 2.2.2. 新兴业务

农业保险：进一步扩大农险业务开展范围，围绕产品创新、风险管控和服务能力建设，不断提高农险业务市场竞争力。政策性责任险：建立“前中后台一体化”的矩阵式作业团队，积极拓展政策型统保项目。信用保证保险：建立信用险全链条专业化的管理框架，逐步培育核心技术和自主经营能力；积极稳妥开展小额信贷保证保险业务，推广自用车和其他个人消费贷款保证保险产品。

## 3. 未来展望：保费收入加速增长，成本拐点指日可待

### 3.1. 政策环境推动车险发展，大型险企最为受益

国家大力推进新能源汽车产业发展，同时成品油价格持续降低，这将对汽车销量产生积极影响，行业车险保费有望保持平稳增长。此外，随着反垄断的推进，高端车常用零部件价格出现下降，有助于公司削减赔付成本。

而 2015 年即将开始试点的商业车险费率改革，将对车险产生更为深远

的影响。这一改革旨在发挥市场配置资源的决定性作用，引导保险公司提升自主定价、自主经营、自负盈亏的意识，增强保险行业可持续发展和服务客户的能力。商业车险改革的基本框架是以行业示范条款和基准纯风险费率为基础，同时鼓励保险主体创新产品，逐步扩大保险主体的费用厘定自主权。总体来看，这一改革有利于改变目前车险市场同质化和低效竞争的局面，有利于车险市场可持续发展。

在商车改革进程中，大型保险公司拥有深厚的客户基础、较强的资源整合能力，在客户需求洞见、数据挖掘、业务品质管理、精准定价、产品创新等方面拥有优势，有望获取更多的市场份额。太保产险作为行业前三的大型产险公司，具有一定优势；同时，太保正积极应用车联网技术，推动未来的精准定价和服务创新，其车险业务有望进一步加快发展。

### 3.2. 非车险新兴业务有望成为新增长点

在“新国十条”政策推动下，农业险、健康险、保证险等新兴业务领域成为蓝海。太保产险在这些领域已着手布局，努力抓住市场机遇。

农险方面，太保在各省经营农险资格的数量，已仅次于人保和专业的农险公司；在此基础上，太保产险正努力推进产品创新、风险管控和服务能力建设。

政策性责任险方面，太保一直积极参与环境污染、生命安全、医疗责任等保险的承保，具有一定的先发优势；此外，太保正着力建立“前中后台一体化”的矩阵式作业团队，积极拓展政策型统保项目。

信用保证保险方面，太保 2011 年进入国内贸易信用保险，2014 年在业内率先获得了短期出口信用险执照。太保产险还利用母公司资源，与安联保险旗下的信用保险公司展开合作，借助其数据库与管理经验，推动信用险高质量发展。

目前，传统非车险业务受宏观经济影响，增长较为缓慢，且费率持续下行，盈利空间不断缩小。而在非车险业务的新兴领域，太保产险的基础还较为薄弱，但这也意味着更大的成长空间。未来几年内，凭借优良的基础能力和清晰的发展战略，太保产险有望将这些新兴业务打造成为业绩增长的新引擎。

### 3.3. 准备金评估调整到位，无后续影响

准备金是保险公司为了履行其所承担的保险责任或应付未来发生的赔款，从所收的保险费或资产中提留的一项基金。

2014 年，基于物价水平上升和人伤赔付标准的提高，太保产险对准备金进行了更为谨慎的评估；此项重估直接拉高了当年综合成本率约 3PT。但该影响仅为一次性影响，已在 2014 年调整到位，对后续年度的综合成本率没有进一步影响。

### 3.4. 前期投入基本结束，成本管控效果逐步显现

近年来，太保产险投入大量资源，积极推进成本管控和业务转型升级。

在理赔管控和中后台费用管理方面；太保产险 2009 年开展全国审批集中，2010 年开始“固变分离”，2012 年推动前中后台一体化。这一过程中，为了配合集约化管理的要求，太保产险 2012 年 IT 投入达 4.5 亿元，2013 年达 4.3 亿元。

在车险方面，太保产险一方面调整渠道结构，积极拓展综合成本率较低的电销渠道，目前该渠道占比已达 20% 左右，且仍有进一步提升的空间；另一方面，太保积极调整客群结构，拓展个人客户，优化客群整体质量，以降低综合成本。

在非车险方面，太保也正着力调整产品结构，大力发展盈利能力更强的农业险、信用保证险等新产品。

目前 IT 建设、电销渠道建设等方面的前期投入成本已逐步消化，后期主要是日常维护成本，对综合成本率的直接影响逐步减小。

这一系列的成本管控、结构转型的举措对公司综合成本率的长期优化作用，将在未来数年内逐步显现。

总体来说，综合成本率中 45% 受到当期影响，55% 受到往年业务影响，因此成本管控的效果具有一定的滞后性。预计 2014 年太保产险综合成本率超过 99%；但预计到 2015 年综合成本率拐点将会出现，当年年底全面实现承保盈利是大概率事件。

## 4. 风险提示：

**市场恶性竞争风险。**车险费率市场化开启后，部分公司采取价格战将导致产险增速复苏不达预期，或者费用率上升，放缓综合成本率下降的过程。

**资本市场波动风险。**目前太保净资产对债市波动的弹性虽然较小；但是如果资本市场的大幅波动，仍将部分影响公司的投资业绩和偿付能力充足率。

**本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格**
**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**免责声明**

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

**评级说明**

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

**国泰君安证券研究**

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		