

分享行业资讯 引领企业发展

普华永道 — 保险文摘
2015年上市保险公司半年报
分析专刊

2015年10月



目录

| | |
|--------------------------|----|
| 前言 | 3 |
| 2015年上市保险公司半年报分析范围 | 4 |
| 第一章: 整体分析 | 5 |
| 第二章: 寿险行业保险业务 | 6 |
| 2.1 保费收入 | 6 |
| 2.2 退保金与退保率 | 9 |
| 2.3 保户质押贷款 | 11 |
| 2.4 新业务价值 | 13 |
| 第三章: 财产险保险业务 | 15 |
| 3.1 保费收入 | 15 |
| 3.2 承保利润率分析 | 16 |
| 3.3 索赔进展分析 | 16 |
| 第四章: 投资业务 | 18 |
| 4.1 投资结构分析 | 18 |
| 4.2 投资收益率分析 | 20 |



前言

2015年中国经济增速放缓、股市波动增加、人民币汇率调整、保险行业监管新政频出，在这四大宏观因素的影响下的中国保险行业也经历了变化和话题都较多的一年。保监会大力推进偿二代试点和改革、保险资金运用渠道不断拓宽、费率市场化逐步推进、员工持股计划放开、市场“黑马”频现、互联网渠道开始初露峥嵘…保险行业成为社会和投资领域关注的焦点。在这个变化的大背景下，各上市保险公司交出了一份什么样的中期答卷？

市场黑马是否撼动了作为领头羊的上市保险公司江湖地位？

在选择价值还是增规模的十字路口各大公司究竟何去何从？

退保率持续走高是否真的影响到了保险公司的基础？

保户质押贷款持续增长是福还是祸？

为什么财产险公司的综合成本率下降如此困难？

2015年上半年的牛市行情各公司斩获如何？

刚过去一个季度的快熊又会给几家保险公司带来多大影响？

我们将基于几家公司披露的中期财务报告，并结合以前年度财务披露信息，对上市保险公司的上述热点问题进行分析。

2015年上市保险公司 半年报分析范围

本快讯提供了国内大型保险公司2015年上半年业绩的精华汇总

后附资料提供了国内上市保险公司资产规模较大的六家公司截至2015年6月30日的重要财务数据、已公布业绩及财务状况的比较和分析,包括:

中国人寿保险股份有限公司(以下简称“中国人寿”)

中国平安保险(集团)股份有限公司(以下简称“中国平安”)

太平洋保险(集团)股份有限公司(以下简称“中国太保”)

中国人民保险集团股份有限公司(以下简称“中国人保”)

新华人寿保险股份有限公司(以下简称“新华人寿”)

中国太平控股保险有限公司(以下简称“中国太平”)

目前中国人保、中国太平在香港联交所上市,中国人寿、中国平安、中国太保和新华人寿均已在上海证交所和香港联交所同时上市,中国人寿还同时在纽约交易所上市。为在同一口径下进行比较分析,除有说明数据以香港准则列示外,以下数据分析按照中国会计准则进行列示,单位为人民币百万元。

第一章：整体分析



2015年上半年, 6家上市保险/保险集团公司已赚保费实现了同比18.6%的增长, 投资收益更是同比增长了123.8%之多, 6家公司合计实现净利润71.5%的增长, 并且均实现了净利润超过50%的同比增长。总资产与净资产也双双实现两位数百分比的增长, 交出了一份不错的答卷。

2015年上半年6家上市保险/保险集团公司汇总的主要财务指标如下(除特别说明, 本报告金额单位为人民币百万元):

| 经营数据 | 2015年1月-6月 | 2014年1月-6月 | 变化 |
|---------------------------|-------------|-------------|--------|
| 已赚保费 | 851,911 | 718,596 | 18.6% |
| 投资收益 | 286,711 | 130,249 | 120.1% |
| 营业收入 | 1,215,323 | 905,949 | 34.1% |
| 营业支出 | (1,062,717) | (824,514) | 28.9% |
| 净利润 | 113,645 | 66,265 | 71.5% |
| 综合收益 | 137,418 | 91,642 | 50.0% |
| 财务状况数据 | 2015年6月30日 | 2014年12月31日 | 变化 |
| 资产总额 | 9,850,353 | 8,853,424 | 11.3% |
| 负债总额 | 8,735,766 | 7,878,639 | 10.9% |
| 其中: 保险责任准备金余额 | 4,485,946 | 4,166,901 | 7.7% |
| 归属于母公司的股东权益 | 987,403 | 863,864 | 14.3% |
| 盈利能力指标 | 2015年1月-6月 | 2014年1月-6月 | 变化 |
| 加权平均净资产收益率(%) (六家公司平均) | 13.34 | 9.61 | 3.73% |
| 归属于母公司股东的基本 每股收益(元) | 8.12 | 4.69 | 73.2% |
| 归属于母公司股东的每股净资产(元) | 105.78 | 92.43 | 14.4% |

保险业务和投资业务是保险公司的两大支柱业务。下文我们将区分寿险行业保险业务、财产险行业保险业务以及投资业务对6家上市公司的2015年上半年的经营情况进行分析。

第二章：寿险行业 保险业务



2.1 保费收入

因为保险业务收入在保监会统计信息中有公开披露，我们直接使用保监会披露数据对几家上市寿险公司/上市公司寿险子公司（以下简称上市寿险公司）的保费收入及市场份额进行分析。自2013年以后，保监会对寿险行业各公司披露的信息包括：原保险保费收入、保户投资款新增交费（主要为万能险）和投连险独立账户新增交费。其中原保险保费收入为执行企业会计准则解释公告2号（主要发文为财会[2009]15号）

下保费收入，而原保险保费收入加保户投资款新增保费与执行解释公告2号之前的保费收入一致（根据行业习惯，我们将之称为规模保费）。我们在阅读各种寿险行业研究报告的时候发现，有关寿险行业的市场分析，两个口径都可能被使用。因此，我们的分析基于原保费收入和规模保费两个口径。

我们发现，原保费收入方面几家上市寿险公司依然稳扎稳打，占有65%的市场份额；规模保费上看非上市公司发展迅速，几乎要与上市公司平分市场。

2013年、2014年以及2015年上半年几家上市寿险公司原保费收入及市场份额如下：

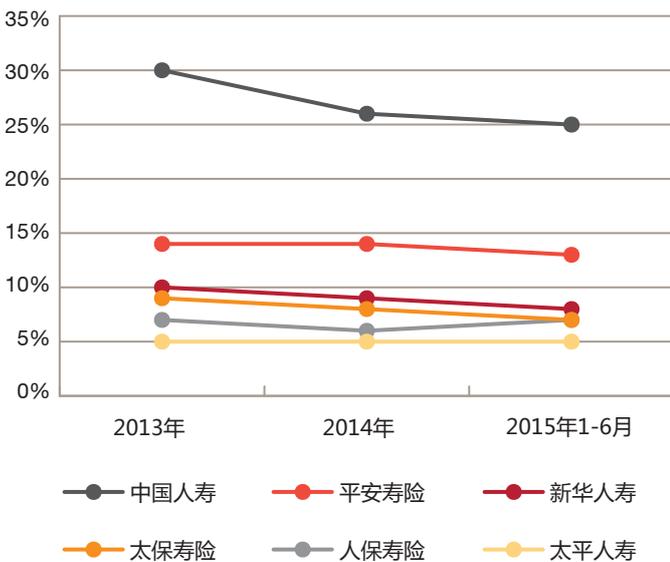
| | 2015年1-6月 | | 2014年 | | 2013年 | |
|------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 中国人寿 | 234,155 | 24.8% | 331,242 | 26.1% | 326,720 | 30.4% |
| 平安寿险 | 123,056 | 13.0% | 173,995 | 13.7% | 146,091 | 13.6% |
| 新华人寿 | 72,661 | 7.7% | 109,868 | 8.7% | 103,640 | 9.6% |
| 人保寿险 | 67,011 | 7.1% | 78,718 | 6.2% | 75,273 | 7.0% |
| 太保寿险 | 62,465 | 6.6% | 98,692 | 7.8% | 95,101 | 8.9% |
| 太平人寿 | 50,194 | 5.3% | 65,128 | 5.1% | 51,853 | 4.8% |
| 其他 | 333,815 | 35.5% | 411,385 | 32.4% | 275,415 | 25.7% |
| 合计 | 943,356 | 100.0% | 1,269,028 | 100.0% | 1,074,093 | 100.0% |

2013年、2014年以及2015年上半年几家上市寿险公司规模保费及市场份额如下:

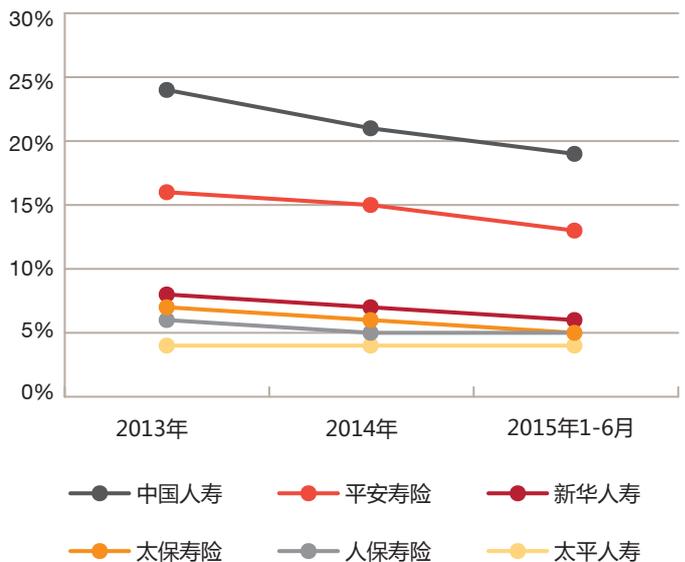
| | 2015年1-6月 | | 2014年 | | 2013年 | |
|------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 中国人寿 | 244,775 | 19.3% | 356,378 | 21.5% | 337,809 | 24.2% |
| 平安寿险 | 169,014 | 13.3% | 249,747 | 15.0% | 218,008 | 15.6% |
| 新华人寿 | 73,958 | 5.8% | 111,429 | 6.7% | 113,772 | 8.2% |
| 太保寿险 | 66,701 | 5.2% | 103,052 | 6.2% | 97,857 | 7.0% |
| 人保寿险 | 70,686 | 5.6% | 81,393 | 4.9% | 87,054 | 6.2% |
| 太平人寿 | 51,317 | 4.0% | 66,899 | 4.0% | 52,175 | 3.7% |
| 其他 | 594,570 | 46.8% | 691,806 | 41.7% | 488,649 | 35.0% |
| 合计 | 1,271,021 | 100.0% | 1,660,704 | 100.0% | 1,395,324 | 100.0% |

通过分析我们发现,市场前两名的中国人寿和平安寿险在两个口径下的市场份额走势并不一致,而排名在36名的几家公司在两个口径下市场份额走势相似。以下为几家公司在两个口径下市场份额走势曲线:

几家上市寿险公司原保费收入市场份额走势曲线:



几家上市寿险公司规模保费市场份额走势曲线:

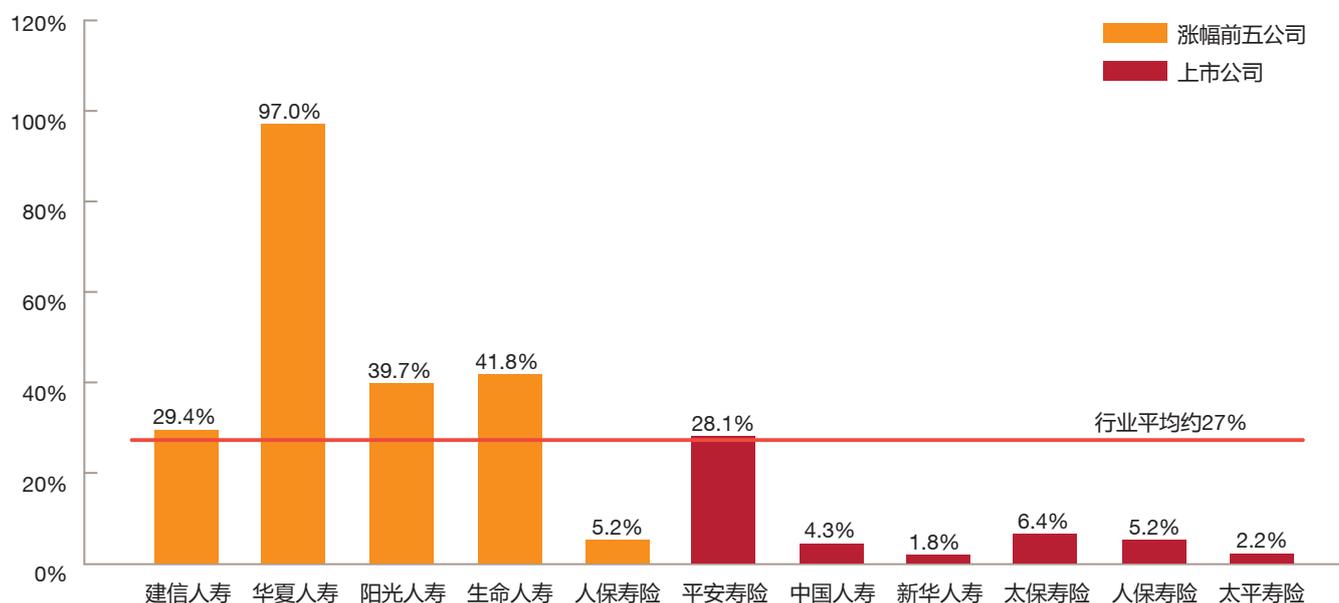


通过上述分析可以看到,市场排名3至6名的几家公司在两个保费口径下的市场份额走势基本一致。人保寿险在两个口径下均出现一个小的拐点,在2014年市场份额下降后2015年出现反弹,但尚未恢复2013年水准;新华人寿和太保寿险均呈持续下降趋势;太平人寿在两个保费口径下市场占有率均上升。

市场双雄中国人寿和平安寿险在两个口径下的表现大相径庭。中国人寿在原保费统计口径下的市场份额虽然持续下降,但下降走势趋缓,而在规模保费口径下看不到下跌减缓迹象;平安寿险在原保费口径下市场份额可以用几乎保持稳定形容,但规模保费口径下出现明显下跌迹象。

因此,我们可以看出不同的保险公司在两种保费口径下的发展战略是有所不同的。从结果上看,中国人寿和平安寿险有明显偏重原保费口径业务的倾向。

结合最近两年，寿险市场“黑马”频现的情况，我们又做了如下分析。我们选择2015年上半年规模保费市场份额增长最快的五家公司与几家上市寿险公司比较。比较各公司保户投资款新增交费占规模保费比例的情况。结果发现规模保费市场份额增长迅速的公司，保户投资款新增交费占比多高于行业平均水平（蓝色的1—5号公司分别代表2015年规模保费市场份额上升最快的华夏人寿、建信人寿、阳光人寿、生命人寿和人保寿险）：



通过上表看到，规模保费市场份额增长最快的几家公司除人保寿险外保户投资款新增交费占比均高于行业平均水平，其中增长最快的华夏人寿更是远远高于平均水平；行业领先的几家上市寿险公司除平安外，均远远低于行业平均水平。这个结果与我们通常理解的保户投资款更容易帮助保险公司“冲规模”的情况一致。



热点问题结论：

市场“黑马”抢夺的更多的是保户投资款市场，在规模保费市场占有率快速攀升。这种结果在一定程度上也是上市大保险公司有意选择的结果，因为在选价值还是增规模的十字路口他们多数将更多筹码放在了价值一侧。

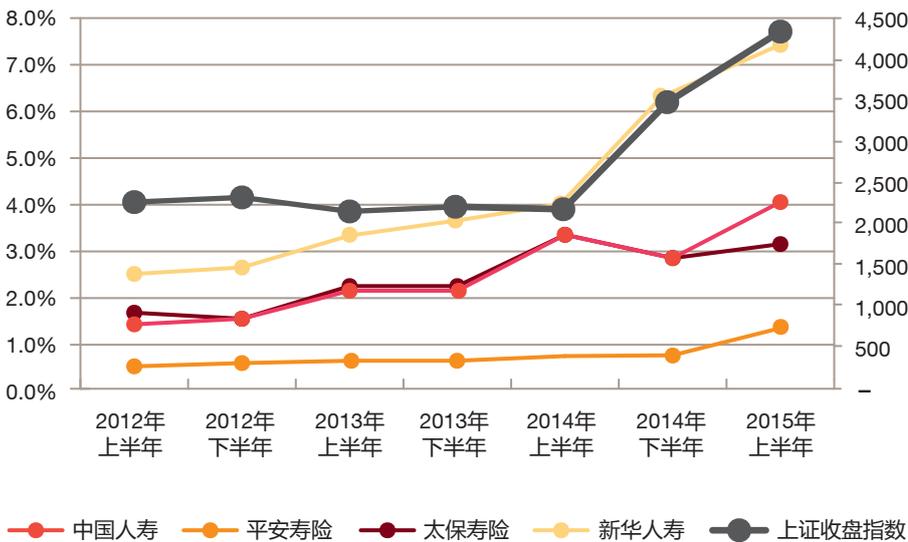
2.2 退保金与退保率

退保率上升，一直是寿险行业管理人员和分析师的行业关注重点，各上市寿险公司近年退保金与退保率统计如下。

| | 2015年1-6月 | | 2014年1-6月 | | 2013年1-6月 | | 2012年1-6月 | |
|------|-----------|------|-----------|------|-----------|------|-----------|-------|
| | 退保金 | 退保率 | 退保金 | 退保率 | 退保金 | 退保率 | 退保金 | 退保率 |
| 中国人寿 | 71,781 | 4.0% | 55,580 | 3.3% | 32,169 | 2.1% | 18,908 | 1.38% |
| 平安寿险 | 11,173 | 1.3% | 5,053 | 0.7% | 3,712 | 0.6% | 2,576 | 0.45% |
| 新华人寿 | 39,422 | 7.2% | 18,688 | 3.8% | 13,260 | 3.2% | 8,559 | 2.46% |
| 太保寿险 | 17,137 | 3.1% | 16,300 | 3.3% | 9,693 | 2.2% | 6,175 | 1.87% |
| 太平人寿 | 19,335 | 8.6% | 6,047 | 3.4% | 2,361 | 1.9% | 1,455 | 1.56% |

注：退保率=当期退保金/(期初寿险、长期健康险责任准备金+当期寿险、长期健康险保费收入)
人保寿险没有披露相关数据。

为了使数据更加直观，我们对各家公司退保率走势进行了分析，在比较各家公司退保率走势同时，我们加入了同期的上证指数走势。我们发现各家公司退保率均呈上升趋势，但速度不尽相同。



通过上表可以看出，各家公司退保率大方向均呈上升趋势，且2015年上半年增速较快，但细节有所不同。表现最好的平安寿险增幅较为平缓；中国人寿和太保寿险均在每年下半年有一个明显的放缓节点，而后呈持续上升；新华人寿退保率最高，且增速最快。

与上证指数走势比较，2012年后，大的趋势都是上升的，但从细节对比可以看出，2012年下半年至2014年上半年的股指低迷并未阻止退保率上升，2014年下半年至2015年上半年的股指上涨的确伴随了退保率更快的涨幅。通过此数据分析，我们认为资本市场对退保率上升有影响，但并非线性。

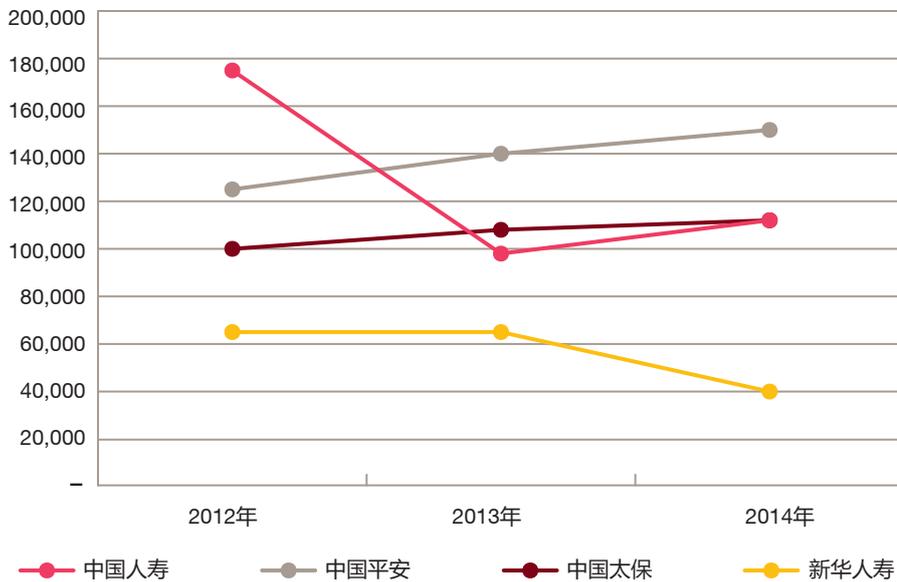
退保金和退保率的上升一直是寿险行业近年被媒体和分析师关注的重点，多数分析的顾虑都是持续上升的退保率会给保险公司带来较大的现金给付压力。

为了更进一步评估该影响，基于现金流量表，我们对几家寿险公司的保险业务直接现金流进行了分析。我们对保险业务直接现金流的计算公式如下：

$$\text{保险业务直接现金流} = \text{收到原保险合同保费取得的现金} + \text{保户储金及投资款净增加额} - \text{支付原保险合同赔付等款项的现金} + \text{支付再保险业务现金净额} + \text{支付手续费及佣金的现金} + \text{支付保单红利的现金}$$

根据可获得的已披露数据, 我们只能就中国人寿、新华人寿、中国平安和中国太保的数据进行分析, 并且中国平安和中国太保是合并寿险与财产险结果。

经过统计几家公司保险业务直接现金流走势如下:



通过上图可以看出, 中国平安和中国太保的保险业务现金流均呈上升趋势, 但增速低于业务规模增速。中国人寿和新华人寿保险业务现金流在个别年度呈下降走势。

退保金增加只是降低现金流入的一个因素, 对寿险公司而言, 满期给付通常是导致现金流出的另一重大因素。现金流管理对于保险公司经营的重要性毋庸置疑, 如何保持持续稳定的保险业务现金流入增长, 是公司管理层需要认真考虑的问题。再次提醒, 因为数字无法拆分, 上述现金流分析中国平安和中国太保是寿险和财产险合并数字, 这有可能是导致两家公司保险业务现金流走势好于中国人寿和新华人寿的一个原因。

热点问题结论:

因为退保金以及满期给付的增加, 寿险公司的业务现金流未能保持与保费同步的上升节奏, 甚至偶有下降。在绝对金额上, 保险业务的现金流入给公司发展提供了有力支持, 但在长期发展趋势上, 如何保持现金流入的持续有力增长, 是公司管理层应重点考虑的问题。





2.3 保户质押贷款

保户质押贷款因为最近几年规模增速很快，是寿险行业近年的热点问题之一。

2013年12月31日、2014年12月31日及2015年6月30日，四家上市寿险公司保户质押贷款的余额以及增速如下：

| | 2013年12月31日 | 2014年12月31日 | 2015年6月30日 | 2013-2014增加 | 2014-2015.6增加 |
|------|-------------|-------------|------------|-------------|---------------|
| 中国人寿 | 60,176 | 73,654 | 79,285 | 22% | 8% |
| 平安寿险 | 26,107 | 37,886 | 47,573 | 45% | 26% |
| 新华人寿 | 8,841 | 14,903 | 18,174 | 69% | 22% |
| 太保寿险 | 8,444 | 12,253 | 14,848 | 45% | 21% |

通过上表可以看到，除中国人寿外，另外三家披露数字的上市寿险公司，保户质押贷款余额的绝对金额增速在过去两年均保持两位数增长。

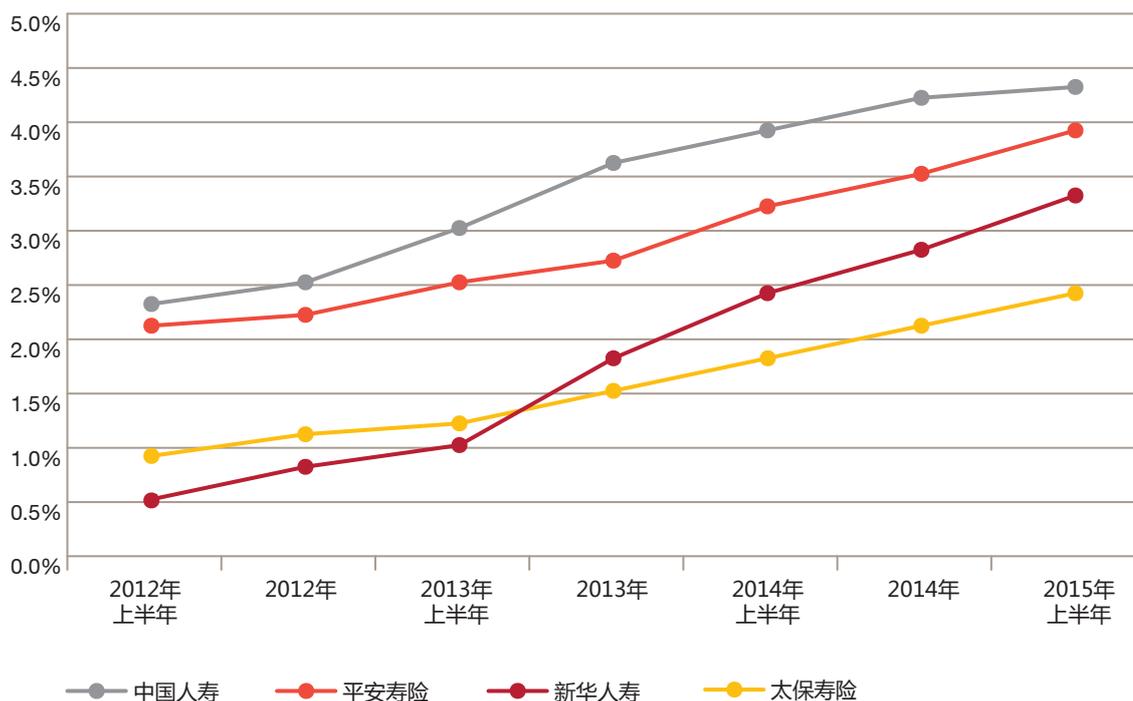
因为几家上市寿险公司保险业务规模相差较大，保户质押贷款的绝对值比较很难看出彼此之间的差异是因为业务规模还是另有原因。因此，我们尝试用保户质押贷款与（寿险准备金+保户储金及投资款的余额）合计进行比较。如此比较

的一个原因是，保户质押贷款是基于保户现有生效保单的现金价值，根据各公司政策不同，保户质押贷款可以达到的上限为保单现金价值的70%—90%不等。因此，保户质押贷款是基于寿险准备金和保户储金及投资款而开展的业务。我们对保户质押贷款占寿险准备金和保户储金及投资款的余额的比例进行分析。

四家上市寿险公司保户质押贷款/（寿险准备金+保户储金及投资款的余额）的比例如下：

| | 2012.6.30 | 2012.12.31 | 2013.6.30 | 2013.12.31 | 2014.6.30 | 2014.12.31 | 2015.6.30 |
|------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|
| 中国人寿 | 2.6% | 2.8% | 3.3% | 3.9% | 4.2% | 4.5% | 4.6% |
| 平安寿险 | 2.3% | 2.5% | 2.8% | 3.0% | 3.5% | 3.8% | 4.2% |
| 新华人寿 | 0.8% | 1.1% | 1.3% | 2.1% | 2.7% | 3.1% | 3.6% |
| 太保寿险 | 1.2% | 1.4% | 1.5% | 1.8% | 2.1% | 2.4% | 2.7% |

我们看到，各公司保户质押贷款占准备金及保户投资款的比例均呈持续上升趋势：



通过上图可以看出，各公司保户质押贷款占存量业务规模的比例呈逐年上升趋势，该上升趋势未见平缓，新华人寿和平安寿险在2015年还略有加快。

热点问题结论：

寿险行业对保户质押贷款业务的评价并不相同，一种观点认为保户质押贷款因为有保单现金价值质押，属于风险小，收益稳定的“投资业务”。我们认为，保户质押贷款的信用风险的确比较小，但保户质押贷款有一定程度的被动性，另外，和下文提到的保险公司增长迅速的另类投资相比，在收益率上处于劣势。因此，建议公司结合自身现金流情况制定保户质押贷款发展策略，变被动为主动。



2.4 新业务价值

各家上市寿险公司的首年保费收入、新业务价值及新业务价值率比较如下：

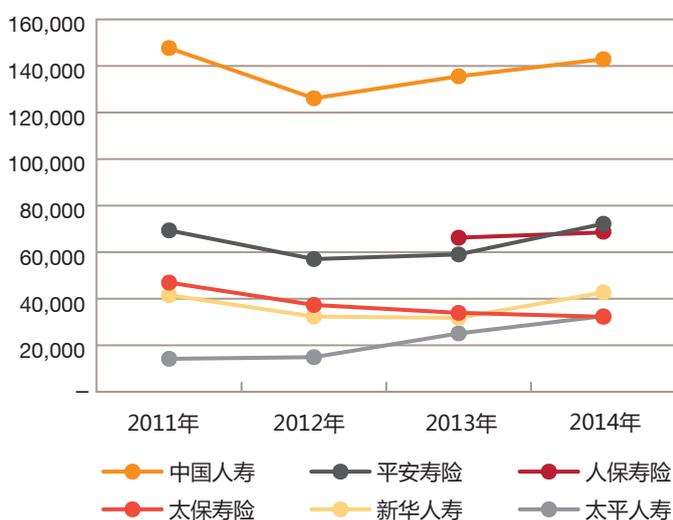
| 首年保费收入 | 2011年 | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年上半年 |
|----------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 中国人寿 | 147,721 | 126,111 | 135,563 | 142,920 | 126,285 |
| 平安寿险 | 69,355 | 57,051 | 59,035 | 72,203 | 59,179 |
| 太保寿险 | 46,936 | 37,333 | 36,287 | 35,608 | 23,171 |
| 新华人寿 | 41,561 | 32,335 | 40,068 | 42,843 | 39,330 |
| 人保寿险 | - | - | 66,224 | 68,500 | 61,134 |
| 太平人寿 | 14,262 | 14,940 | 25,480 | 32,504 | 28,231 |
| 新业务价值 | 2011年 | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年上半年 |
| 中国人寿 | 20,199 | 20,834 | 21,300 | 23,253 | 18,637 |
| 平安寿险 | 16,822 | 15,915 | 18,163 | 21,966 | 17,046 |
| 太保寿险 | 6,714 | 7,060 | 7,499 | 8,725 | 7,227 |
| 新华人寿 | 4,360 | 4,172 | 4,236 | 4,912 | 3,450 |
| 人保寿险 | - | - | 4,070 | 3,668 | 2,699 |
| 太平人寿 | 1,819 | 1,868 | 2,475 | 3,413 | 2,560 |
| 新业务价值/ 首年保费 | 2011年 | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年上半年 |
| 中国人寿 | 13.7% | 16.5% | 15.7% | 16.3% | 14.8% |
| 平安寿险 | 24.3% | 27.9% | 30.8% | 30.4% | 28.8% |
| 太保寿险 | 14.3% | 18.9% | 20.7% | 24.5% | 31.2% |
| 新华人寿 | 10.5% | 12.9% | 10.6% | 11.5% | 9.0% |
| 人保寿险 | - | - | 6.1% | 5.4% | 4.4% |
| 太平人寿 | 12.8% | 12.5% | 9.7% | 10.5% | 9.1% |

注：人保寿险因为集团上市较晚，2011和2012年没有公开数据。

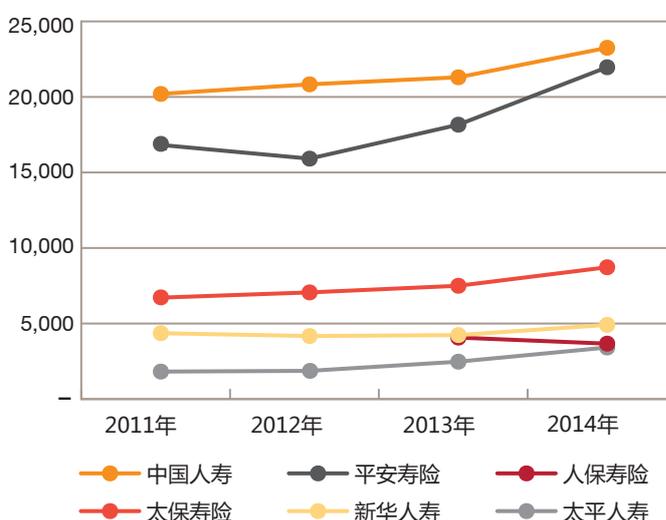
通过对数据分析，各家公司在首年保费、新业务价值的排名，基本与市场份额排名一致。但比较新业务价值与首年保费的比值的新业务价值率，各公司效率差异较大。我们在前面分析保户储金及投资款在规模保费的占比方面，看到几家行业领先的上市公司该比例处于行业平均水平之下，体现

了超级公司与新兴公司在发展战略方面的差异。从新业务价值率的差异，也可以看出即使对于这些大公司，重规模还是重效益，管理层的经营战略也不尽相同。

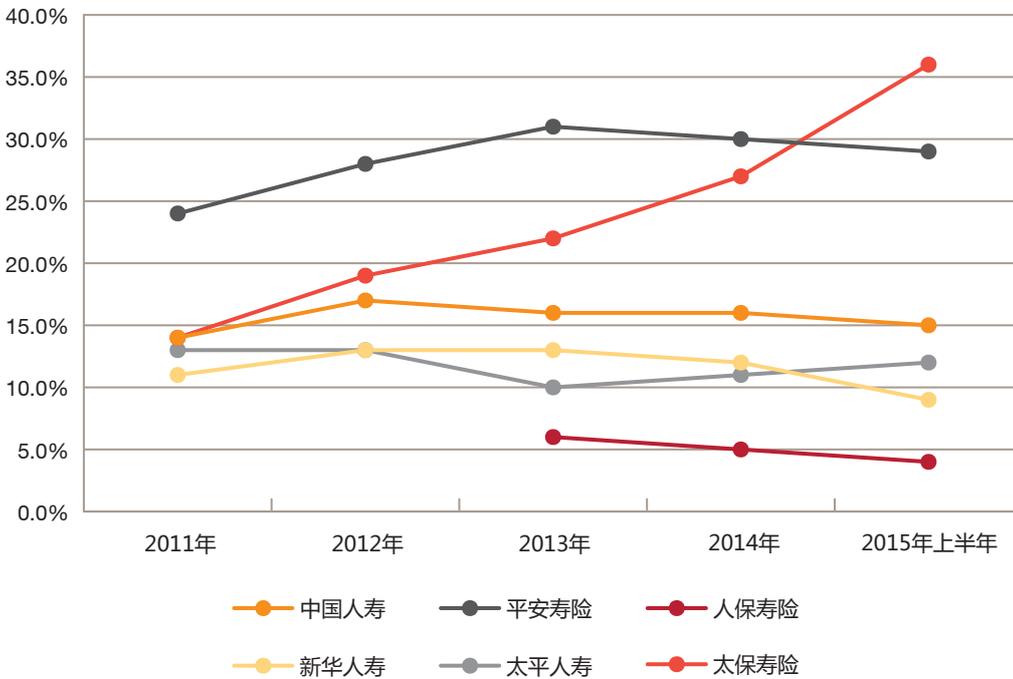
首年保费收入走势图：



新业务价值走势：

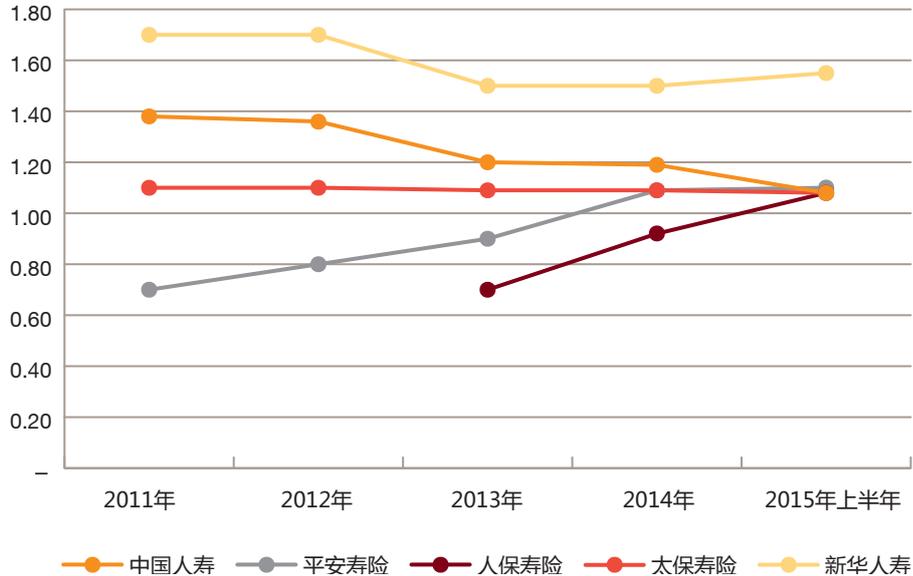


新业务价值/首年保费率走势:



从上面新业务价值率的走势图,可以看到各公司排序犬牙交错。从各家公司自己的发展趋势看,除太保寿险单边上升外,大部分公司的走势相对平稳,有升有降,说明各家经营政策比较稳定。

此外,我们还尝试对手续费及佣金与新业务价值进行比较,发现了一个比较有趣的结果,除新华人壽持续较高外,中国人寿、太保寿险和平安寿险几家公司从不同的起点在2015年走到了一起。这个比值在一定程度上体现了各家公司新业务价值的展业成本。因为手续费和佣金中也包含了部分老业务成本,因此该比较并不十分精确。



第三章：财产险保险业务

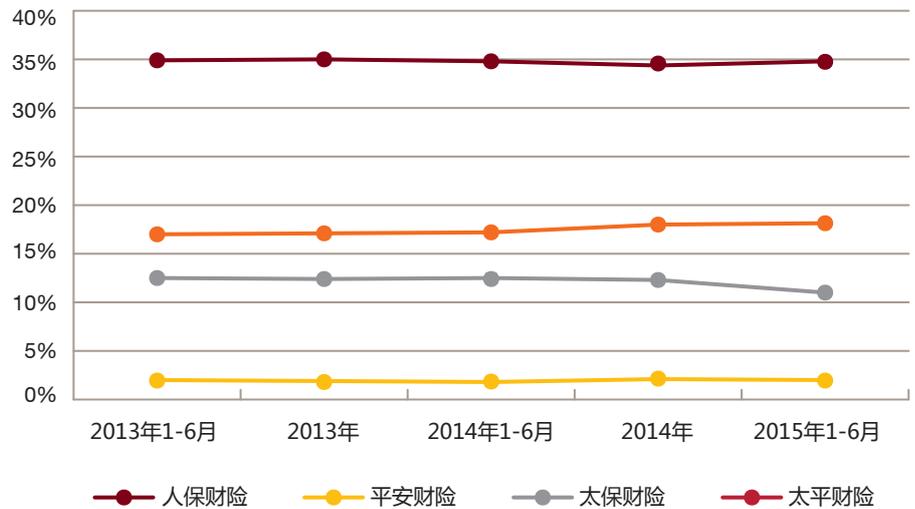


3.1 保费收入

2015年上半年财产险行业，保费收入较2014年同期相比约增长11.8%，保持了稳定增长，四家上市财险公司2012年至2015年前6个月保费如下：

| | 2015年1-6月 | 2014年1-6月 | 2013年1-6月 | 2012年1-6月 |
|------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 人保财险 | 145,926 | 131,836 | 115,341 | 100,911 |
| 平安财险 | 81,443 | 68,705 | 53,744 | 48,750 |
| 太保财险 | 48,253 | 48,126 | 42,307 | 35,177 |
| 太平财险 | 7,865 | 6,354 | 5,240 | 3,661 |

我们比较了几家上市财产险公司的市场份额走势，几家市场排名靠前的财险公司，市场份额占比比较稳定。主要是因为财产险行业基本均为保障型险种，类似寿险行业的投资型险种较少，希望通过某些特殊产品“冲规模”的情况比较少见。



从产品结构看，财产险行业产品结构也比较稳定，第一大险种机动车险在行业占比比较平稳。从各家财险公司产品结构看，虽然机动车辆险在各自公司占比有所不同，但各家公司的历史纵向比较，均比较稳定。

| | 人保财险 | | 平安财险 | | 太保财险 | | 太平财险境内 | |
|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | 2015年1-6月 | 2014年1-6月 | 2015年1-6月 | 2014年1-6月 | 2015年1-6月 | 2014年1-6月 | 2015年1-6月 | 2014年1-6月 |
| 机动车辆保险 | 67.5% | 68.7% | 75.9% | 75.7% | 75.7% | 75.8% | 80.6% | 80.8% |
| 其他保险 | 32.5% | 31.3% | 24.1% | 24.3% | 24.3% | 24.2% | 19.4% | 19.2% |
| 合计 | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

3.2 承保利润率分析

根据各家公司披露的综合成本率指标来看，几家公司的综合成本率自身纵向走势较为稳定，各公司之间的横向比较还是有所差异的。

| | 人保财险 | | 平安财险 | | 太保财险 | | 太平财险境内 | |
|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | 2015年1-6月 | 2014年1-6月 | 2015年1-6月 | 2014年1-6月 | 2015年1-6月 | 2014年1-6月 | 2015年1-6月 | 2014年1-6月 |
| 综合赔付率 | 61.5% | 62.4% | 57.0% | 58.3% | 64.9% | 63.8% | 52.8% | 54.7% |
| 综合费用率 | 33.2% | 32.0% | 36.6% | 36.1% | 34.6% | 35.7% | 46.8% | 44.9% |
| 综合成本率 | 94.7% | 94.4% | 93.6% | 94.4% | 99.5% | 99.5% | 99.6% | 99.6% |

比较各公司的综合成本率，最高与最低公司之间相差了接近6个百分点，这个成本率差异对公司利润的影响是比较大的。



热点问题结论：

综合成本率受公司承保质量、核赔质量、展业成本和运营成本多方面影响，是财险公司经营管理的最重要指标，也是管控压力较大的指标。从综合成本率较高的太保财险和太平财险看，太保财险的综合成本率较高主要因为综合赔付率较高，而太平财险主要是因为综合费用率较高。因此，提高承保和理赔质量，控制展业、运营成本，财险行业传统经营管理难题仍然是很多公司管理层需要面对的。

3.3 索赔进展分析

根据准则要求，财产险公司均需要披露未决赔款准备金的索赔进展表，该表是体现各公司理赔准备金预估质量的重要数据。该表的逻辑是以事故年度为纵列，横向列示各年对该事故年度理赔准备金的预估。如果当年的评估值高于上一年，说明上一年的准备金评估存在不足。一般而言，在第三个评估年度之后，财险公司因为大部分事故已经结案，准备金评估值接近最终赔付。

下表对2014年12月31日3家产险公司索赔进展进行了分析，比较了各家公司各年计提准备金与准备金最终估计值的差异。我们发现各公司各年的评估偏差均在正负5%之内。

| 人保财险 | 事故年度 | | | | |
|--------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 累计赔付款项估计额 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| 当年末 | 77,623 | 83,966 | 95,126 | 120,250 | 131,568 |
| 1年后 | 77,118 | 83,307 | 95,343 | 120,311 | |
| 2年后 | 76,667 | 82,656 | 95,213 | | |
| 3年后 | 75,294 | 81,604 | | | |
| 4年后 | 74,405 | | | | |
| 当年估损与最新估损偏差 | 4.3% | 2.9% | -0.1% | -0.1% | |
| 第一年估损与最新估损偏差 | 3.6% | 2.1% | 0.1% | 0.0% | |
| 第二年估损与最新估损偏差 | 3.0% | 1.3% | 0.0% | | |
| 第三年估损与最新估损偏差 | 1.2% | 0.0% | | | |
| 第四年估损与最新估损偏差 | 0.0% | | | | |

| 平安财险 | 事故年度 | | | | |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 累计赔付款项估计额 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| 当年末 | 23,977 | 34,486 | 45,307 | 52,810 | 59,864 |
| 1年后 | 23,977 | 33,912 | 45,702 | 53,124 | |
| 2年后 | 23,954 | 33,363 | 45,469 | | |
| 3年后 | 23,636 | 32,984 | | | |
| 4年后 | 23,479 | | | | |
| 当年估损与最新估损偏差 | 2.1% | 4.6% | -0.4% | -0.6% | |
| 第一年估损与最新估损偏差 | 2.1% | 2.8% | 0.5% | 0.0% | |
| 第二年估损与最新估损偏差 | 2.0% | 1.1% | 0.0% | | |
| 第三年估损与最新估损偏差 | 0.7% | 0.0% | | | |
| 第四年估损与最新估损偏差 | 0.0% | | | | |

| 太保财险 | 事故年度 | | | | |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 累计赔付款项估计额 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| 当年末 | 24,635 | 33,232 | 39,674 | 49,007 | 55,276 |
| 1年后 | 24,251 | 32,574 | 41,169 | 51,154 | |
| 2年后 | 24,222 | 31,753 | 41,592 | | |
| 3年后 | 23,846 | 31,996 | | | |
| 4年后 | 24,009 | | | | |
| 当年估损与最新估损偏差 | 2.6% | 3.9% | -4.6% | -4.2% | |
| 第一年估损与最新估损偏差 | 1.0% | 1.8% | -1.0% | 0.0% | |
| 第二年估损与最新估损偏差 | 0.9% | -0.8% | 0.0% | | |
| 第三年估损与最新估损偏差 | -0.7% | 0.0% | | | |
| 第四年估损与最新估损偏差 | 0.0% | | | | |

第四章：投资业务



4.1 投资结构分析

2015年上半年，资本市场基本延续了2014年下半年的快速增长势头，因为市场风险管控以及监管要求，各上市公司仍然以固定收益类投资为主，但股权型投资占比均较2014年底有所上升。

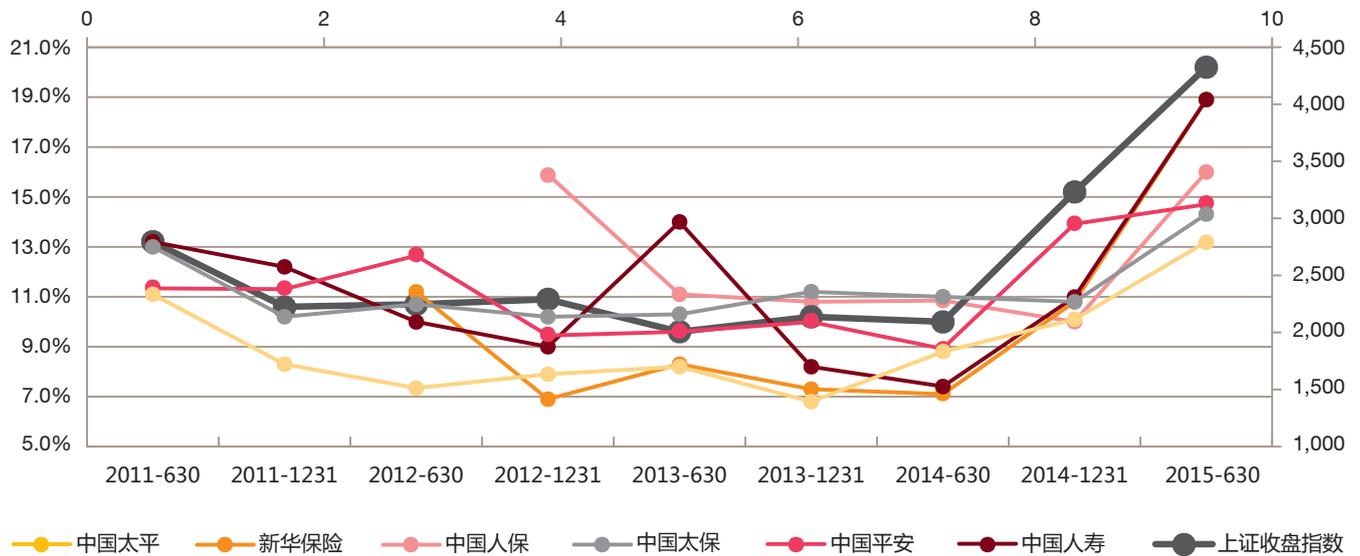
2015年6月30日，各家公司投资资产余额及结构占比如下：

| | 中国人寿 | | 中国平安 | | 中国太保 | | 中国人保 | | 新华人寿 | | 中国太平 | |
|-------|-----------|-------|-----------|-------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|
| | 金额 | 百分比 | 金额 | 百分比 | 金额 | 百分比 | 金额 | 百分比 | 金额 | 百分比 | 金额 | 百分比 |
| 债权型 | 918,922 | 41.5% | 837,222 | 51.1% | 476,118 | 56.4% | 318,401 | 42.2% | 327,523 | 51.1% | 177,044 | 57.8% |
| 股权型 | 372,881 | 16.8% | 242,323 | 14.8% | 122,226 | 14.3% | 120,434 | 16.0% | 120,685 | 18.8% | 43,888 | 14.3% |
| 定期存款类 | 647,679 | 29.3% | 245,759 | 15.0% | 175,670 | 20.8% | 169,749 | 22.5% | 143,748 | 22.4% | 34,229 | 11.2% |
| 货币资金 | 79,448 | 3.6% | 64,920 | 4.0% | 18,612 | 2.2% | 51,540 | 6.8% | 19,920 | 3.1% | 10,234 | 3.3% |
| 其他 | 194,813 | 8.8% | 240,414 | 14.7% | 49,380 | 5.9% | 93,795 | 12.4% | 29,262 | 4.6% | 40,729 | 13.3% |
| 合计 | 2,213,743 | 100% | 1,630,638 | 99% | 842,006 | 100% | 753,919 | 100% | 641,138 | 100% | 306,123 | 100% |

在保险公司的投资资产的结构占比中，债权型、定期存款和货币资金因为收益较为稳定、风险较低，股权型投资成为各家公司投资结果变数的主要原因。尤其最近几年中国的资本市场波动较大，股权型投资的占比以及股权型投资的结果，在很大程度上影响了各保险公司的盈利情况。为了更好的体现资本市场对各保险公司股权型投资的影响，我们对2011年以来，以半年为期间，对各家公司股权型投资在投资资产的占比走势进行分析，并与上证指数走势进行了对比。

我们发现，自2013年6月30日开始，上市公司股权型投资占比一直呈波动上升趋势，随着上市指数在2014年下半年至2015年上半年持续上升，上市保险公司普遍增加了股权型投资占比。2014年底至2015年6月30日期间，新华人寿和中国人保股权型投资占比增长的斜率已经超过上证指数增长斜率。从长期发展趋势看，各公司股权型投资占比增长与上证指数走势大方向基本一致；在细节上，也会发现有些公司反映落后于上证指数，甚至在上证指数期间性小波谷时出现自己的小波峰。大家都知道，自

2015年6月中至今，中国A股市场走出了一波罕见快速下跌的熊市行情。因为此波下跌至今各公司尚未披露季报等公开财务数据，各保险公司受此波熊市行情影响尚不得而知。



注: 因为公开数据原因, 上述分析中国人保从2012年12月31日开始, 新华人寿从2012年6月30日开始。

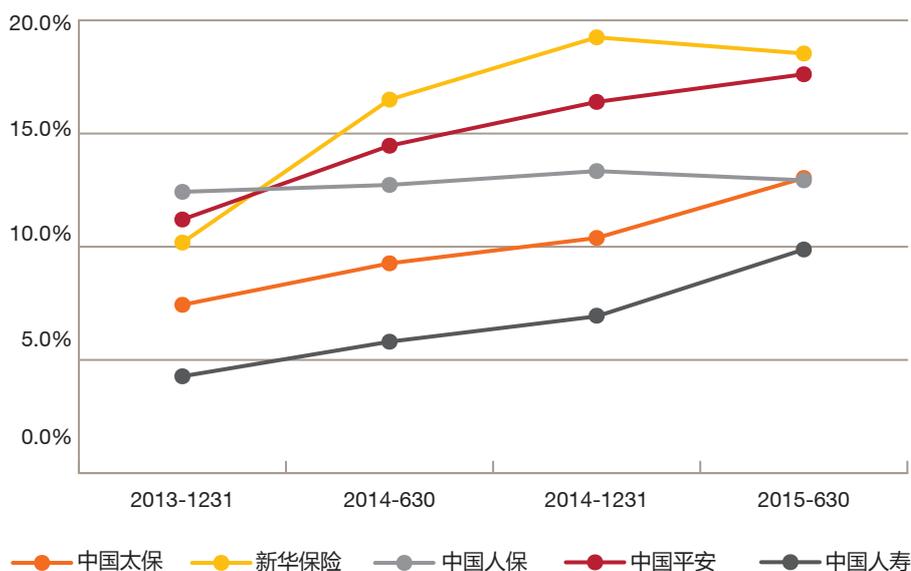
非标资产分析

随着保险行业逐步放开保险资金投资限制, 银行理财产品、集合资金信托计划、专项资产管理计划、项目支持计划、私募股权计划、债权投资计划、投资性房地产等非标产品投资逐渐增多。

2015年非标投资的金额及其在投资资产的占比如下。

| | 2015年6月30日 | | 2014年12月31日 | | 增长率 | |
|------|------------|-------|-------------|-------|-------|---------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比(百分点) |
| 中国人寿 | 224,441 | 10.1% | 152,776 | 7.3% | 46.9% | +2.87 |
| 中国平安 | 292,641 | 17.9% | 243,867 | 16.5% | 20.0% | +1.31 |
| 中国太保 | 112,294 | 13.3% | 81,715 | 10.7% | 37.4% | +2.61 |
| 中国人保 | 99,271 | 13.2% | 93,905 | 13.6% | 5.7% | -0.42 |
| 新华人寿 | 120,092 | 18.7% | 121,433 | 19.4% | -1.1% | -0.68 |

总的来说, 自2013年保险资金运用逐渐放开后, 各保险公司投资于非标资产逐渐增多, 但在最近期间, 部分公司出现增长放缓甚至降低的迹象。下表列示了几家公司自2013年保险资金运用逐渐放开后, 非标资产占比走势:



从整体上看, 各家上市公司非标投资占比均呈上升趋势, 但具体又各有不同, 比较典型的是中国人寿和中国人保两家各自行业的龙头企业, 中国人寿非标投资占比为各家最低, 从上升走势上看也属平均水平; 中国人保虽然非标占比在各家处于中间位置, 但走势最为平缓, 甚至可以认为基本保持稳定; 另外比较有特点的是新华人寿, 在经历2014年快速上升成为几家最高之后, 2015年新华的非标投资占比下降, 与各家走势相反。这些迹象表明, 各公司在非标资产投资方面, 还是保持谨慎的。

4.2 投资收益率分析

对于投资收益率的分析，我们比较了净投资收益率和总投资收益率，这也是各上市保险公司披露自身投资收益情况经常使用的两个参数。（两个投资收益率的结果取自各公司半年报管理层讨论与分析，各公司计算公式存在差异，请见本页“注1”）

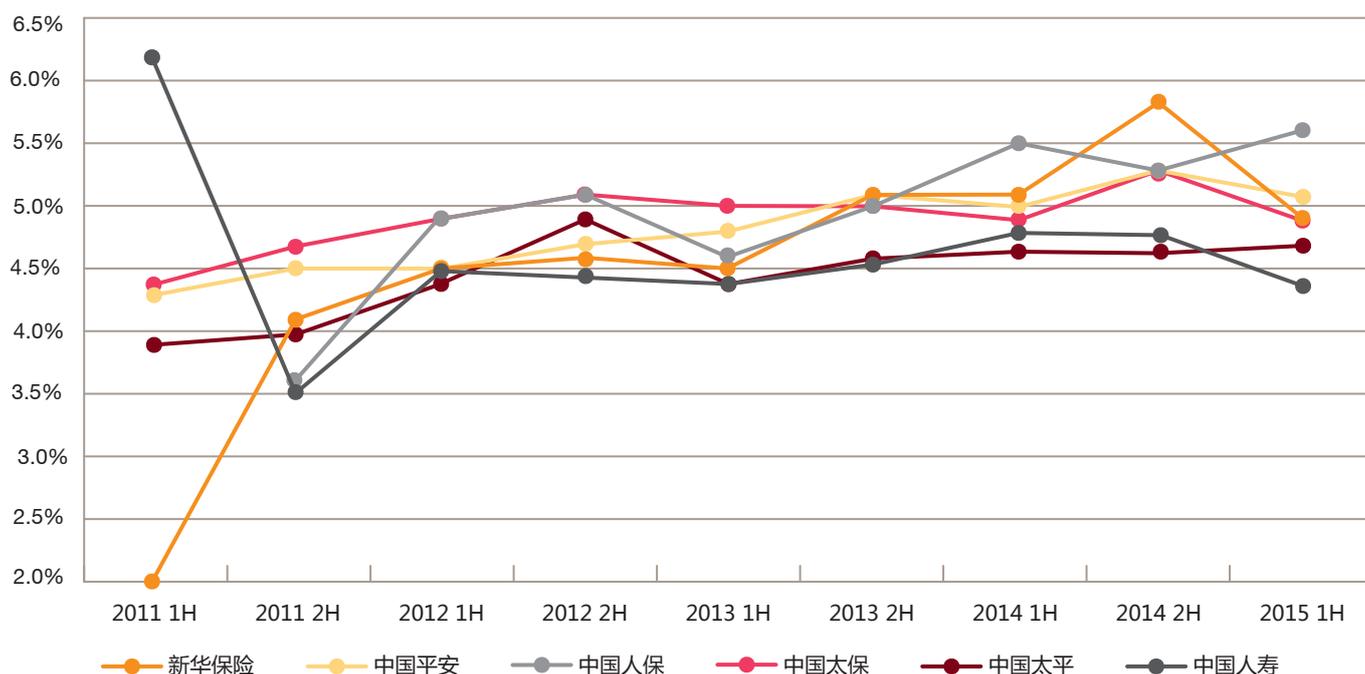
从2015年上半年和2014年上半年的净投资收益率和总投资收益率来看，除中国人寿和新华人寿的净投资收益率出现下降外，上市保险公司的净投资收益率和总投资收益率均呈上升趋势，但净投资收益率较投资收益率相比上升较缓慢。

| | 中国人寿 | | 中国平安 | | 中国太保 | | 中国人保 | | 新华人寿 | | 中国太平 | |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 15上半年 | 14上半年 |
| 净投资收益率 | 4.4% | 4.8% | 5.1% | 5.0% | 4.9% | 4.9% | 5.6% | 5.5% | 4.8% | 5.1% | 4.7% | 4.4% |
| 总投资收益率 ^{注1} | 9.1% | 4.8% | 7.7% | 4.3% | 6.6% | 4.4% | 8.8% | 5.1% | 10.5% | 5.1% | 7.8% | 5.1% |

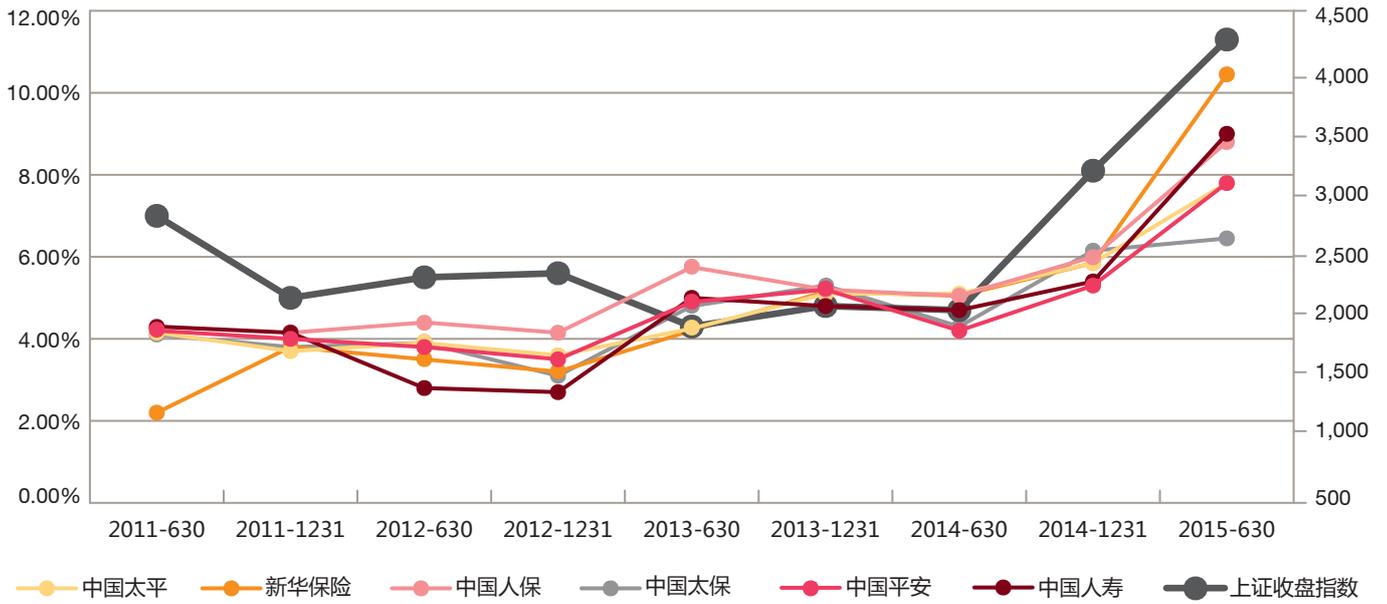
注1：部分公司进行简单年化处理，但上半年的业绩，尤其是买卖价差是否能够在下半年完全复制具有不确定性，而另一部分公司则采用Modified Dietz方法。因此，公司间的计算结果不具有可比性（各公司具体计算公式请参见各公司对外披露的财务报表）。我们对总投资收益率进行列示，仅为呈现各公司在不同阶段的变化趋势。

我们对2011年至2015年上半年，以半年为单位，对几家公司年化净投资收益率和总投资收益率走势进行了分析。通过比较发现，各公司收益率走势基本一致，尤其是总投资收益率走势的一致性要高于净投资收益率，该差异是因为各公司可供出售金融资产配置不同。年化净投资收益率和总投资收益率走势如下：

净投资收益率：



总投资收益率:



热点问题结论:

各家公司在净投资收益率上虽有差异,但并不重大;我们注意到2015年第三季度各公司受到不同程度的快熊行情影响,我们可以在即将披露的3季报揭晓答案。

普华永道在中国拥有一支强大的保险服务团队, 具备为保险行业提供各类服务的专业人才。
以下为我们主要服务内容介绍。如果您有兴趣可以和下列主要联系人联系:

审计与会计服务: 审计与鉴证服务、会计咨询、与财务报告相关的内部控制与流程梳理

周星

电话: +86(10) 6533 7986
xing.zhou@cn.pwc.com

林同文

电话: +86(10) 6533 2381
tom.tm.ling@cn.pwc.com

许康玮

电话: +86(21) 2323 7615
kevin.xu@cn.pwc.com

胡静

电话: +86(10) 6533 5109
jing.hu@cn.pwc.com

李姗

电话: +86(10) 6533 7327
nancy.s.li@cn.pwc.com

周世强

电话: +86(755) 8261 8988
charles.s.chow@cn.pwc.com

马千鲁

电话: +86(10) 6533 5808
qianlu.ma@cn.pwc.com

李毫芒

电话: +86(10) 6533 5393
haomang.h.li@cn.pwc.com

黄晨

电话: +86(755) 8261 8253
kevin.c.huang@cn.pwc.com

卢冰

电话: +86 (21) 2323 2146
Rico.lu@cn.pwc.com

任明杰

电话: +86(10) 6533 7009
maggie.ren@cn.pwc.com

王智鹏

电话: +86(10) 6533 5023
ross.wang@cn.pwc.com

屈斯洁

电话: +86 (21) 2323 8180
margaret.qu@cn.pwc.com

风险管理及内部控制: 内部审计、内部控制与流程梳理、风险管理、信息系统与网络安全、信息安全和技術风险管理、财务及业务系统实施保障服务

杨丰禹

电话: +86(10) 6533 7308
philip.yang@cn.pwc.com

刘诚

电话: +86(10)6533 2851
christina.lau@cn.pwc.com

梁震

电话: +86(10) 6533 5979
zhen.liang@cn.pwc.com

精算服务: 内涵价值与市场价值评估、保险公司尽职调查、市场进入策略与商业计划、精算模型、资产负债管理与风险资本管理

刘淑艳

电话: +86(10) 6533 2592
shuyen.liu@cn.pwc.com

蒋华华

电话: +86(10) 6533 2881
grace.jiang@cn.pwc.com

金鹏

电话: +86(852) 2289 3311
peng.jin@cn.pwc.com

管理咨询服务: 1. 多维成本与盈利分析、全面预算管理、财务共享服务以及企业价值评估; 2. 核心业务优化 (承保、理赔及客服)、运营中心规划和设计以及客户关系管理; 3. 人力资本管理规划、设计和实施以及变革管理; 4. 信息技术规划和应用, 信息安全管理以及企业数据管理; 5. 风险管理咨询服务: 全面风险管理规划与实施、偿付能力II规划与实施、风险偏好体系建设、投资风险管理和绩效评估、风险量化分析与建模、自我风险与偿付能力评估 (ORSA)、资本规划和分配、情景分析和压力测试、风险绩效管理、风险数据库与管理系统设计及实施

黄小戎

电话: +86(21) 2323 3799
xiaorong.huang@cn.pwc.com

蔡欣溢

电话: +86(21) 2323 3256
vincent.x.cai@cn.pwc.com

张立钧

电话: +86(10) 6533 2755
james.chang@cn.pwc.com

刘一方

电话: +86(10) 6533 5632
andy.y.liu@cn.pwc.com

关赫

电话: +86(21) 2323 7653
herman.guan@cn.pwc.com

周瑾

电话: +86(10) 6533 5464
jimi.zhou@cn.pwc.com

税务服务: 新税法下企业重组与并购、海外投资设计与筹划、税务部门的有效性、税务健康检查

陈志希

电话: +86(10) 6533 2022
rex.c.chan@cn.pwc.com

康杰

电话: +86(10) 6533 3012
oliver.j.kang@cn.pwc.com

曾惠贤

电话: +(852) 2810 9888
catherine.tsang@hk.pwc.com

www.pwccn.com

本文仅为提供一般性信息之目的，不应用于替代专业咨询者提供的咨询意见。

© 2015 普华永道。版权所有。普华永道系指普华永道网络及/或普华永道网络中各自独立的成员机构。
详情请进入www.pwc.com/structure。CN-20150928-3-C1