

中国太保(2601 HK)

转型 2.0 启动，稳定表现可期

- ❖ **2017 年业绩符合预期。**原保费收入同比增长 20.4%，达 2,820 亿元人民币，较我们预期/市场一致预期高 1.1%/1.5%。太保寿险新业务价值同比增长 40.3%，达 267 亿元，比我们预期低 6%。集团内含价值同比增长 16.4%至 2,860 亿元，比我们预期高 1.4%。剩余边际同比增长 32.3%至 2,284 亿元。太保产险综合成本率优化 0.4 个百分点至 98.8%，优于我们预期/市场一致预期 0.4/0.2 个百分点。净利润同比增长 21.6%，达 147 亿元，较我们预期高 1.8%，但低于市场预期 5.6%。每股派息 0.80 元，较去年增长 14%。
- ❖ **新业务价值增速快于大部分上市同业。**2017 年，太保寿险新业务价值同比增长 40.3%，增速快于大部分上市同业（中国平安 32.6%，中国人寿 22%，新华保险 15.4%，中国太平 49.6%）。新业务价值率为 39.4%，同比提升 6.5 个百分点。然而，强劲增长主要来自于上半年，由于业务结构调整，下半年新业务价值仅增长 5.4%。管理层预计，2018 年新业务价值增速及价值率都将更为稳定。我们预计 2018/2019 年，新业务价值增速分别为 19.3%/16.8%，价值率分别为 39.2%/38.8%。
- ❖ **健康险受益于业务协同。**作为太保集团战略重心之一，健康险业务受益于太保寿险及太保安联健康的协同效应。太保安联健康是集团商业健康险营运风控平台、产品研发平台、健康管理平台。2017 年，长期健康险保费收入同比增长 51.1%，达 206.5 亿元，且 77%寿险新客户为重疾险客户。
- ❖ **太保产险：非车业务实现承保盈利。**2017 年，产险保费收入同比增长 8.8%（车险 7.4%，非车 13.9%）。产险综合成本率优化 0.4 个百分点至 98.8%，其中非车业务综合成本率为 99.6%，自 2014 年以来首次实现承保盈利，体现出太保推进质量管控、优化业务结构、加快新型业务领域布局的努力取得成效。农险保费收入同比增长 65.7%，达 34.05 亿元（含产险及安信农险）。车险综合成本率恶化 1.5 个百分点，至 98.7%，与行业车险费改后的趋势一致。赔付率提升 1.6 个百分点至 61.4%。
- ❖ **转型 2.0。**太保集团去年启动转型 2.0，聚焦人才与科技两大因素，提升客户体验、业务质量及风控水平。转型 2.0 已取得初步成效，特别是数字太保建设。例如，集团推出以构建统一保险账户为核心的大数据平台“家园”，完成对全司客户历史数据的整合；又如“阿尔法保险”，利用大数据和 AI，为客户提供个性化的家庭保险保障组合建议。
- ❖ **目标价调整至 46.17 港元，维持买入评级。**我们认为，在转型 2.0 的驱动下，太保集团将不断夯实运营管理能力，取得持续进步。由于汇率假设变动，我们将目标价由 45.27 港元上调至 46.17 港元。目标价分别对应 2018/2019 年末集团预测内含价值的 1.06/0.95 倍。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
保费收入 (百万人民币)	234,018	281,644	324,685	369,016	414,356
总收入 (百万人民币)	266,081	319,405	372,089	422,328	475,999
净利润 (百万人民币)	12,057	14,662	17,250	19,927	22,792
每股收益 (人民币)	1.33	1.62	1.90	2.20	2.52
每股收益变动 (%)	(32.14)	21.65	17.65	15.52	14.38
市盈率 (x)	21.16	17.40	14.79	12.80	11.19
市账率 (x)	1.94	1.86	1.75	1.63	1.52
P/EV (x)	1.04	0.89	0.80	0.72	0.65
股息率 (%)	2.49	2.84	3.38	3.91	4.47
净资产收益率 (%)	9.09	10.89	12.16	13.19	14.06

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入 (维持)

目标价	HK\$46.17
(此前目标價)	HK\$45.27
潜在升幅	+32.86%
当前股价	HK\$34.75

丁文捷, PhD

电话: (852) 3900 0856

邮件: dingwenjie@cmbi.com.hk

徐涵博

电话: (852) 3761 8725

邮件: xuhanbo@cmbi.com.hk

中国保险业

市值(百万港元)	357,000
3 月平均流通量(百万港元)	812.52
5 周内股价高/低(港元)	42.4/ 27.6
总股本(百万)	9,062

资料来源: 彭博

股东结构

华宝投资	14.17%
中能(集团)	13.52%

资料来源: 彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-8.0%	-6.5%
3-月	-8.5%	-7.2%
6-月	4.5%	-4.4%

资料来源: 彭博

12-月 股价表现



资料来源: 彭博

审计师: 普华永道

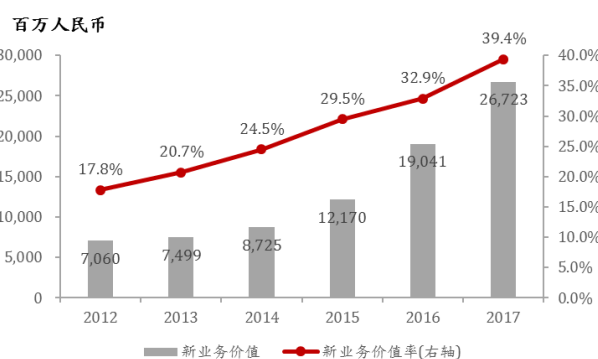
公司网站: www.cpic.com.cn

图 1: 2017 业绩符合预期

(百万人民币)	2017A	2016A	Yoy	2017E	Dev.
利润表					
原保费收入	281,644	234,018	20%	278,603	1.1%
- 寿险	175,785	137,410	28%	173,687	1.2%
- 财产险	105,859	96,608	10%	104,916	0.9%
已赚保费	263,554	219,573	20%	261,524	0.8%
投资收益	52,657	43,879	20%	52,615	0.1%
收入合计	319,405	266,081	20%	317,016	0.8%
保户给付及赔款净额	(210,130)	(175,794)	20%	(209,265)	0.4%
其他业务及管理费用	(88,247)	(74,220)	19%	(88,167)	0.1%
给付、赔款及费用合计	(298,377)	(250,014)	19%	(297,432)	0.3%
享有按权益法入账的投资的利润份额	74	18	311%	12	516.7%
净利润	14,991	12,284	22%	14,697	2.0%
归属母公司股东净利润	14,662	12,057	22%	14,398	1.8%
资产负债表					
投资资产合计	1,081,282	941,760	15%	1,118,507	-3.3%
非投资资产	89,942	78,932	14%	86,821	3.6%
总资产	1,171,224	1,020,692	15%	1,205,328	-2.8%
保险合同负债	802,239	693,826	16%	812,366	-1.2%
投资合同负债	56,268	48,796	15%	58,067	-3.1%
次级债	3,999	11,498	-65%	3,999	0.0%
总负债	1,030,105	885,929	16%	1,062,827	-3.1%
归属于母公司股东权益	137,498	131,764	4%	139,217	-1.2%
股东权益合计	141,119	134,763	5%	142,501	-1.0%
主要比率					
太保寿险一年新业务价值	26,723	19,041	40%	28,419	-6.0%
寿险业务内含价值	214,037	181,603	18%	210,170	1.8%
集团内含价值	286,169	245,939	16%	282,137	1.4%
太保产险综合成本率	98.8%	99.2%	-0.4ppt	99.2%	-0.4ppt

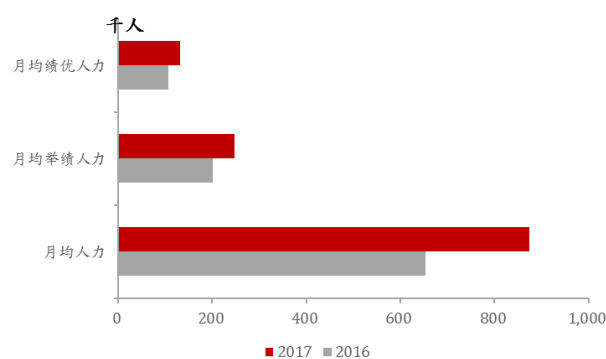
来源: 公司, 招银国际预测

图 2: 太保寿险新业务价值增长、价值率提升



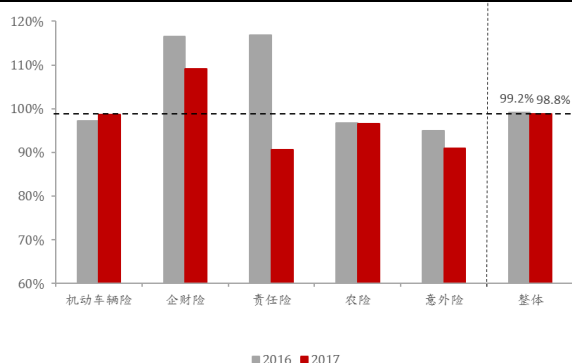
来源: 公司, 招银国际

图 3: 寿险代理人队伍扩量提质



来源: 公司, 招银国际

图 4: 太保产险综合成本率优化



来源: 公司, 招银国际

财务报表

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
原保费收入	234,018	281,644	324,685	369,016	414,356
- 寿险	137,410	175,785	208,240	240,927	-
- 财产险	96,608	105,859	116,445	128,089	-
分出保费及提取未到期责任准备金	(14,445)	(18,090)	(20,102)	(22,483)	(24,781)
已赚保费	219,573	263,554	304,583	346,533	389,575
投资收益	43,879	52,657	64,156	71,983	82,139
其他业务收入	2,629	3,194	3,350	3,812	4,285
收入合计	266,081	319,405	372,089	422,328	475,999
保户给付及赔款净额	(175,794)	(210,130)	(248,149)	(281,599)	(318,053)
其他业务及管理费用	(74,220)	(88,247)	(100,502)	(113,645)	(126,961)
给付、赔款及费用合计	(250,014)	(298,377)	(348,651)	(395,244)	(445,014)
享有按权益法入账的投资的利润份额	18	74	78	82	86
利润总额	16,085	21,102	23,516	27,166	31,071
所得税	(3,801)	(6,111)	(5,879)	(6,791)	(7,768)
净利润	12,284	14,991	17,637	20,374	23,303
非控制性权益	(227)	(329)	(387)	(447)	(511)
归属母公司股东净利润	12,057	14,662	17,250	19,927	22,792

来源：公司及招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
现金及存款	174,847	134,030	152,381	171,982	133,114
债券	471,075	521,063	617,124	699,280	498,979
其他固定收益类投资	171,281	259,717	270,560	302,587	236,622
股票及基金	69,370	95,989	109,132	123,169	85,819
其他权益类投资	46,530	61,756	70,212	79,243	68,279
投资性房地产	8,657	8,727	9,922	11,198	8,496
投资资产合计	941,760	1,081,282	1,229,330	1,387,460	1,563,475
非投资资产	78,932	89,942	92,751	97,505	108,458
总资产	1,020,692	1,171,224	1,322,080	1,484,965	1,671,932
保险合同负债	693,826	802,239	930,625	1,079,075	1,248,122
投资合同负债	48,796	56,268	60,769	63,808	65,722
次级债	11,498	3,999	4,000	-	-
其他负债	131,809	167,599	176,278	181,232	184,881
总负债	885,929	1,030,105	1,171,672	1,324,115	1,498,725
归属于母公司股东权益	131,764	137,498	146,113	156,129	167,990
非控制性权益	2,999	3,621	4,295	4,722	5,217
股东权益合计	134,763	141,119	150,408	160,850	173,207

来源：公司及招银国际预测

主要比率

年結：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
内含价值					
太保寿险一年新业务价值	19,041	26,723	31,887	37,242	42,867
扣除偿付能力额度成本后有效业务价值	103,048	136,749	162,142	186,322	210,701
寿险业务内含价值	181,603	214,037	243,081	273,282	304,342
集团内含价值	245,939	286,169	319,673	355,367	392,560
同比增长率					
原保费收入	15.1%	20.4%	15.3%	13.7%	12.3%
- 寿险	26.5%	27.9%	18.5%	15.7%	-100.0%
- 财险	2.0%	9.6%	10.0%	10.0%	-100.0%
个险渠道首年期交	45.3%	31.2%	21.1%	18.0%	16.0%
已赚保费	15.9%	20.0%	15.6%	13.8%	12.4%
归属于母公司股东净利润	-32.0%	21.6%	17.6%	15.5%	14.4%
太保寿险一年新业务价值	56.5%	40.3%	19.3%	16.8%	15.1%
寿险业务内含价值	19.5%	17.9%	13.6%	12.4%	11.4%
集团内含价值	19.6%	16.4%	11.7%	11.2%	10.5%
资本充足率*					
寿险偿付能力充足率	256.9%	245.3%	298.6%	299.2%	290.4%
产险偿付能力充足率	296.1%	267.4%	235.4%	230.4%	232.1%
主要比率					
新业务价值率（基于首年年化保费）	32.9%	39.4%	39.2%	38.8%	38.5%
综合成本率	99.2%	98.8%	98.8%	98.8%	0.0%
净投资收益率	5.4%	5.4%	5.5%	5.4%	0.0%
总投资收益率	5.2%	5.4%	5.6%	5.5%	0.0%
净资产收益率（集团）	9.1%	10.9%	12.2%	13.2%	14.1%
资产收益率（集团）	1.2%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%
内含价值收益率（太保寿险）	25.1%	24.8%	18.7%	17.7%	17.6%
每股数据					
每股收益	1.33	1.62	1.90	2.20	2.52
每股净资产	14.54	15.17	16.12	17.23	18.54
集团每股内含价值	27.14	31.58	35.28	39.22	43.32
每股股息	0.70	0.80	0.95	1.10	1.26

来源：公司及招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。