

## 中国太保(2601HK, HK\$25.30, 目标价: HK\$37.94, 买入) —2016 资本市场开放日收获, 个人寿险业务持续增长

- ❖ **个险渠道 2016 上半年维持强劲增速。**近年来, 太保寿险实现了从银保到个险渠道的成功转型。2016 年上半年, 个险渠道维持稳健增速, 首年保费达到 255 亿元, 比去年同期增长 73%, 已经超越去年全年个险首年保费规模的 91%。由于持续聚焦期缴业务, 续缴保费也实现持续增长, 2016 年上半年达到 464 亿元, 比去年同期增加近 27.8%。总体而言, 个险首年保费 719 亿元, 比去年同期增长 40.9%。
- ❖ **在增员的同时, 营销员结构和产能均实现优化。**2015 至 2016 年, 寿险行业持续增员。太保营销员总数目前为 58.2 万人, 比去年底 48.2 万人增加近 10 万。难能可贵的是, 人均产能也在稳步提升, 2016 年上半年平均每月人均首年保费比去年同期增加 24.9%。健康人力和绩优人力增速均超越总人力增速, 其占比分别达到 31.4% 和 21.9%, 表明营销员的结构在优化。我们认为, 人均产能的提升主要归因于太保在营销员培训、管理、业绩考核方面作出的努力, 与此同时, 产品结构的优化和创新产品的推出也助力销售。
- ❖ **脸谱绘制增强客户粘性。**2015 年太保启动客户脸谱绘制工作, 寿险公司从客户年龄、性别、渠道、保单件数、缴费水平、保障种类等 13 个维度分析现有客户特征, 了解客户需求, 实现对仅有一张长险保单客群、仅为孩子投保客群以及缴费期满客群实施精准销售策略, 并为客户提供持续和差异化的服务。2016 年上半年, 个险渠道来自现有客户的首年保费达到 102.8 亿元, 同比增长 57%。
- ❖ **产品创新和高端客户获取为太保寿险提供新动力。**以客户需求导向是太保寿险产品转型的方向之一。从 2014 年起, 太保寿险陆续推出创新产品, 比如针对老年人的“银发安康”和针对儿童的“少儿超能宝”。这些产品具有同类不具备的一些特性, 十分切合消费者需求, 故受到市场追捧; 此类产品亦有较高的新业务价值率。此外, 未来太保寿险将加强在城区和一线城市的布局, 发展高端高净值客户, 提供综合保险理财服务, 为太保寿险提供新的增长极。
- ❖ **我们认为, 太保寿险在实现稳步增长的同时坚持着清晰的战略, 即发展大个险、聚焦期缴、聚焦价值增长。**我们认为未来, 太保寿险能够实现持续稳健的价值增长。我们维持财务预测不变, 目标价为 37.94 港元, 对应 47.9% 升值空间。寿险业务自身估值为 33.69 港元。

### 财务资料

| (截至12月31日)         | FY14 A  | FY15 A  | FY16 E  | FY17 E  | FY18 E  |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 保险业务收入(百万元人民币)     | 191,805 | 203,305 | 230,726 | 257,009 | 285,507 |
| 同比增速               | 8.4%    | 6.0%    | 13.5%   | 11.4%   | 11.1%   |
| 归属母公司股东净利润(百万元人民币) | 11,049  | 17,728  | 10,355  | 11,581  | 13,899  |
| 同比增速               | 19.3%   | 60.4%   | -41.6%  | 11.8%   | 20.0%   |
| 新业务价值(百万元人民币)      | 8,725   | 12,022  | 15,771  | 19,890  | 23,816  |
| 同比增速               | 16.3%   | 37.8%   | 31.2%   | 26.1%   | 19.7%   |
| 市盈率(x)             | 17.81   | 11.08   | 19.01   | 16.99   | 14.16   |
| 市账率(x)             | 1.68    | 1.48    | 1.48    | 1.41    | 1.32    |
| P/EV (x)           | 1.15    | 0.96    | 0.86    | 0.75    | 0.64    |
| 股息率(%)             | 2.3%    | 4.6%    | 2.1%    | 2.4%    | 2.8%    |
| 净资产收益率(%)          | 10.2%   | 14.2%   | 7.8%    | 8.5%    | 9.6%    |

来源: 公司, 招银国际预测

### 中国太保 (2601 HK)

|                  |              |
|------------------|--------------|
| 评级               | 买入           |
| 收市价              | HK\$25.30    |
| 目标价              | HK\$37.94    |
| 市值(港币百万)         | 265,097      |
| 过去 3 月平均交易(港币百万) | 248          |
| 52 周高/低(港币)      | 36.1/23.7    |
| 发行股数(百万)         | 9,062        |
| 主要股东             | 华宝投资(14.17%) |

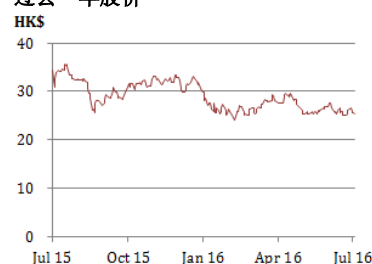
来源: 彭博

### 股价表现

|     | 绝对     | 相对     |
|-----|--------|--------|
| 1 月 | -4.7%  | -2.5%  |
| 3 月 | -8.5%  | -9.0%  |
| 6 月 | -11.5% | -12.0% |

来源: 彭博

### 过去一年股价



来源: 彭博

**利润表**

| 年结：12月31日（百万人民币）  | FY14 A           | FY15 A           | FY16 E           | FY17 E           | FY18 E           |
|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 保险业务收入            | 191,805          | 203,305          | 230,726          | 257,009          | 285,507          |
| - 寿险              | 98,692           | 108,589          | 132,032          | 153,069          | 175,928          |
| - 财产险             | 93,113           | 94,710           | 98,694           | 103,940          | 109,579          |
| 分出保费及提取未到期责任准备金   | (18,914)         | (13,929)         | (14,902)         | (15,934)         | (17,049)         |
| <b>已赚保费</b>       | <b>172,891</b>   | <b>189,376</b>   | <b>215,824</b>   | <b>241,074</b>   | <b>268,458</b>   |
| 投资收益              | 41,428           | 55,287           | 45,774           | 53,455           | 62,429           |
| 其他业务收入            | 1,886            | 2,300            | 2,621            | 2,928            | 3,260            |
| <b>收入合计</b>       | <b>216,205</b>   | <b>246,963</b>   | <b>264,219</b>   | <b>297,458</b>   | <b>334,147</b>   |
| 保户给付及赔款净额         | (84,477)         | (103,465)        | (80,918)         | (84,876)         | (91,403)         |
| 提取保险责任准备金         | (62,107)         | (56,436)         | (101,955)        | (122,090)        | (141,130)        |
| 其他业务及管理费用         | (55,143)         | (62,786)         | (67,333)         | (74,817)         | (82,793)         |
| <b>给付、赔款及费用合计</b> | <b>(201,727)</b> | <b>(222,687)</b> | <b>(250,206)</b> | <b>(281,782)</b> | <b>(315,326)</b> |
| 享有按权益法入账的投资的利润份额  | 22               | 35               | 35               | 35               | 35               |
| <b>利润总额</b>       | <b>14,500</b>    | <b>24,311</b>    | <b>14,048</b>    | <b>15,711</b>    | <b>18,857</b>    |
| 所得税               | (3,255)          | (6,273)          | (3,512)          | (3,928)          | (4,714)          |
| 净利润               | 11,245           | 18,038           | 10,536           | 11,783           | 14,143           |
| 非控制性权益            | (196)            | (310)            | (181)            | (203)            | (243)            |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>11,049</b>    | <b>17,728</b>    | <b>10,355</b>    | <b>11,581</b>    | <b>13,899</b>    |

来源：公司、招银国际预测

**资产负债表**

| 年结：12月31日（百万人民币） | FY14 A         | FY15 A         | FY16 E           | FY17 E           | FY18 E           |
|------------------|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|
| 现金及存款            | 179,604        | 178,589        | 192,364          | 205,829          | 223,476          |
| 债券               | 420,281        | 430,633        | 490,002          | 558,123          | 637,218          |
| 其他固定收益类投资        | 74,856         | 115,613        | 136,856          | 156,704          | 178,762          |
| 股票及基金            | 62,453         | 79,601         | 77,520           | 85,865           | 103,366          |
| 其他权益类投资          | 18,129         | 43,678         | 53,594           | 59,032           | 64,451           |
| 投资性房地产           | 6,563          | 6,344          | 6,920            | 7,760            | 8,792            |
| <b>投资资产合计</b>    | <b>761,886</b> | <b>854,458</b> | <b>957,034</b>   | <b>1,073,314</b> | <b>1,216,065</b> |
| 非投资资产            | 63,214         | 69,385         | 72,268           | 82,924           | 92,589           |
| <b>总资产</b>       | <b>825,100</b> | <b>923,843</b> | <b>1,029,302</b> | <b>1,156,238</b> | <b>1,308,654</b> |
| 保险合同负债           | 564,643        | 621,079        | 723,034          | 845,123          | 986,253          |
| 投资合同负债           | 35,662         | 40,033         | 46,038           | 51,563           | 55,688           |
| 次级债              | 19,496         | 19,497         | 19,498           | 19,499           | 19,500           |
| 其他负债             | 86,104         | 107,552        | 104,862          | 97,386           | 94,767           |
| <b>总负债</b>       | <b>705,905</b> | <b>788,161</b> | <b>893,431</b>   | <b>1,013,571</b> | <b>1,156,208</b> |
| 归属于母公司股东权益       | 117,131        | 133,336        | 133,166          | 139,878          | 149,522          |
| 非控制性权益           | 2,064          | 2,346          | 2,704            | 2,789            | 2,925            |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>119,195</b> | <b>135,682</b> | <b>135,870</b>   | <b>142,666</b>   | <b>152,446</b>   |

来源：公司、招银国际预测

**主要比率**

| 年结：12月31日（百万人民币）  | FY14 A  | FY15 A  | FY16 E  | FY17 E  | FY18 E  |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>内含价值</b>       |         |         |         |         |         |
| 太保寿险一年新业务价值       | 8,725   | 12,022  | 15,771  | 19,890  | 23,816  |
| 扣除偿付能力额度成本后有效业务价值 | 75,351  | 92,132  | 117,259 | 145,526 | 183,128 |
| 寿险业务内含价值          | 125,737 | 151,918 | 175,466 | 206,644 | 248,436 |
| 集团内含价值            | 171,294 | 205,624 | 228,390 | 261,832 | 306,935 |

**同比增长率**

|             |       |       |        |       |       |
|-------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 保险业务收入      | 8.4%  | 6.0%  | 13.5%  | 11.4% | 11.1% |
| 已赚保费        | 8.3%  | 9.5%  | 14.0%  | 11.7% | 11.4% |
| 归属于母公司股东净利润 | 19.3% | 60.4% | -41.6% | 11.8% | 20.0% |
| 太保寿险一年新业务价值 | 16.3% | 37.8% | 31.2%  | 26.1% | 19.7% |
| 寿险业务内含价值    | 29.2% | 20.8% | 15.5%  | 17.8% | 20.2% |
| 集团内含价值      | 18.6% | 20.0% | 11.1%  | 14.6% | 17.2% |

**资本充足率\***

|           |        |        |        |        |        |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 寿险偿付能力充足率 | 218.0% | 201.0% | 269.4% | 255.8% | 242.6% |
| 产险偿付能力充足率 | 177.0% | 211.0% | 251.3% | 244.8% | 243.8% |
| 集团偿付能力充足率 | 280.0% | 280.0% | 310.1% | 296.0% | 283.4% |

**主要比率**

|        |        |       |       |       |       |
|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 新业务价值率 | 45.9%  | 41.9% | 40.3% | 39.5% | 39.6% |
| 综合成本率  | 103.8% | 99.8% | 99.6% | 99.0% | 98.8% |
| 净投资收益率 | 5.1%   | 4.9%  | 4.8%  | 4.9%  | 4.9%  |
| 总投资收益率 | 5.9%   | 6.9%  | 5.1%  | 5.3%  | 5.5%  |
| 净资产收益率 | 10.2%  | 14.2% | 7.8%  | 8.5%  | 9.6%  |
| 资产收益率  | 1.4%   | 2.0%  | 1.1%  | 1.1%  | 1.1%  |

**每股数据**

|          |       |       |       |       |       |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 每股收益     | 1.22  | 1.96  | 1.14  | 1.28  | 1.53  |
| 每股净资产    | 12.93 | 14.71 | 14.70 | 15.44 | 16.50 |
| 集团每股内含价值 | 18.90 | 22.69 | 25.20 | 28.89 | 33.87 |
| 每股股息     | 0.50  | 1.00  | 0.46  | 0.51  | 0.61  |

来源：公司、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于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 个月的潜在涨幅在-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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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风险。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，请与我们联络。

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商投资者

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。