

中国太保 (2601 HK)

三季度业绩点评：承保表现稳健，利润下滑幅度略收窄

- ❖ **前三季度财务梗概。**承保端，寿险保费收入较去年同期增长 31.0% 至 1173 亿元，财险保费 716 亿元，较去年同期略增 1.1%。投资收益（包括公允价值损失在内）下滑 20.2%，主要由于股票买卖价差收入减少，收益曲线下滑对保险公司投资收益的影响相对较为平缓。归属于母公司股东的净利润为 88.3 亿元，同比下降 41.3%，降幅较上半年的 45.6% 略有收窄。
- ❖ **寿险业务结构继续优化。**前三季度太保寿险聚焦个险和期缴的战略得到进一步贯彻，实现业务结构持续转型：（1）个险业务占首年保费的比例达到 82.4%，比 2015 年全年提升 6.4 个百分点；（2）期缴业务保费在首年保费中的占比达 80.1%，比 2015 年提升 4.3 个百分点。我们认为业务结构的优化能为公司未来新业务价值持续增长提供动力。由于业务规模增长和代理人队伍扩张（代理人人数今年上半年增长约 20.7% 至 58.2 万人），前三季度佣金支出比去年同期增长 40.9%，佣金率（佣金支出占已赚保费的比例）由去年同期的 13.1% 提升至 15.5%，我们认为目前的佣金增长总体可控、与业务发展保持平衡。
- ❖ **投资收益下滑有所收窄。**相较去年第三季度股灾而言，今年第三季度 A 股表现较为平稳，太保在当季的投资收益（包含公允价值损失在内）录得同比上涨，前三季度投资收益的降幅也因此由上半年的 32.2% 缩窄至 20.2%。集团管理投资资产规模于三季度末达到 9235 亿元。在资产配置方面，今年集团减少了协议存款、现金、股票和股票型基金的配置数额和比例，加大优先股、理财产品、债券型基金和其他非标资产的配置，以期在低利率的环境下锁定更高、更稳定的收益。
- ❖ **财险发展态势良好。**前三季度车险保费收入同比上升 1.3% 至 553 亿元，非车险保费同比上升 0.6% 至 163 亿元。在车险销售中，承保质量较高、综合成本率较低的三大核心渠道（即交叉销售、电网销、车商销售）占比达到 55.6%。我们预计太保产险今年全年能维持 99.4% 的综合成本率，与上半年持平。
- ❖ **目标价港币 35.48 元，维持买入评级。**我们相信，中国太保坚持保险主业和战略转型，能够实现可持续的价值增长。基于分部加总法和新的汇率假设（1 港元=0.874 人民币），我们将目标价由 35.97 港元调整为 35.48 港元。此目标价分别对应 2016 年和 2017 年集团预测内含价值的 1.24 倍和 1.11 倍。当前的股价分别对应 2016 年和 2017 年集团预测内含价值的 1.0 倍和 0.88 倍。**维持买入评级。**

财务资料

（截至12月31日）	FY14 A	FY15 A	FY16 E	FY17 E	FY18 E
总保费收入(百万元人民币)	191,805	203,305	235,928	263,042	292,444
总收入(百万元人民币)	216,205	246,963	270,933	304,302	341,295
净利润(百万元人民币)	11,049	17,728	10,534	11,095	12,809
每股收益(人民币)	1.22	1.96	1.16	1.22	1.41
每股收益变动(%)	19.31	60.75	(40.69)	5.32	15.45
市盈率(x)	20.36	12.66	21.35	20.27	17.56
市帐率(x)	1.92	1.69	1.70	1.62	1.52
P/EV(x)	1.31	1.09	1.00	0.88	0.76
股息率(%)	2.0%	4.0%	1.9%	2.0%	2.3%
净资产收益率(%)	9.4%	13.3%	7.9%	8.0%	8.7%

来源:公司,招银国际预测

 丁文捷
 (852) 3900 0856
 dingwenjie@cmbi.com.hk

中国太保 (2601 HK)

评级	买入
收市价	HK\$28.40
目标价	HK\$35.48
市值(港币百万)	290,252
过去3月平均交易(港币百万)	247
52周高/低(港币)	34.25/23.7
发行股数(百万)	9,062
主要股东	华宝投资(14.17%)

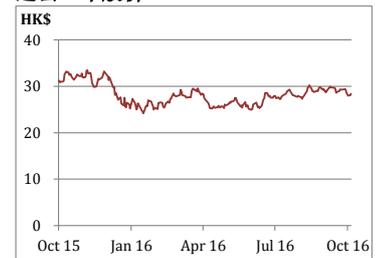
来源:彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	-2.1%	-0.5%
3月	1.6%	-1.9%
6月	2.4%	-6.0%

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	235,928	263,042	292,444
- 寿险	98,692	108,589	137,234	159,102	182,865
- 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)	(14,988)	(16,034)	(17,163)
已赚保费	172,891	189,376	220,941	247,008	275,281
投资收益	41,428	55,287	47,309	54,294	62,671
其他业务收入	1,886	2,300	2,683	3,000	3,343
收入合计	216,205	246,963	270,933	304,302	341,295
保户给付及赔款净额	(84,477)	(103,465)	(81,155)	(85,206)	(92,032)
提取保险责任准备金	(62,107)	(56,436)	(106,758)	(127,604)	(147,221)
其他业务及管理费用	(55,143)	(62,786)	(68,764)	(76,476)	(84,700)
给付、赔款及费用合计	(201,727)	(222,687)	(256,677)	(289,286)	(323,953)
享有按权益法入账的投资的利润份额	22	35	35	35	35
利润总额	14,500	24,311	14,292	15,051	17,377
所得税	(3,255)	(6,273)	(3,573)	(3,763)	(4,344)
净利润	11,245	18,038	10,719	11,289	13,033
非控制性权益	(196)	(310)	(184)	(194)	(224)
归属母公司股东净利润	11,049	17,728	10,534	11,095	12,809

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
投资资产合计	761,886	854,458	957,034	1,073,314	1,216,065
非投资资产	63,214	69,385	76,495	92,074	106,878
总资产	825,100	923,843	1,033,529	1,165,388	1,322,943
保险合同负债	564,643	621,079	727,837	855,441	1,002,662
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	104,853	97,353	94,697
总负债	705,905	788,161	898,226	1,023,856	1,172,546
归属于母公司股东权益	117,131	133,336	132,610	138,764	147,511
非控制性权益	2,064	2,346	2,693	2,769	2,886
股东权益合计	119,195	135,682	135,303	141,533	150,397

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
内含价值					
太保寿险一年新业务价值	8,725	12,022	15,796	19,915	23,198
扣除偿付能力额度成本后有效业务价值	75,351	92,132	113,947	141,783	176,805
寿险业务内含价值	125,737	151,918	171,911	201,694	239,701
集团内含价值	171,294	205,624	224,662	255,806	296,031

同比增长率

保险业务收入	8.4%	6.0%	16.0%	11.5%	11.2%
已赚保费	8.3%	9.5%	16.7%	11.8%	11.4%
归属于母公司股东净利润	19.3%	60.4%	-40.6%	5.3%	15.5%
太保寿险一年新业务价值	16.3%	37.8%	31.4%	26.1%	16.5%
寿险业务内含价值	29.2%	20.8%	13.2%	17.3%	18.8%
集团内含价值	18.6%	20.0%	9.3%	13.9%	15.7%

资本充足率

寿险偿付能力充足率	218.0%	201.0%	270.2%	255.4%	241.3%
产险偿付能力充足率	177.0%	211.0%	251.5%	245.2%	244.1%
集团偿付能力充足率	280.0%	280.0%	308.7%	293.7%	280.2%

主要比率

新业务价值率	45.9%	41.9%	40.3%	39.5%	38.5%
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%	5.2%	5.3%	5.5%
净资产收益率	10.2%	14.2%	7.9%	8.2%	8.9%
资产收益率	1.4%	2.0%	1.1%	1.0%	1.0%

每股数据

每股收益	1.22	1.96	1.16	1.22	1.41
每股净资产	12.93	14.71	14.63	15.31	16.28
集团每股内含价值	18.90	22.69	24.79	28.23	32.67
每股股息	0.50	1.00	0.46	0.49	0.57

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

本报告期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。