

# 中國太保(2601 HK)

## 以客戶需求為導向的保險科技踐行者

❖ 我們參加了中國太保于11月15日舉辦的投資者開放日。公司介紹了其健康險業務戰略及最新進展，并展示了其在科技應用方面的扎實而接地氣的成果。此次活動重申了公司長期專注保險主業及以客戶需求為導向的戰略。為推動數字化轉型，中國太保不斷整合集團數據和技術資源，構建保險大數據平臺，同時公司是第一家將旗下所有子公司的各類移動客戶端整合為一個APP——太平洋保險APP——的保險公司，這極大地改善了客戶體驗。公司的戰略定力及強大的執行能力給我們留下了深刻印象。我們相信，中國太保轉型2.0將繼續為投資者創造價值。**維持買入評級，目標價37.48港元**，相當于0.96倍2018年預測每股內含價值。公司當前股價相當于0.75倍2018年預測每股內含價值。

❖ 長期健康險推動新業務價值增長和利潤率擴張。隨著整個壽險行業向保障型業務轉型，健康險越來越起到舉足輕重的作用。2018上半年，公司長期健康險業務貢獻了83%的新業務價值和47%的首年首年保費。新業務價值率從2017年的39.4%上升至41.4%。在商業健康險策略方面，公司堅持以長期重疾險產品推動新業務價值增長和新業務價值率提升，同時公司也注重通過短期醫療險產品的銷售，增強獲客能力，以及在與短期醫療險客戶的較為高頻的接觸中，以自身優質的服務提升客戶粘性。2018年前三季度，太保壽險新保單持有人中約有82.8%購買了重疾產品，其中22%加保了短期醫療險。基于廣闊的市場前景和當前相對較低的平均保額（僅為17.3萬元人民幣），公司對其健康險業務的可持續增長充滿信心。

❖ 以客戶需求為導向的科技應用。太保的科技應用突出兩個聚焦，即保險和客戶。科技賦能涵蓋整個客戶保險旅程，從i)信息獲取，ii)投保，iii)理賠和給付，到iv)客戶服務。在開放日現場，公司展示了多個產品案例。例如，公司開發了阿爾法保險，即基于自然語言識別的人工智能保險顧問，為個人和家庭提供量身定制的保險建議。在團體車險方面，公司還提供“太好保”服務，實時監控駕駛員行為，并在駕駛員出現打哈欠、吸煙或邊開車邊打電話等不當行為時提供警告，同時提供前車預警以防止碰撞。“太好保”已在團車客戶中安裝1.4萬多台設備，事實證明，有效降低事故發生率、出險率，并降低保險公司賠付率。

### 財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
保費收入(百萬元人民幣)	234,018	281,644	318,784	363,313	408,770
總收入(百萬元人民幣)	266,081	319,405	357,479	406,240	456,645
淨利潤(百萬元人民幣)	12,057	14,662	16,381	18,930	21,220
每股收益(人民幣)	1.33	1.62	1.81	2.09	2.34
每股收益變動(%)	(32.14)	21.65	11.72	15.56	12.10
市盈率(x)	19.49	16.02	14.34	12.41	11.07
市賬率(x)	1.78	1.71	1.61	1.51	1.41
P/EV(x)	0.96	0.82	0.75	0.68	0.63
股息率(%)	2.70	3.09	3.49	4.03	4.52
淨資產收益率(%)	9.09	10.89	11.55	12.53	13.14

資料來源：公司，招銀國際預測

## 買入(維持)

目標價	HK\$37.48
(此目前目標價)	HK\$37.48)
潛在升幅	+27.9%
當前股價	HK\$29.30

### 丁文捷, PhD

電話：(852) 3900 0856/  
(86) 755 2367 5591

郵件：[dingwenjie@cmbi.com.hk](mailto:dingwenjie@cmbi.com.hk)

### 徐涵博

電話：(852) 3761 8725

郵件：[xuhanbo@cmbi.com.hk](mailto:xuhanbo@cmbi.com.hk)

### 中國保險業

市值(百萬元港元)	308,709
3月平均流通量(百萬元港元)	416
5周內股價高/低(港元)	42.4/26.6
總股本(百萬元)	9,062

資料來源：彭博

### 股東結構

華寶投資	14.17%
中能(集團)	13.52%

資料來源：彭博

### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	5.2%	2.0%
3-月	-1.1%	4.0%
6-月	-15.6%	-0.1%

資料來源：彭博

### 12-月股價表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

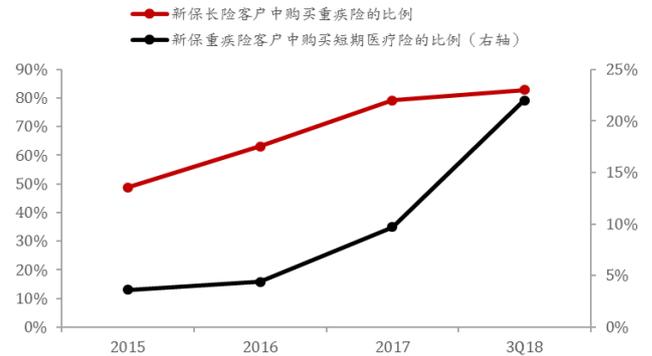
公司網站：[www.cpic.com.cn](http://www.cpic.com.cn)

圖 1：健康險行業高速增長



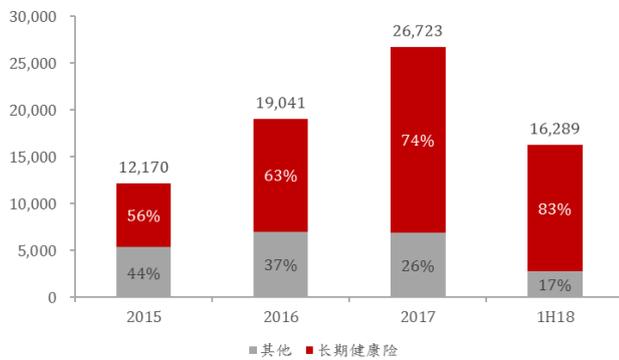
來源：公司，招銀國際

圖 2：同時投保重疾險與醫療險的客戶快速增加



來源：公司，招銀國際

圖 3：按產品新業務價值



來源：公司，招銀國際

圖 4：圍繞客戶足跡數字科技應用



來源：公司，招銀國際

## 財務報表

### 利潤表

年結：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
原保費收入	234,018	281,644	318,784	363,313	408,770
- 壽險	137,410	175,785	201,281	231,710	264,006
- 財產險	96,608	105,859	117,503	131,604	144,764
分出保費及提取未到期責任準備金	(14,445)	(18,090)	(20,165)	(22,875)	(25,217)
<b>已賺保費</b>	<b>219,573</b>	<b>263,554</b>	<b>298,619</b>	<b>340,439</b>	<b>383,553</b>
投資收益	43,879	52,657	55,575	62,057	68,872
其他業務收入	2,629	3,194	3,285	3,745	4,219
<b>收入合計</b>	<b>266,081</b>	<b>319,405</b>	<b>357,479</b>	<b>406,240</b>	<b>456,645</b>
保戶給付及賠款淨額	(175,794)	(210,130)	(242,279)	(276,883)	(313,994)
其他業務及管理費用	(74,220)	(88,247)	(93,119)	(103,814)	(113,998)
<b>給付、賠款及費用合計</b>	<b>(250,014)</b>	<b>(298,377)</b>	<b>(335,398)</b>	<b>(380,697)</b>	<b>(427,993)</b>
享有按權益法入賬的投資的利潤份額	18	74	250	263	276
<b>利潤總額</b>	<b>16,085</b>	<b>21,102</b>	<b>22,331</b>	<b>25,806</b>	<b>28,928</b>
所得稅	(3,801)	(6,111)	(5,583)	(6,452)	(7,232)
淨利潤	12,284	14,991	16,748	19,355	21,696
非控制性權益	(227)	(329)	(368)	(425)	(476)
<b>歸屬母公司股東淨利潤</b>	<b>12,057</b>	<b>14,662</b>	<b>16,381</b>	<b>18,930</b>	<b>21,220</b>

來源：公司及招銀國際預測

### 資產負債表

年結：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
現金及存款	174,847	134,030	159,844	177,219	133,114
債券	471,075	521,063	565,228	672,002	498,979
其他固定收益類投資	171,281	259,717	308,608	296,821	236,622
股票及基金	69,370	95,989	95,006	105,334	85,819
其他權益類投資	46,530	61,756	64,220	71,201	68,279
投資性房地產	8,657	8,727	9,706	10,761	8,496
<b>投資資產合計</b>	<b>941,760</b>	<b>1,081,282</b>	<b>1,202,612</b>	<b>1,333,338</b>	<b>1,474,590</b>
非投資資產	78,932	89,942	110,490	131,788	166,003
<b>總資產</b>	<b>1,020,692</b>	<b>1,171,224</b>	<b>1,313,103</b>	<b>1,465,126</b>	<b>1,640,593</b>
保險合同負債	693,826	802,239	924,978	1,066,139	1,227,778
投資合同負債	48,796	56,268	60,769	63,808	65,722
次級債	11,498	3,999	13,999	10,000	10,000
其他負債	131,809	167,599	163,014	164,424	164,940
<b>總負債</b>	<b>885,929</b>	<b>1,030,105</b>	<b>1,162,761</b>	<b>1,304,371</b>	<b>1,468,440</b>
歸屬於母公司股東權益	131,764	137,498	146,053	156,053	166,988
非控制性權益	2,999	3,621	4,289	4,702	5,165
<b>股東權益合計</b>	<b>134,763</b>	<b>141,119</b>	<b>150,342</b>	<b>160,754</b>	<b>172,153</b>

來源：公司及招銀國際預測

**主要比率**

年結：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>內含價值 (百萬人民幣)</b>					
太保壽險一年新業務價值	19,041	26,723	23,562	25,919	27,992
扣除償付能力額度成本后有效業務價值	103,048	136,749	156,681	175,772	194,913
壽險業務內含價值	181,603	214,037	238,339	263,495	288,857
集團內含價值	245,939	286,169	312,719	343,273	374,177

**同比增長率**

原保費收入	15.1%	20.4%	13.2%	14.0%	12.5%
- 壽險	26.5%	27.9%	14.5%	15.1%	13.9%
- 財險	2.0%	9.6%	11.0%	12.0%	10.0%
介險渠道首年期交	45.3%	31.2%	-16.5%	10.0%	8.0%
已賺保費	15.9%	20.0%	13.3%	14.0%	12.7%
歸屬於母公司股東淨利潤	-32.0%	21.6%	11.7%	15.6%	12.1%
太保壽險一年新業務價值	56.5%	40.3%	-11.8%	10.0%	8.0%
壽險業務內含價值	19.5%	17.9%	11.4%	10.6%	9.6%
集團內含價值	19.6%	16.4%	9.3%	9.8%	9.0%

**資本充足率\***

壽險償付能力充足率	256.9%	245.3%	256.8%	256.2%	271.6%
產險償付能力充足率	296.1%	267.4%	304.1%	300.4%	299.5%

**主要比率**

新業務價值率 (基於首年年化保費)	32.9%	39.4%	39.7%	39.7%	39.7%
綜合成本率	99.2%	98.8%	98.8%	98.8%	98.8%
淨投資收益率	5.4%	5.4%	4.9%	4.9%	4.9%
總投資收益率	5.2%	5.4%	4.9%	4.9%	4.9%
淨資產收益率 (集團)	9.1%	10.9%	11.6%	12.5%	13.1%
資產收益率 (集團)	1.2%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%
內含價值收益率 (太保壽險)	25.1%	24.8%	16.4%	15.7%	15.0%

**每股數據**

每股收益 (人民幣)	1.33	1.62	1.81	2.09	2.34
每股淨資產 (人民幣)	14.54	15.17	16.12	17.22	18.43
集團每股內含價值 (人民幣)	27.14	31.58	34.51	37.88	41.29
每股股息 (人民幣)	0.70	0.80	0.90	1.04	1.17

來源：公司及招銀國際預測

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1)發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2)他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1)並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；(2)不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3)沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4)並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價于未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令("金融服務令")第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。