

中國太保 (2601 HK)

三季度業績點評：承保表現穩健，利潤下滑幅度略收窄

- ❖ **前三季度財務梗概。**承保端，壽險保費收入較去年同期增長 31.0% 至 1173 億元，財險保費 716 億元，較去年同期略增 1.1%。投資收益（包括公允價值損失在內）下滑 20.2%，主要由於股票買賣價差收入減少，收益曲線下滑對保險公司投資收益的影響相對較為平緩。歸屬於母公司股東的淨利潤為 88.3 億元，同比下降 41.3%，降幅較上半年的 45.6% 略有收窄。
- ❖ **壽險業務結構繼續優化。**前三季度太保壽險聚焦個險和期繳的戰略得到進一步貫徹，實現業務結構持續轉型：（1）個險業務佔首年保費的比例達到 82.4%，比 2015 年全年提升 6.4 個百分點；（2）期繳業務保費在首年保費中的佔比達 80.1%，比 2015 年提升 4.3 個百分點。我們認為業務結構的優化能為公司未來新業務價值持續增長提供動力。由於業務規模增長和代理人隊伍擴張（代理人人數今年上半年增長約 20.7% 至 58.2 萬人），前三季度佣金支出比去年同期增長 40.9%，佣金率（佣金支出佔已賺保費的比例）由去年同期的 13.1% 提升至 15.5%，我們認為目前的佣金增長總體可控、與業務發展保持平衡。
- ❖ **投資收益下滑有所收窄。**相較去年第三季度股災而言，今年第三季度 A 股表現較為平穩，太保在當季的投資收益（包含公允價值損失在內）錄得同比上漲，前三季度投資收益的降幅也因此由上半年的 32.2% 縮窄至 20.2%。集團管理投資資產規模於三季度末達到 9235 億元。在資產配置方面，今年集團減少了協定存款、現金、股票和股票型基金的配置數額和比例，加大優先股、理財產品、債券型基金和其他非標資產的配置，以期在低利率的環境下鎖定更高、更穩定的收益。
- ❖ **財險發展態勢良好。**前三季度車險保費收入同比上升 1.3% 至 553 億元，非車險保費同比上升 0.6% 至 163 億元。在車險銷售中，承保品質較高、綜合成本率較低的三大核心管道（即交叉銷售、電網銷、車商銷售）佔比達到 55.6%。我們預計太保產險今年全年能維持 99.4% 的綜合成本率，與上半年持平。
- ❖ **目標價港幣 35.48 元，維持買入評級。**我們相信，中國太保堅持保險主業和戰略轉型，能夠實現可持續的價值增長。基於分部加總法和新的匯率假設（1 港元=0.874 人民幣），我們將目標價由 35.97 港元調整為 35.48 港元。此目標價分別對應 2016 年和 2017 年集團預測內含價值的 1.24 倍和 1.11 倍。當前的股價分別對應 2016 年和 2017 年集團預測內含價值的 1.0 倍和 0.88 倍。**維持買入評級。**

財務資料

（截至12月31日）	FY14 A	FY15 A	FY16 E	FY17 E	FY18 E
總保費收入(百萬元人民幣)	191,805	203,305	235,928	263,042	292,444
總收入(百萬元人民幣)	216,205	246,963	270,933	304,302	341,295
淨利潤(百萬元人民幣)	11,049	17,728	10,534	11,095	12,809
每股收益(人民幣)	1.22	1.96	1.16	1.22	1.41
每股收益變動(%)	19.31	60.75	(40.69)	5.32	15.45
市盈率(x)	20.36	12.66	21.35	20.27	17.56
市帳率(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%
淨資產收益率(%)	9.4%	13.3%	7.9%	8.0%	8.7%

來源：公司、招銀國際預測

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

中國太保 (2601 HK)

評級	買入
收市價	HK\$28.40
目標價	HK\$35.48
市值(港幣百萬)	290,252
過去3月平均交易(港幣百萬)	247
52周高/低(港幣)	34.25/23.7
發行股數(百萬)	9,062
主要股東	華寶投資(14.17%)

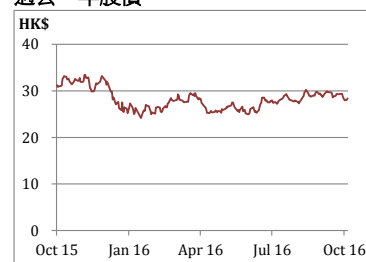
來源：彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	-2.1%	-0.5%
3月	1.6%	-1.9%
6月	2.4%	-6.0%

來源：彭博

過去一年股價



來源：彭博

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14 A	FY15 A	FY16 E	FY17 E	FY18 E
保險業務收入	191,805	203,305	235,928	263,042	292,444
– 壽險	98,692	108,589	137,234	159,102	182,865
– 財產險	93,113	94,710	98,694	103,940	109,579
分出保費及提取未到期責任準備金	(18,914)	(13,929)	(14,988)	(16,034)	(17,163)
已賺保費	172,891	189,376	220,941	247,008	275,281
投資收益	41,428	55,287	47,309	54,294	62,671
其他業務收入	1,886	2,300	2,683	3,000	3,343
收入合計	216,205	246,963	270,933	304,302	341,295
保戶給付及賠款淨額	(84,477)	(103,465)	(81,155)	(85,206)	(92,032)
提取保險責任準備金	(62,107)	(56,436)	(106,758)	(127,604)	(147,221)
其他業務及管理費用	(55,143)	(62,786)	(68,764)	(76,476)	(84,700)
給付、賠款及費用合計	(201,727)	(222,687)	(256,677)	(289,286)	(323,953)
享有按權益法入帳的投資的利潤份額	22	35	35	35	35
利潤總額	14,500	24,311	14,292	15,051	17,377
所得稅	(3,255)	(6,273)	(3,573)	(3,763)	(4,344)
淨利潤	11,245	18,038	10,719	11,289	13,033
非控制性權益	(196)	(310)	(184)	(194)	(224)
歸屬母公司股東淨利潤	11,049	17,728	10,534	11,095	12,809

來源：公司、招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14 A	FY15 A	FY16 E	FY17 E	FY18 E
現金及存款	179,604	178,589	192,364	205,829	223,476
債券	420,281	430,633	490,002	558,123	637,218
其他固定收益類投資	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
其他權益類投資	18,129	43,678	53,594	59,032	64,451
投資性房地產	6,563	6,344	6,920	7,760	8,792
投資資產合計	761,886	854,458	957,034	1,073,314	1,216,065
非投資資產	63,214	69,385	76,495	92,074	106,878
總資產	825,100	923,843	1,033,529	1,165,388	1,322,943
保險合同負債	564,643	621,079	727,837	855,441	1,002,662
投資合同負債	35,662	40,033	46,038	51,563	55,688
次級債	19,496	19,497	19,498	19,499	19,500
其他負債	86,104	107,552	104,853	97,353	94,697
總負債	705,905	788,161	898,226	1,023,856	1,172,546
歸屬於母公司股東權益	117,131	133,336	132,610	138,764	147,511
非控制性權益	2,064	2,346	2,693	2,769	2,886
股東權益合計	119,195	135,682	135,303	141,533	150,397

來源：公司、招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14 A	FY15 A	FY16 E	FY17 E	FY18 E
內含價值					
太保壽險一年新業務價值	8,725	12,022	15,796	19,915	23,198
扣除償付能力額度成本後有效業務價值	75,351	92,132	113,947	141,783	176,805
壽險業務內含價值	125,737	151,918	171,911	201,694	239,701
集團內含價值	171,294	205,624	224,662	255,806	296,031

同比增長率

保險業務收入	8.4%	6.0%	16.0%	11.5%	11.2%
已賺保費	8.3%	9.5%	16.7%	11.8%	11.4%
歸屬於母公司股東淨利潤	19.3%	60.4%	-40.6%	5.3%	15.5%
太保壽險一年新業務價值	16.3%	37.8%	31.4%	26.1%	16.5%
壽險業務內含價值	29.2%	20.8%	13.2%	17.3%	18.8%
集團內含價值	18.6%	20.0%	9.3%	13.9%	15.7%

資本充足率*

壽險償付能力充足率	218.0%	201.0%	270.2%	255.4%	241.3%
產險償付能力充足率	177.0%	211.0%	251.5%	245.2%	244.1%
集團償付能力充足率	280.0%	280.0%	308.7%	293.7%	280.2%

主要比率

新業務價值率	45.9%	41.9%	40.3%	39.5%	38.5%
綜合成本率	103.8%	99.8%	99.6%	99.0%	98.8%
淨投資收益率	5.1%	4.9%	4.8%	4.9%	4.9%
總投資收益率	5.9%	6.9%	5.2%	5.3%	5.5%
淨資產收益率	10.2%	14.2%	7.9%	8.2%	8.9%
資產收益率	1.4%	2.0%	1.1%	1.0%	1.0%

每股數據

每股收益	1.22	1.96	1.16	1.22	1.41
每股淨資產	12.93	14.71	14.63	15.31	16.28
集團每股內含價值	18.90	22.69	24.79	28.23	32.67
每股股息	0.50	1.00	0.46	0.49	0.57

來源：公司、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) 發表於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並無直接或間接關係。

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	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。報告所載資料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。而過去的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，並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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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，任何機構或個人於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資訊，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。