

中國太保(2601 HK)

繼續專注保險主業，發展長期保障型業務

- ❖ **大力發展長期保障型業務。**長期保障型產品貢獻的新業務價值率及剩餘邊際較高，是公司價值及利潤增長的主要因素。2016年，長期保障型產品保費收入占首年保費收入的36%，同比提升6個百分點；在新業務價值中，長期保障型產品價值占比達73%，同比提升11個百分點。在保障型業務占比提升的帶動下，2016年末公司剩餘邊際餘額達到1726億元人民幣，近5年複合增長率達21%，而剩餘邊際是未來利潤的主要來源。我們認為，保障型保險產品還有很廣闊的市場空間亟待挖掘，現有產品供給不能完全滿足消費者日益增長的對全生命週期的風險保障需求。通過不斷豐富公司保障型產品線及更加精準地定位目標客戶，我們相信，中國太保未來能夠為投資者帶來更加持續的新業務價值增長。
- ❖ **財險或將保持承保盈利。**2017年1-5月，太保財險原保費收入達到428.1億元人民幣，同比增長3.2%，增速提升0.7個百分點。對行業及太保財險而言，第二輪商車費改或將對車險原保費收入增長造成壓力。儘管如此，我們依然認為太保財險仍將保持綜合成本率穩定，原因如下：（1）銷售管道優化：2016年，三條核心管道銷售的車險業務占比同比提升0.2個百分點，達到55.7%；（2）承保品質控制提升；以及（3）非車險產品結構的承保盈利能力更強。例如，農險占比由2015年的1.2%提升至2016年的2%（農險的綜合成本率在2016年僅為96.8%）。
- ❖ **新管理層上任，堅持保險主業的商業模式將得到傳承。**公司於2017年6月9日完成新一屆董事會選舉，由孔慶偉先生擔任董事長。根據公司在當月投資者開放活動時的披露，董事會換屆將不會影響中國太保長期以來“堅持保險主業”的戰略方向。投資者不必擔心公司為打造綜合金融平臺而進入自身不熟悉的領域。此外，公司仍將堅守風險底線、堅持轉型創新，將以“客戶需求為導向”的轉型改革做深做細。我們認為，正確的公司戰略的延續和傳承是確保中國太保未來實現可持續價值增長的重要前提之一。
- ❖ **下行風險。**（1）A股市場下行或將導致股票投資收益下降；（2）商車費改或將對太保財險原保費收入增長及承保盈利造成壓力。以上因素皆有可能造成該公司目標價格下降。
- ❖ **目標價提升至39.97港元，維持買入評級。**我們讚賞中國太保堅持專注保險主業的戰略，認為其以消費者需求為導向的轉型將為公司帶來持續的價值增長。我們對公司前景保持樂觀。我們將目標價格提升至39.97港元，該價格分別對應2017和2018年預測內含價值的1.15倍和1.02倍。目前，該公司股票價相當於2017年預測內含價值的0.91倍，潛在升幅26.29%。維持買入評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
保費收入(百萬元人民幣)	203,305	234,018	273,500	309,751	342,367
總收入(百萬元人民幣)	246,963	266,081	312,866	357,330	397,004
淨利潤(百萬元人民幣)	17,728	12,057	12,609	13,366	14,154
每股收益(人民幣)	1.96	1.33	1.39	1.48	1.56
每股收益變動(%)	60.75	(32.14)	4.61	6.01	5.89
市盈率(x)	14.05	20.70	19.79	18.67	17.63
市賬率(x)	1.87	1.89	1.83	1.75	1.67
P/EV(x)	1.21	1.01	0.91	0.81	0.71
股息率(%)	3.63	2.54	2.53	2.68	2.84
內含價值收益率(%)	14.18	9.09	9.40	9.58	9.70

資料來源：公司及招銀國際研究

買入（維持）

目標價	HK\$39.97
(此前目標價)	HK\$35.48)
潛在升幅	+26.29%
當前股價	HK\$31.65

丁文捷, PhD

電話：(852) 3900 0856

郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

徐涵博

電話：(852) 3761 8725

郵件：xuhanbo@cmbi.com.hk

中國保險業

市值(百萬元港元)	326,589
3月平均流通量(百萬元港元)	348.88
5周內股價高/低(港元)	32.5/25.15
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%

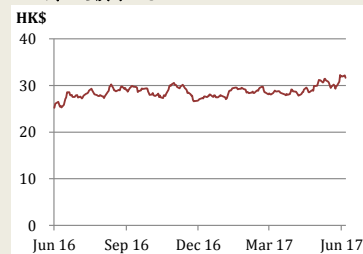
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	3.4%	3.9%
3-月	13.2%	6.5%
6-月	18.9%	1.4%

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

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14 A	FY15 A	FY16 A	FY17 E	FY18 E	FY19 E
保險業務收入	191,805	203,305	234,018	273,500	309,751	342,367
- 壽險	98,692	108,595	137,410	175,153	209,634	240,448
- 財產險	93,113	94,710	96,608	98,347	100,117	101,919
分出保費及提取未到期責任準備金	(18,914)	(13,929)	(14,445)	(15,339)	(16,113)	(16,825)
已賺保費	172,891	189,376	219,573	258,161	293,638	325,542
投資收益	41,428	55,287	43,879	51,614	60,176	67,880
其他業務收入	1,886	2,300	2,629	3,091	3,516	3,581
收入合計	216,205	246,963	266,081	312,866	357,330	397,004
保戶給付及賠款淨額	(146,584)	(159,901)	(175,794)	(209,700)	(241,998)	(271,073)
其他業務及管理費用	(55,143)	(62,786)	(74,220)	(86,056)	(97,192)	(106,722)
給付、賠款及費用合計	(201,727)	(222,687)	(250,014)	(295,756)	(339,190)	(377,795)
享有按權益法入帳的投資的利潤份額	22	35	18	18	18	18
利潤總額	14,500	24,311	16,085	17,128	18,158	19,227
所得稅	(3,255)	(6,273)	(3,801)	(4,282)	(4,539)	(4,807)
淨利潤	11,245	18,038	12,284	12,846	13,618	14,420
非控制性權益	(196)	(310)	(227)	(237)	(252)	(266)
歸屬母公司股東淨利潤	11,049	17,728	12,057	12,609	13,366	14,154

來源：公司及招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14 A	FY15 A	FY16 A	FY17 E	FY18 E	FY19 E
現金及存款	179,604	178,589	174,847	142,591	162,986	176,997
債券	420,281	430,633	471,075	540,119	619,842	675,807
其他固定收益類投資	74,856	115,613	171,281	239,813	271,644	292,313
股票及基金	62,453	79,601	69,370	90,740	103,719	112,634
其他權益類投資	18,129	43,678	46,530	57,253	65,441	71,067
投資性房地產	6,563	6,344	8,657	9,722	11,113	12,068
投資資產合計	761,886	854,458	941,760	1,080,239	1,234,744	#####
非投資資產	63,214	69,385	78,932	79,163	81,353	110,760
總資產	825,100	923,843	1,020,692	1,159,402	1,316,097	#####
保險合同負債	564,643	621,079	693,826	795,689	918,229	1,052,592
投資合同負債	35,662	40,033	48,796	56,115	61,727	64,813
次級債	19,496	19,497	11,498	3,999	4,000	-
其他負債	86,104	107,552	131,809	163,831	186,185	181,298
總負債	705,905	788,161	885,929	1,019,635	1,170,141	#####
歸屬於母公司股東權益	117,131	133,336	131,764	136,565	142,528	149,266
非控制性權益	2,064	2,346	2,999	3,202	3,428	3,677
股東權益合計	119,195	135,682	134,763	139,767	145,956	152,944

來源：公司及招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14 A	FY15 A	FY16 A	FY17 E	FY18 E	FY19 E
內含價值						
太保壽險一年新業務價值	8,725	12,170	19,041	25,577	31,971	38,366
扣除償付能力額度成本後有效業務價值	75,351	92,132	103,048	129,247	163,198	204,003
壽險業務內含價值	125,737	151,918	181,603	208,329	242,666	284,009
集團內含價值	171,294	205,624	245,939	273,837	307,924	349,031

同比增長率

保險業務收入	8.4%	6.0%	15.1%	16.9%	13.3%	10.5%
- 壽險	3.8%	10.0%	26.5%	27.5%	19.7%	14.7%
- 財險	13.8%	1.7%	2.0%	1.8%	1.8%	1.8%
已賺保費	8.3%	9.5%	15.9%	17.6%	13.7%	10.9%
歸屬於母公司股東淨利潤	19.3%	60.4%	-32.0%	4.6%	6.0%	5.9%
太保壽險一年新業務價值	16.3%	39.5%	56.5%	34.3%	25.0%	20.0%
壽險業務內含價值	29.2%	20.8%	19.5%	14.7%	16.5%	17.0%
集團內含價值	18.6%	20.0%	19.6%	11.3%	12.4%	13.3%

資本充足率*

壽險償付能力充足率	218.0%	201.0%	256.9%	249.9%	251.8%	247.5%
產險償付能力充足率	177.0%	211.0%	296.1%	286.9%	284.1%	278.8%

主要比率

新業務價值率	8,725	12,170	19,041	25,577	31,971	38,366
綜合成本率	103.8%	99.8%	99.2%	99.2%	99.2%	99.2%
淨投資收益率	5.3%	5.2%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
總投資收益率	6.1%	7.3%	5.2%	5.3%	5.4%	5.5%
淨資產收益率（集團）	10.2%	14.2%	9.1%	9.4%	9.6%	9.7%
資產收益率（集團）	1.4%	2.0%	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%
內含價值收益率（集團）	18.2%	17.9%	18.2%	13.2%	14.6%	15.3%
內含價值收益率（太保壽險）	27.4%	24.8%	25.1%	18.2%	19.5%	19.8%

每股數據

每股收益	1.22	1.96	1.33	1.39	1.48	1.56
每股淨資產	12.93	14.71	14.54	15.07	15.73	16.47
集團每股內含價值	18.90	22.69	27.14	30.22	33.98	38.52
每股股息	0.50	1.00	0.70	0.70	0.74	0.78

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。