

**中國太保 (2601 HK, HK\$25.60; 目標價 HK\$37.94, 首次覆蓋, 買入)**
**- 專注保險, 聚焦價值增長**

- ❖ **首次覆蓋, 買入評級。** 太平洋保險集團多年以來深耕保險主業, 聚焦價值增長, 轉型升級卓有成效, 多項經營指標 (尤其是壽險業務) 穩步提升。我們首次覆蓋, 給予目標價 37.94 港元, 相比現價有 48.2% 上升空間。目前公司股價對應 2016 年預測的 0.86 倍 P/EV, 19.01 倍市盈率 and 1.48 倍市帳率。目前估值處於內險股估值較高區間, 但基於中國太保的良好基本面和新業務價值增速, 我們認為當前估值仍有吸引力。
- ❖ **壽險業務實現持續增長。** 自 2012 年以來, 太保壽險實現了從銀保到個險管道的成功轉型。個人業務已經成為價值增長的最重要驅動力, 2015 年個人管道貢獻了 84.1% 的壽險保費、76% 的首年保費以及 95.6% 的新業務價值。銷售隊伍壯大的同時, 人均產能也在穩步提升。我們預測 2016 年, 太保壽險新業務價值增速為 31.2%, 繼續超越同類上市險企平均。
- ❖ **財產險有提升空間。** 太保產險 2015 年實現承保盈利, 然而 2016 年仍將面臨來自內部和外部的嚴峻挑戰。我們預計 2016 年綜合成本率將比 2015 年降低 0.2 個百分點至 99.6%, 仍有較大提升空間。增持安信農保後, 太保產險將在農業保險上繼續發力, 使之成為新的增長極。
- ❖ **投資風格謹慎, 歷史收益率高於上市平均。** 謹慎的投資風格主要體現在: (1) 對股票投資的敞口波動小於上市同業, 未隨股市波動大起大落; (2) 非標資產敞口增速穩定, 收益風險匹配。從投資表現看, 太保的總投資收益往往高於上市同業平均水準。在 2016 年投資環境疲軟、市場波動較大的背景下, 我們認為太保審慎的投資風格應該能繼續為其贏取高於同業的投資收益。
- ❖ **風險。** (1) 長期低利率環境使投資表現和內含價值承壓; (2) 市場競爭激烈壓縮承保利潤; (3) 財產險業務面臨挑戰; (4) 短期內可能因重視承保品質和利潤從而犧牲收入增速。
- ❖ **估值。** 我們運用分部估值方法, 基於 2016 年財務預測, 應用 1.50 倍 P/EV 對太保的壽險業務進行估值, 為每股 33.69 港元。此外, 財產險及其他業務條線採用 1.0 倍市帳率進行估值。最終目標價格 37.94 港元。評級為買入。

**中國太保 (2601 HK)**

評級	買入
收市價	HK\$25.60
目標價	HK\$37.94
市值 (港幣百萬)	271,978
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	262
52 周高/低 (港幣)	39.65/23.7
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	3.5%	0.2%
3 月	-5.2%	-4.4%
6 月	16.4%	-11.1%

來源: 彭博

**過去一年股價**


來源: 彭博

**財務資料**

(截至12月31日)	FY14 A	FY15 A	FY16 E	FY17 E	FY18 E
保險業務收入 (百萬元人民幣)	191,805	203,305	230,726	257,009	285,507
同比增速	8.4%	6.0%	13.5%	11.4%	11.1%
歸屬母公司股東淨利潤 (百萬元人民幣)	11,049	17,728	10,355	11,581	13,899
同比增速	19.3%	60.4%	-41.6%	11.8%	20.0%
新業務價值 (百萬元人民幣)	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
市帳率 (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%
淨資產收益率 (%)	10.2%	14.2%	7.8%	8.5%	9.6%

來源: 公司, 招銀國際預測

**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	230,726	257,009	285,507
- 壽險	98,692	108,589	132,032	153,069	175,928
- 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)	(14,902)	(15,934)	(17,049)
<b>已賺保費</b>	<b>172,891</b>	<b>189,376</b>	<b>215,824</b>	<b>241,074</b>	<b>268,458</b>
投資收益	41,428	55,287	45,774	53,455	62,429
其他業務收入	1,886	2,300	2,621	2,928	3,260
<b>收入合計</b>	<b>216,205</b>	<b>246,963</b>	<b>264,219</b>	<b>297,458</b>	<b>334,147</b>
保戶給付及賠款淨額	(84,477)	(103,465)	(80,918)	(84,876)	(91,403)
提取保險責任準備金	(62,107)	(56,436)	(101,955)	(122,090)	(141,130)
其他業務及管理費用	(55,143)	(62,786)	(67,333)	(74,817)	(82,793)
<b>給付、賠款及費用合計</b>	<b>(201,727)</b>	<b>(222,687)</b>	<b>(250,206)</b>	<b>(281,782)</b>	<b>(315,326)</b>
享有按權益法入帳的投資的利潤份額	22	35	35	35	35
<b>利潤總額</b>	<b>14,500</b>	<b>24,311</b>	<b>14,048</b>	<b>15,711</b>	<b>18,857</b>
所得稅	(3,255)	(6,273)	(3,512)	(3,928)	(4,714)
淨利潤	11,245	18,038	10,536	11,783	14,143
非控制性權益	(196)	(310)	(181)	(203)	(243)
<b>歸屬母公司股東淨利潤</b>	<b>11,049</b>	<b>17,728</b>	<b>10,355</b>	<b>11,581</b>	<b>13,899</b>

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
<b>投資資產合計</b>	<b>761,886</b>	<b>854,458</b>	<b>957,034</b>	<b>1,073,314</b>	<b>1,216,065</b>
非投資資產	63,214	69,385	72,268	82,924	92,589
<b>總資產</b>	<b>825,100</b>	<b>923,843</b>	<b>1,029,302</b>	<b>1,156,238</b>	<b>1,308,654</b>
保險合同負債	564,643	621,079	723,034	845,123	986,253
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	104,862	97,386	94,767
<b>總負債</b>	<b>705,905</b>	<b>788,161</b>	<b>893,431</b>	<b>1,013,571</b>	<b>1,156,208</b>
歸屬於母公司股東權益	117,131	133,336	133,166	139,878	149,522
非控制性權益	2,064	2,346	2,704	2,789	2,925
<b>股東權益合計</b>	<b>119,195</b>	<b>135,682</b>	<b>135,870</b>	<b>142,666</b>	<b>152,446</b>

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
<b>內含價值</b>					
太保壽險一年新業務價值	8,725	12,022	15,771	19,890	23,816
扣除償付能力額度成本後有效業務價值	75,351	92,132	117,259	145,526	183,128
壽險業務內含價值	125,737	151,918	175,466	206,644	248,436
集團內含價值	171,294	205,624	228,390	261,832	306,935
<b>同比增長率</b>					
保險業務收入	8.4%	6.0%	13.5%	11.4%	11.1%
已賺保費	8.3%	9.5%	14.0%	11.7%	11.4%
歸屬於母公司股東淨利潤	19.3%	60.4%	-41.6%	11.8%	20.0%
太保壽險一年新業務價值	16.3%	37.8%	31.2%	26.1%	19.7%
壽險業務內含價值	29.2%	20.8%	15.5%	17.8%	20.2%
集團內含價值	18.6%	20.0%	11.1%	14.6%	17.2%
<b>資本充足率*</b>					
壽險償付能力充足率	218.0%	201.0%	269.4%	255.8%	242.6%
產險償付能力充足率	177.0%	211.0%	251.3%	244.8%	243.8%
集團償付能力充足率	280.0%	280.0%	310.1%	296.0%	283.4%
<b>主要比率</b>					
新業務價值率	45.9%	41.9%	40.3%	39.5%	39.6%
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%	5.1%	5.3%	5.5%
淨資產收益率	10.2%	14.2%	7.8%	8.5%	9.6%
資產收益率	1.4%	2.0%	1.1%	1.1%	1.1%
<b>每股數據</b>					
每股收益	1.22	1.96	1.14	1.28	1.53
每股淨資產	12.93	14.71	14.70	15.44	16.50
集團每股內含價值	18.90	22.69	25.20	28.89	33.87
每股股息	0.50	1.00	0.46	0.51	0.61

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。