

中國太保(2601 HK)

2017 上半年增長超预期,“轉型 2.0”值得期待

- ❖ **2017 上半年表現良好。**太保壽險及產險原保費收入同比增長 34.4% 及 6.6%，分別為 1,106 及 822 億元人民幣。總投資收益率保持平穩，為 4.7%；淨投資收益率為 5.1%，同比提升 0.6 個百分點。上半年實現新業務價值 197 億元人民幣。集團內含價值自 2016 年末以來增長 10.4%，至 2,715 億元（每股內含價值 29.96 元）。產險綜合成本率 98.7%，同比下降 0.7 個百分點。
- ❖ **新業務價值大幅增長且價值率提升。**太保壽險質、量齊升。今年上半年，個險渠道首年期交保費同比增長 51.3%，達 232.9 億元人民幣，增速超越原保費增速（34.4%）。與此同時，新業務價值率同比提升 7.6 個百分點至 40.6%，主要由於長期保障型產品銷售占比提升。長期保障型產品首年年化保費同比增長 73.8%，達 206 億元。傳統型產品新業務價值率為 68.6%，同比提升約 24 個百分點。剩餘邊際自 2016 年末以來增長 25.0%，至 2,715 億元。基於公司長期保障型業務發展超预期，我們將 2017 年全年新業務價值預測提升至 295 億，同比增長 55.0%。
- ❖ **太保產險承保利潤持續改善。**太保產險堅持質量優先的策略收穫成效。車險業務保費收入同比增長 5.8%。由於核心渠道建設，車險費用率保持穩定，為 37.5%，而賠付率同比提升 0.4 個百分點，為 61.1%。非車險業務近三年來首次實現承保盈利，賠付率及費用率雙降，分別下降 3.4 及 2.9 個百分點，非車險綜合成本率為 99.3%。基於承保利潤改善，我們對太保產險估值由之前的 1.0 倍賬面價值提升至 1.2 倍。
- ❖ **新一屆董事會：專注保險主業，啟動“轉型 2.0”。**2017 上半年，集團董事會順利換屆。新一屆董事會確認了集團戰略的“變”與“不變”。不變的是太保集團將繼續專注保險主業，深耕細作。而在“變”的方面，董事會啟動了中國太保“轉型 2.0”，抓住人才、數字、協同、管控和布局五個關鍵詞，著力於這五大領域內的能力提升：（1）構建戰略性人才儲備體系；（2）實施“數字太保”，突破數字化短板；（3）深化各子公司協同共享機制；（4）強化集團管控能力，提升效率；（5）抓住健康養老產業發展新機遇。我們認為，清晰的集團發展和轉型戰略將為中國太保開啓新的發展篇章。
- ❖ **目標價提升至 45.46 港元，維持買入評級。**我們贊賞中國太保長期堅持保險主業的戰略，及其銳意進取、壽險產險持續創造價值的能力。運用分部加總估值法，我們將目標價格提升至 45.46 港元，並將預測區間更新至 2018 年中。該目標價格分別對應 2017 和 2018 年集團預測內含價值的 1.25 倍和 1.11 倍。年初至今，集團股價上漲 35.86%（除中再以外，行業平均漲幅 36.74%）。目前，該公司股價相當於 2017 年預測內含價值的 1.01 倍，潛在升幅 23.70%。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	283,470	320,811	354,421
總收入（百萬元人民幣）	246,963	266,081	322,945	368,999	410,045
淨利潤（百萬元人民幣）	17,728	12,057	13,027	14,046	15,050
每股收益（人民幣）	1.96	1.33	1.44	1.55	1.66
每股收益變動（%）	60.75	(32.14)	8.09	7.82	7.15
市盈率 (x)	16.13	23.76	21.98	20.39	19.03
市賬率 (x)	2.15	2.17	2.08	1.98	1.89
P/EV (x)	1.39	1.16	1.01	0.90	0.80
股息率（%）	3.16	2.21	2.27	2.45	2.63
內含價值收益率（%）	14.18	9.09	9.66	9.95	10.16

資料來源：公司及招銀國際研究

買入（維持）

目標價	HK\$45.46
(此前目標價)	HK\$39.97
潛在升幅	+23.70%
當前股價	HK\$36.75

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(百萬元港幣)	388,514
3 月平均流通量(百萬元港幣)	506.46
5 周內股價高/低(港幣)	39.1/ 26.35
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	11.2%	7.7%
3-月	27.2%	17.3%
6-月	30.9%	12.4%

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

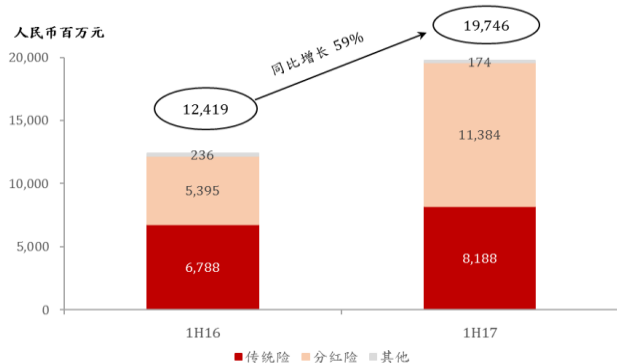
公司網站：www.cpic.com.cn

圖 1: 1H17 經營業績

(人民币百万元)	1H17	1H16	YoY change (%)	备注
保险业务收入	163,785	131,537	24.5%	
太保寿险	110,551	82,234	34.4%	行业平均增长26.0%；中国人寿+18.3%；平安寿险+38.7%
太保产险	52,485	49,224	6.6%	行业平均增长13.9%；人保财险+11.0%；平安财险+23.5%
减：分出保费	(8,456)	(7,486)	13.0%	
保险业务净收入	155,329	124,051	25.2%	
提取未到期责任准备金	(3,773)	(1,934)	95.1%	
已赚保费	151,556	122,117	24.1%	
投资收益	24,431	21,343	14.5%	投资基金股息收入增长
其他业务收入	1,371	1,208	13.5%	
其他收益	25,802	22,551	14.4%	
营业收入	177,358	144,668	22.6%	
给付、赔款及费用				
寿险死亡金及其他给付	(23,426)	(22,749)	3.0%	
赔款	(29,113)	(27,613)	5.4%	
寿险合约负债变化	(63,084)	(43,667)	44.5%	
保单红利支出	(4,282)	(3,671)	16.6%	
利息支出	(1,652)	(1,135)	45.6%	
保户投资款利息支出	(1,179)	(1,024)	15.1%	
其他营业及管理费用	(45,022)	(35,904)	25.4%	
营业支出	(167,758)	(135,763)	23.6%	
对联营企业和合营企业的投资（损失）/收益	(2)	17	-111.8%	
利润总额	9,598	8,922	7.6%	
所得税	(2,953)	(2,662)	10.9%	
净利润	6,645	6,260	6.2%	
少数股东损益	(136)	(118)	15.3%	
归属于母公司股东的净利润	6,509	6,142	6.0%	

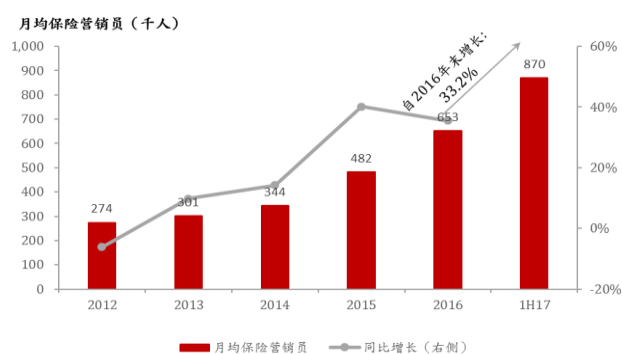
来源：公司，招銀國際

圖 2: 2017 上半年 NBV 同比增長 59%



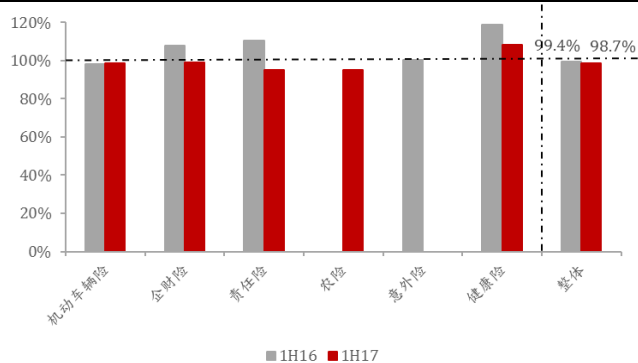
来源：公司，招銀國際

圖 3: 代理人數量自 2017 年初增長 33.2%



来源：公司，招銀國際

圖 4: 整體綜合成本率下降至 98.7%



来源：公司，招銀國際

利潤表

年结：12月31日（百万人民币）	FY14 A	FY15 A	FY16 A	FY17 E	FY18 E	FY19 E
原保费收入	191,805	203,305	234,018	283,470	320,811	354,421
- 寿险	98,692	108,595	137,410	180,100	215,580	247,296
- 财产险	93,113	94,710	96,608	103,371	105,231	107,125
分出保费及提取未到期责任准备金	(18,914)	(13,929)	(14,445)	(15,492)	(16,082)	(16,732)
已赚保费	172,891	189,376	219,573	267,978	304,729	337,689
投资收益	41,428	55,287	43,879	51,758	60,622	68,641
其他业务收入	1,886	2,300	2,629	3,209	3,649	3,715
收入合计	216,205	246,963	266,081	322,945	368,999	410,045
保户给付及赔款净额	(146,584)	(159,901)	(175,794)	(216,241)	(249,459)	(279,316)
其他业务及管理费用	(55,143)	(62,786)	(74,220)	(89,028)	(100,488)	(110,314)
给付、赔款及费用合计	(201,727)	(222,687)	(250,014)	(305,269)	(349,946)	(389,630)
享有按权益法入账的投资的利润份额	22	35	18	12	18	20
利润总额	14,500	24,311	16,085	17,688	19,071	20,434
所得税	(3,255)	(6,273)	(3,801)	(4,422)	(4,768)	(5,109)
净利润	11,245	18,038	12,284	13,266	14,303	15,326
非控制性权益	(196)	(310)	(227)	(239)	(257)	(276)
归属母公司股东净利润	11,049	17,728	12,057	13,027	14,046	15,050

來源：公司及招銀國際預測

資產負債表

年结：12月31日（百万人民币）	FY14 A	FY15 A	FY16 A	FY17 E	FY18 E	FY19 E
现金及存款	179,604	178,589	174,847	143,318	164,526	179,291
债券	420,281	430,633	471,075	542,871	625,696	684,564
其他固定收益类投资	74,856	115,613	171,281	241,035	274,210	296,101
股票及基金	62,453	79,601	69,370	91,202	104,698	114,094
其他权益类投资	18,129	43,678	46,530	57,544	66,060	71,988
投资性房地产	6,563	6,344	8,657	9,772	11,218	12,224
投资资产合计	761,886	854,458	941,760	1,085,742	1,246,407	1,358,263
非投资资产	63,214	69,385	78,932	79,490	80,924	110,439
总资产	825,100	923,843	1,020,692	1,165,232	1,327,331	1,468,701
保险合同负债	564,643	621,079	693,826	800,029	927,485	1,067,072
投资合同负债	35,662	40,033	48,796	56,115	61,727	64,813
次级债	19,496	19,497	11,498	3,999	4,000	-
其他负债	86,104	107,552	131,809	163,853	186,217	181,361
总负债	705,905	788,161	885,929	1,023,996	1,179,429	1,313,246
归属于母公司股东权益	117,131	133,336	131,764	138,009	144,442	151,737
非控制性权益	2,064	2,346	2,999	3,227	3,459	3,718
股东权益合计	119,195	135,682	134,763	141,236	147,902	155,455

來源：公司及招銀國際預測

主要比率

年结：12月31日（百万人民币）	FY14 A	FY15 A	FY16 A	FY17 E	FY18 E	FY19 E
内含价值						
太保寿险一年新业务价值	8,725	12,170	19,041	29,512	36,890	44,268
扣除偿付能力额度成本后有效业务价值	75,351	92,132	103,048	137,856	172,154	211,890
寿险业务内含价值	125,737	151,918	181,603	211,263	246,829	287,302
集团内含价值	171,294	205,624	245,939	282,541	318,793	359,324

同比增长率

原保费收入	8.4%	6.0%	15.1%	21.1%	13.2%	10.5%
- 寿险	3.8%	10.0%	26.5%	31.1%	19.7%	14.7%
- 财险	13.8%	1.7%	2.0%	7.0%	1.8%	1.8%
已赚保费	8.3%	9.5%	15.9%	22.0%	13.7%	10.8%
归属于母公司股东净利润	19.3%	60.4%	-32.0%	8.0%	7.8%	7.1%
太保寿险一年新业务价值	16.3%	39.5%	56.5%	55.0%	25.0%	20.0%
寿险业务内含价值	29.2%	20.8%	19.5%	16.3%	16.8%	16.4%
集团内含价值	18.6%	20.0%	19.6%	14.9%	12.8%	12.7%

资本充足率*

寿险偿付能力充足率	218.0%	201.0%	256.9%	250.2%	251.7%	248.2%
产险偿付能力充足率	177.0%	211.0%	296.1%	288.7%	286.6%	281.9%

主要比率

新业务价值率（基于首年年度化保费）	24.5%	29.5%	32.9%	38.0%	38.0%	38.0%
综合成本率	103.8%	99.8%	99.2%	99.2%	99.2%	99.2%
净投资收益率	5.3%	5.2%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
总投资收益率	6.1%	7.3%	5.2%	5.3%	5.4%	5.5%
净资产收益率（集团）	10.2%	14.2%	9.1%	9.7%	9.9%	10.2%
资产收益率（集团）	1.4%	2.0%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%
内含价值收益率（太保寿险）	27.4%	24.8%	25.1%	19.8%	20.9%	20.1%

每股数据

每股收益	1.22	1.96	1.33	1.44	1.55	1.66
每股净资产	12.93	14.71	14.54	15.23	15.94	16.74
集团每股内含价值	18.90	22.69	27.14	31.18	35.18	39.65
每股股息	0.50	1.00	0.70	0.72	0.77	0.83

来源：公司及招銀國際預測

附錄：2017 中期業績會問答環節紀要

1. 與同業相比，太保集團“專注保險主業”而非綜合金融，未來發展戰略？

A+H 股保險板塊表現搶眼，反映出市場對於保險業的良好預期。保險業目前正處於發展機遇期，國民收入增長、社會城市化、人口老齡化、人民對保險保障需求增長、政府對保險行業認識加深，這些都為保險業帶來成長空間。未來，太保還將繼續專注保險主業，這是太保不變的戰略；但是戰術上，太保將會圍繞“人才”、“數字”、“協同”、“管控”、“布局”這五大關鍵詞，啟動“轉型 2.0”，深化改革，轉型升級。

2. 壽險新業務價值率 40.6%，同比提升 7.6 個百分點，創歷史新高。展望未來 3-5 年，新業務價值率持續提升的空間有多大？管理層準備採取何種措施保持持續增長？

目前，保險業的趨勢是以價值型業務為導向。太保壽險始終以持續提升新業務價值率為策略，且增速高于主要同業。接下來，公司準備從 4 個方面著手，保持持續增長。第一，堅持長期保障型業務占比提升；第二，通過細分客群，貼近客戶需求，豐富保障型產品形態及內容；第三，進一步拉長繳費年限；第四，持續提升代理人銷售長期保障型產品的技能。

3. 管理層變化是否會帶來對產險、壽險以及資管 KPI 要求的變化？

太保集團始終堅持專注保險主業戰略。在“轉型 2.0”戰術之下，壽險重點關注新業務價值率增長以及長期保障型產品占比；產險重點關注綜合成本率和承保利潤；資管重點關注投資收益以及負債成本。集團層面，關注客戶數量增長率、客均件數、優質客戶占比等。

4. 壽險代理人數量增長是否可持續？管理層預計明年代理人人均產能如何？

上半年，太保壽險月均人力達到 87.0 萬人，同比增長 49.5%，與主要同業相仿。下半年，太保壽險將實施新基本法，嚴把質量關，推動績優及健康人力增長。

5. 集團非標資產投資占比 19.6%，同比提升 6.4 個百分點，其中包含短期理財產品。是何原因？

今年年初，尤其是 1、3 和 4 月，利率明顯上升；管理層預判時，希望抓住短期利率收益。目前，理財產品收益率達到 5% 左右。公司投資的商業銀行理財產品，全部由國有大型商業銀行或全國性股份制商業銀行發行，信用程度較高。前兩年，集團非標資產占比低于同業，今年高于同業，總體來看與同業持平。

6. 壽險剩餘邊際為 Rmb215.749bn，自 2016 年末增長 25.0%；為何償付能力却没有很大提升，基本持平？

除當期應力以外，實際資本還受到向股東分紅以及投資資產公允價值變動等因素影響。總體而言，公司償付能力保持穩定。

7. 有些同業大幅提升分紅率，公司有何考慮？

太保集團始終追求持續的價值創造。集團將保持償付能力充足穩定，提升資本運用效率，持續回報股東。

8. 非車險近三年首次實現承保盈利，保費收入同比增長 9.3%，有何原因？是否可持續？

2017 年上半年，太保產險推動經營模式向客戶維度轉型，同時加大品質管控力度，進一步剔除劣質業務，綜合賠付率 60.1%，同比下降 3.4 個百分點；綜合費用率 39.2%，同比下降 2.9 個百分點。未來，太保產險將深入推進專業化經營、系統化風控、團隊化管理、一體化建設，開拓新市場與新產品。

9. 集團如何看待 Fintech？管理層能否解釋“數字太保”戰略？

金融科技的移動互聯、大數據、雲計算和人工智能等運用，將長遠和根本的改變保險行業的獲客方式、效率、風控等等經營模式，機遇和挑戰并存。“數字太保”在于

突破數字化客戶體驗、數字化決策、協同共享數字化工具、數字化人才和領導力四大發展短板；深化各子公司在客戶、渠道、資源的協同共享機制建設，形成融合發展。目前，集團已有所布局，如“中國太保雲”基礎設施建設，未來還將帶來更多成果。

10. 管理層能否談談二次商車費改對行業態勢的影響？以及對太保產險未來增長的影響？

保監會整治市場秩序對於行業而言長期利好。預計二次費改落地以後，保費收入下降、綜合成本率提升，搶奪優質業務加劇。未來，太保產險將積極應對商業車險改革，推動渠道建設全面落地，實現業務可持續發展；繼續提升資源配置效率，強化風險選擇，持續優化業務結構；理賠減損，堅持承保盈利。

11. 保監會發布《關於徵求對保險資產負債管理監管規則的意見及開展行業測試的通知》，對行業以及太保壽險投資、產品設計、償付能力等將有何影響？

由於壽險資金穿越經濟周期的特性，保監會加強對保險公司資產負債的管理，有利於行業長期穩定發展。太保壽險“以產品為原點”的資產負債管理機制始終處於行業領先水平。經過對監管規則的梳理，公司目前大致符合監管標準，且還有提升空間。公司將借此機會進一步提升資產負債管理能力，堅持長期穩定發展。

12. 健康險全行業增速回落適合原因？公司對未來有何判斷？

去年，由於銷售理財型產品，健康險行業增速較高；今年，健康險行業增速回落，由於保監會整治市場亂象，銷售產品多為短期醫療險及長期重疾險，更有效滿足客戶保障需求，利好行業長期健康穩定發展。

13. 壽險內含價值變動分析？

壽險規模、結構向好，投資收益同比增長 11.2%，均對內涵價值造成正面經驗偏差。

14. 分紅型保險占壽險保費收入比重接近 65%，公司面臨 10 月 1 日整改有何策略？

公司認為，客戶對保障的需求有兩方面，一是對人身保障的需求，二是對財務保障的需求。公司分紅型產品新業務價值率持續提升，產品策略既貼近客戶需求，亦滿足公司發展。名年開門紅，公司將堅持“長期保障型+長期儲蓄型”策略，兼顧各項主要指標，堅持跑贏主要同業。

15. 賀總經理在銀行業的經歷是否會為太平洋保險帶來新的戰略？

作為職業經理人，過去的經歷與公司戰略沒有必然聯繫。我會堅定推進董事會各項戰略。過去的經歷使得我把保險行業放在更為廣闊的金融體系中去衡量，我認為，保險是特殊和不可替代的，我對保險行業的前景充滿信心。

16. 產險綜合成本率為 98.7%，同比下降 0.6 個百分點。展望未來，看是否會進一步下降？

未來，太保產險將保持綜合成本率在合理水平，為客戶提供最佳服務，保持承保盈利，并持續開拓新業務，特別是農險。

17. 壽險準備金受到保監會《優化保險合同負債評估所適用折現率曲線》新規何種影響？

保監會新規一方面優化了折現率曲線，另一方面優化了綜合溢價。假設基礎利率曲線和溢價與 8 月變化不大，那麼對準備金及淨利潤影響較小。

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于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，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責任。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。接收本報告之行爲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。