

中國太保(2601HK, HK\$25.30, 目標價: HK\$37.94, 買入) — 2016 資本市場開放日收穫, 個人壽險業務持續增長

- ❖ **個險管道 2016 上半年維持強勁增速。**近年來, 太保壽險實現了從銀保到個險管道的成功轉型。2016 年上半年, 個險管道維持穩健增速, 首年保費達到 255 億元, 比去年同期增長 73%, 已經超越去年全年個險首年保費規模的 91%。由於持續聚焦期繳業務, 續繳保費也實現持續增長, 2016 年上半年達到 464 億元, 比去年同期增加近 27.8%。總體而言, 個險首年保費 719 億元, 比去年同期增長 40.9%。
- ❖ **在增員的同時, 行銷員結構和產能均實現優化。**2015 至 2016 年, 壽險行業持續增員。太保行銷員總數目前為 58.2 萬人, 比去年底 48.2 萬人增加近 10 萬。難能可貴的是, 人均產能也在穩步提升, 2016 年上半年平均每月人均首年保費比去年同期增加 24.9%。健康人力和績優人力增速均超越總人力增速, 其占比分別達到 31.4% 和 21.9%, 表明行銷員的結構在優化。我們認為, 人均產能的提升主要歸因於太保在行銷員培訓、管理、業績考核方面作出的努力, 與此同時, 產品結構的優化和創新產品的推出也助力銷售。
- ❖ **臉譜繪製增強客戶粘性。**2015 年太保啟動客戶臉譜繪製工作, 壽險公司從客戶年齡、性別、管道、保單件數、繳費水準、保障種類等 13 個維度分析現有客戶特徵, 瞭解客戶需求, 實現對僅有一張長險保單客群、僅為孩子投保客群以及繳費期滿客群實施精準銷售策略, 並為客戶提供持續和差異化的服務。2016 年上半年, 個險管道來自現有客戶的首年保費達到 102.8 億元, 同比增長 57%。
- ❖ **產品創新和高端客戶獲取為太保壽險提供新動力。**以客戶需求導向是太保壽險產品轉型的方向之一。從 2014 年起, 太保壽險陸續推出創新產品, 比如針對老年人的“銀髮安康”和針對兒童的“少兒超能寶”。這些產品具有同類不具備的一些特性, 十分切合消費者需求, 故受到市場追捧; 此類產品亦有較高的新業務價值率。此外, 未來太保壽險將加強在城區和一線城市的佈局, 發展高端高淨值客戶, 提供綜合保險理財服務, 為太保壽險提供新的增長極。
- ❖ **我們認為, 太保壽險在實現穩步增長的同時堅持著清晰的戰略, 即發展大個險、聚焦期繳、聚焦價值增長。我們認為未來, 太保壽險能夠實現持續穩健的價值增長。我們維持財務預測不變, 目標價為 37.94 港元, 對應 47.9% 升值空間。壽險業務自身估值為 33.69 港元。**

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
市賬率(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

中國太保 (2601 HK)

評級	買入
收市價	HK\$25.30
目標價	HK\$37.94
市值(港幣百萬)	265,097
過去3月平均交易(港幣百萬)	245
52周高/低(港幣)	36.1/23.7
發行股數(百萬)	9,062
主要股東	華寶投資(14.17%)

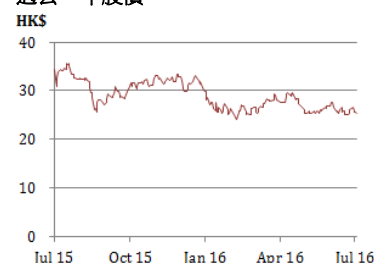
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	-4.7%	-2.5%
3月	-8.5%	-9.0%
6月	-11.5%	-12.0%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

利潤表

年結：12月31日（百万人民币）	FY14 A	FY15 A	FY16 E	FY17 E	FY18 E
保險业务收入	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)
已賺保費	172,891	189,376	215,824	241,074	268,458
投資收益	41,428	55,287	45,774	53,455	62,429
其他业务收入	1,886	2,300	2,621	2,928	3,260
收入合計	216,205	246,963	264,219	297,458	334,147
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)
給付、賠款及費用合計	(201,727)	(222,687)	(250,206)	(281,782)	(315,326)
享有按權益法入賬的投資的利潤份額	22	35	35	35	35
利潤總額	14,500	24,311	14,048	15,711	18,857
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)
歸屬母公司股東淨利潤	11,049	17,728	10,355	11,581	13,899

來源：公司、招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百万人民币）	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	72,268	82,924	92,589
總資產	825,100	923,843	1,029,302	1,156,238	1,308,654
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
總負債	705,905	788,161	893,431	1,013,571	1,156,208
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
股東權益合計	119,195	135,682	135,870	142,666	152,446

來源：公司、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 E	FY17 E	FY18 E
内含价值					
太保寿险一年新业务价值	8,725	12,022	15,771	19,890	23,816
扣除偿付能力额度成本后有效业务价值	75,351	92,132	117,259	145,526	183,128
寿险业务内含价值	125,737	151,918	175,466	206,644	248,436
集团内含价值	171,294	205,624	228,390	261,832	306,935

同比增长率

保险业务收入	8.4%	6.0%	13.5%	11.4%	11.1%
已赚保费	8.3%	9.5%	14.0%	11.7%	11.4%
归属于母公司股东净利润	19.3%	60.4%	-41.6%	11.8%	20.0%
太保寿险一年新业务价值	16.3%	37.8%	31.2%	26.1%	19.7%
寿险业务内含价值	29.2%	20.8%	15.5%	17.8%	20.2%
集团内含价值	18.6%	20.0%	11.1%	14.6%	17.2%

资本充足率*

寿险偿付能力充足率	218.0%	201.0%	269.4%	255.8%	242.6%
产险偿付能力充足率	177.0%	211.0%	251.3%	244.8%	243.8%
集团偿付能力充足率	280.0%	280.0%	310.1%	296.0%	283.4%

主要比率

新业务价值率	45.9%	41.9%	40.3%	39.5%	39.6%
综合成本率	103.8%	99.8%	99.6%	99.0%	98.8%
净投资收益率	5.1%	4.9%	4.8%	4.9%	4.9%
总投资收益率	5.9%	6.9%	5.1%	5.3%	5.5%
净资产收益率	10.2%	14.2%	7.8%	8.5%	9.6%
资产收益率	1.4%	2.0%	1.1%	1.1%	1.1%

每股数据

每股收益	1.22	1.96	1.14	1.28	1.53
每股净资产	12.93	14.71	14.70	15.44	16.50
集团每股内含价值	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。