

中国太平 (966 HK)

具有跨境经营优势的精品保险公司

- ❖ **精品战略打造顶级保险公司。**太平集团总部位于香港，业务覆盖大陆、香港和海外市场，业务范围包括寿险、财产险、养老保险、再保险和资产管理在内的完整保险价值链。2015年，太平推出以“品质”发展为重点的“精品战略”，坚持稳中求进、坚持创新驱动、坚持效益为先、坚持合规经营，扎实推进公司规模、效益、管理、服务迈上新台阶，打造中国最具特色、高潜力的精品保险公司。
- ❖ **跨境经营优势。**除了在中国大陆经营寿险和财险业务之外，中国太平在香港、澳门、新加坡、英国、印尼经营境外财产保险及再保险业务。跨境经营赋予了太平市场导向的全球商业视角和管理技能，使其从其他国有金融机构中脱颖而出。此外，太平在香港和澳门的业务也将受益于“粤港澳大湾区”蓝图。
- ❖ **寿险业务：预计新业务价值增长高于平均水平。**与同行相比，太平人寿(TPL)具有较长的保险负债久期和领先的保单继续率。代理人队伍建设近年来较为成功。2017上半年，太平人寿以港币计的新业务价值同比增长63.4%，领先主要同业。同期以年化标准保费为基准计算的新业务价值率同比提升5.6个百分点，保持稳定增长。由于代理人队伍扩张和稳定的价值率，我们预计2017/2018年太平人寿新业务价值增长将达到44.9%/27.3%。
- ❖ **财险业务：增长加速并维持承保盈利能力。**2017年，大陆地区财险业务(TPI)保费收入同比增长21.4%，超过行业平均水平(约为14%)。交叉销售上升，2017上半年为太平财险贡献了21.9%的保费收入。同时由于采取了有效的降赔减损措施，太平财险自2012年以来一直将综合成本率稳定在99.8%。费用率上升趋势可控。
- ❖ **第三方资产管理业务欣欣向荣，投资表现稳定。**由于投资表现稳定，集团投资资产稳步增长，于2017年6月30日达到4,766亿港元，较2016年末增长12.1%。第三方资产管理业务成长迅速。2014-2016年第三方委托投资资产复合增长率为33%，截至2017年6月30日达到3,736亿港元。2016年，67%的管理费及咨询服务费收入来自集团以外的资产。尽管今年监管机构对金融机构资产管理业务的监管力度加大，我们认为保险公司实际上可以充分发挥其长期和非标准资产管理的实力。
- ❖ **首次覆盖，给予买入评级。**公司股价自2017年初以来已经上涨近102%，基于P/EV维度的估值已经赶上同业。然而，根据分部加总估值法，我们对公司的人寿保险、财产保险和其他业务分别估值，认为公司股价仍有上升潜力。我们将目标价格定在40.84港元，该价格对应2018年预测内含价值的1.10倍。

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
保费收入(百万港币)	138,432	149,265	183,193	216,856	252,689
总收入(百万港币)	160,668	166,499	197,212	239,458	280,884
净利润(百万港币)	6,341	4,774	5,215	6,805	8,356
每股收益(港币)	1.78	1.26	1.38	1.82	2.26
每股收益变动(%)	23.65	(29.44)	9.76	32.05	23.68
市盈率(x)	18.09	25.64	23.36	17.69	14.30
市帐率(x)	1.84	2.06	1.83	1.61	1.41
P/EV(x)	1.12	1.13	0.97	0.87	0.78
股息率(%)	0.00	0.31	0.43	0.57	0.70
权益收益率(%)	12.63	8.24	8.72	10.04	10.83

来源：公司，招银国际预测

买入(首次覆盖)

目标价	HK\$40.84
潜在升幅	+26.64%
当前股价	HK\$32.25

丁文捷, PhD

电话：(852) 3900 0856

邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

徐涵博

电话：(852) 3761 8725

邮件：xuhanbo@cmbi.com.hk

中国保险业

市值(百万港元)	115,907
3月平均流通量(百万港元)	416.58
5周内股价高/低(港元)	36.1/16.7
总股本(百万)	3,594

资料来源：彭博

股东结构

太平集团	59.64%
流通股	40.36%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	12.3%	1.9%
3-月	28.0%	9.7%
6-月	40.0%	16.0%

资料来源：彭博

12-月股价表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

公司网站：www.cntaiping.com

目录

内容摘要.....

3

财务分析.....

6

公司估值.....

8

财务数据.....

10

内容摘要

建立中国精品保险公司

中国太平保险集团有限公司(TPG)是一家总部位于香港的中国国有金融和保险集团。集团现持有中国太平保险控股有限公司(中国太平控股有限公司)59.64%股权,该公司于 2000 年在香港联合交易所挂牌上市。公司主要从事中国大陆及香港地区直接人寿保险业务,中国大陆、香港地区及海外市场直接财产保险业务,养老金及团体人寿保险业务,以及全球再保险业务。公司同时开展资产管理、保险中介、保险电子商务、融资租赁、物业投资、养老社区投资,证券交易和经纪业务。

2016 年,太平人寿(TPL)原保费收入位居中国寿险公司第 9 位,占有 4.35%的市场份额。太平财险(TPI)在中国财产保险公司中排名第八,市场份额为 1.96%。

“精品战略”。2015 年,太平推出“精品战略”,打造中国最具特色、最具潜力的精品保险公司。这一战略通过推进体制改革、提高效率等着眼于“质量”发展。

已有 80 余个战略合作伙伴。太平集团的战略合作伙伴分布于各行各业,不仅涉及国有企业和各级政府,还涉及民营企业。“总对总”战略合作伙伴关系:(1)拓宽了公司的客户群和业务渠道。例如中石化加油站项目;(2)带来协同效应;(3)让公司进入新的业务领域;且(4)表明公司文化开放,愿意接受新的合作伙伴和商业机会。

跨境业务运作。总部位于香港的太平集团被认为比其他国有企业更加市场化。集团将从在香港增加国有企业资产、“一带一路”和“粤港澳大湾区”等国家战略中受益。跨境经营对太平集团在战略布局、管理技能、人才库建设等方面提出了更高的要求,长远来看,有利于公司打造中国甚至全球领先的保险集团公司。

完整的保险价值链。太平的业务布局涵盖了包括内地和香港的人寿保险,大陆、香港、澳门和海外市场的财产险,养老金、再保险和资产管理在内的完整保险价值链,这是上市保险公司中独一无二的。这种全牌照经营使得太平(1)得以实现集团内部的协同效应和资源共享;(2)促进交叉销售机会。

人寿保险业务

2017 年保费收入增速提升。2017 年原保费收入为人民币 1,139 亿元,同比增长 20.7%(平安寿 34.1%,太保寿 26.7%,行业 20.0%)。2016 年,太平人寿拥有 4.4%的市场份额,在中国大陆排名第九。保单继续率保持稳定,处于行业领先水平。

预计太平人寿将在 2017 年引领同业 NBV 增长。2017 上半年,太平人寿新业务价值增长领先主要上市同业,新业务价值按港币计算同比增长 63.4%。上半年新业务价值率同比提升 5.6 个百分点。2017 上半年,太平人寿代理人队伍扩张比同行更积极,代理人产能自 2015 年以来保持稳定。由于 APE 增长和价值率改善,预计太平人寿将在 2017 年引领新业务价值增长。

2018 年开门红展望。由于中国保监会禁止快速返还型年金产品,寿险公司面临销售压力。太平人寿今年推出名为“卓越之尊”的分红年金产品。与主要同行的开门红产品相比,该产品提供了更高的回报、更具吸引力。由于今年产品具有吸引力、代理人队伍扩张以及去年基数不高,预计 2018 年开门红,太平人寿的原保费收入增长将高于平均水平。

太平人壽香港爆發式增長。自 2015 年成立以來，太平人壽香港發展迅速，2016 年原保費收入為 11.3 億港元，2017 年上半年為 10.3 億港元。2017 年新推出的“金鑽帳戶萬用壽險”產品受到市場好評，該產品提供灵活的理財方案和終身人壽保障。未來，集團將撥出更多資源加強香港人壽保險業務。預計未來幾年，太平人壽香港將保持兩位數的原保費收入增長。

財產保險業務

太平財險原保費收入增長超過行業。自 2012 年以來，太平財險按人民幣計算的保費增速高於行業平均。太平財險在 2017 年录得原保費收入 220.7 億元人民幣，同比增長 21.4% (行業保費收入增長為 13.8%)。2016 年，太平財險占有 2.0% 市場份額，並在中國大陸排名第八。太平財險的業務範圍包括車險(約占 80% 保費收入)、水險(約 2%) 和非水險(約 18%)。

堅實的承保業績。太平財險自 2012 年以來一直保持承保盈利，綜合成本率穩定在 99.8%。近期趨勢顯示，自 2014 年以來，賠付率一直在下降，而費用率則有所上升。賠付率的改善主要是由於太平財險對分支機構採取的「降賠減損」措施。費用方面，商業車險改革加劇了財險公司的競爭，提高了費用率。然而，我們認為由於費用降低和交叉銷售，今後費用率的上升趨勢是可以控制的。

交叉銷售上升。2016 年，太平財險通過壽險實現保費收入 38.26 億港元，通過養老保險實現保費收入 0.97 億港元，相當於財產保險業務總收入的 18.4%。2017 年上半年，交叉銷售貢獻了太平財險保費收入的 21.9%。

海外財險業務保持承保盈利。2016 年，海外財產險總保費為 30.6 億港元。多年來，海外財險業務整體承保利潤持續改善，2016 年实现承保盈利 1.71 億港元。各海外分支機構的綜合成本率均維持在 100% 以下。

資產管理業務

集團內部投資資產穩步增長。自 2016 年底以來，由於太平審慎的投資表現，集團內部投資資產進一步上升 12.1% 至 4,766 億港元。為應對國內外債券收益率曲線上升，集團於 2017 年上半年增加債券投資額 2,135 億港元(占投資資產總額的 44.8%)，以鎖定較高回報。上半年淨投資收入增加 18% 至 96.9 億港元，主要由於持有至到期債務證券的利息收入增加所致。

損益表或提前確認股票交易損失。2017 年上半年，已實現和未實現的收益從 2016 上半年的 14.6 億港元轉為負 13.3 億港元。同時，其他綜合收益項下可供出售證券的公允價值變動損失由 54.2 億港元下降至 19.8 億港元。因此，我們認為集團可能已經改變了股票持倉結構，並提前在損益表確認了虧損。

另類資產投資穩步增長，並呈多元化趨勢。截至 2017 年 6 月 30 日，集團持有的另類資產總額為 1,385 億港元，占總投資資產的 29.1% (2016 年為 27.7%，2015 年為 19.9%)。2017 年上半年，公司通過增加對資產管理產品和信託產品的投資，進一步分散非標資產投資。我們認為 2017 和 2018 年非標資產的比例將維持在 30%-35% 的合理水平。信用風險可控。

第三方資產管理業務迅速擴張。2014 - 2016 年，集團管理的第三方委託投資資產年複合增長率為 33%，截至 2017 年 6 月 30 日止為 3,736 億港元，較 2016 年末增長 26.2%。2016 年，太平資產 67% 的管理費及諮詢服務費收入來自於集團以外的資產。第三方資產管理快速發展是太平資產管理能力的體現。在金融機構資管業務監管收緊的背景下，我們認為保險公司實際上可以充分發揮其長期、非標資產投資實力。我們認為第三方資產管理業務將繼續快速增長，豐富公司的盈利來源。

财务分析

预计原保费收入增长势头将继续。我们预测 2017/18/19 财年原保费收入将增长 22.7%/18.4%/16.5%。尽管保监会对短期储蓄型产品进行限制，但是由于需求和风险保障意识的提高，预计太平人寿在 2018/2019 财年仍将录得 20%/18% 的原保费收入增长。由于宏观经济企稳(我们预测 2018 年中国国内生产总值增长达到 6.7% 以上)和太平的交叉销售增强，预计 2018/2019 财年太平财险保费收入增长为 14%/12%。

稳健的投资表现扩大了资产规模。由于太平集团保险业务及投资表现稳健，预计 2017 年底，集团投资资产规模将达到 5,390 亿元，较上年增长 26.8%。我们预测集团投资资产于 2018/2019 财年将增长 21.0%/20.3% 至 2019 年末的 7,850 亿港元。由于国内外市场收益率曲线呈上升趋势，预计 2018/2019 财年净投资收益率将达 4.61%/4.59%。2017 年总投资收益率可能会下降，因为公司可能已于损益表中确认公允价值损失，但估计 2018/2019 财年总投资收益率将上升至 4.81%/4.79%。

预计 2017 年以来净利润增速将回升。2016 年及 2017 上半年，股市波动及保险准备金增加令公司净利润承压。展望未来，由于国债收益率上升，预计准备金计提压力将会减轻。鉴于内地和香港股市前景乐观，我们相信公司将在今后几年股票交易中取得稳定的表现。预计 2017 年净利润增长将转正，同比增长 9.2% 至 52.2 亿港元。

强劲的新业务价值和内含价值增长可期。我们预测 2017 年全年新业务价值 132 亿港元，同比增长 44.9%。由于代理人队伍的扩张和价值率的稳步提升，预计 2018/2019 年新业务价值分别增长 27.3%/21.4%。我们预测 2017/18/19 财年集团股东应占内含价值分别为 1,194/1,336/1,484 亿港元，按年分别增长 16.5%/11.9%/11.1%。

估值

2017 年太平集团的估值已追上同业。股价自 2017 年初以来已经上涨了近 102%，当前股价相当于 2017 上半年内含价值的 1.01 倍，同业平均水平为 1.12 倍。公司 2016 年首次派息，每股 0.10 港元。我们相信公司将在 2017 - 2019 财年稳步提高派息比率。

我们采用分部加总法对太平人寿保险业务、财产保险业务(太平财险和海外财险)、其他业务分别进行评估。推算人寿保险业务为每股 32.90 港元，基于 2018 年预测内含价值的 1.27 倍。财产保险业务和其他业务为每股 4.63 港元和 7.85 港元，分别基于 1.2 倍和 0.8 倍 2018 年预测账面价值。在 10% 的综合折让后，我们将目标价定在 40.84 港元。

主要投资风险

- 股票证券交易表现不及预期
- 服务质量不及同业
- 保险科技发展落后同业
- 总经理变更可能会对业务造成暂时的扰动

财务分析

原保费收入

预测 2017/18/19 财年原保费收入将增长 22.7%/18.4%/16.5%。太平人寿和太平财险的保费增长有望在 2017 年超过行业，我们认为这种增长势头将在 2018 和 2019 年继续。

太平人寿 2017 年录得保费增长 20.7%(以人民币计)，而我们预测按港元计算，2018/2019 财年的增长将分别为 20%/18%。由于中国保监会限制保险产品服务于短期储蓄需求，预计保费收入将温和放缓。然而，由于需求及风险保障意识强劲、家庭收入上升，我们对寿险产品的销售仍然乐观。

太平财险保费增速由 2016 年的 6.5% 上升至 2017 年的 21.4%，高于行业增速。由于太平的交叉销售举措和稳健的宏观经济增长，我们预测 2018/2019 财年保费增速为 14%/12%。海外财险、再保险和养老金业务也有望实现稳步增长。

图 1: 保费收入预测

年结 12 月 31 日(百万港币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
总保费收入及保单费收入	138,432	149,265	183,193	216,856	252,689
- 太平人寿	102,322	111,774	136,365	163,638	193,092
- 太平财险	20,000	21,301	25,987	29,625	33,180
- 海外财险	4,929	4,339	5,120	5,887	6,594
- 太平再保险	8,005	9,175	10,093	10,951	11,717
- 太平养老	4,109	4,691	5,629	6,755	8,105
同比增长					
原保费收入	24.0%	7.8%	22.7%	18.4%	16.5%
- 太平人寿	24.3%	9.2%	22.0%	20.0%	18.0%
- 太平财险	19.4%	6.5%	22.0%	14.0%	12.0%
- 海外财险	72.1%	-12.0%	18.0%	15.0%	12.0%
- 太平再保险	31.1%	14.6%	10.0%	8.5%	7.0%
- 太平养老	11.9%	14.2%	20.0%	20.0%	20.0%

来源：公司，招银国际预测

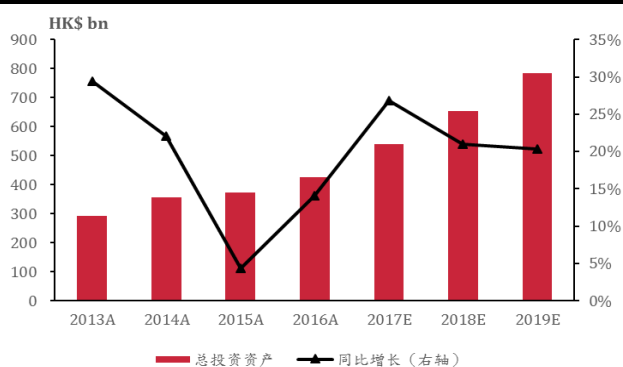
投资收益

截至 2017 年 6 月 30 日，集团投资资产总额为 4,766 亿港元，预计 2017 年末将达 5,390 亿港元，同比增长 26.8%。由于太平保险业务发展及投资业绩稳健，预计集团投资资产在 2018/2019 财年 will 增长 21.0%/20.3% 至 7,850 亿港元。

净投资收益率主要由债券利率、股票和基金的股息收益率决定，预计在未来几年里会略有上升，预测 2018/2019 财年净投资收益率分别为 4.61%/4.59%。全球货币紧缩和中国金融业的去杠杆化，将继续对国内外市场收益率曲线构成上行压力（太平国外债券约占 15% 左右，国内债券占 85% 左右）。

由于股市波动，2016 年总投资收益率下降，预计 2017 年将进一步下滑，因为公司调整了股票投资组合配置，且早前有可能在损益表中而非在其他综合收益项下确认公允价值损失。在 2018/2019 财年，受到股市企稳的前景影响，预计总投资收益率将分别上升至 4.81%/4.79%。

图 2: 总投资资产



来源: 公司, 招银国际预测

图 3: 投资收益率

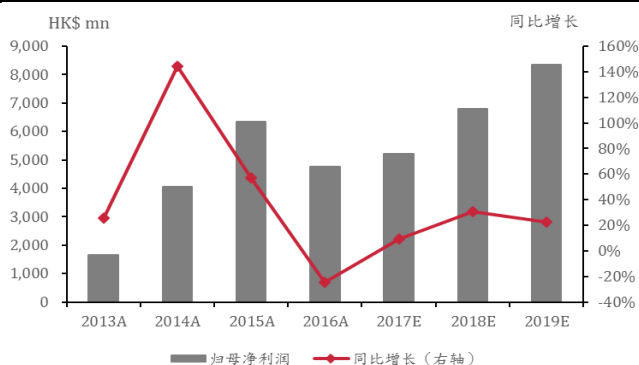


来源: 招银国际预测

净利润

预计 2017 年以来净利润增速将回升。2016 年, 股东应占净利润同比下降 24.7% 至 47.7 亿港元, 主要由于证券交易收益大幅下降、保险准备金增加。2017 上半年, 准备金增加以及股票交易的已实现和未实现的损失增加(我们认为公司早前在损益表中确认了这些亏损, 而不是留在其他综合收益中), 净利润由 2016 上半年的 31 亿港元同比下降 23.5% 至 23.7 亿港元。展望未来, 由于国债收益率的上升趋势, 预计准备金计提压力将会减弱。鉴于内地及香港股市前景乐观(<10% 的公司持有的股票在香港于 2016 年年底上市), 相信未来几年, 公司股票交易将会实现稳定表现。预计 2017 年净利润增长将由负转正, 同比增长 9.2% 至 52.2 亿港元。

图 4: 归属于母公司股东的净利润

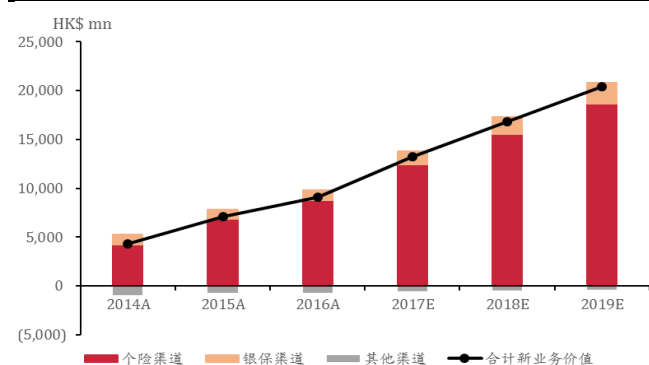


来源: 公司, 招银国际预测

新业务价值及内含价值

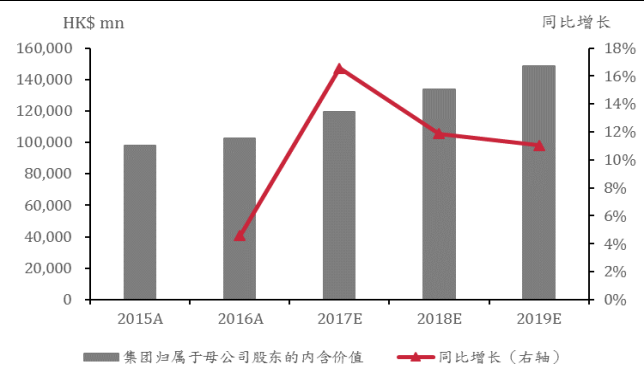
2016 年及 2017 上半年，太平人寿新业务价值按港币计算分别同比增长 28.8% 及 63%。预测 2017 年全年新业务价值为 132 亿港元，同比增长 44.9%。由于代理人队伍扩张和价值率稳步提升，我们预测 2018/2019 财年新业务价值分别增长 27.3%/21.4%。预计 2017/18/19 年末，集团股东应占内含价值为 1,194/1,336/1,484 亿港元，分别按年增长 16.5%/11.9%/11.1%。

图 5: 太平人寿新业务价值预测



来源：公司，招银国际预测

图 6: 集团内含价值预测

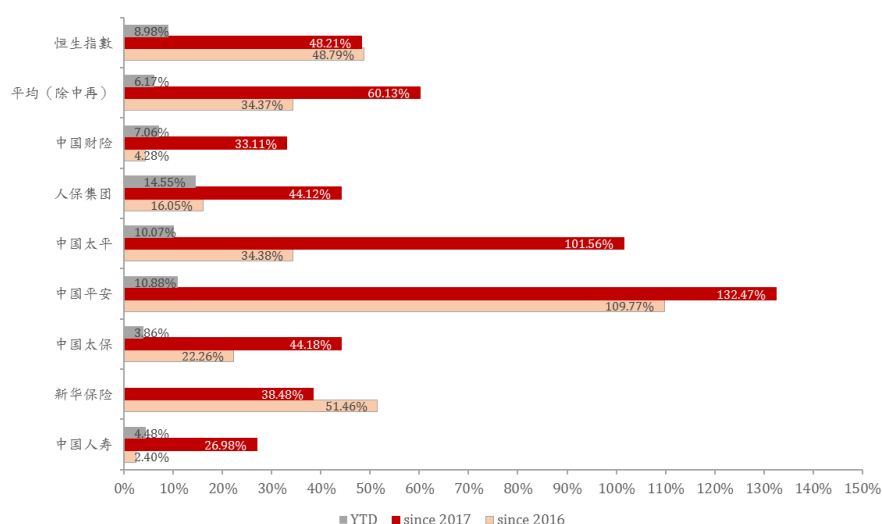


来源：公司，招银国际预测

公司估值

估值在 2017 年赶上同行。公司股票是中国保险公司中表现最好的股票之一，自 2017 年初以来股价上涨近 102%。该势头持续到 2018 年。估值已经修复并赶上了同行。公司股价目前对应 1H17 P/EV 的 1.01 倍，同业平均为 1.12 倍。

图 7: 股价表现领先



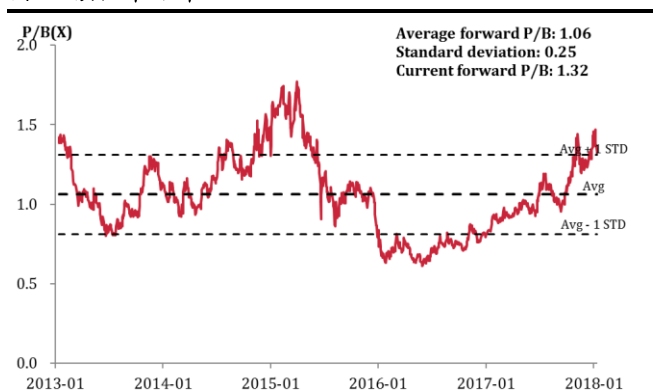
来源：公司，招银国际预测

图 8: 同业估值比较

股票代码	公司	股价(港元)/ 指数	市盈率			市净率			现时	现时	年初至今的 股价变动
			16A	17E	18E	16A	17E	18E	P/EV(x)	P/NBV(x)	
2601 HK	中国太保	39.00	25.09	18.74	14.54	2.40	2.04	1.85	1.06	15.05	3.9%
2318 HK	中国平安	90.20	22.05	17.65	14.45	3.85	2.92	2.53	1.81	26.31	10.9%
2628 HK	中国人寿	25.65	33.25	18.77	15.32	2.14	1.79	1.64	0.84	11.92	4.5%
1336 HK	新华保险	49.30	26.69	19.55	13.99	2.33	1.92	1.73	0.88	11.93	-7.7%
966 HK	中国太平	32.25	25.64	21.12	16.16	2.06	1.85	1.65	1.01	12.72	10.1%
1339 HK	人保集团	4.41	11.10	8.80	8.27	1.33	1.04	0.93	N/A	N/A	14.5%
2328 HK	中国财险	16.08	11.32	8.67	7.95	1.79	1.39	1.22	N/A	N/A	7.1%
1508 HK	中国再保险	1.81	12.90	10.56	9.11	0.97	0.83	0.78	N/A	N/A	1.7%
平均(除中再)		36.70	22.16	16.19	12.95	2.27	1.85	1.65	1.12	15.58	6.2%
H股金融行业指数		21,516	N/A			N/A					15.1%
恒生指数		32,607	N/A			N/A					9.0%

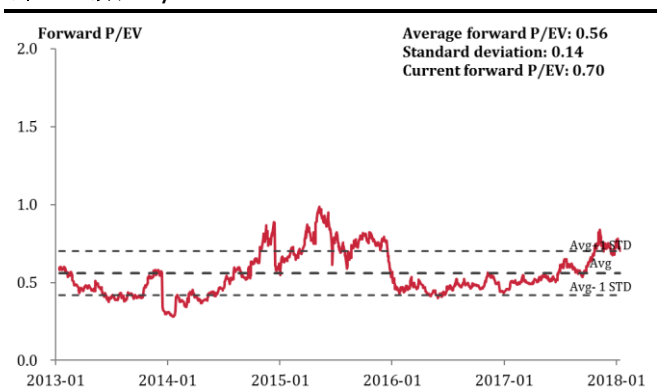
来源: 公司, 招银国际预测

图 9: 预估市账率



来源: 公司, 招银国际预测

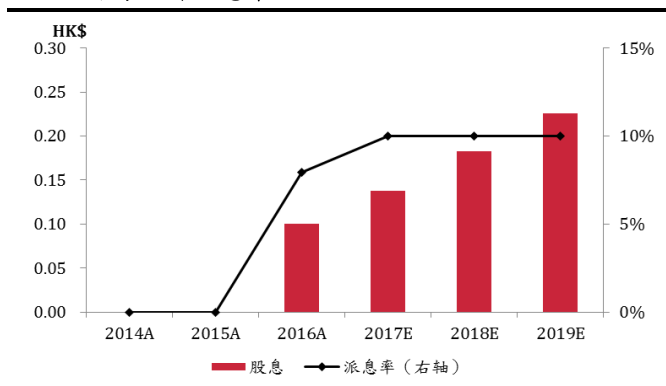
图 10: 预估 P/EV



来源: 公司, 招银国际预测

股息展望为正面。公司于 2016 年每股派发 0.10 港元现金股息，派息率相当于 7.9%。这是公司自 2012 年以来首次向股东宣布派息。开弓没有回头箭。我们认为公司未来将稳步提高派息比例。预计 2017 - 2019 年派息率为 10.0%，我们认为该假设相对保守。

图 11: 保守估计派息率



来源: 公司, 招银国际预测

仍有上涨潜力。我们采用分部加总估值法对太平人寿保险业务、财产保险业务(TPI 和海外财险)等业务分别进行评估。人寿保险业务对应 2018 年预测内含价值的 1.27 倍，每股价值 32.90 港元。财产保险业务、其他业务分别对应 1.2 倍、0.8 倍 2018 年预测账面价值，分别为每股 4.63 港元和 7.85 港元。在 10% 的综合折让后，我们将目标价定在 40.84 港元。

财务数据

利润表

年结：12月31日（百万港币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
总保费及保单费收入	138,432	149,265	183,193	216,856	252,689
- 太平人寿	102,322	111,774	136,365	163,638	193,092
- 太平财险	20,000	21,301	25,987	29,625	33,180
- 海外财产保险	4,929	4,339	5,120	5,887	6,594
- 太平再保险	8,005	9,175	10,093	10,951	11,717
- 太平养老	4,109	4,691	5,629	6,755	8,105
分出保费及未到期责任准备金变化净额	(7,775)	(5,697)	(9,329)	(10,511)	(11,863)
已赚取保费及保单费收入净额	130,657	143,569	173,864	206,345	240,826
投资收益	28,152	20,018	19,934	28,652	34,415
其他收益	1,860	2,912	3,415	4,461	5,642
收入总额	160,668	166,499	197,212	239,458	280,884
保单持有人利益净额	(61,520)	(32,833)	(65,381)	(75,390)	(86,751)
佣金支出净额	(12,873)	(16,704)	(20,783)	(24,845)	(28,911)
行政及其他费用	(23,392)	(22,680)	(28,944)	(34,697)	(40,430)
寿险合约负债变化净额	(50,824)	(83,643)	(71,638)	(91,268)	(108,903)
给付、赔款及费用总额	(148,608)	(155,861)	(186,748)	(226,200)	(264,995)
应占联营及合营公司业绩	(2)	(10)	419	432	445
财务费用	(1,049)	(1,377)	(1,735)	(1,751)	(1,672)
除税前溢利	11,008	9,250	9,149	11,939	14,660
税项支出	(2,840)	(2,948)	(2,287)	(2,985)	(3,665)
除税后溢利	8,168	6,302	6,862	8,954	10,995
非控股股东应占溢利	1,827	1,528	1,647	2,149	2,639
本公司股东应占溢利	6,341	4,774	5,215	6,805	8,356

来源：公司，招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万港币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
固定收益类投资	271,744	312,952	422,050	510,750	614,645
权益类投资	53,761	56,725	86,782	105,020	126,383
投资性房地产	12,375	19,338	19,185	19,569	19,960
现金及其他	34,788	36,164	11,000	16,960	23,999
总投资资产	372,667	425,180	539,016	652,299	784,987
非投资资产	115,364	80,226	114,337	120,054	126,056
资产总额	488,031	505,406	653,353	772,352	911,043
寿险合约负债	254,021	291,844	374,725	456,547	553,163
投资合约负债	18,763	22,437	27,822	33,386	39,395
其他保险准备金	27,121	28,532	32,144	36,114	40,496
需付息贷款	32,179	47,542	48,710	47,968	46,452
其他负债	84,149	48,049	94,285	112,282	133,444
负债总额	416,233	438,403	577,685	686,298	812,950
非控股股东权益	12,071	10,834	12,235	13,914	15,861
本公司股东权益	59,728	56,169	63,433	72,141	82,232

来源：公司，招银国际预测

主要比率

年结：12月31日（百万港币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
内含价值					
太平人寿新业务价值	7,075	9,115	13,208	16,816	20,417
太平人寿内含价值	87,422	92,049	109,316	123,901	139,399
太平集团内含价值	97,980	102,474	119,429	133,616	148,384
同比增长率					
总保费及保单费收入	24.0%	7.8%	22.7%	18.4%	16.5%
- 太平人寿	24.3%	9.2%	22.0%	20.0%	18.0%
- 太平财险	19.4%	6.5%	22.0%	14.0%	12.0%
- 海外财产保险	72.1%	-12.0%	18.0%	15.0%	12.0%
- 太平再保险	31.1%	14.6%	10.0%	8.5%	7.0%
- 太平养老	11.9%	14.2%	20.0%	20.0%	20.0%
已赚取保费及保单费收入净额	95.8%	9.9%	21.1%	18.7%	16.7%
本公司股东应占溢利	56.9%	-24.7%	9.2%	30.5%	22.8%
太平人寿个险渠道首年保费	16.0%	33.8%	32.7%	24.9%	19.9%
太平人寿银保渠道首年保费	0.5%	-0.7%	-7.8%	-2.3%	3.1%
太平人寿新业务价值	63.5%	28.8%	44.9%	27.3%	21.4%
太平人寿内含价值	33.4%	5.3%	18.8%	13.3%	12.5%
太平集团内含价值	56.9%	4.6%	16.5%	11.9%	11.1%
集团投资资产	4.3%	14.1%	26.8%	21.0%	20.3%
资本充足率					
太平人寿综合偿付能力充足率	271%	251%	246%	242%	238%
太平财险综合偿付能力充足率	268%	206%	216%	212%	211%
太平再保险综合偿付能力充足率	252%	230%	216%	208%	202%
太平养老综合偿付能力充足率	255%	324%	244%	199%	174%
主要比率					
太平人寿新业务价值率（基于年化标准保费）	41.7%	38.9%	41.3%	41.3%	41.3%
太平财险赔付率	54.2%	53.0%	51.8%	51.5%	51.5%
太平财险费用率	45.6%	46.8%	47.8%	48.1%	48.0%
太平财险综合成本率	99.8%	99.8%	99.6%	99.6%	99.5%
净投资收益率	4.5%	4.4%	4.4%	4.6%	4.6%
总投资收益率	7.7%	5.0%	4.1%	4.8%	4.8%
太平集团权益收益率	12.6%	8.2%	8.7%	10.0%	10.8%
太平集团资产收益率	1.4%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%
太平人寿内含价值收益率	24.9%	7.8%	22.0%	17.0%	16.5%
每股数据					
每股收益（港元）	1.78	1.26	1.38	1.82	2.26
每股净资产（港元）	17.49	15.63	17.65	20.08	22.89
太平集团每股内含价值（港元）	28.69	28.52	33.24	37.19	41.30
每股股息（港元）	0.00	0.10	0.14	0.18	0.23

来源：公司，招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。