

## 中国太保(2601 HK)

### 继续专注保险主业，发展长期保障型业务

- ❖ **大力发展长期保障型业务。**长期保障型产品贡献的新业务价值率及剩余边际较高，是公司价值及利润增长的主要因素。2016年，长期保障型产品保费收入占首年保费收入的36%，同比提升6个百分点；在新业务价值中，长期保障型产品价值占比达73%，同比提升11个百分点。在保障型业务占比提升的带动下，2016年末公司剩余边际余额达到1726亿元人民币，近5年复合增长率达21%，而剩余边际是未来利润的主要来源。我们认为，保障型保险产品还有很广阔的市场空间亟待挖掘，现有产品供给不能完全满足消费者日益增长的对全生命周期的风险保障需求。通过不断丰富公司保障型产品线及更加精准地定位目标客户，我们相信，中国太保未来能够为投资者带来更加持续的新业务价值增长。
- ❖ **财险或将保持承保盈利。**2017年1-5月，太保财险原保费收入达到428.1亿元人民币，同比增长3.2%，增速提升0.7个百分点。对行业及太保财险而言，第二轮商车费改或将对车险原保费收入增长造成压力。尽管如此，我们依然认为太保财险仍将保持综合成本率稳定，原因如下：（1）销售渠道优化：2016年，三条核心渠道销售的车险业务占比同比提升0.2个百分点，达到55.7%；（2）承保质量控制提升；以及（3）非车险产品结构的承保盈利能力更强。例如，农险占比由2015年的1.2%提升至2016年的2%（农险的综合成本率在2016年仅为96.8%）。
- ❖ **新管理层上任，坚持保险主业的商业模式将得到传承。**公司于2017年6月9日完成新一届董事会选举，由孔庆伟先生担任董事长。根据公司在当月投资者开放活动时的披露，董事会换届将不会影响中国太保长期以来“坚持保险主业”的战略方向。投资者不必担心公司为打造综合金融平台而进入自身不熟悉的领域。此外，公司仍将坚守风险底线、坚持转型创新，将以“客户需求为导向”的转型改革做深做细。我们认为，正确的公司战略的延续和传承是确保中国太保未来实现可持续价值增长的重要前提之一。
- ❖ **下行风险。**（1）A股市场下行或将导致股票投资收益下降；（2）商车费改或将对太保财险原保费收入增长及承保盈利造成压力。以上因素皆有可能造成该公司目标价格下降。
- ❖ **目标价提升至39.97港元，维持买入评级。**我们赞赏中国太保坚持专注保险主业的战略，认为其以消费者需求为导向的转型将为公司带来持续的价值增长。我们对公司前景保持乐观。我们将目标价格提升至39.97港元，该价格分别对应2017和2018年预测内含价值的1.15倍和1.02倍。目前，该公司股价相当于2017年预测内含价值的0.91倍，潜在升幅26.29%。维持买入评级。

#### 财务资料

| (截至12月31日)  | FY15A   | FY16A   | FY17E   | FY18E   | FY19E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 保费收入(百万人民币) | 203,305 | 234,018 | 273,500 | 309,751 | 342,367 |
| 总收入(百万人民币)  | 246,963 | 266,081 | 312,866 | 357,330 | 397,004 |
| 净利润(百万人民币)  | 17,728  | 12,057  | 12,609  | 13,366  | 14,154  |
| 每股收益(人民币)   | 1.96    | 1.33    | 1.39    | 1.48    | 1.56    |
| 每股收益变动(%)   | 60.75   | (32.14) | 4.61    | 6.01    | 5.89    |
| 市盈率(x)      | 14.05   | 20.70   | 19.79   | 18.67   | 17.63   |
| 市账率(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    |
| 内含价值收益率(%)  | 14.18   | 9.09    | 9.40    | 9.58    | 9.70    |

资料来源：公司及招银国际研究

### 买入(维持)

|         |            |
|---------|------------|
| 目标价     | HK\$39.97  |
| (此前目标价) | HK\$35.48) |
| 潜在升幅    | +26.29%    |
| 当前股价    | HK\$31.65  |

丁文捷, PhD

电话: (852) 3900 0856

邮件: [dingwenjie@cmbi.com.hk](mailto:dingwenjie@cmbi.com.hk)

徐涵博

电话: (852) 3761 8725

邮件: [xuhanbo@cmbi.com.hk](mailto:xuhanbo@cmbi.com.hk)

#### 中国保险业

|               |            |
|---------------|------------|
| 市值(百万港元)      | 326,589    |
| 3月平均流通量(百万港元) | 348.88     |
| 5周内股价高/低(港元)  | 32.5/25.15 |
| 总股本(百万)       | 9,062      |

资料来源：彭博

#### 股东结构

|        |        |
|--------|--------|
| 华宝投资   | 14.17% |
| 中电(集团) | 13.52% |

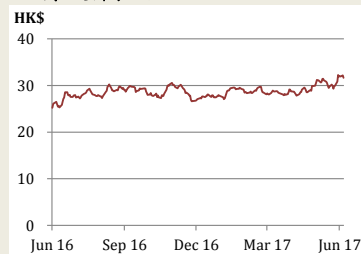
资料来源：彭博

#### 股价表现

|     | 绝对回报  | 相对回报 |
|-----|-------|------|
| 1-月 | 3.4%  | 3.9% |
| 3-月 | 13.2% | 6.5% |
| 6-月 | 18.9% | 1.4% |

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.cpic.com.cn

## 利润表

| 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   | 273,500   | 309,751   | 342,367   |
| - 寿险             | 98,692    | 108,595   | 137,410   | 175,153   | 209,634   | 240,448   |
| - 财产险            | 93,113    | 94,710    | 96,608    | 98,347    | 100,117   | 101,919   |
| 分出保费及提取未到期责任准备金  | (18,914)  | (13,929)  | (14,445)  | (15,339)  | (16,113)  | (16,825)  |
| 已赚保费             | 172,891   | 189,376   | 219,573   | 258,161   | 293,638   | 325,542   |
| 投资收益             | 41,428    | 55,287    | 43,879    | 51,614    | 60,176    | 67,880    |
| 其他业务收入           | 1,886     | 2,300     | 2,629     | 3,091     | 3,516     | 3,581     |
| 收入合计             | 216,205   | 246,963   | 266,081   | 312,866   | 357,330   | 397,004   |
| 保户给付及赔款净额        | (146,584) | (159,901) | (175,794) | (209,700) | (241,998) | (271,073) |
| 其他业务及管理费用        | (55,143)  | (62,786)  | (74,220)  | (86,056)  | (97,192)  | (106,722) |
| 给付、赔款及费用合计       | (201,727) | (222,687) | (250,014) | (295,756) | (339,190) | (377,795) |
| 享有按权益法入账的投资的利润份额 | 22        | 35        | 18        | 18        | 18        | 18        |
| 利润总额             | 14,500    | 24,311    | 16,085    | 17,128    | 18,158    | 19,227    |
| 所得税              | (3,255)   | (6,273)   | (3,801)   | (4,282)   | (4,539)   | (4,807)   |
| 净利润              | 11,245    | 18,038    | 12,284    | 12,846    | 13,618    | 14,420    |
| 非控制性权益           | (196)     | (310)     | (227)     | (237)     | (252)     | (266)     |
| 归属母公司股东净利润       | 11,049    | 17,728    | 12,057    | 12,609    | 13,366    | 14,154    |

来源：公司及招银国际预测

## 资产负债表

| 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   | 142,591   | 162,986   | 176,997   |
| 债券               | 420,281 | 430,633 | 471,075   | 540,119   | 619,842   | 675,807   |
| 其他固定收益类投资        | 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   |
| 其他权益类投资          | 18,129  | 43,678  | 46,530    | 57,253    | 65,441    | 71,067    |
| 投资性房地产           | 6,563   | 6,344   | 8,657     | 9,722     | 11,113    | 12,068    |
| 投资资产合计           | 761,886 | 854,458 | 941,760   | 1,080,239 | 1,234,744 | 1,340,887 |
| 非投资资产            | 63,214  | 69,385  | 78,932    | 79,163    | 81,353    | 110,760   |
| 总资产              | 825,100 | 923,843 | 1,020,692 | 1,159,402 | 1,316,097 | 1,451,647 |
| 保险合同负债           | 564,643 | 621,079 | 693,826   | 795,689   | 918,229   | 1,052,592 |
| 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   | 163,831   | 186,185   | 181,298   |
| 总负债              | 705,905 | 788,161 | 885,929   | 1,019,635 | 1,170,141 | 1,298,704 |
| 归属于母公司股东权益       | 117,131 | 133,336 | 131,764   | 136,565   | 142,528   | 149,266   |
| 非控制性权益           | 2,064   | 2,346   | 2,999     | 3,202     | 3,428     | 3,677     |
| 股东权益合计           | 119,195 | 135,682 | 134,763   | 139,767   | 145,956   | 152,944   |

来源：公司及招银国际预测

**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  |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>内含价值</b>       |         |         |         |         |         |         |
| 太保寿险一年新业务价值       | 8,725   | 12,170  | 19,041  | 25,577  | 31,971  | 38,366  |
| 扣除偿付能力额度成本后有效业务价值 | 75,351  | 92,132  | 103,048 | 129,247 | 163,198 | 204,003 |
| 寿险业务内含价值          | 125,737 | 151,918 | 181,603 | 208,329 | 242,666 | 284,009 |
| 集团内含价值            | 171,294 | 205,624 | 245,939 | 273,837 | 307,924 | 349,031 |

**同比增长率**

|             |       |       |        |       |       |       |
|-------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 原保费收入       | 8.4%  | 6.0%  | 15.1%  | 16.9% | 13.3% | 10.5% |
| - 寿险        | 3.8%  | 10.0% | 26.5%  | 27.5% | 19.7% | 14.7% |
| - 财险        | 13.8% | 1.7%  | 2.0%   | 1.8%  | 1.8%  | 1.8%  |
| 已赚保费        | 8.3%  | 9.5%  | 15.9%  | 17.6% | 13.7% | 10.9% |
| 归属于母公司股东净利润 | 19.3% | 60.4% | -32.0% | 4.6%  | 6.0%  | 5.9%  |
| 太保寿险一年新业务价值 | 16.3% | 39.5% | 56.5%  | 34.3% | 25.0% | 20.0% |
| 寿险业务内含价值    | 29.2% | 20.8% | 19.5%  | 14.7% | 16.5% | 17.0% |
| 集团内含价值      | 18.6% | 20.0% | 19.6%  | 11.3% | 12.4% | 13.3% |

**资本充足率\***

|           |        |        |        |        |        |        |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 寿险偿付能力充足率 | 218.0% | 201.0% | 256.9% | 249.9% | 251.8% | 247.5% |
| 产险偿付能力充足率 | 177.0% | 211.0% | 296.1% | 286.9% | 284.1% | 278.8% |

**主要比率**

|                  |        |       |       |       |       |       |
|------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 新业务价值率（基于首年年化保费） | 24.5%  | 29.5% | 32.9% | 32.9% | 32.9% | 32.9% |
| 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%  | 9.4%  | 9.6%  | 9.7%  |
| 资产收益率（集团）        | 1.4%   | 2.0%  | 1.2%  | 1.2%  | 1.1%  | 1.0%  |
| 内含价值收益率（集团）      | 18.2%  | 17.9% | 18.2% | 13.2% | 14.6% | 15.3% |
| 内含价值收益率（太保寿险）    | 27.4%  | 24.8% | 25.1% | 18.2% | 19.5% | 19.8% |

**每股数据**

|          |       |       |       |       |       |       |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 每股收益     | 1.22  | 1.96  | 1.33  | 1.39  | 1.48  | 1.56  |
| 每股净资产    | 12.93 | 14.71 | 14.54 | 15.07 | 15.73 | 16.47 |
| 集团每股内含价值 | 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  |

来源：公司及招银国际预测

## 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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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責任。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 年证券交易法规则 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。