

中国太平(966 HK)

新业务价值增速领跑同业；财产险承保利润提升

- ❖ **2017 年业绩超预期。**总保费同比增长 20%至 1,790 亿港元，比我们预期低 2%，但高于市场一致预期 8%。净利润增长 27%至 61.36 亿港元。2017 上半年，太平集团确认了可供出售金融资产公允价值损失。于 2017 财年末，公允价值变动由负转正，为 36 亿港元。太平人寿新业务价值增长 50%至 136 亿港元，比我们预期高 3%。太平人寿/太平集团内含价值分别增长 28%/20%至 1,170 亿港元/1,250 亿港元，比我们预期高 7%/5%。太平财险综合成本率下降 0.3 个百分点至 99.5%，比我们预期好 0.1 个百分点。股息为 0.10 港元，与去年持平。
- ❖ **新业务价值增长领先同业。**2017 年，太平人寿新业务价值增长高达 50%，超越中国平安（33%），中国人寿（22%）和新华保险（15%）。强劲增长源于高价值率的保障型业务扩张。长期健康险保费增长 69%至 148 亿港元，占总保费的 11.3%，同比提升 5 个百分点。传统寿险保费增长 4.5 倍至 218 亿港元，占总保费的 16.6%，上升 13 个百分点。新业务价值率因此提升 2 个百分点至 35.5%，其中个险渠道新业务价值率提高 1.5 个百分点至 44.3%。2017 年银保渠道趸交保费仍占总保费的 13%，据此我们认为太平人寿新业务价值仍有很大提升空间，并将继续引领增长。
- ❖ **太平财险增速超过行业，承保利润提升。**2017 年，财险业务录得保费收入 221 亿元人民币，同比增长 21.4%（行业增长 13.8%）。交叉销售呈上升趋势，占 2017 全年财险保费收入的 26.1%（上半年为 21.9%）。综合成本率下降 0.3 个百分点至 99.5%。尽管由于车险费率改革，财险公司的赔付率升高，但太平财险加强理赔管理，2017 年赔付率降低 0.8 个百分点至 52.2%。2018 年前 2 个月，财险业务继续高速增长并超过行业平均水平，总保费增速高达 36.8%，其中车险同比增长 24%。
- ❖ **第三方资产管理业务亮眼。**太平集团投资资产规模迅速增长 25.9%至 5,399 亿港元。第三方资产管理业务管理资产规模达 4,187 亿港元，同比增长 40.1%（2015-2017 年复合增长率 35%）。太平资产管理费收入增长 47%至 12.7 亿港元，其中集团外管理费收入占比达到 61.6%。虽然金融机构资产管理业务监管收紧，但我们认为，保险公司可以充分发挥长期和非标资产管理能力。
- ❖ **估值。**根据分部加总估值法，我们分别估值集团寿险、财险及其他业务，并调整总保费增速假设，将目标价由 40.84 港元下调至 39.21 港元。该价格相当于 2018 年预测集团每股内含价值的 1.0 倍。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
保费收入 (百万人民币)	149,265	178,676	200,972	243,791	293,422
总收入 (百万人民币)	166,564	196,100	219,844	268,169	324,917
净利润 (百万人民币)	4,832	6,136	7,279	8,220	8,824
每股收益 (人民币)	1.27	1.64	1.95	2.22	2.38
每股收益变动 (%)	(28.55)	28.41	19.46	13.41	7.58
市盈率 (x)	21.11	16.44	13.76	12.14	11.28
市账率 (x)	1.67	1.46	1.25	1.09	0.96
P/EV (x)	0.93	0.77	0.69	0.61	0.55
股息率 (%)	0.37	0.37	0.73	0.82	0.89
权益收益率 (%)	8.22	9.88	10.12	9.90	9.32

资料来源：公司及招银国际研究

买入 (维持)

目标价	HK\$39.21
(此前目标价)	HK\$40.84)
潜在升幅	+45.76%
当前股价	HK\$26.90

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: xuohanbo@cmbi.com.hk

中国保险业

市值(百万港元)	96,679
3 月平均流通量(百万港元)	341.10
5 周内股价高/低(港元)	36.1/18.2
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	-11.8%	-8.5%
3-月	-9.3%	-11.5%
6-月	19.8%	10.2%

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.e-chinalife.com

图 1: 太平集团 2017 业绩回顾

(百万港币)	2017A	2016A	Yoy	2017E
利润表				
	(Restated)			
总保费及保单费收入	178,676	149,265	20%	183,193
太平人寿	133,847	111,774	20%	136,365
个险	86,245	65,317	32%	89,704
首年期交	28,661	22,633	27%	30,102
趸交	89	126	-29%	105
续期	57,495	42,558	35%	59,498
银保	44,432	43,632	2%	43,905
首年期交	6,808	4,207	62%	6,732
趸交	17,420	21,695	-20%	17,139
续期	20,203	17,730	14%	20,035
团体	266	370	-28%	185
再保险及其他渠道	2,720	2,235	22%	2,570
已赚取保费及保单费收入净额	170,190	143,569	19%	173,864
投资收益	21,647	20,018	8%	19,934
收入总额	196,100	166,499	18%	197,212
保单持有人利益净额	(63,262)	(32,833)	93%	(65,381)
佣金支出净额	(21,126)	(16,704)	26%	(20,783)
行政及其他费用	(27,707)	(22,680)	22%	(28,944)
寿险合约负债变化净额	(70,690)	(83,643)	-15%	(71,638)
给付、赔款及费用总额	(182,785)	(155,861)	17%	(186,748)
应占联营及合营公司业绩	528	59	794%	419
财务费用	(2,124)	(1,377)	54%	(1,735)
除税后溢利	7,964	6,302	26%	6,862
本公司股东应占溢利	6,136	4,832	27%	5,215
资产负债表				
	(Restated)			
总投资资产	539,930	428,823	26%	539,016
非投资资产	126,544	80,226	58%	114,337
资产总额	666,474	509,008	31%	653,353
寿险合约负债	383,915	291,844	32%	374,725
投资合约负债	30,714	22,437	37%	27,822
负债总额	584,753	438,759	33%	577,685
本公司股东权益	66,440	57,824	15%	63,433
内含价值及新业务价值				
	(Restated)			
太平人寿新业务价值	13,638	9,115	50%	13,208
太平人寿内含价值	117,368	92,049	28%	109,316
太平集团内含价值	125,410	104,130	20%	119,429
太平财险主要比率				
太平财险赔付率	52.2%	53.0%	(0.80)	51.8%
太平财险费用率	47.3%	46.8%	0.50	47.8%
太平财险综合成本率	99.5%	99.8%	(0.30)	99.6%

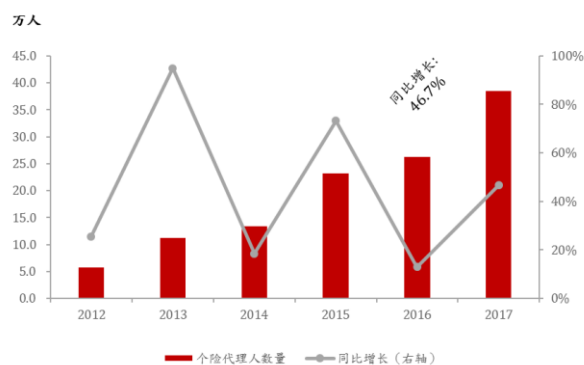
来源: 公司, 招银国际

图 2: 太平人寿业务结构优化

	2017	Pct	2016	Pct	Yoy
原保费收入结构	133,662	100%	111,526	100%	20%
- 个险渠道	86,245	65%	65,317	59%	32%
- 银保渠道	44,432	33%	43,632	39%	2%
- 团险及其他	2,986	2%	2,578	2%	16%
个险渠道保费结构	86,245	100%	65,317	100%	32%
- 趸交保费	89	0%	126	0%	-29%
- 期交首年保费	28,661	33%	22,633	35%	27%
- 续期保费	57,495	67%	42,558	65%	35%
银保渠道保费结构	44,432	100%	43,632	100%	2%
- 趸交保费	17,420	39%	21,695	50%	-20%
- 期交首年保费	6,808	15%	4,207	10%	62%
- 续期保费	20,203	45%	17,730	41%	14%

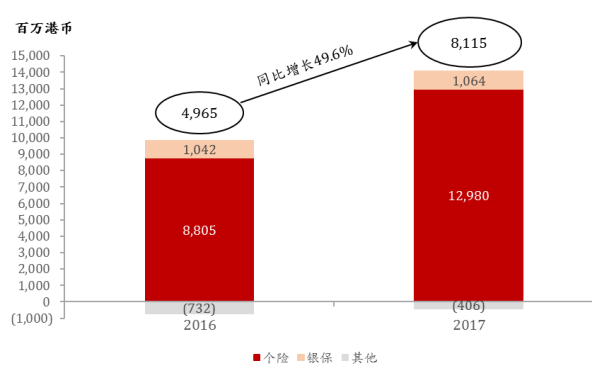
来源: 公司, 招银国际

图 3: 太平人寿代理人队伍增长



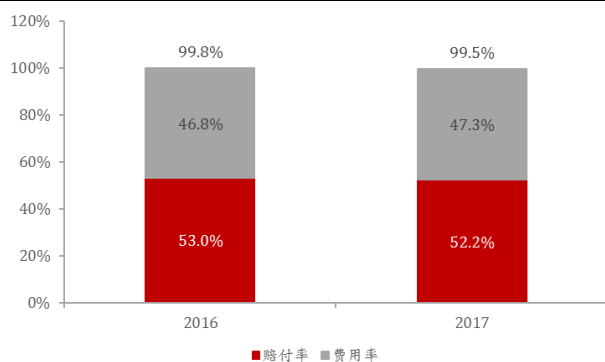
来源: 公司, 招银国际

图 4: 太平人寿按渠道新业务价值



来源: 公司, 招银国际

图 5: 太平财险承保利润提升



来源: 公司, 招银国际

图 6: 估值

Life insurance business (TPL)	
Average RoEV (18E-20E)	16.5%
Risk discount rate	15%
Terminal growth rate	2.0%
Life P/EV multiple (x)	1.12
2018E Life EV to shareholders per share (HK\$)	27.93
Value of TPL to shareholders per share (HK\$)	31.16
P&C business	
2018E Book value per share of P&C business (HK\$)	3.75
Fair P/B multiple of P&C business	1.2
Value of P&C insurance business	4.50
Other businesses	
2018E Book value of other business per share (HK\$)	9.89
Fair P/B multiple of other businesses (x)	0.8
Value of other businesses per share (HK\$)	7.91
Conglomerate discount	10%
Target price (HK\$)	39.21
Implied 2018E group P/EV	1.00
Implied 2019E group P/EV	0.90

来源: 公司, 招银国际预测

利润表

年结：12月31日（百万港币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
总保费及保单费收入	149,265	178,676	200,972	243,791	293,422
- 太平人寿	111,774	133,847	147,381	183,859	227,372
- 太平财险	21,301	26,099	29,753	33,323	36,655
- 海外财产保险	4,339	4,758	5,472	6,129	6,680
- 太平再保险	9,175	11,058	11,997	12,837	13,543
- 太平养老	4,691	5,307	6,369	7,643	9,171
分出保费及未到期责任准备金变化净额	(5,697)	(8,487)	(12,068)	(13,574)	(15,161)
已赚取保费及保单费收入净额	143,569	170,190	188,904	230,217	278,261
投资收益	20,076	21,647	27,067	33,085	40,738
其他收益	2,919	4,264	3,873	4,868	5,919
收入总额	166,564	196,100	219,844	268,169	324,917
保单持有人利益净额	(32,833)	(63,262)	(69,176)	(81,619)	(96,684)
佣金支出净额	(16,704)	(21,126)	(23,520)	(29,392)	(39,308)
行政及其他费用	(22,694)	(27,707)	(32,156)	(39,007)	(46,947)
寿险合约负债变化净额	(83,643)	(70,690)	(79,752)	(101,209)	(123,855)
给付、赔款及费用总额	(155,874)	(182,785)	(204,604)	(251,226)	(306,794)
应占联营及合营公司业绩	59	528	544	560	577
财务费用	(1,377)	(2,124)	(1,883)	(1,803)	(1,846)
除税前溢利	9,371	11,720	13,902	15,701	16,853
税项支出	(2,956)	(3,756)	(4,455)	(5,031)	(5,401)
除税后溢利	6,415	7,964	9,447	10,669	11,453
非控股股东应占溢利	1,583	1,828	2,168	2,449	2,629
本公司股东应占溢利	4,832	6,136	7,279	8,220	8,824

来源：公司及招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万港币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
固定收益类投资	312,955	426,298	511,903	617,309	736,356
权益类投资	60,228	75,619	90,804	109,501	130,618
投资性房地产	19,471	19,947	20,944	21,991	23,091
现金及其他	36,168	18,066	24,702	33,054	42,570
总投资资产	428,823	539,930	648,353	781,856	932,635
非投资资产	80,185	126,544	132,871	139,515	146,491
资产总额	509,008	666,474	781,224	921,370	1,079,125
寿险合约负债	291,844	383,915	463,772	565,115	689,134
投资合约负债	22,437	30,714	36,857	43,491	50,450
其他保险准备金	28,532	39,056	48,822	59,646	71,403
需付息贷款	47,542	52,147	50,562	48,982	48,467
其他负债	48,405	78,921	86,082	94,955	95,866
负债总额	438,759	584,753	686,096	812,189	955,320
非控股股东权益	12,424	15,280	17,787	20,415	23,149
本公司股东权益	57,824	66,440	77,341	88,766	100,656

来源：公司及招银国际预测

主要比率

年结：12月31日（百万港币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
内含价值					
太平人寿新业务价值	9,115	13,638	17,592	22,096	27,641
太平人寿内含价值	92,049	117,368	133,684	151,617	171,438
太平集团内含价值	104,130	125,410	140,863	157,434	175,273

同比增长率

总保费及保单费收入	7.8%	19.7%	12.5%	21.3%	20.4%
- 太平人寿	9.2%	19.7%	10.1%	24.8%	23.7%
- 太平财险	6.5%	22.5%	14.0%	12.0%	10.0%
- 海外财产保险	-12.0%	9.7%	15.0%	12.0%	9.0%
- 太平再保险	14.6%	20.5%	8.5%	7.0%	5.5%
- 太平养老	14.2%	13.1%	20.0%	20.0%	20.0%
已赚取保费及保单费收入净额	9.9%	18.5%	11.0%	21.9%	20.9%
本公司股东应占溢利	-23.8%	27.0%	18.6%	12.9%	7.3%
太平人寿个险渠道首年保费	33.8%	24.3%	24.9%	24.9%	24.9%
太平人寿银保渠道首年保费	-0.7%	-9.3%	-48.9%	21.3%	-3.9%
太平人寿新业务价值	28.8%	49.6%	29.0%	25.6%	25.1%
太平人寿内含价值	5.3%	27.5%	13.9%	13.4%	13.1%
太平集团内含价值	6.3%	20.4%	12.3%	11.8%	11.3%
集团投资资产	15.1%	25.9%	20.1%	20.6%	19.3%

资本充足率

太平人寿综合偿付能力充足率	251%	246%	242%	238%	234%
太平财险综合偿付能力充足率	206%	216%	214%	212%	180%
太平再保险综合偿付能力充足率	230%	244%	232%	225%	221%
太平养老综合偿付能力充足率	324%	336%	267%	233%	220%

主要比率

太平人寿新业务价值率（基于年化标准保费）	38.9%	46.0%	46.0%	46.0%	46.0%
太平财险赔付率	53.0%	52.2%	52.0%	51.5%	51.5%
太平财险费用率	46.8%	47.3%	47.5%	48.0%	47.9%
太平财险综合成本率	99.8%	99.5%	99.5%	99.5%	99.5%
净投资收益率	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%	4.4%
总投资收益率	5.0%	4.5%	4.6%	4.6%	4.8%
太平集团权益收益率	8.2%	9.9%	10.1%	9.9%	9.3%
太平集团资产收益率	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%
太平人寿内含价值收益率	7.8%	29.5%	17.0%	16.5%	16.0%

每股数据

每股收益（港元）	1.27	1.64	1.95	2.22	2.38
每股净资产（港元）	16.09	18.49	21.52	24.70	28.01
太平集团每股内含价值（港元）	28.98	34.89	39.19	43.80	48.77
每股股息（港元）	0.10	0.10	0.20	0.22	0.24

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，请与我们联系。

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。