

中國太保(2601 HK)

科技保險成果初現，壽險積極應對開門紅挑戰

- ❖ **壽險健康穩定增長。**3Q17太保壽險實現保險業務收入1,550億元，同比增長32.1%；其中，代理人管道首年保費收入468億，同比增長38.8%。得益於長期保障型業務快速增長，上半年新業務價值197億，同比增長59%，新業務價值率40.6%，同比提升7.6個百分點。公司堅持人力與產能“雙輪驅動”，3Q17月均總人力88萬人，同比增長41.2%；每月人均首年保費收入6,075元。2018年，太保壽險將繼續“轉型2.0”：產品回歸保障、服務創造價值、打造數位化生態圈。
- ❖ **探索保險科技成果初現——阿爾法保險。**近年來太保集團在大資料分析、客戶畫像描繪、人工智慧等方面持續投入。2017年，太保集團董事會提出全面啟動實施“數位太保”戰略，重點圍繞數位化終端、數位化供應鏈、資訊技術基礎設施、敏捷開發機制、數位化安全五大方面佈局。12月8日，太保集團發佈《“阿爾法保險”白皮書》，披露了一系列人口統計學資料，特別是國民養老保障期望值。“阿爾法保險”作為一款APP，可通過使用者家庭結構、收入支出、資產負債、養老期望、健康習慣逐步推导出用戶對疾病、意外、醫療、養老、教育、財產等風險的防禦能力，並給出多樣化的保險建議。該APP通過簡潔快速的交互體驗，誘發客戶保險需求，有助於提升太保新保收入及客均件數。截至目前，“阿爾法保險”累計訪問用戶超440萬，為集團積累了寶貴的資料資產。除內部投入以外，9月5日，中國太保與華為簽署深化戰略合作備忘錄。雙方將在資料中心與企業雲、大資料與人工智慧、數位化安全等領域加強合作。相信未來，太保集團還將產出更多保險科技成果，助力保險主業。
- ❖ **2018年開門紅策略與挑戰。**保監會134號文帶來開門紅銷售不確定性。管理層表示，2018年開門紅力爭實現新保期交正增長，新業務價值增速領先上市同業平均。太保壽險主力分紅險為聚寶盆保險產品組合。與上市同業相比，該組合(1)首筆利益返還比例略低：第5年返還18%年交保費；(2)年金給付比例略低：第5年起每年給付18%保額直至終身；(3)返本給付最高：第25年或65歲(較早者)起給付6次18%已交保費，合共108%已交保費；(4)除被保險人身身故外，全殘亦可領取保險金；(5)萬能險保證利率為2.0%(11月結算利率為5%)。總體而言，太保壽險開門紅產品保障性質較高，但利益返還置後。管理層披露，從預售情況看，舉績人力達成良好，新保期交尚需進一步推動。
- ❖ **產險增速和品質雙升。**今年以來，太保產險增速回升，保費收入同比增速由1Q17的1.7%提升至3Q17的9.4%，達784億元；其中，車險業務同比增長7.2%；非車業務同比增長16.8%。綜合成本率持續優化，1H17為98.7%，同比下降0.7個百分點。農業保險快速增長，通過與安信農險整合，相信太保的農險市場份額會持續提升。
- ❖ **目標價調整至45.27港元，維持買入評級。**中國太保專注保險主業，在傳統保險業務品質提升和科技保險探索方面取得持續進步。近期風險主要在於開門紅業績增速存在壓力(尤其是考慮到2017年高基數)。我們將2018和2019年新業務價值增速預測由25%和20%略下調至22%和20%。根據分部加總估值，目標價調整至45.27港元，分別對應2017/2018年末集團預測內含價值的1.24/1.11倍。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(百萬人民幣)	203,305	234,018	278,603	312,580	343,946
總收入(百萬人民幣)	246,963	266,081	317,016	359,781	398,607
淨利潤(百萬人民幣)	17,728	12,057	14,398	16,646	18,801
每股收益(人民幣)	1.96	1.33	1.59	1.84	2.07
每股收益變動(%)	60.75	(32.14)	19.46	15.61	12.95
市盈率(x)	16.24	23.93	20.03	17.33	15.34
市賬率(x)	2.16	2.19	2.07	1.95	1.83
P/EV(x)	1.40	1.17	1.02	0.92	0.82
股息率(%)	3.14	2.20	2.50	2.89	3.26
內含價值收益率(%)	14.18	9.09	10.63	11.61	12.33

資料來源：公司及招銀國際研究

買入(維持)

目標價	HK\$45.27
(此前目標價)	HK\$45.46
潛在升幅	+20.88%
當前股價	HK\$37.45

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(百萬港元)	397,407
3月平均流通量(百萬港元)	647.90
5周內股價高/低(港元)	42.3/ 26.
總股本(百萬)	9,062

資料來源：彭博

股東結構

華寶投資	14.17%
中能(集團)	13.52%

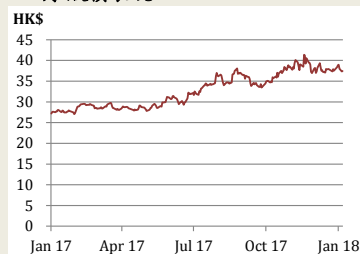
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-2.2%	-9.4%
3-月	7.0%	-1.3%
6-月	17.8%	-2.8%

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: 9M17 業績摘要

(人民幣百萬元)	2017年1-9月	2016年1-9月	同比增長
保險業務收入	233,572	189,101	24%
投資收益	37,408	34,149	10%
營業收入	258,957	213,273	21%
營業支出	(243,273)	(200,452)	21%
歸屬於母公司股東的淨利潤	10,926	8,829	24%
基本每股收益(元/股)	1.21	0.97	25%
投資資產	1,075,011	923,491	16%
總資產	1,168,179	1,020,692	14%
保險合約負債	(794,991)	(694,087)	15%
總負債	(1,029,517)	(885,929)	16%
歸屬於母公司股東權益	135,751	131,764	3%

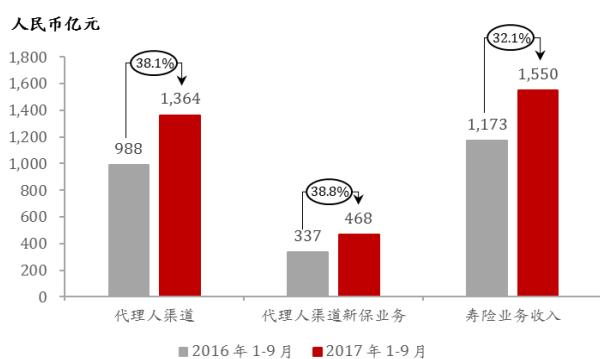
來源: 公司, 招銀國際

圖 2: 阿爾法保險



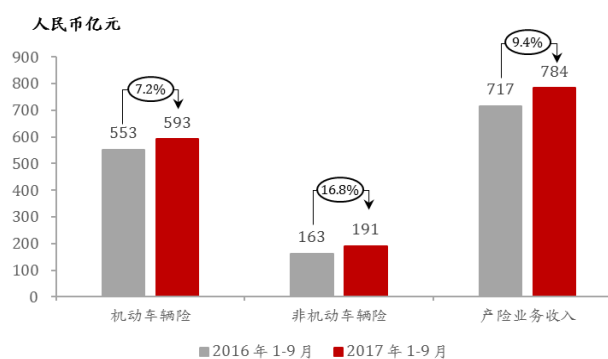
來源: 公司, 招銀國際

圖 3: 壽險穩健增長



來源: 公司, 招銀國際

圖 4: 產險增速回升



來源: 公司, 招銀國際

圖 5: 開門紅產品策略

產品類型	產品名稱	險種類型	預定利率	說明
長期儲蓄型產品	聚寶盆	分紅年金	2.5%	主力分紅險
	老來福	分紅年金	2.5%	專業養老保險
長期保障型產品	金佑人生/ 附加金佑人生重疾	英式分紅壽險/ 傳統重疾險	2.5%	主力保障產品
	安行寶		3.5%	
	少兒超能寶/ 壹無憂	傳統兩全保險	3.25%/ 3.5%	推動業績和獲客

來源: 公司, 招銀國際

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15 A	FY16 A	FY17 E	FY18 E	FY19 E
原保費收入	203,305	234,018	278,603	312,580	343,946
- 壽險	108,595	137,410	173,687	201,369	227,174
- 財產險	94,710	96,608	104,916	111,211	116,772
分出保費及提取未到期責任準備金	(13,929)	(14,445)	(17,079)	(18,277)	(19,438)
已賺保費	189,376	219,573	261,524	294,303	324,508
投資收益	55,287	43,879	52,615	62,240	70,530
其他業務收入	2,300	2,629	2,877	3,237	3,570
收入合計	246,963	266,081	317,016	359,781	398,607
保戶給付及賠款淨額	(159,901)	(175,794)	(209,265)	(238,367)	(265,165)
其他業務及管理費用	(62,786)	(74,220)	(88,167)	(98,777)	(107,875)
給付、賠款及費用合計	(222,687)	(250,014)	(297,432)	(337,144)	(373,040)
享有按權益法入帳的投資的利潤份額	35	18	12	18	20
利潤總額	24,311	16,085	19,596	22,655	25,588
所得稅	(6,273)	(3,801)	(4,899)	(5,664)	(6,397)
淨利潤	18,038	12,284	14,697	16,991	19,191
非控制性權益	(310)	(227)	(298)	(345)	(390)
歸屬母公司股東淨利潤	17,728	12,057	14,398	16,646	18,801

來源：公司及招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15 A	FY16 A	FY17 E	FY18 E	FY19 E
現金及存款	178,589	174,847	147,643	168,418	184,915
債券	430,633	471,075	559,253	640,501	706,039
其他固定收益類投資	115,613	171,281	248,309	280,697	305,390
股票及基金	79,601	69,370	93,955	107,175	117,673
其他權益類投資	43,678	46,530	59,281	67,623	74,246
投資性房地產	6,344	8,657	10,067	11,483	12,608
投資資產合計	854,458	941,760	1,118,507	1,275,898	1,400,871
非投資資產	69,385	78,932	86,821	107,613	136,500
總資產	923,843	1,020,692	1,205,328	1,383,511	1,537,371
保險合同負債	621,079	693,826	812,366	948,743	1,100,325
投資合同負債	40,033	48,796	58,067	63,874	67,068
次級債	19,497	11,498	3,999	4,000	-
其他負債	107,552	131,809	188,395	215,725	208,692
總負債	788,161	885,929	1,062,827	1,232,342	1,376,085
歸屬於母公司股東權益	133,336	131,764	139,217	147,566	157,312
非控制性權益	2,346	2,999	3,283	3,602	3,975
股東權益合計	135,682	134,763	142,501	151,168	161,287

來源：公司及招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15 A	FY16 A	FY17 E	FY18 E	FY19 E
內含價值					
太保壽險一年新業務價值	12,170	19,041	28,419	34,671	41,605
扣除償付能力額度成本後有效業務價值	92,132	103,048	136,106	164,371	196,348
壽險業務內含價值	151,918	181,603	210,170	240,696	274,588
集團內含價值	205,624	245,939	282,137	314,447	349,713
同比增長率					
原保費收入	6.0%	15.1%	19.1%	12.2%	10.0%
- 壽險	10.0%	26.5%	26.4%	15.9%	12.8%
- 財險	1.7%	2.0%	8.6%	6.0%	5.0%
個險管道首年期交	N/A	45.3%	32.0%	22.0%	20.0%
已賺保費	9.5%	15.9%	19.1%	12.5%	10.3%
歸屬於母公司股東淨利潤	60.4%	-32.0%	19.4%	15.6%	12.9%
太保壽險一年新業務價值	39.5%	56.5%	49.2%	22.0%	20.0%
壽險業務內含價值	20.8%	19.5%	15.7%	14.5%	14.1%
集團內含價值	20.0%	19.6%	14.7%	11.5%	11.2%
資本充足率*					
壽險償付能力充足率	201.0%	256.9%	257.4%	264.9%	263.0%
產險償付能力充足率	211.0%	296.1%	292.1%	288.7%	281.9%

主要比率

新業務價值率（基於首年年化保費）	29.5%	32.9%	38.0%	38.0%	38.0%
綜合成本率	99.8%	99.2%	99.2%	99.2%	99.2%
淨投資收益率	5.2%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
總投資收益率	7.3%	5.2%	5.3%	5.4%	5.5%
淨資產收益率（集團）	14.2%	9.1%	10.6%	11.6%	12.3%
資產收益率（集團）	2.0%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
內含價值收益率（太保壽險）	24.8%	25.1%	19.2%	18.9%	18.4%

每股數據

每股收益	1.96	1.33	1.59	1.84	2.07
每股淨資產	14.71	14.54	15.36	16.28	17.36
集團每股內含價值	22.69	27.14	31.13	34.70	38.59
每股股息	1.00	0.70	0.79	0.92	1.04

來源：公司及招銀國際預測

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: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

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责任。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。