

中国太保 (2601 HK)

中期业绩发布——结构转型再创佳绩

❖ **1H16 财务梗概。**承保端，寿险保费较去年同期增长 31.8%至 823.5 亿元，财险保费 49.2 亿元，较去年同期略增 1.6%。投资收益下滑 32.2%，主要由于股票买卖价差收入减少。归属母公司股东净利润为 61.4 亿元，同比下降 45.6%，降幅小于上市同业平均。上半年净资产减少 63.8 亿元（约 4.8%）至 1269.6 亿元，其中包括 35 亿元可供出售金融资产减值以及 90.6 亿元分红支出。

❖ **业务结构优化促使新业务价值迅猛增长。**上半年，太保寿险聚焦个险和期缴的战略得到进一步贯彻，实现业务结构持续转型：（1）个险业务占首年保费的比例达到 82.2%，比去年同期提升 7.8 个百分点；（2）期缴业务占比首年保费达 80.2%，同比提升 4.5 个百分点。在业务结构优化的带动下，上半年新业务价值 113 亿元，同比提升 55.9%。受到“开门红”期间销售高保证利率产品的影响，上半年新业务价值率略有下滑。但“开门红”后产品策略回到以保障型、传统型为主，预计全年新业务价值率将回升。

❖ **财险保持良好发展态势。**太保财险严格控制承保质量，并加大力度发展承保盈利较好的产品（比如农险）。财险保费增速较为缓慢，但综合成本率较去年同期下降 0.1 个百分点至 99.4%。其中，车险综合成本率下降 0.2 个百分点至 98.2%。在车险销售中，承保质量较高、综合成本率较低的三大核心渠道（即交叉销售、电网销、车商销售）占比达到 55.7%，同比提升 2.5 个百分点。

❖ **投资表现较同业稳定。**中国太保投资风格较为谨慎和稳健，权益类资产配置坚持高分红、低估值原则。上半年总投资收益率达 4.7%，高于上市同业平均。上半年公司加大非标资产配置，其占总投资资产的比例由去年底 12.1%上升至 15.0%。新配置的非标资产收益率接近 4.5%。

❖ **未来的增长引擎。**（1）客户脸谱绘制、差异化销售、挖掘现有客户潜在需求、高端高净值客户综合理财服务；（2）农险，上半年保费同比增长 58.3%；（3）第三方资产管理业务，上半年第三方资管规模增长 13.3%。

❖ **目标价港币 35.97 元，维持买入评级。**我们相信，中国太保坚持保险主业和战略转型，能够实现可持续的价值增长。由于新业务价值高于预期而调整后净资产低于预期，我们将太保寿险 2016 和 2017 年内含价值分别下调至 1734 亿元和 2027 亿元人民币。目标价为 35.97 港元，对应 2016 年预测集团内含价值的 1.24 倍。维持买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY14 A	FY15 A	FY16 E	FY17 E	FY18 E
保险业务收入（百万元人民币）	191,805	203,305	230,726	257,009	285,507
同比增速	8.4%	6.0%	13.5%	11.4%	11.1%
归属母公司股东净利润（百万元人民币）	11,049	17,728	10,355	11,581	13,899
同比增速	19.3%	60.4%	-41.6%	11.8%	20.0%
新业务价值（百万元人民币）	8,725	12,022	15,771	19,890	23,176
同比增速	16.3%	37.8%	31.2%	26.1%	16.5%
市盈率(x)	19.50	12.13	20.81	18.61	15.50
市账率(x)	1.84	1.62	1.63	1.55	1.45
P/EV (x)	1.26	1.05	0.95	0.84	0.72
股息率(%)	2.1%	4.2%	1.9%	2.1%	2.6%
净资产收益率(%)	10.2%	14.2%	7.8%	8.5%	9.7%

来源:公司,招银国际预测

中国太保 (2601 HK)

评级	买入
收市价	HK\$27.65
目标价	HK\$35.97
市值(港币百万)	271,836
过去3月平均交易(港币百万)	242
52周高/低(港币)	34.25/23.7
发行股数(百万)	9,062
主要股东	华宝投资(14.17%)

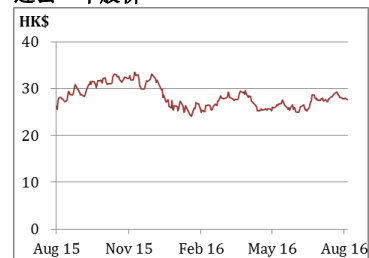
来源:彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	0.9%	-3.2%
3月	4.1%	-5.0%
6月	9.9%	-7.9%

来源:彭博

过去一年股价



来源:彭博

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY14 A	FY15 A	FY16 E	FY17 E	FY18 E
保险业务收入	191,805	203,305	230,726	257,009	285,507
- 寿险	98,692	108,589	132,032	153,069	175,928
- 财产险	93,113	94,710	98,694	103,940	109,579
分出保费及提取未到期责任准备金	(18,914)	(13,929)	(14,902)	(15,934)	(17,049)
已赚保费	172,891	189,376	215,824	241,074	268,458
投资收益	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
收入合计	216,205	246,963	264,219	297,458	334,147
保户给付及赔款净额	(84,477)	(103,465)	(80,918)	(84,876)	(91,403)
提取保险责任准备金	(62,107)	(56,436)	(101,955)	(122,090)	(141,130)
其他业务及管理费用	(55,143)	(62,786)	(67,333)	(74,817)	(82,793)
给付、赔款及费用合计	(201,727)	(222,687)	(250,206)	(281,782)	(315,326)
享有按权益法入账的投资的利润份额	22	35	35	35	35
利润总额	14,500	24,311	14,048	15,711	18,857
所得税	(3,255)	(6,273)	(3,512)	(3,928)	(4,714)
净利润	11,245	18,038	10,536	11,783	14,143
非控制性权益	(196)	(310)	(181)	(203)	(243)
归属母公司股东净利润	11,049	17,728	10,355	11,581	13,899

来源：公司、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 E	FY17 E	FY18 E
现金及存款	179,604	178,589	192,364	205,829	223,476
债券	420,281	430,633	490,002	558,123	637,218
其他固定收益类投资	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
其他权益类投资	18,129	43,678	53,594	59,032	64,451
投资性房地产	6,563	6,344	6,920	7,760	8,792
投资资产合计	761,886	854,458	957,034	1,073,314	1,216,065
非投资资产	63,214	69,385	71,518	82,174	91,839
总资产	825,100	923,843	1,028,552	1,155,488	1,307,904
保险合同负债	564,643	621,079	723,034	845,123	986,253
投资合同负债	35,662	40,033	46,038	51,563	55,688
次级债	19,496	19,497	19,498	19,499	19,500
其他负债	86,104	107,552	104,862	97,386	94,767
总负债	705,905	788,161	893,431	1,013,571	1,156,208
归属于母公司股东权益	117,131	133,336	132,430	139,142	148,786
非控制性权益	2,064	2,346	2,690	2,775	2,910
股东权益合计	119,195	135,682	135,120	141,916	151,696

来源：公司、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 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	23,176
扣除偿付能力额度成本后有效业务价值	75,351	92,132	115,508	142,651	177,998
寿险业务内含价值	125,737	151,918	173,393	202,724	241,437
集团内含价值	171,294	205,624	226,044	256,975	298,260

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%	16.5%
寿险业务内含价值	29.2%	20.8%	14.1%	16.9%	19.1%
集团内含价值	18.6%	20.0%	9.9%	13.7%	16.1%

资本充足率*

寿险偿付能力充足率	218.0%	201.0%	268.7%	255.2%	242.1%
产险偿付能力充足率	177.0%	211.0%	250.6%	244.2%	243.2%
集团偿付能力充足率	280.0%	280.0%	309.3%	295.4%	282.9%

主要比率

新业务价值率	45.9%	41.9%	40.3%	39.5%	38.5%
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%	9.7%
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	14.61	15.35	16.42
集团每股内含价值	18.90	22.69	24.94	28.36	32.91
每股股息	0.50	1.00	0.46	0.51	0.61

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于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 个月的潜在涨幅在-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风险。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商投资者

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。