

中国太保(2601 HK)

2017 上半年增长超预期,“转型 2.0”值得期待

- ❖ **2017 上半年表现良好。**太保寿险及产险原保费收入同比增长 34.4% 及 6.6%，分别为 1,106 及 822 亿元人民币。总投资收益率保持平稳，为 4.7%；净投资收益率为 5.1%，同比提升 0.6 个百分点。上半年实现新业务价值 197 亿元人民币。集团内含价值自 2016 年末以来增长 10.4%，至 2,715 亿元（每股内含价值 29.96 元）。产险综合成本率 98.7%，同比下降 0.7 个百分点。
- ❖ **新业务价值大幅增长且价值率提升。**太保寿险质、量齐升。今年上半年，个险渠道首年期交保费同比增长 51.3%，达 232.9 亿元人民币，增速超越原保费增速（34.4%）。与此同时，新业务价值率同比提升 7.6 个百分点至 40.6%，主要由于长期保障型产品销售占比提升。长期保障型产品首年年化保费同比增长 73.8%，达 206 亿元。传统型产品新业务价值率为 68.6%，同比提升约 24 个百分点。剩余边际自 2016 年末以来增长 25.0%，至 2,715 亿元。基于公司长期保障型业务发展超预期，我们将 2017 年全年新业务价值预测提升至 295 亿，同比增长 55.0%。
- ❖ **太保产险承保利润持续改善。**太保产险坚持质量优先的策略收获成效。车险业务保费收入同比增长 5.8%。由于核心渠道建设，车险费用率保持稳定，为 37.5%，而赔付率同比提升 0.4 个百分点，为 61.1%。非车险业务近三年来首次实现承保盈利，赔付率及费用率双降，分别下降 3.4 及 2.9 个百分点，非车险综合成本率为 99.3%。基于承保利润改善，我们对太保产险估值由之前的 1.0 倍账面价值提升至 1.2 倍。
- ❖ **新一届董事会：专注保险主业，启动“转型 2.0”。**2017 上半年，集团董事会顺利换届。新一届董事会确认了集团战略的“变”与“不变”。不变的是太保集团将继续专注保险主业，深耕细作。而在“变”的方面，董事会启动了中国太保“转型 2.0”，抓住人才、数字、协同、管控和布局五个关键词，着力于这五大领域内的能力提升：（1）构建战略性人才储备体系；（2）实施“数字太保”，突破数字化短板；（3）深化各子公司协同共享机制；（4）强化集团管控能力，提升效率；（5）抓住健康养老产业发展新机遇。我们认为，清晰的集团发展和转型战略将为中国太保开启新的发展篇章。
- ❖ **目标价提升至 45.46 港元，维持买入评级。**我们赞赏中国太保长期坚持保险主业的战略，及其锐意进取、寿险产险持续创造价值的能力。运用分部加总估值法，我们将目标价格提升至 45.46 港元，并将预测区间更新至 2018 年中。该目标价格分别对应 2017 和 2018 年集团预测内含价值的 1.25 倍和 1.11 倍。年初至今，集团股价上涨 35.86%（除中再以外，行业平均涨幅 36.74%）。目前，该公司股价相当于 2017 年预测内含价值的 1.01 倍，潜在升幅 23.70%。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	283,470	320,811	354,421
总收入 (百万人民币)	246,963	266,081	322,945	368,999	410,045
净利润 (百万人民币)	17,728	12,057	13,027	14,046	15,050
每股收益 (人民币)	1.96	1.33	1.44	1.55	1.66
每股收益变动 (%)	60.75	(32.14)	8.09	7.82	7.15
市盈率 (x)	16.13	23.76	21.98	20.39	19.03
市账率 (x)	2.15	2.17	2.08	1.98	1.89
P/EV (x)	1.39	1.16	1.01	0.90	0.80
股息率 (%)	3.16	2.21	2.27	2.45	2.63
内含价值收益率 (%)	14.18	9.09	9.66	9.95	10.16

资料来源：公司及招银国际研究

买入（维持）

目标价	HK\$45.46
(此前目标價)	HK\$39.97
潜在升幅	+23.70%
当前股价	HK\$36.75

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)	388,514
3 月平均流通量(百万港元)	506.46
5 周内股价高/低(港元)	39.1/ 26.35
总股本(百万)	9,062

资料来源：彭博

股东结构

华宝投资	14.17%
中能(集团)	13.52%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	11.2%	7.7%
3-月	27.2%	17.3%
6-月	30.9%	12.4%

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

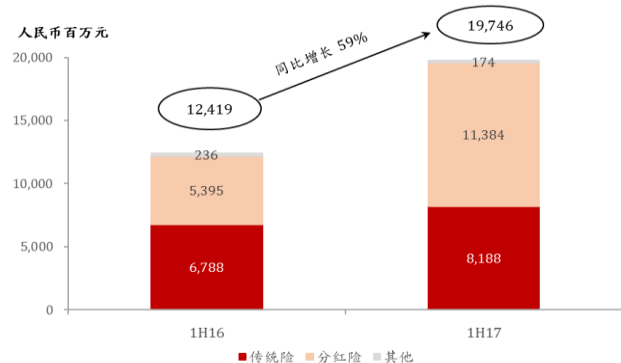
公司网站: www.cpic.com.cn

图 1: 1H17 经营业绩

(人民币百万元)	1H17	1H16	YoY change (%)	备注
保险业务收入	163,785	131,537	24.5%	
太保寿险	110,551	82,234	34.4%	行业平均增长26.0%；中国人寿+18.3%；平安寿险+38.7%
太保产险	52,485	49,224	6.6%	行业平均增长13.9%；人保财险+11.0%；平安财险+23.5%
减：分出保费	(8,456)	(7,486)	13.0%	
保险业务净收入	155,329	124,051	25.2%	
提取未到期责任准备金	(3,773)	(1,934)	95.1%	
已赚保费	151,556	122,117	24.1%	
投资收益	24,431	21,343	14.5%	投资基金股息收入增长
其他业务收入	1,371	1,208	13.5%	
其他收益	25,802	22,551	14.4%	
营业收入	177,358	144,668	22.6%	
给付、赔款及费用				
寿险死亡金及其他给付	(23,426)	(22,749)	3.0%	
赔款	(29,113)	(27,613)	5.4%	
寿险合约负债变化	(63,084)	(43,667)	44.5%	
保单红利支出	(4,282)	(3,671)	16.6%	
利息支出	(1,652)	(1,135)	45.6%	
保户投资款利息支出	(1,179)	(1,024)	15.1%	
其他营业及管理费用	(45,022)	(35,904)	25.4%	
营业支出	(167,758)	(135,763)	23.6%	
对联营企业和合营企业的投资（损失）/收益	(2)	17	-111.8%	
利润总额	9,598	8,922	7.6%	
所得税	(2,953)	(2,662)	10.9%	
净利润	6,645	6,260	6.2%	
少数股东损益	(136)	(118)	15.3%	
归属于母公司股东的净利润	6,509	6,142	6.0%	

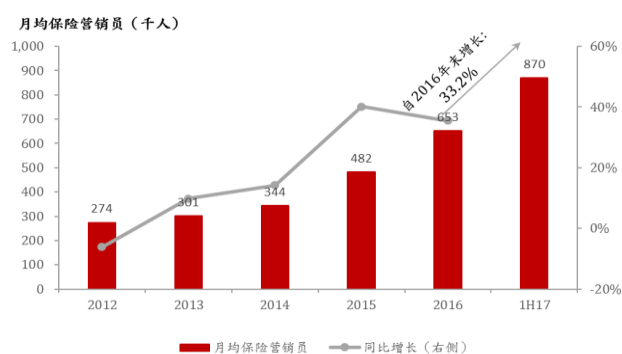
来源：公司，招银国际

图 2: 2017 上半年 NBV 同比增长 59%



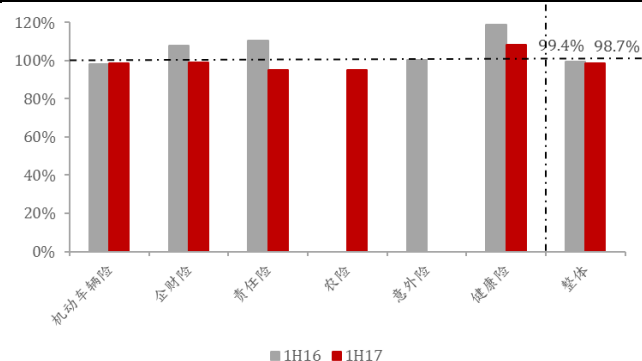
来源：公司，招银国际

图 3: 代理人数量自 2017 年初增长 33.2%



来源：公司，招银国际

图 4: 整体综合成本率下降至 98.7%



来源：公司，招银国际

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	283,470	320,811	354,421
- 寿险	98,692	108,595	137,410	180,100	215,580	247,296
- 财产险	93,113	94,710	96,608	103,371	105,231	107,125
分出保费及提取未到期责任准备金	(18,914)	(13,929)	(14,445)	(15,492)	(16,082)	(16,732)
已赚保费	172,891	189,376	219,573	267,978	304,729	337,689
投资收益	41,428	55,287	43,879	51,758	60,622	68,641
其他业务收入	1,886	2,300	2,629	3,209	3,649	3,715
收入合计	216,205	246,963	266,081	322,945	368,999	410,045
保户给付及赔款净额	(146,584)	(159,901)	(175,794)	(216,241)	(249,459)	(279,316)
其他业务及管理费用	(55,143)	(62,786)	(74,220)	(89,028)	(100,488)	(110,314)
给付、赔款及费用合计	(201,727)	(222,687)	(250,014)	(305,269)	(349,946)	(389,630)
享有按权益法入账的投资的利润份额	22	35	18	12	18	20
利润总额	14,500	24,311	16,085	17,688	19,071	20,434
所得税	(3,255)	(6,273)	(3,801)	(4,422)	(4,768)	(5,109)
净利润	11,245	18,038	12,284	13,266	14,303	15,326
非控制性权益	(196)	(310)	(227)	(239)	(257)	(276)
归属母公司股东净利润	11,049	17,728	12,057	13,027	14,046	15,050

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	143,318	164,526	179,291
债券	420,281	430,633	471,075	542,871	625,696	684,564
其他固定收益类投资	74,856	115,613	171,281	241,035	274,210	296,101
股票及基金	62,453	79,601	69,370	91,202	104,698	114,094
其他权益类投资	18,129	43,678	46,530	57,544	66,060	71,988
投资性房地产	6,563	6,344	8,657	9,772	11,218	12,224
投资资产合计	761,886	854,458	941,760	1,085,742	1,246,407	1,358,263
非投资资产	63,214	69,385	78,932	79,490	80,924	110,439
总资产	825,100	923,843	1,020,692	1,165,232	1,327,331	1,468,701
保险合同负债	564,643	621,079	693,826	800,029	927,485	1,067,072
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	163,853	186,217	181,361
总负债	705,905	788,161	885,929	1,023,996	1,179,429	1,313,246
归属于母公司股东权益	117,131	133,336	131,764	138,009	144,442	151,737
非控制性权益	2,064	2,346	2,999	3,227	3,459	3,718
股东权益合计	119,195	135,682	134,763	141,236	147,902	155,455

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
内含价值						
太保寿险一年新业务价值	8,725	12,170	19,041	29,512	36,890	44,268
扣除偿付能力额度成本后有效业务价值	75,351	92,132	103,048	137,856	172,154	211,890
寿险业务内含价值	125,737	151,918	181,603	211,263	246,829	287,302
集团内含价值	171,294	205,624	245,939	282,541	318,793	359,324

同比增长率

原保费收入	8.4%	6.0%	15.1%	21.1%	13.2%	10.5%
- 寿险	3.8%	10.0%	26.5%	31.1%	19.7%	14.7%
- 财险	13.8%	1.7%	2.0%	7.0%	1.8%	1.8%
已赚保费	8.3%	9.5%	15.9%	22.0%	13.7%	10.8%
归属于母公司股东净利润	19.3%	60.4%	-32.0%	8.0%	7.8%	7.1%
太保寿险一年新业务价值	16.3%	39.5%	56.5%	55.0%	25.0%	20.0%
寿险业务内含价值	29.2%	20.8%	19.5%	16.3%	16.8%	16.4%
集团内含价值	18.6%	20.0%	19.6%	14.9%	12.8%	12.7%

资本充足率*

寿险偿付能力充足率	218.0%	201.0%	256.9%	250.2%	251.7%	248.2%
产险偿付能力充足率	177.0%	211.0%	296.1%	288.7%	286.6%	281.9%

主要比率

新业务价值率（基于首年年度化保费）	24.5%	29.5%	32.9%	38.0%	38.0%	38.0%
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%	9.7%	9.9%	10.2%
资产收益率（集团）	1.4%	2.0%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%
内含价值收益率（太保寿险）	27.4%	24.8%	25.1%	19.8%	20.9%	20.1%

每股数据

每股收益	1.22	1.96	1.33	1.44	1.55	1.66
每股净资产	12.93	14.71	14.54	15.23	15.94	16.74
集团每股内含价值	18.90	22.69	27.14	31.18	35.18	39.65
每股股息	0.50	1.00	0.70	0.72	0.77	0.83

来源：公司及招银国际预测

附录：2017 中期业绩会问答环节纪要

1. 与同业相比，太保集团“专注保险主业”而非综合金融，未来发展战略？

A+H 股保险板块表现抢眼，反映出市场对于保险业的良好预期。保险业目前正处于发展机遇期，国民收入增长、社会城市化、人口老龄化、人民对保险保障需求增长、政府对保险行业认识加深，这些都为保险业带来成长空间。未来，太保还将继续专注保险主业，这是太保不变的战略；但是战术上，太保将会围绕“人才”、“数字”、“协同”、“管控”、“布局”这五大关键词，启动“转型 2.0”，深化改革，转型升级。

2. 寿险新业务价值率 40.6%，同比提升 7.6 个百分点，创历史新高。展望未来 3-5 年，新业务价值率持续提升的空间有多大？管理层准备采取何种措施保持持续增长？

目前，保险业的趋势是以价值型业务为导向。太保寿险始终以持续提升新业务价值率为策略，且增速高于主要同业。接下来，公司准备从 4 个方面着手，保持持续增长。第一，坚持长期保障型业务占比提升；第二，通过细分客群，贴近客户需求，丰富保障型产品形态及内容；第三，进一步拉长缴费年限；第四，持续提升代理人销售长期保障型产品的技能。

3. 管理层变化是否会带来对产险、寿险以及资管 KPI 要求的变化？

太保集团始终坚持专注保险主业战略。在“转型 2.0”战术之下，寿险重点关注新业务价值率增长以及长期保障型产品占比；产险重点关注综合成本率和承保利润；资管重点关注投资收益以及负债成本。集团层面，关注客户数量增长率、客均件数、优质客户占比等。

4. 寿险代理人数量增长是否可持续？管理层预计明年代理人人均产能如何？

上半年，太保寿险月均人力达到 87.0 万人，同比增长 49.5%，与主要同业相仿。下半年，太保寿险将实施新基本法，严把质量关，推动绩优及健康人力增长。

5. 集团非标资产投资占比 19.6%，同比提升 6.4 个百分点，其中包含短期理财产品。是何原因？

今年年初，尤其是 1、3 和 4 月，利率明显上升；管理层预判时，希望抓住短期利率收益。目前，理财产品收益率达到 5% 左右。公司投资的商业银行理财产品，全部由国有大型商业银行或全国性股份制商业银行发行，信用程度较高。前两年，集团非标资产占比低于同业，今年高于同业，总体来看与同业持平。

6. 寿险剩余边际为 Rmb215.749bn，自 2016 年末增长 25.0%；为何偿付能力却没有很大提升，基本持平？

除当期应力以外，实际资本还受到向股东分红以及投资资产公允价值变动等因素影响。总体而言，公司偿付能力保持稳定。

7. 有些同业大幅提升分红率，公司有何考虑？

太保集团始终追求持续的价值创造。集团将保持偿付能力充足稳定，提升资本运用效率，持续回报股东。

8. 非车险近三年首次实现承保盈利，保费收入同比增长 9.3%，有何原因？是否可持续？

2017 年上半年，太保产险推动经营模式向客户维度转型，同时加大品质管控力度，进一步剔除劣质业务，综合赔付率 60.1%，同比下降 3.4 个百分点；综合费用率 39.2%，同比下降 2.9 个百分点。未来，太保产险将深入推进专业化经营、系统化风控、团队化管理、一体化建设，开拓新市场与新产品。

9. 集团如何看待 Fintech？管理层能否解释“数字太保”战略？

金融科技的移动互联、大数据、云计算和人工智能等运用，将长远和根本的改变保险行业的获客方式、效率、风控等等经营模式，机遇和挑战并存。“数字太保”在于

突破数字化客户体验、数字化决策、协同共享数字化工具、数字化人才和领导力四大发展短板；深化各子公司在客户、渠道、资源的协同共享机制建设，形成融合发展。目前，集团已有所布局，如“中国太保云”基础设施建设，未来还将带来更多成果。

10. 管理层能否谈谈二次商车费改对行业态势的影响？以及对太保产险未来增长的影响？

保监会整治市场秩序对于行业而言长期利好。预计二次费改落地以后，保费收入下降、综合成本率提升，抢夺优质业务加剧。未来，太保产险将积极应对商业车险改革，推动渠道建设全面落地，实现业务可持续发展；持续提升资源配置效率，强化风险选择，持续优化业务结构；理赔减损，坚持承保盈利。

11. 保监会发布《关于征求对保险资产负债管理监管规则的意见及开展行业测试的通知》，对行业以及太保寿险投资、产品设计、偿付能力等将有何影响？

由于寿险资金穿越经济周期的特性，保监会加强对保险公司资产负债的管理，有利于行业长期稳定发展。太保寿险“以产品为原点”的资产负债管理机制始终处于行业领先水平。经过对监管规则的梳理，公司目前大致符合监管标准，且还有提升空间。公司将借此机会进一步提升资产负债管理能力，坚持长期稳定发展。

12. 健康险全行业增速回落适合原因？公司对未来有何判断？

去年，由于销售理财型产品，健康险行业增速较高；今年，健康险行业增速回落，由于保监会整治市场乱象，销售产品多为短期医疗险及长期重疾险，更有效满足客户保障需求，利好行业长期健康稳定发展。

13. 寿险内含价值变动分析？

寿险规模、结构向好，投资收益同比增长 11.2%，均对内涵价值造成正面经验偏差。

14. 分红型保险占寿险保费收入比重接近 65%，公司面临 10 月 1 日整改有何策略？

公司认为，客户对保障的需求有两方面，一是对人身保障的需求，二是对财务保障的需求。公司分红型产品新业务价值率持续提升，产品策略既贴近客户需求，亦满足公司发展。名年开门红，公司将坚持“长期保障型+长期储蓄型”策略，兼顾各项主要指标，坚持跑赢主要同业。

15. 贺总经理在银行业的经历是否会为太平洋保险带来新的战略？

作为职业经理人，过去的经历与公司战略没有必然联系。我会坚定推进董事会各项战略。过去的经历使得我把保险行业放在更为广阔的金融体系中去衡量，我认为，保险是特殊和不可替代的，我对保险行业的前景充满信心。

16. 产险综合成本率为 98.7%，同比下降 0.6 个百分点。展望未来，看是否会进一步下降？

未来，太保产险将保持综合成本率在合理水平，为客户提供最佳服务，保持承保盈利，并持续开拓新业务，特别是农险。

17. 寿险准备金受到保监会《优化保险合同负债评估所适用折现率曲线》新规何种影响？

保监会新规一方面优化了折现率曲线，另一方面优化了综合溢价。假设基础利率曲线和溢价与 8 月变化不大，那么对准备金及净利润影响较小。

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。