

## 中國太平(966 HK)

### 新業務價值增速领跑同業；財產險承保利潤提升

- ❖ **2017年業績超預期。**總保費同比增長20%至1,790億港元，比我們預期低2%，但高于市場一致預期8%。淨利潤增長27%至61.36億港元。2017上半年，太平集團確認了可供出售金融資產公允價值損失。于2017財年末，公允價值變動由負轉正，為36億港元。太平人壽新業務價值增長50%至136億港元，比我們預期高3%。太平人壽/太平集團內含價值分別增長28%/20%至1,170億港元/1,250億港元，比我們預期高7%/5%。太平財險綜合成本率下降0.3個百分點至99.5%，比我們預期好0.1個百分點。股息為0.10港元，與去年持平。
- ❖ **新業務價值增長領先同業。**2017年，太平人壽新業務價值增長高達50%，超越中國平安（33%），中國人壽（22%）和新華保險（15%）。強勁增長源于高價值率的保障型業務擴張。長期健康險保費增長69%至148億港元，占總保費的11.3%，同比提升5個百分點。傳統壽險保費增長4.5倍至218億港元，占總保費的16.6%，上升13個百分點。新業務價值率因此提升2個百分點至35.5%，其中個險渠道新業務價值率提高1.5個百分點至44.3%。2017年銀保渠道躉交保費仍占總保費的13%，據此我們認為太平人壽新業務價值仍有很大提升空間，并將繼續引領增長。
- ❖ **太平財險增速超過行業，承保利潤提升。**2017年，財險業務錄得保費收入221億元人民幣，同比增長21.4%（行業增長13.8%）。交叉銷售呈上升趨勢，占2017全年財險保費收入的26.1%（上半年為21.9%）。綜合成本率下降0.3個百分點至99.5%。儘管由于車險費率改革，財險公司的賠付率升高，但太平財險加強理賠管理，2017年賠付率降低0.8個百分點至52.2%。2018年前2個月，財險業務繼續高速增长并超過行業平均水平，總保費增速高達36.8%，其中車險同比增長24%。
- ❖ **第三方資產管理業務亮眼。**太平集團投資資產規模迅速增長25.9%至5,399億港元。第三方資產管理業務管理資產規模達4,187億港元，同比增長40.1%（2015-2017年複合增長率35%）。太平資產管理費收入增長47%至12.7億港元，其中集團外管理費收入占比達到61.6%。雖然金融機構資產管理業務監管收緊，但我們認為，保險公司可以充分發揮長期和非標資產管理能力。
- ❖ **估值。**根據分部加總估值法，我們分別估值集團壽險、財險及其他業務，并調整總保費增速假設，將目標價由40.84港元下調至39.21港元。該價格相當于2018年預測集團每股內含價值的1.0倍。維持買入評級。

#### 財務資料

(截至12月31日)

	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
保費收入(百萬人民幣)	149,265	178,676	200,972	243,791	293,422
總收入(百萬人民幣)	166,564	196,100	219,844	268,169	324,917
淨利潤(百萬人民幣)	4,832	6,136	7,279	8,220	8,824
每股收益(人民幣)	1.27	1.64	1.95	2.22	2.38
每股收益變動(%)	(28.55)	28.41	19.46	13.41	7.58
市盈率(x)	21.11	16.44	13.76	12.14	11.28
市賬率(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
權益收益率(%)	8.22	9.88	10.12	9.90	9.32

資料來源：公司及招銀國際研究

### 買入(維持)

目標價	HK\$39.21
(此前目標價)	HK\$40.84)
潛在升幅	+45.76%
當前股價	HK\$26.90

丁文捷, PhD

電話: (852) 3900 0856

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

徐涵博

電話: (852) 3761 8725

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

#### 中國保險業

市值(百萬港元)	96,679
3月平均流通量(百萬港元)	341.10
5周內股價高/低(港元)	36.1/18.2
總股本(百萬)	3,594

資料來源：彭博

#### 股東結構

太平集團	59.64%
流通股	40.36%

資料來源：彭博

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-11.8%	-8.5%
3-月	-9.3%	-11.5%
6-月	19.8%	10.2%

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.e-chinalife.com](http://www.e-chinalife.com)

圖 1: 太平集團 2017 業績回顧

(百万港币)	2017A	2016A	Yoy	2017E
(Restated)				
<b>利潤表</b>				
总保費及保單費收入	178,676	149,265	20%	183,193
太平人壽	133,847	111,774	20%	136,365
个險	86,245	65,317	32%	89,704
首年期交	28,661	22,633	27%	30,102
趸交	89	126	-29%	105
續期	57,495	42,558	35%	59,498
銀保	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
續期	20,203	17,730	14%	20,035
團體	266	370	-28%	185
再保險及其他渠道	2,720	2,235	22%	2,570
已賺取保費及保單費收入淨額	170,190	143,569	19%	173,864
投資收益	21,647	20,018	8%	19,934
<b>收入總額</b>	<b>196,100</b>	<b>166,499</b>	<b>18%</b>	<b>197,212</b>
保單持有人利益淨額	(63,262)	(32,833)	93%	(65,381)
佣金支出淨額	(21,126)	(16,704)	26%	(20,783)
行政及其他費用	(27,707)	(22,680)	22%	(28,944)
壽險合約負債變化淨額	(70,690)	(83,643)	-15%	(71,638)
<b>給付、賠款及費用總額</b>	<b>(182,785)</b>	<b>(155,861)</b>	<b>17%</b>	<b>(186,748)</b>
應占聯營及合營公司業績	528	59	794%	419
財務費用	(2,124)	(1,377)	54%	(1,735)
除稅後溢利	7,964	6,302	26%	6,862
<b>本公司股東應占溢利</b>	<b>6,136</b>	<b>4,832</b>	<b>27%</b>	<b>5,215</b>
(Restated)				
<b>資產負債表</b>				
總投資資產	539,930	428,823	26%	539,016
非投資資產	126,544	80,226	58%	114,337
<b>資產總額</b>	<b>666,474</b>	<b>509,008</b>	<b>31%</b>	<b>653,353</b>
壽險合約負債	383,915	291,844	32%	374,725
投資合約負債	30,714	22,437	37%	27,822
<b>負債總額</b>	<b>584,753</b>	<b>438,759</b>	<b>33%</b>	<b>577,685</b>
<b>本公司股東權益</b>	<b>66,440</b>	<b>57,824</b>	<b>15%</b>	<b>63,433</b>
(Restated)				
<b>內含價值及新業務價值</b>				
太平人壽新業務價值	13,638	9,115	50%	13,208
太平人壽內含價值	117,368	92,049	28%	109,316
太平集團內含價值	125,410	104,130	20%	119,429
<b>太平財險主要比率</b>				
太平財險賠付率	52.2%	53.0%	(0.80)	51.8%
太平財險費用率	47.3%	46.8%	0.50	47.8%
太平財險綜合成本率	99.5%	99.8%	(0.30)	99.6%

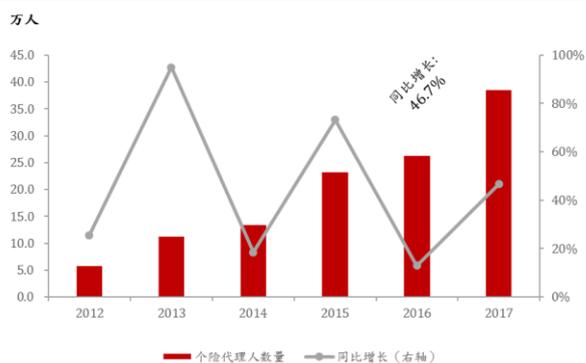
來源: 公司, 招銀國際

圖 2: 太平人壽業務結構優化

	2017	Pct	2016	Pct	Yoy
<b>原保費收入結構</b>	<b>133,662</b>	<b>100%</b>	<b>111,526</b>	<b>100%</b>	<b>20%</b>
- 个險渠道	86,245	65%	65,317	59%	32%
- 銀保渠道	44,432	33%	43,632	39%	2%
- 團險及其他	2,986	2%	2,578	2%	16%
<b>个險渠道保費結構</b>	<b>86,245</b>	<b>100%</b>	<b>65,317</b>	<b>100%</b>	<b>32%</b>
- 趸交保費	89	0%	126	0%	-29%
- 期交首年保費	28,661	33%	22,633	35%	27%
- 續期保費	57,495	67%	42,558	65%	35%
<b>銀保渠道保費結構</b>	<b>44,432</b>	<b>100%</b>	<b>43,632</b>	<b>100%</b>	<b>2%</b>
- 趸交保費	17,420	39%	21,695	50%	-20%
- 期交首年保費	6,808	15%	4,207	10%	62%
- 續期保費	20,203	45%	17,730	41%	14%

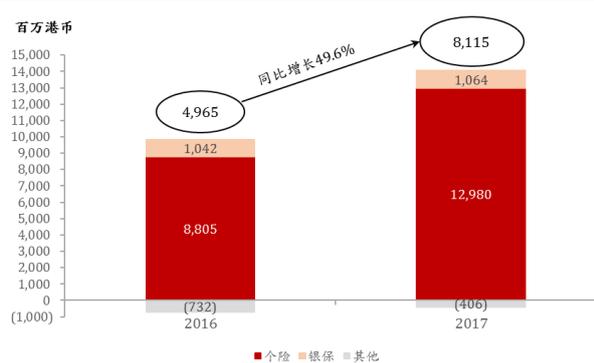
來源: 公司, 招銀國際

圖 3: 太平人壽代理人隊伍增長



來源: 公司, 招銀國際

圖 4: 太平人壽按渠道新業務價值



來源: 公司, 招銀國際

圖 5: 太平財險承保利潤提升



來源: 公司, 招銀國際

圖 6: 估值

<b>Life insurance business (TPL)</b>	
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
<b>Value of TPL to shareholders per share (HK\$)</b>	<b>31.16</b>
<b>P&amp;C business</b>	
2018E Book value per share of P&C business (HK\$)	3.75
Fair P/B multiple of P&C business	1.2
<b>Value of P&amp;C insurance business</b>	<b>4.50</b>
<b>Other businesses</b>	
2018E Book value of other business per share (HK\$)	9.89
Fair P/B multiple of other businesses (x)	0.8
<b>Value of other businesses per share (HK\$)</b>	<b>7.91</b>
Conglomerate discount	10%
<b>Target price (HK\$)</b>	<b>39.21</b>
Implied 2018E group P/EV	1.00
Implied 2019E group P/EV	0.90

來源: 公司, 招銀國際預測

**利潤表**

年結：12月31日（百万港币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>总保费及保单费收入</b>	<b>149,265</b>	<b>178,676</b>	<b>200,972</b>	<b>243,791</b>	<b>293,422</b>
- 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
<b>收入总额</b>	<b>166,564</b>	<b>196,100</b>	<b>219,844</b>	<b>268,169</b>	<b>324,917</b>
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)
<b>给付、赔款及费用总额</b>	<b>(155,874)</b>	<b>(182,785)</b>	<b>(204,604)</b>	<b>(251,226)</b>	<b>(306,794)</b>
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
<b>本公司股东应占溢利</b>	<b>4,832</b>	<b>6,136</b>	<b>7,279</b>	<b>8,220</b>	<b>8,824</b>

来源：公司及招銀國際預測

**資產負債表**

年結：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
<b>资产总额</b>	<b>509,008</b>	<b>666,474</b>	<b>781,224</b>	<b>921,370</b>	<b>1,079,125</b>
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
<b>负债总额</b>	<b>438,759</b>	<b>584,753</b>	<b>686,096</b>	<b>812,189</b>	<b>955,320</b>
非控股股东权益	12,424	15,280	17,787	20,415	23,149
<b>本公司股东权益</b>	<b>57,824</b>	<b>66,440</b>	<b>77,341</b>	<b>88,766</b>	<b>100,656</b>

来源：公司及招銀國際預測

**主要比率**

年結：12月31日（百万港币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>内含价值</b>					
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）發表于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并無直接或間接關係。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

### 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。報告所載數據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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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，并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，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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信息，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。