

## 中國太平 (966 HK)

### 具有跨境經營優勢的精品保險公司

- ❖ **精品戰略打造頂級保險公司。**太平集團總部位于香港，業務覆蓋大陸、香港和海外市場，業務範圍包括壽險、財產險、養老保險、再保險和資產管理在內的完整保險價值鏈。2015年，太平推出以“品質”發展為重點的“精品戰略”，堅持穩中求進、堅持創新驅動、堅持效益為先、堅持合規經營，扎實推進公司規模、效益、管理、服務邁上新平臺，打造中國最具特色、高潛力的精品保險公司。
- ❖ **跨境經營優勢。**除了在中國大陸經營壽險和財險業務之外，中國太平在香港、澳門、新加坡、英國、印尼經營境外財產保險及再保險業務。跨境經營賦予了太平市場導向的全球商業視角和管理技能，使其從其他國有金融機構中脫穎而出。此外，太平在香港和澳門的業務也將受益於“粵港澳大灣區”藍圖。
- ❖ **壽險業務：預計新業務價值增長高于平均水平。**與同行相比，太平人壽(TPL)具有較長的保險負債久期和領先的保單繼續率。代理人隊伍建設近年來較為成功。2017上半年，太平人壽以港幣計的新業務價值同比增長63.4%，領先主要同業。同期以年化標準保費為基準計算的新業務價值率同比提升5.6個百分點，保持穩定增長。由於代理人隊伍擴張和穩定的價值率，我們預計2017/2018年太平人壽新業務價值增長將達到44.9%/27.3%。
- ❖ **財險業務：增長加速并維持承保盈利能力。**2017年，大陸地區財險業務(TPI)保費收入同比增長21.4%，超過行業平均水平(約為14%)。交叉銷售上升，2017上半年為太平財險貢獻了21.9%的保費收入。同時由於採取了有效的降賠減損措施，太平財險自2012年以來一直將綜合成本率穩定在99.8%。費用率上升趨勢可控。
- ❖ **第三方資產管理業務欣欣向榮，投資表現穩定。**由於投資表現穩定，集團投資資產穩步增長，於2017年6月30日達到4,766億港元，較2016年末增長12.1%。第三方資產管理業務成長迅速。2014-2016年第三方委託投資資產複合增長率為33%，截至2017年6月30日達到3,736億港元。2016年，67%的管理費及諮詢服務費收入來自集團以外的資產。儘管今年監管機構對金融機構資產管理業務的監管力度加大，我們認為保險公司實際上可以充分發揮其長期和非標準資產管理的實力。
- ❖ **首次覆蓋，給予買入評級。**公司股價自2017年初以來已經上漲近102%，基於P/EV維度的估值已經趕上同業。然而，根據分部加總估值法，我們對公司的人壽保險、財產保險和其他業務分別估值，認為公司股價仍有上升潛力。我們將目標價格定在40.84港元，該價格對應2018年預測內含價值的1.10倍。

#### 財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
保費收入(百萬港幣)	138,432	149,265	183,193	216,856	252,689
總收入(百萬港幣)	160,668	166,499	197,212	239,458	280,884
淨利潤(百萬港幣)	6,341	4,774	5,215	6,805	8,356
每股收益(港幣)	1.78	1.26	1.38	1.82	2.26
每股收益變動(%)	23.65	(29.44)	9.76	32.05	23.68
市盈率(x)	18.09	25.64	23.36	17.69	14.30
市帳率(x)	1.84	2.06	1.83	1.61	1.41
P/EV(x)	1.12	1.13	0.97	0.87	0.78
股息率(%)	0.00	0.31	0.43	0.57	0.70
權益收益率(%)	12.63	8.24	8.72	10.04	10.83

來源：公司，招銀國際預測

#### 買入(首次覆蓋)

目標價	HK\$40.84
潛在升幅	+26.64%
當前股價	HK\$32.25

#### 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)	115,907
3月平均流通量(百萬港元)	416.58
5周內股價高/低(港元)	36.1/16.7
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	12.3%	1.9%
3-月	28.0%	9.7%
6-月	40.0%	16.0%

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.cntaiping.com](http://www.cntaiping.com)

## 目錄

內容摘要.....	3
財務分析.....	6
公司估值.....	8
財務數據.....	10

## 內容摘要

### 建立中國精品保險公司

中國太平保險集團有限公司(TPG)是一家總部位于香港的中國國有金融和保險集團。集團現持有中國太平保險控股有限公司(中國太平控股有限公司)59.64%股權，該公司于2000年在香港聯合交易所挂牌上市。公司主要從事中國大陸及香港地區直接人壽保險業務，中國大陸、香港地區及海外市場直接財產保險業務，養老金及團體人壽保險業務，以及全球再保險業務。公司同時開展資產管理、保險中介、保險電子商務、融資租賃、物業投資、養老社區投資，證券交易和經紀業務。

2016年，太平人壽(TPL)原保費收入位居中國壽險公司第9位，占有4.35%的市場份額。太平財險(TPI)在中國財產保險公司中排名第八，市場份額為1.96%。

**“精品戰略”**。2015年，太平推出“精品戰略”，打造中國最具特色、最具潛力的精品保險公司。這一戰略通過推進體制改革、提高效率等著眼于“質量”發展。

**已有80餘個戰略合作夥伴**。太平集團的戰略合作夥伴分布于各行各業，不僅涉及國有企業和各級政府，還涉及民營企業。“總對總”戰略合作夥伴關係：(1)拓寬了公司的客戶群和業務渠道。例如中石化加油站項目；(2)帶來協同效應；(3)讓公司進入新的業務領域；且(4)表明公司文化開放，願意接受新的合作夥伴和商業機會。

**跨境業務運作**。總部位于香港的太平集團被認為比其他國有企業更加市場化。集團將從在香港增加國有企業資產、“一帶一路”和“粵港澳大灣區”等國家戰略中受益。跨境經營對太平集團在戰略布局、管理技能、人才庫建設等方面提出了更高的要求，長遠來看，有利于公司打造中國甚至全球領先的保險集團公司。

**完整的保險價值鏈**。太平的業務布局涵蓋了包括內地和香港的人壽保險，大陸、香港、澳門和海外市場的財產險，養老金、再保險和資產管理在內的完整保險價值鏈，這是上市保險公司中獨一無二的。這種全牌照經營使得太平(1)得以實現集團內部的協同效應和資源共享；(2)促進交叉銷售機會。

### 人壽保險業務

**2017年保費收入增速提升**。2017年原保費收入為人民幣1,139億元，同比增長20.7%(平安壽34.1%，太保壽26.7%，行業20.0%)。2016年，太平人壽擁有4.4%的市場份額，在中國大陸排名第九。保單繼續率保持穩定，處于行業領先水平。

**預計太平人壽將在2017年引領同業NBV增長**。2017年上半年，太平人壽新業務價值增長領先主要上市同業，新業務價值按港幣計算同比增長63.4%。上半年新業務價值率同比提升5.6個百分點。2017年上半年，太平人壽代理人隊伍擴張比同行更積極，代理人產能自2015年以來保持穩定。由于APE增長和價值率改善，預計太平人壽將在2017年引領新業務價值增長。

**2018年開門紅展望**。由于中國保監會禁止快速返還型年金產品，壽險公司面臨銷售壓力。太平人壽今年推出名為“卓越之尊”的分紅年金產品。與主要同行的開門紅產品相比，該產品提供了更高的回報、更具吸引力。由于今年產品具有吸引力、代理人隊伍擴張以及去年基數不高，預計2018年開門紅，太平人壽的原保費收入增長將高于平均水平。

**太平人壽香港爆發式增長。**自2015年成立以來，太平人壽香港發展迅速，2016年原保費收入為11.3億港元，2017年上半年為10.3億港元。2017年新推出的“金鑽賬戶萬用壽險”產品受到市場好評，該產品提供靈活的理財方案和終身人壽保障。未來，集團將撥出更多資源加強香港人壽保險業務。預計未來幾年，太平人壽香港將保持兩位數的原保費收入增長。

### 財產保險業務

**太平財險原保費收入增長超過行業。**自2012年以來，太平財險按人民幣計算的保費增速高于行業平均。太平財險在2017年錄得原保費收入220.7億元人民幣，同比增長21.4%（行業保費收入增長為13.8%）。2016年，太平財險占有2.0%市場份額，並在中國大陸排名第八。太平財險的業務範圍包括車險（約占80%保費收入）、水險（約2%）和非水險（約18%）。

**堅實的承保業績。**太平財險自2012年以來一直保持承保盈利，綜合成本率穩定在99.8%。近期趨勢顯示，自2014年以來，賠付率一直在下降，而費用率則有所上升。賠付率的改善主要是由於太平財險對分支機構采取的「降賠減損」措施。費用方面，商業車險改革加劇了財險公司的競爭，提高了費用率。然而，我們認為由於費用降低和交叉銷售，今後費用率的上升趨勢是可以控制的。

**交叉銷售上升。**2016年，太平財險通過壽險銷售實現保費收入38.26億港元，通過養老銷售實現保費收入0.97億港元，相當於財產保險業務總收入的18.4%。2017年上半年，交叉銷售貢獻了太平財險保費收入的21.9%。

**海外財險業務保持承保盈利。**2016年，海外財產險總保費為30.6億港元。多年來，海外財險業務整體承保利潤持續改善，2016年實現承保盈利1.71億港元。各海外分支機構的綜合成本率均維持在100%以下。

### 資產管理業務

**集團內部投資資產穩步增長。**自2016年底以來，由於太平審慎的投資表現，集團內部投資資產進一步上升12.1%至4,766億港元。為應對國內外債券收益率曲線上升，集團於2017年上半年增加債券投資額2,135億港元（占投資資產總額的44.8%），以鎖定較高回報。上半年淨投資收入增加18%至96.9億港元，主要由於持有至到期債務證券的利息收入增加所致。

**損益表或提前確認股票交易損失。**2017年上半年，已實現和未實現的收益從2016上半年的14.6億港元轉為負13.3億港元。同時，其他綜合收益項下可供出售證券的公允價值變動損失由54.2億港元下降至19.8億港元。因此，我們認為集團可能已經改變了股票持倉結構，並提前在損益表確認了虧損。

**另類資產投資穩步增長，並呈多元化趨勢。**截至2017年6月30日，集團持有的另類資產總額為1,385億港元，占總投資資產的29.1%（2016年為27.7%，2015年為19.9%）。2017年上半年，公司通過增加對資產管理產品和信托產品的投資，進一步分散非標資產投資。我們認為2017和2018年非標資產的比例將維持在30%-35%的合理水平。信用風險可控。

**第三方資產管理業務迅速擴張。**2014-2016年，集團管理的第三方委托投資資產年複合增長率為33%，截至2017年6月30日止為3,736億港元，較2016年末增長26.2%。2016年，太平資產67%的管理費及諮詢服務費收入來自於集團以外的資產。第三方資產管理快速發展是太平資產管理能力的體現。在金融機構資管業務監管收緊的背景下，我們認為保險公司實際上可以充分發揮其長期、非標資產投資實力。我們認為第三方資產管理業務將繼續快速增長，豐富公司的盈利來源。

## 財務分析

**預計原保費收入增長勢頭將繼續。**我們預測 2017/18/19 財年原保費收入將增長 22.7%/18.4%/16.5%。儘管保監會對短期儲蓄型產品進行限制，但是由於需求和風險保障意識的提高，預計太平人壽在 2018/2019 財年仍將錄得 20%/18% 的原保費收入增長。由於宏觀經濟企穩(我們預測 2018 年中國國內生產總值增長達到 6.7% 以上)和太平的交叉銷售增強，預計 2018/2019 財年太平財險保費收入增長為 14%/12%。

**穩健的投資表現擴大了資產規模。**由於太平集團保險業務及投資表現穩健，預計 2017 年底，集團投資資產規模將達到 5,390 億元，較上年增長 26.8%。我們預測集團投資資產於 2018/2019 財年將增長 21.0%/20.3% 至 2019 年末的 7,850 億港元。由於國內外市場收益率曲線呈上升趨勢，預計 2018/2019 財年淨投資收益率將達 4.61%/4.59%。2017 年總投資收益率可能會下降，因為公司可能已于損益表中確認公允價值損失，但估計 2018/2019 財年總投資收益率將上升至 4.81%/4.79%。

**預計 2017 年以來淨利潤增速將回升。**2016 年及 2017 上半年，股市波動及保險準備金增加令公司淨利潤承壓。展望未來，由於國債收益率上升，預計準備金計提壓力將會減輕。鑒於內地和香港股市前景樂觀，我們相信公司將在今後幾年股票交易中取得穩定的表現。預計 2017 年淨利潤增長將轉正，同比增長 9.2% 至 52.2 億港元。

**強勁的新業務價值和內含價值增長可期。**我們預測 2017 年全年新業務價值 132 億港元，同比增長 44.9%。由於代理人隊伍的擴張和價值率的穩步提升，預計 2018/2019 年新業務價值分別增長 27.3%/21.4%。我們預測 2017/18/19 財年集團股東應占內含價值分別為 1,194/1,336/1,484 億港元，按年分別增長 16.5%/11.9%/11.1%。

## 估值

2017 年太平集團的估值已追上同業。股價自 2017 年初以來已經上漲了近 102%，當前股價相當於 2017 上半年內含價值的 1.01 倍，同業平均水平為 1.12 倍。公司 2016 年首次派息，每股 0.10 港元。我們相信公司將在 2017 - 2019 財年穩步提高派息比率。

我們採用分部加總法對太平人壽保險業務、財產保險業務(太平財險和海外財險)、其他業務分別進行評估。推算人壽保險業務為每股 32.90 港元，基於 2018 年預測內含價值的 1.27 倍。財產保險業務和其他業務為每股 4.63 港元和 7.85 港元，分別基於 1.2 倍和 0.8 倍 2018 年預測賬面價值。在 10% 的綜合折讓後，我們將目標價定在 40.84 港元。

## 主要投資風險

- 股票證券交易表現不及預期
- 服務質量不及同業
- 保險科技發展落後同業
- 總經理變更可能會對業務造成暫時的擾動

## 財務分析

### 原保費收入

預測 2017/18/19 財年原保費收入將增長 22.7%/18.4%/16.5%。太平人壽和太平財險的保費增長有望在 2017 年超過行業，我們認為這種增長勢頭將在 2018 和 2019 年繼續。

太平人壽 2017 年錄得保費增長 20.7%(以人民幣計)，而我們預測按港元計算，2018/2019 財年的增長將分別為 20%/18%。由於中國保監會限制保險產品服務於短期儲蓄需求，預計保費收入將溫和放緩。然而，由於需求及風險保障意識強勁、家庭收入上升，我們對壽險產品的銷售仍然樂觀。

太平財險保費增速由 2016 年的 6.5% 上升至 2017 年的 21.4%，高於行業增速。由於太平的交叉銷售舉措和穩健的宏觀經濟增長，我們預測 2018/2019 財年保費增速為 14%/12%。海外財險、再保險和養老金業務也有望實現穩步增長。

圖 1: 保費收入預測

年結 12 月 31 日 (百萬港幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>總保費收入及保單費收入</b>	<b>138,432</b>	<b>149,265</b>	<b>183,193</b>	<b>216,856</b>	<b>252,689</b>
- 太平人壽	102,322	111,774	136,365	163,638	193,092
- 太平財險	20,000	21,301	25,987	29,625	33,180
- 海外財險	4,929	4,339	5,120	5,887	6,594
- 太平再保險	8,005	9,175	10,093	10,951	11,717
- 太平養老	4,109	4,691	5,629	6,755	8,105
<b>同比增長</b>					
<b>原保費收入</b>	<b>24.0%</b>	<b>7.8%</b>	<b>22.7%</b>	<b>18.4%</b>	<b>16.5%</b>
- 太平人壽	24.3%	9.2%	22.0%	20.0%	18.0%
- 太平財險	19.4%	6.5%	22.0%	14.0%	12.0%
- 海外財險	72.1%	-12.0%	18.0%	15.0%	12.0%
- 太平再保險	31.1%	14.6%	10.0%	8.5%	7.0%
- 太平養老	11.9%	14.2%	20.0%	20.0%	20.0%

來源: 公司, 招銀國際預測

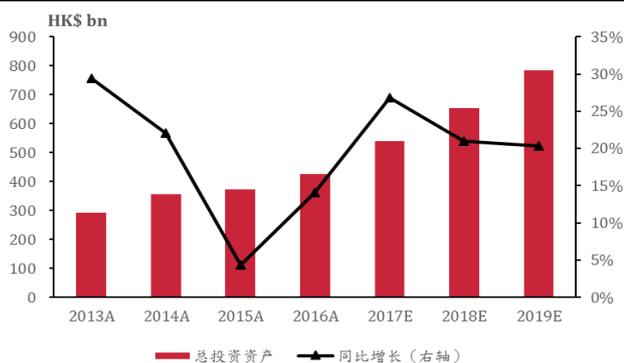
### 投資收益

截至 2017 年 6 月 30 日，集團投資資產總額為 4,766 億港元，預計 2017 年末將達 5,390 億港元，同比增長 26.8%。由於太平保險業務發展及投資業績穩健，預計集團投資資產在 2018/2019 財年將增長 21.0%/20.3% 至 7,850 億港元。

淨投資收益率主要由債券利率、股票和基金的股息收益率決定，預計在未來幾年裏會略有上升，預測 2018/2019 財年淨投資收益率分別為 4.61%/4.59%。全球貨幣緊縮和中國金融業的去杠杆化，將繼續對國內外市場收益率曲線構成上行壓力（太平國外債券約占 15% 左右，國內債券占 85% 左右）。

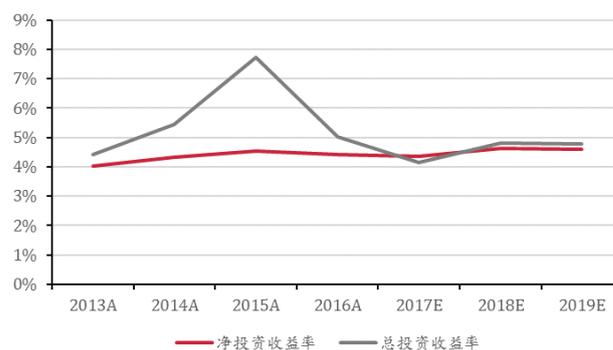
由於股市波動，2016 年總投資收益率下降，預計 2017 年將進一步下滑，因為公司調整了股票投資組合配置，且早前有可能在損益表中而非在其他綜合收益項下確認公允價值損失。在 2018/2019 財年，受到股市企穩的前景影響，預計總投資收益率將分別上升至 4.81%/4.79%。

圖 2: 總投資資產



來源: 公司, 招銀國際預測

圖 3: 投資收益率

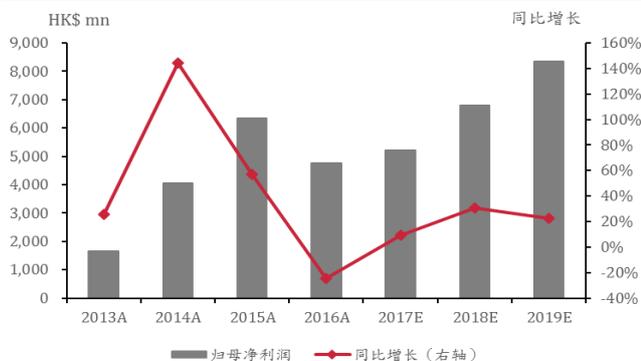


來源: 招銀國際預測

## 淨利潤

預計 2017 年以來淨利潤增速將回升。2016 年，股東應占淨利潤同比下降 24.7% 至 47.7 億港元，主要由於證券交易收益大幅下降、保險準備金增加。2017 上半年，準備金增加以及股票交易的已實現和未實現的損失增加（我們認為公司早前在損益表中確認了這些虧損，而不是留在其他綜合收益中），淨利潤由 2016 上半年的 31 億港元同比下降 23.5% 至 23.7 億港元。展望未來，由於國債收益率的上升趨勢，預計準備金計提壓力將會減弱。鑒於內地及香港股市前景樂觀（<10% 的公司持有的股票在香港於 2016 年年底上市），相信未來幾年，公司股票交易將會實現穩定表現。預計 2017 年淨利潤增長將由負轉正，同比增長 9.2% 至 52.2 億港元。

圖 4: 歸屬於母公司股東的淨利潤

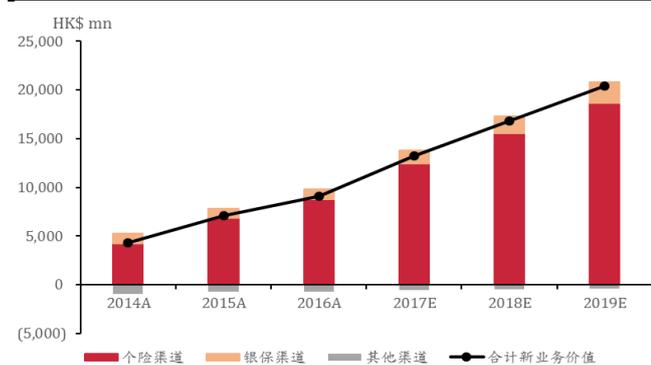


來源: 公司, 招銀國際預測

## 新業務價值及內含價值

2016年及2017上半年，太平人壽新業務價值按港幣計算分別同比增長28.8%及63%。預測2017年全年新業務價值為132億港元，同比增長44.9%。由於代理人隊伍擴張和價值率穩步提升，我們預測2018/2019財年新業務價值分別增長27.3%/21.4%。預計2017/18/19年末，集團股東應占內含價值為1,194/1,336/1,484億港元，分別按年增長16.5%/11.9%/11.1%。

圖 5: 太平人壽新業務價值預測



來源：公司，招銀國際預測

圖 6: 集團內含價值預測

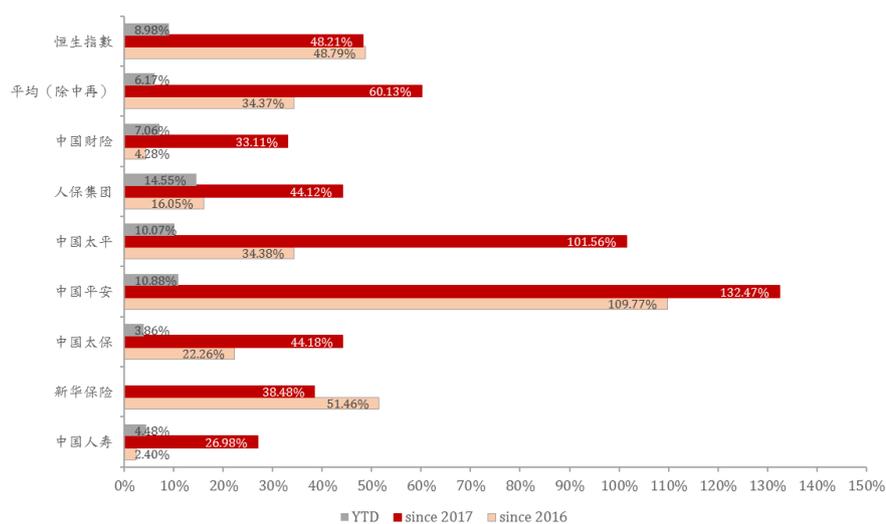


來源：公司，招銀國際預測

## 公司估值

估值在2017年趕上同行。公司股票是中國保險公司中表現最好的股票之一，自2017年初以來股價上漲近102%。該勢頭持續到2018年。估值已經修復并趕上了同行。公司股價目前對應1H17 P/EV的1.01倍，同業平均為1.12倍。

圖 7: 股價表現領先



來源：公司，招銀國際預測

圖 8: 同業估值比較

股票代碼	公司	股價(港元)/ 指數	市盈率			市淨率			現時	現時	年初至今的 股價變動
			16A	17E	18E	16A	17E	18E	P/EV(x)	P/NBV(x)	
2601 HK	中國太保	39.00	25.09	18.74	14.54	2.40	2.04	1.85	1.06	15.05	3.9%
2318 HK	中國平安	90.20	22.05	17.65	14.45	3.85	2.92	2.53	1.81	26.31	10.9%
2628 HK	中國人壽	25.65	33.25	18.77	15.32	2.14	1.79	1.64	0.84	11.92	4.5%
1336 HK	新華保險	49.30	26.69	19.55	13.99	2.33	1.92	1.73	0.88	11.93	-7.7%
966 HK	中國太平	32.25	25.64	21.12	16.16	2.06	1.85	1.65	1.01	12.72	10.1%
1339 HK	人保集團	4.41	11.10	8.80	8.27	1.33	1.04	0.93	N/A	N/A	14.5%
2328 HK	中國財險	16.08	11.32	8.67	7.95	1.79	1.39	1.22	N/A	N/A	7.1%
1508 HK	中國再保險	1.81	12.90	10.56	9.11	0.97	0.83	0.78	N/A	N/A	1.7%
平均(除中再)		36.70	22.16	16.19	12.95	2.27	1.85	1.65	1.12	15.58	6.2%
H股金融行業指數		21,516	N/A			N/A					15.1%
恆生指數		32,607	N/A			N/A					9.0%

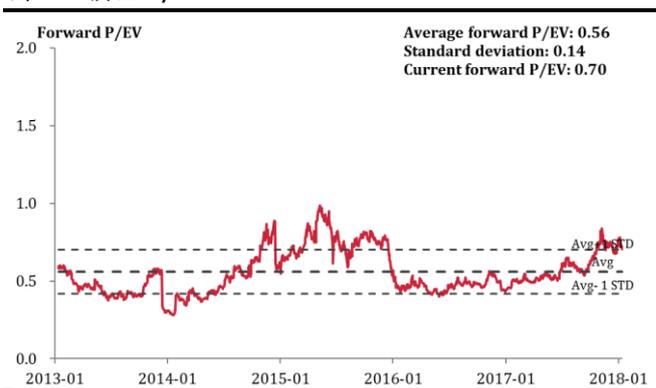
來源：公司，招銀國際預測

圖 9: 預估市賬率



來源：公司，招銀國際預測

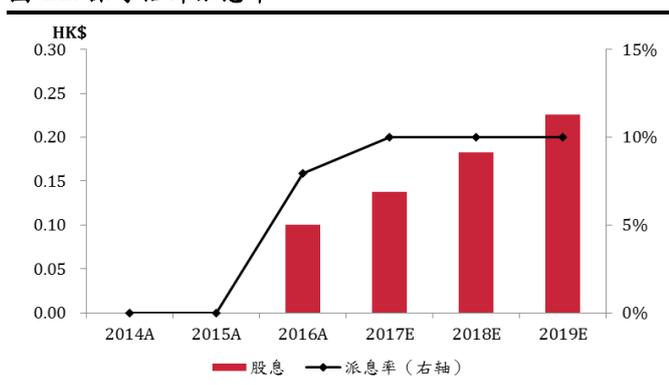
圖 10: 預估 P/EV



來源：公司，招銀國際預測

股息展望為正面。公司于 2016 年每股派發 0.10 港元現金股息，派息率相當於 7.9%。這是公司自 2012 年以來首次向股東宣布派息。開弓沒有回頭箭。我們認為公司未來將穩步提高派息比例。預計 2017-2019 年派息率為 10.0%，我們認為該假設相對保守。

圖 11: 保守估計派息率



來源：公司，招銀國際預測

仍有上漲潛力。我們採用分部加總估值法對太平人壽保險業務、財產保險業務(TPI 和海外財險)等業務分別進行評估。人壽保險業務對應 2018 年預測內含價值的 1.27 倍，每股價值 32.90 港元。財產保險業務、其他業務分別對應 1.2 倍、0.8 倍 2018 年預測賬面價值，分別為每股 4.63 港元和 7.85 港元。在 10% 的綜合折讓後，我們將目標價定在 40.84 港元。

## 財務數據

### 利潤表

年結：12月31日（百万港币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>总保费及保单费收入</b>	<b>138,432</b>	<b>149,265</b>	<b>183,193</b>	<b>216,856</b>	<b>252,689</b>
- 太平人寿	102,322	111,774	136,365	163,638	193,092
- 太平财险	20,000	21,301	25,987	29,625	33,180
- 海外财产保险	4,929	4,339	5,120	5,887	6,594
- 太平再保险	8,005	9,175	10,093	10,951	11,717
- 太平养老	4,109	4,691	5,629	6,755	8,105
分出保费及未到期责任准备金变化净额	(7,775)	(5,697)	(9,329)	(10,511)	(11,863)
已赚取保费及保单费收入净额	130,657	143,569	173,864	206,345	240,826
投资收益	28,152	20,018	19,934	28,652	34,415
其他收益	1,860	2,912	3,415	4,461	5,642
<b>收入总额</b>	<b>160,668</b>	<b>166,499</b>	<b>197,212</b>	<b>239,458</b>	<b>280,884</b>
保单持有人利益净额	(61,520)	(32,833)	(65,381)	(75,390)	(86,751)
佣金支出净额	(12,873)	(16,704)	(20,783)	(24,845)	(28,911)
行政及其他费用	(23,392)	(22,680)	(28,944)	(34,697)	(40,430)
寿险合约负债变化净额	(50,824)	(83,643)	(71,638)	(91,268)	(108,903)
<b>给付、赔款及费用总额</b>	<b>(148,608)</b>	<b>(155,861)</b>	<b>(186,748)</b>	<b>(226,200)</b>	<b>(264,995)</b>
应占联营及合营公司业绩	(2)	(10)	419	432	445
财务费用	(1,049)	(1,377)	(1,735)	(1,751)	(1,672)
除税前溢利	11,008	9,250	9,149	11,939	14,660
税项支出	(2,840)	(2,948)	(2,287)	(2,985)	(3,665)
除税后溢利	8,168	6,302	6,862	8,954	10,995
非控股股东应占溢利	1,827	1,528	1,647	2,149	2,639
<b>本公司股东应占溢利</b>	<b>6,341</b>	<b>4,774</b>	<b>5,215</b>	<b>6,805</b>	<b>8,356</b>

来源：公司，招銀國際預測

### 資產負債表

年結：12月31日（百万港币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
固定收益类投资	271,744	312,952	422,050	510,750	614,645
权益类投资	53,761	56,725	86,782	105,020	126,383
投资性房地产	12,375	19,338	19,185	19,569	19,960
现金及其他	34,788	36,164	11,000	16,960	23,999
总投资资产	372,667	425,180	539,016	652,299	784,987
非投资资产	115,364	80,226	114,337	120,054	126,056
<b>资产总额</b>	<b>488,031</b>	<b>505,406</b>	<b>653,353</b>	<b>772,352</b>	<b>911,043</b>
寿险合约负债	254,021	291,844	374,725	456,547	553,163
投资合约负债	18,763	22,437	27,822	33,386	39,395
其他保险准备金	27,121	28,532	32,144	36,114	40,496
需付息贷款	32,179	47,542	48,710	47,968	46,452
其他负债	84,149	48,049	94,285	112,282	133,444
<b>负债总额</b>	<b>416,233</b>	<b>438,403</b>	<b>577,685</b>	<b>686,298</b>	<b>812,950</b>
非控股股东权益	12,071	10,834	12,235	13,914	15,861
<b>本公司股东权益</b>	<b>59,728</b>	<b>56,169</b>	<b>63,433</b>	<b>72,141</b>	<b>82,232</b>

来源：公司，招銀國際預測

**主要比率**

年結：12月31日（百万港币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>内含价值</b>					
太平人寿新业务价值	7,075	9,115	13,208	16,816	20,417
太平人寿内含价值	87,422	92,049	109,316	123,901	139,399
太平集团内含价值	97,980	102,474	119,429	133,616	148,384
<b>同比增长率</b>					
总保费及保单费收入	24.0%	7.8%	22.7%	18.4%	16.5%
- 太平人寿	24.3%	9.2%	22.0%	20.0%	18.0%
- 太平财险	19.4%	6.5%	22.0%	14.0%	12.0%
- 海外财产保险	72.1%	-12.0%	18.0%	15.0%	12.0%
- 太平再保险	31.1%	14.6%	10.0%	8.5%	7.0%
- 太平养老	11.9%	14.2%	20.0%	20.0%	20.0%
已赚取保费及保单费收入净额	95.8%	9.9%	21.1%	18.7%	16.7%
本公司股东应占溢利	56.9%	-24.7%	9.2%	30.5%	22.8%
太平人寿个险渠道首年保费	16.0%	33.8%	32.7%	24.9%	19.9%
太平人寿银保渠道首年保费	0.5%	-0.7%	-7.8%	-2.3%	3.1%
太平人寿新业务价值	63.5%	28.8%	44.9%	27.3%	21.4%
太平人寿内含价值	33.4%	5.3%	18.8%	13.3%	12.5%
太平集团内含价值	56.9%	4.6%	16.5%	11.9%	11.1%
集团投资资产	4.3%	14.1%	26.8%	21.0%	20.3%
<b>资本充足率</b>					
太平人寿综合偿付能力充足率	271%	251%	246%	242%	238%
太平财险综合偿付能力充足率	268%	206%	216%	212%	211%
太平再保险综合偿付能力充足率	252%	230%	216%	208%	202%
太平养老综合偿付能力充足率	255%	324%	244%	199%	174%
<b>主要比率</b>					
太平人寿新业务价值率（基于年化标准保费）	41.7%	38.9%	41.3%	41.3%	41.3%
太平财险赔付率	54.2%	53.0%	51.8%	51.5%	51.5%
太平财险费用率	45.6%	46.8%	47.8%	48.1%	48.0%
太平财险综合成本率	99.8%	99.8%	99.6%	99.6%	99.5%
净投资收益率	4.5%	4.4%	4.4%	4.6%	4.6%
总投资收益率	7.7%	5.0%	4.1%	4.8%	4.8%
太平集团权益收益率	12.6%	8.2%	8.7%	10.0%	10.8%
太平集团资产收益率	1.4%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%
太平人寿内含价值收益率	24.9%	7.8%	22.0%	17.0%	16.5%
<b>每股数据</b>					
每股收益（港元）	1.78	1.26	1.38	1.82	2.26
每股净资产（港元）	17.49	15.63	17.65	20.08	22.89
太平集团每股内含价值（港元）	28.69	28.52	33.24	37.19	41.30
每股股息（港元）	0.00	0.10	0.14	0.18	0.23

来源：公司，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，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責任。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。