

## 中国太保 - A

## 寿险业务持续向好，产险业务不断改善

## 预期 2016 年产险业务承保盈利将持续改善

我们认为公司股价当前估值已充分反映了市场对公司产险业务基本面向下行风险的预期，但并未反映公司产险业务基本面改善。随着车险综合成本率正常化，我们预计太保 2016 年产险市占率将趋于平稳。这有望打消投资者对公司基本面的担忧。此外，我们注意到过去 18 个月公司持续严控承保程序、主动放弃市场份额以提高毛利率的努力已初见成效。

## 具有向综合金融控股集团发展的可能

许多上市保险公司正积极通过并购、联营来扩张业务板块，以实现更好的交叉销售、成本控制以及在目前分业监管环境下更为灵活的产品创新。上市保险公司中，太保是少数尚未在保险业务以外投资的公司。我们认为，太保或有寻求机会以实现多元化经营的可能，长期来看机会与风险并存。同时公司寿险业务持续向好，产险业务不断改善。

## 将 2016-18E 净利润分别上调 4.9%/5.8%/14.9%

我们上调盈利预测，主要基于：1) 考虑到公司风险定价体系较好，公司车险承保盈利有望好转，下调 2016-18E 综合成本率 1.4%/1.9%/2.3% 至 98.8%/98.9%/99.0%；2) 考虑到代理人规模扩张和产品结构改善，我们将 2016-18E 代理人渠道首年保费增速调高 8%/3%/0% 至 22%/15%/12%，同期新业务价值增速达 20%/15%/12%；3) 同时我们将 2016-18E 投资收益率分别下调 70bps/60bps/47bps 至 4.5%/4.5%/4.5%。

## 估值：小幅上调目标价至 34.65 元，维持“买入”评级

基于 1) 考虑到公司非寿险业务实现盈利并逐渐向好，我们将产险业务估值由 1.0x P/B 上调至 1.2x P/B；2) 下调内含价值里长期投资收益率假设 95BP 至 4.25%，根据分部估值法，我们将中国太保-A 目标价上调 3% 至 34.65 元，对应 1.56x 2016E P/EV。

## Equities

中国

保险（全牌照）

12 个月评级

买入

保持不变

12 个月目标价

Rmb34.65

之前: Rmb33.75

股价

Rmb27.74

路透代码: 601601.SS 彭博代码 601601 CH

## 交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb36.43-19.01

市值 Rmb251 十亿/US\$38.7 十亿

已发行股本 9,062 百万 (ORDA)

流通股比例 45%

日均成交量(千股) 16,355

日均成交额(Rmb 百万) Rmb414.9

普通股股东权益 (12/16E) Rmb141 十亿

市净率 (12/16E) 1.8x

## 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测
12/16E	1.68	1.76	5 1.73
12/17E	1.77	1.88	6 2.01
12/18E	1.67	1.92	15 1.96

崔晓雁

分析师

S1460513100002

xiaoyan.cui@ubssecurities.com

+86-213-866 8871

Highlights (Rmb)	12/13	12/14	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E	12/20E
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	1.02	1.22	1.96	1.76	1.88	1.92	2.18	2.56
EPS (UBS, diluted)	1.02	1.22	1.96	1.76	1.88	1.92	2.18	2.56
Emb value EPS (UBS)	1.71	2.28	2.76	2.10	2.43	2.48	2.53	2.58
Emb value per share (UBS)	15.93	18.90	22.69	22.18	24.92	28.30	32.02	36.22
每股股息 (Rmb)	0.40	0.50	1.00	0.71	0.75	0.77	0.87	1.02
TNAV per share (UBS)	10.71	12.72	14.49	15.29	16.49	17.69	19.14	20.87
盈利能力和估值	12/13	12/14	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E	12/20E
P/E (local GAAP, diluted) x	18.1	15.4	15.1	15.7	14.8	14.5	12.7	10.8
P/Emb value EPS (UBS) x	10.8	8.2	10.7	13.2	11.4	11.2	11.0	10.8
P/EV per share (UBS) x	1.2	1.0	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8
RoEV (UBS) %	17.0	18.6	18.0	13.1	15.0	13.6	12.4	11.2
Return on TNAV (UBS) %	9.5	9.6	13.5	11.5	11.4	10.8	11.4	12.8
净股息收益率(%)	2.2	2.7						

Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出。(E)：根据 2016 年 04 月 28 日 17 时 56 分的股价(Rmb27.74)得出；

关键问题

**问：太保是否具有向综合金融控股集团发展的可能？**

有可能。国内其他上市险企都在积极通过并购、联营合营扩张，以实现更好的交叉销售、成本控制及产品创新。所有上市险企中，太保是唯一一家尚未在保险业务以外发展的公司。

[更多→](#)

**问：太保产险是否能够持续实现承保盈利，并不断提升盈利能力？**

非常可能。2015 年公司严控承保程序、牺牲市占以提高毛利，综合成本率降至 99.8%。同时，目前公司准备金率已回升。我们预期除正常调整外，未来 1-2 年公司不会大规模调整准备金。因此太保 2016-18E 产险有望持续盈利。

[更多→](#)

**问：5.2%的长期投资收益率可持续吗？**

不太可能。尽管太保 2015 年净投资收益率达到 5.2%，但考虑到目前低利率环境及 A 股景气度较低，我们认为公司面临投资收益率下行风险。我们将公司长期投资收益率假设由 5.2%下调至 4.25%。新假设下，公司 2016E 新业务价值降 7%，集团内含价值下降 15%。

[更多→](#)

瑞银证券 VIEW

中国太保寿险业务持续向好、产险盈利有望持续改善，同时还有向金融控股集团发展的潜力。我们认为公司产险最坏的时期已经过去，公司过去一年严控承保程序、牺牲市场份额提升业务毛利，目前盈利状况已改善。

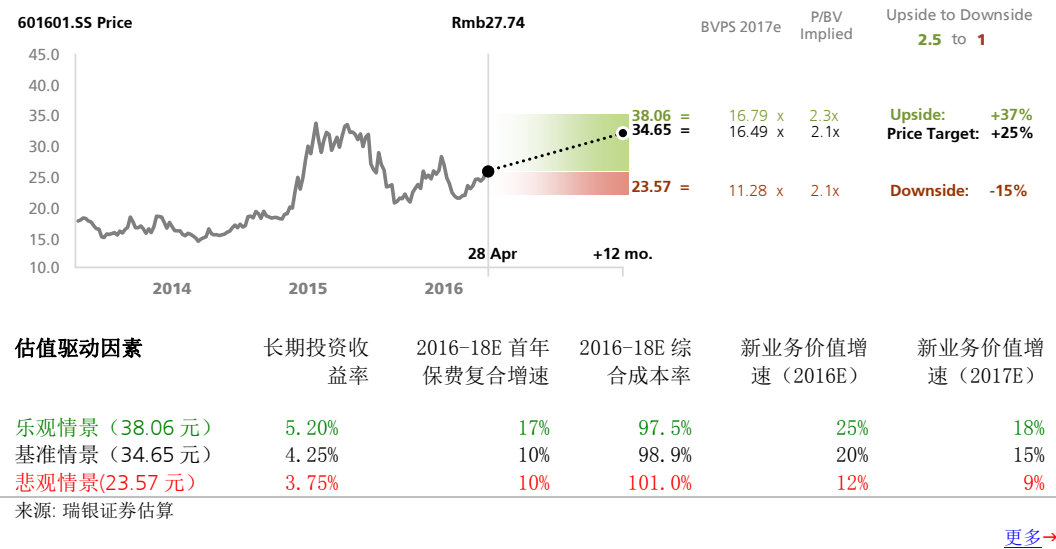
论据

2015 年公司产险综合成本率由 103.8%降至 99.8%，承保实现盈利且预期将逐渐向好。同时，公司 15 年净投资收益率 5.2%，高于多数同业（平安 5.8%，国寿 4.3%，新华 4.9%，太平 4.3%）。

什么已反映在股价中？

太保当前估值约 1.25x 2016 P/EV，处于历史较低位，低于过去 5 年平均。我们认为当前股价已反映了投资者对公司产险盈利和投资收益率下行的担忧，但尚未反映寿险持续向好，产险基本面改善。

乐观/悲观情景分析

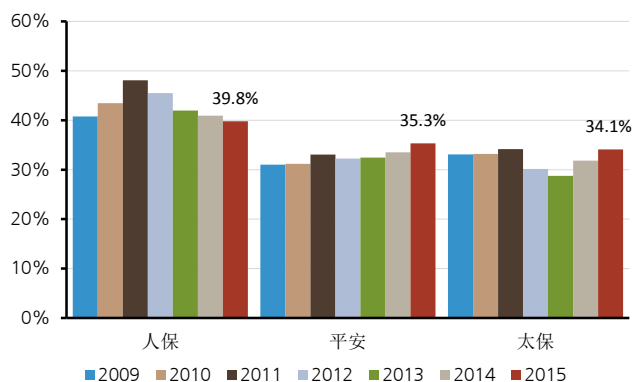


公司背景

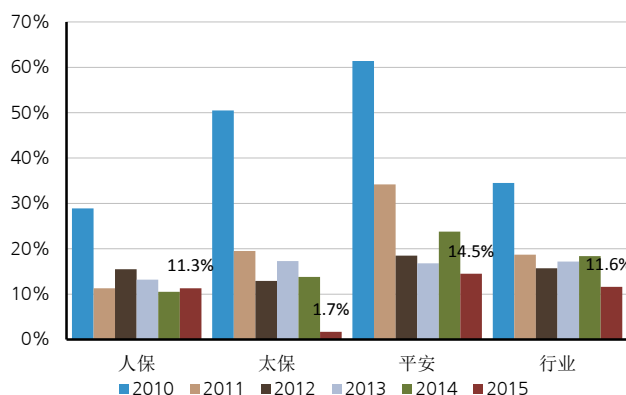
中国太平洋保险（集团）股份有限公司是在 1991 年 5 月 13 日成立的中国太平洋保险公司的基础上组建而成的保险集团公司。它是第一家全国性股份制综合商业保险公司。作为一家国内领先的综合保险公司，太平洋保险旗下拥有寿险、财险及资产管理业务。以签单保费总额计，太平洋保险的寿险和财险业务 2004 年以来一直位居行业前三名。

[更多→](#)

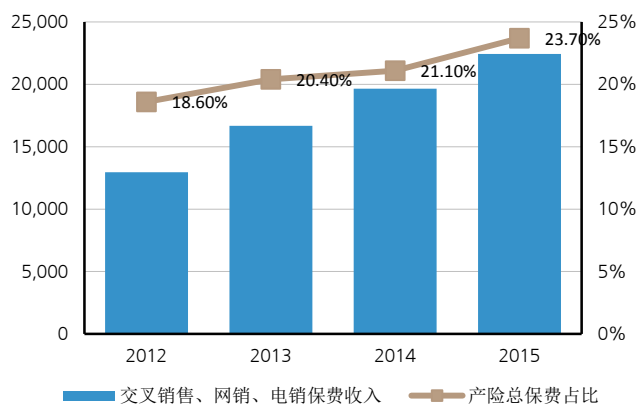
## 图示主题

[返回](#) ↑

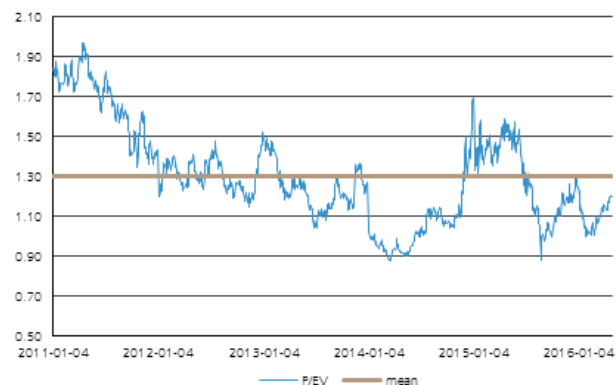
太保 2015 年准备金率有所提升，回升至与同类公司大致相当的水平



太保 2015 年保费增速较慢，主要由于公司主动降低市占率以确保产险利润率



2012 年以来太保交叉销售及电网销保费收入持续提升，我们认为公司将加速整合资源，继续发展交叉销售和网销



太保当前股价对应估值约 1.25x 2016E P/EV，处于历史低位，低于过去 5 年平均值。

问: 太保是否具有向综合金融控股集团发展的可能?

瑞银证券 VIEW

有可能。国内其他上市险企如平安、中国人寿和中国人保都在积极通过并购、联合合营来扩张，以实现更好的交叉销售、成本控制以及在目前分业监管环境下更灵活的产品创新。

所有上市险企中，太保是唯一一家尚未在保险业务以外进行重大投资的公司。我们预期公司未来或适时投资保险以外的行业，公司也许面临新的机遇和挑战。与此同时，随着产险业务承保盈利状况的逐步改善，公司核心保险业务有望持续向好。

论据

过去几年中国保险公司逐步向银行业扩张。平安于 2009 年收购深发展（已更名平安银行），并先后获得银行、证券、期货、保险、基金、信托及租赁等金融全牌照。中国人保 2015 年 12 月宣布将从德银受让华夏银行 19.99%的股权。2016 年 2 月中国人寿也宣布收购广发银行 23.7%股份。

什么已经得到反映?

太保近期积极进行客户细分、渠道改革，以实现更好的交叉销售、成本控制及更加灵活的产品创新，业绩有望持续向好。而公司当前股价仅对应 1.25x 2016E P/EV，我们认为当前估值尚未反映出公司进行业务多元化发展的潜力。

成为综合型金融集团有哪些优势?

国内其他上市险企如平安、中国人寿和人保都在积极地通过并购、联合合营来实现多元化经营。综合金融控股集团可以通过打通银行、证券、保险间的壁垒更好的进行交叉销售并产生规模效应。此外，在大金融行业内进行多样化的经营有利于分散风险、抵抗不同的周期性波动。

我们认为综合金融控股集团若经营得当，能使非银行金融机构或小型合资银行拥有与国有大型商业银行竞争的能力，促成可产生正面协同效应的并购和扩张。同时综合金融控股集团模式在分业监管环境下会更加的灵活。

图表 1: 综合型金融平台优势

	综合型金控公司	非综合型金控公司
交叉销售优势	✓✓✓✓	×
成本领先优势	✓✓✓	✓
规模效应	✓✓✓✓	✓
收入多元化	✓✓	×
分散监管环境下的灵活性	✓✓✓✓	×

来源: 瑞银证券估算

## 保险公司投资银行

过去几年许多保险公司都将版图扩张到银行业。平安是第一家采用综合金融控股集团模式发展的保险公司。平安在 2009 年收购深发展（现更名平安银行），并逐步拥有包括银行、证券、期货、保险、基金、信托以及租赁在内的金融全牌照。

中国人保和中国人寿也在积极投资银行业。中国人保 2015 年 12 月宣布将从德银受让华夏银行 19.99%的股权。除了华夏银行以外，人保寿险和人保产险分别持有兴业银行 6.7%和 6.5%的股权。2016 年 2 月中国人寿也宣布收购广发银行 23.7%股权。如果交易完成，中国人寿将持有广发银行 43.7%的股权，成为第一大股东。

非上市保险公司也对银行显示出浓厚的兴趣。安邦保险持有招商银行 13.1%的股权和民生银行 15.1%的股权，富德生命人寿和阳光保险分别持有浦发银行和徽商银行 20%和 17.2%的股权。

图表 2: 保险公司的主要银行投资

保险公司	银行	股票代码	持有股份
上市			
中国平安	平安银行	000001.SZ	57.94%
中国人寿	广发银行	未上市	43.7%*
人保寿险	兴业银行	601166.SS	6.70%
人保产险	兴业银行	601166.SS	6.50%
	华夏银行	600015.SS	19.99%*
未上市			
安邦	招商银行	600036.SS	13.10%
	民生银行	600016.SS	15.10%
富德生命人寿	浦发银行	600000.SS	20.00%
阳光保险	徽商银行	3696.HK	17.20%

来源: 公司数据，Bloomberg 。\*交易有待审批

## 关键问题

[返回](#) ↑**问: 太保产险是否能够持续实现承保盈利，并不断提升盈利能力？**

## 瑞银证券 VIEW

非常可能。过去一年，公司持续严控承保程序、主动放弃市场份额以提高毛利率初见成效。2015 年实现承保盈利（综合成本率为 99.8%）。准备金方面，2015 年公司准备金率提升至与同类公司大致相当的水平。我们认为除一些正常调整外，公司准备金未来 1-2 年不会再进行大规模调整、大额计提。我们预计太保 2016-18E 产险综合成本率将持续低于 100%。

## 论据

2015 年太保车险实现承保盈利，综合成本率降低但市占率也有所下降。2015 年产险保费同比仅增加 1.7%，市占率同比下滑 1.1 个百分点至 11.2%。这是积极降低保费增长以确保业务质量的表现。2015 年公司准备金率从 14 年年底的 31.8% 升至 34.1%。人保和平安的同期准备金率分别达 39.8% 和 35.3%。

## 什么已经得到反映？

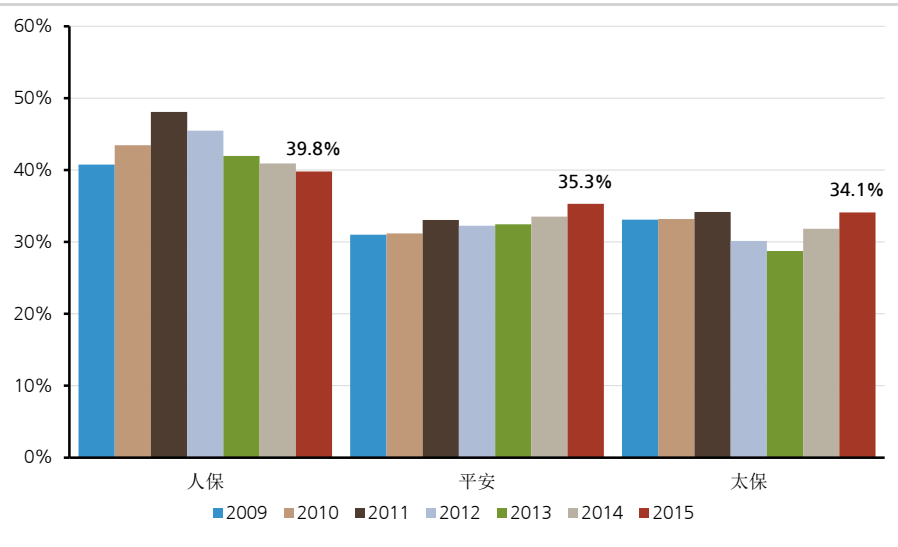
太保当前估值为 1.25x 2016E P/EV，低于过去一年平均值的一个标准差，同时也低于过去 5 年平均值。我们认为市场未反映出公司产险业务向好的前景和综合成本率的改善。

**产险业务：最坏的时期或已过去**

2015 年太保车险实现承保盈利，综合成本率降低但市占率也有所下降。2015 年公司产险保费收入同比仅增加 1.7%，市占率同比下滑 1.1 个百分点至 11.2%。我们认为过去一年，公司持续严控承保程序、主动放弃市场份额以提高毛利率初见成效。

准备金方面，2015 年公司准备金率有所提升，回升至与同类公司大致相当的水平。公司准备金率从 2014 年底的 31.8% 升至 2015 年底的 34.1%，与人保和平安同期的准备金率 39.8% 和 35.3% 较为接近。我们认为除一些正常调整外，公司准备金未来 1-2 年不会再进行大规模调整、大额计提。

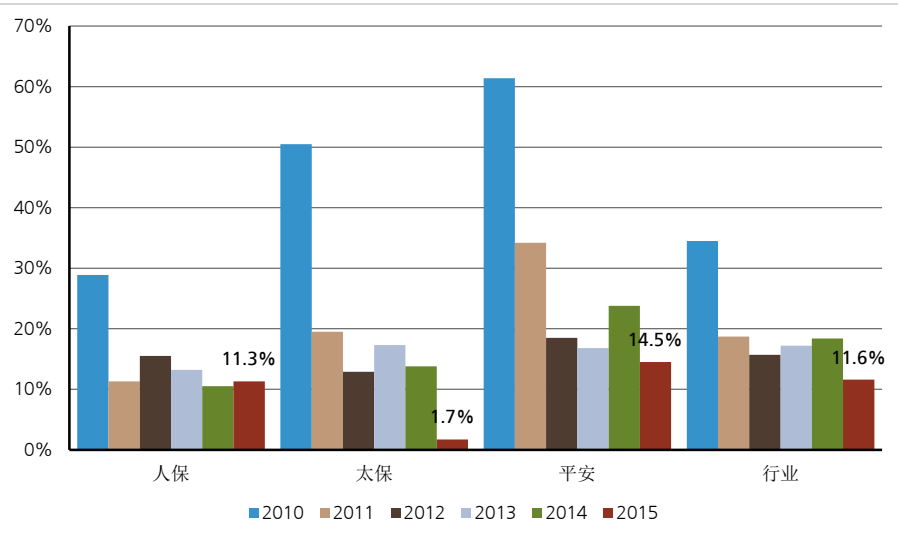
图表 3: 主要保险公司准备金率比较



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

2015 年, 太保产险保费收入同比增速仅为 1.7%, 大幅低于人保产险 11.3%、平安产险 14.5% 和行业平均 11.6%。我们认为这是太保在过去一年里积极降低保费增长以确保业务质量的表现。

图表 4: 产险保费同比增速



来源: 保监会

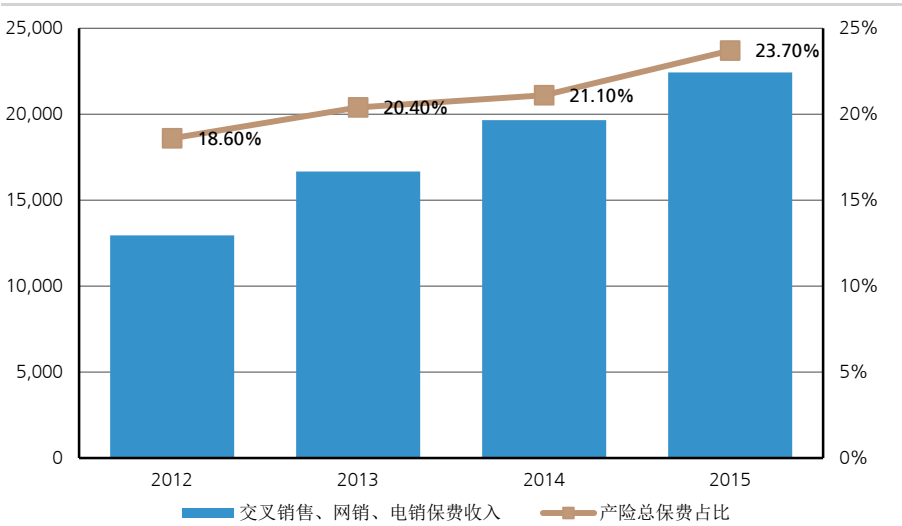
加速发展新渠道

除传统的代理人渠道和银保渠道之外, 公司在过去一年里积极发展新渠道并进行客户细分。电销和网销保费收入达 180 亿元, 同比+12.2%, 交叉销售保费收入达 44 亿元, 同比+22.8%。这两种渠道共占产险总保费收入的 23.7%, 较 2014 年提高 2.6 个百分点, 相对于 2012 年的占比 18.6% 大幅提升。

尽管公司交叉销售、电销、网销保费收入占比持续提升, 但相对同业, 太保仍较为落后。以平安为例, 2015 年平安交叉销售、电销、网销占产险总保费

收入的 46.1%，2014 年为 43.4%。我们认为太保仍需整合集团资源，加速新渠道发展。

图表 5: 交叉销售、网销、电销保费贡献率



来源: 公司数据

## 关键问题

[返回](#) ↑

## 问: 5.2%的长期投资收益率可持续吗?

## 瑞银证券 VIEW

不太可能。太保 2015 年净投资收益率为 5.2%，高于多数同业，但考虑到目前处于低利率环境且 A 股市场景气度较低，我们认为公司面临投资收益率假设下行风险。因此我们将公司长期投资收益率假设由 5.2% 下调至 4.25%。新假设下，公司 2016E 新业务价值降 7%，寿险内含价值降 21%，集团内含价值下降 15%。但值得注意的是，即便将长期投资收益率假设降至 4.25%，我们认为公司股价仍有 25% 左右的上行空间。

## 论据

当前中国保险公司 2016 年投资收益率假设区间为 4.75%-5.5%，2017 年投资收益率假设区间为 5.0%-5.5%，2018 年及其以后投资收益率假设区间为 5.2-5.5%。中国保险公司的内含价值和新业务价值对假设调整非常敏感。投资收益率假设每下调 100 个基点，中国太保 A 寿险内含价值将减少 25.2%，新业务价值将减少 19.3%。

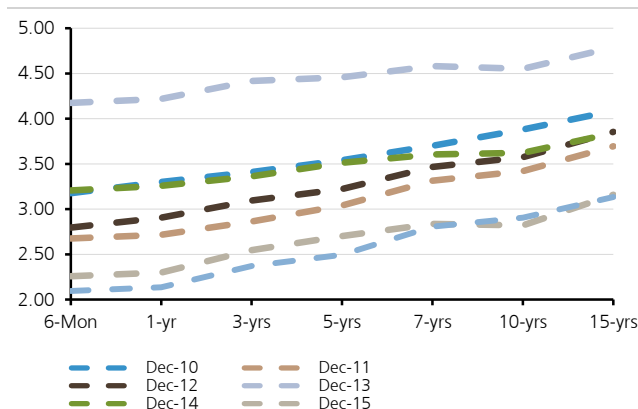
## 什么已经得到反映?

太保寿险业务持续向好、产险业务显著改善，当前估值仅为 1.25x 2016E P/EV。我们认为当前估值已过度反映了投资者对公司投资表现受 A 股市场波动及低利率环境影响的担忧。

## 5.2%的长期投资收益率假设难持续

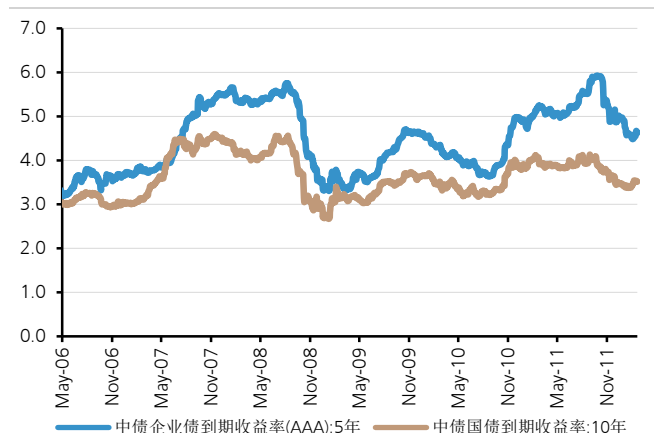
下图的收益率曲线表明中国市场过去 12 个月的收益率曲线处于下滑趋势，再加上低利率环境和 A 股市场的动荡，保险公司 2016/17 年投资收益率假设确有以下调整风险。

图表 6: 投资收益率曲线



来源: WIND

图表 7: 5 年期中债企业债到期收益率 (AAA) Vs 10 年期中债国债到期收益率



来源: Bloomberg, CEIC, 瑞银证券估算

中国保险公司 2016 年的投资收益率假设区间为 4.75-5.5%，2017 年为 5.0-5.5%，2018 年为 5.25-5.5%，2018 年之后为 5.2-5.5%。

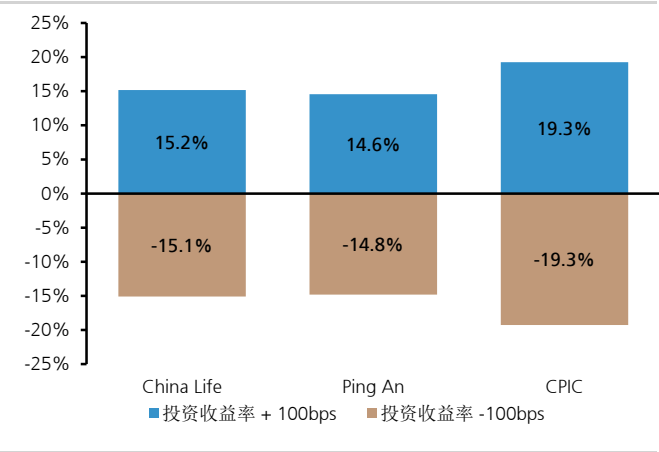
图表 8: 内含价值投资收益率假设

	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险	人保	中国太平
2016	5.10%	4.75%	5.20%	非分红险: 5.0% 分红险: 5.0% 万能险: 5.0% 投连险: 7.60%	5.50%	5.50%
2017	5.20%	5.00%	5.20%	非分红险 5.10% 分红险: 5.10% 万能险: 5.20% 投连险: 7.60%	5.50%	5.50%
2018	5.30%	5.25%	5.20%	非分红险: 5.20% 分红险: 5.30% 万能险: 5.50% 投连险: 7.80%	5.50%	5.50%
投资回报率永久假设	5.50%	5.50%	5.20%	非分红险: 5.20% 分红险: 5.50% 万能险 5.60% 投连险 7.90%	5.50%	5.50%
2015 年净投资收益率	4.30%	5.80%	5.20%	4.90%	5.50%	4.30%

来源: 公司数据

保险公司的内含价值及新业务价值对投资收益率假设变化非常敏感。根据我们测算，投资收益率假设每下降 100bps，太保寿险的内含价值将减少 25.2%，新业务价值将减少 19.3%。

图表 9: 寿险内含价值敏感性测试（投资收益变动 100bps）

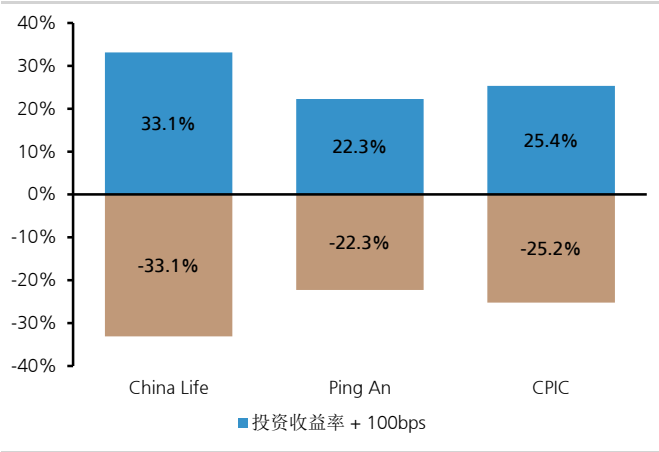


来源: 公司数据，瑞银证券估算

下调长期投资收益率假设

考虑到市场波动和低利率市场环境可能持续，我们将太保内含价值里的长期投资收益率假设从 5.2% 下调至 4.25%。

图表 10: 新业务价值敏感性测试（投资收益率变动 100bps）



来源: 公司数据，瑞银证券估算

图表 11: 内含价值投资收益率精算假设

	瑞银假设(新)	公司精算假设	变动 (bps)
2016E	4.25%	5.20%	(95)
2017E	4.25%	5.20%	(95)
2018E	4.25%	5.20%	(95)
永久性投资收益假设	4.25%	5.20%	(95)

来源: 公司数据 瑞银证券估算

根据新投资收益率假设，我们将公司 2016-18E 新业务价值下调 7%/2%/0%，将寿险内含价值下调 21%/24%/26%，将集团内含价值下调 15%/18%/19%。我们预计寿险 2016-18E 新业务价值增速为 20%/15%/12%。

图表 12: 预测调整

预测调整假设长期投资收益率为 4.25%)	瑞银预测(新)			瑞银预测(旧)			% 变动		
(人民币 百万元)	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
新业务价值	10,970	12,615	14,129	11,726	12,840	14,060	-6.5%	-1.8%	0.5%
寿险内含价值	139,271	154,765	174,810	176,007	204,424	235,856	-20.9%	-24.3%	-25.9%
集团内含价值	201,033	225,791	256,489	236,255	273,710	315,535	-14.9%	-17.5%	-18.7%
增速 (%)	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
新业务价值增速	20.0%	15.0%	12.0%	12.0%	9.5%	9.5%	8.0%	5.5%	2.5%
寿险内含价值增速	12.2%	11.1%	13.0%	17.5%	16.1%	14.2%	-5.3%	-5.0%	-1.3%
集团内含价值增速	13.1%	12.3%	13.6%	16.9%	15.9%	15.3%	-3.8%	-3.5%	-1.7%

来源: 瑞银证券估算

我们将公司长期投资收益率假设由之前的 5.2%下调至 4.25%。根据我们最新的投资收益率假设，公司 2016-18 年新业务价值假设下调 32%/32%/32%，2016-18 年寿险内含价值下调 24%/27%/28%，2016-18 年集团内含价值下调 17%/18%/19%。

图表 13: 内含价值假设调整

	瑞银预测(旧长期投资收益率为 5.2%)			瑞银预测(新长期投资收益率为 4.25%)			%变动		
人民币 百万元	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
新业务价值	14,426	16,590	18,581	10,970	12,615	14,129	32%	32%	32%
寿险内含价值	172,622	196,204	222,959	139,271	154,765	174,810	24%	27%	28%
集团内含价值	234,384	267,230	304,639	201,033	225,791	256,489	17%	18%	19%

来源: 瑞银证券估算

## 盈利预测调整

我们将公司 2016-18E 净利润分别上调 4.9%/5.8%/14.9%，主要基于：

- 考虑到公司风险定价体系较好，公司车险盈利有望改善，将 2016-18E 综合成本率下调 1.4%/1.9%/2.3%至 98.8%/98.9%/99.0%；
- 考虑到公司代理人规模扩张和产品结构改善，我们将 2016-18E 代理人渠道首年保费增速上调至 22%/15%/12%，同期新业务价值增速达 20%/15%/12%；
- 我们将 2016-18E 投资收益率分别下调 70bps/60bps/47bps 至 4.5%/4.5%/4.5%，并将长期投资收益率假设由 5.2%下调至 4.25%。

图表 14：盈利预测调整

保费收入(人民币 百万元)	2016E	2017E	2018E
新	224,056	249,837	277,528
旧	223,651	249,813	280,243
% 调整	0.2%	0.0%	-1.0%
投资收益(人民币 百万元)	2016E	2017E	2018E
新	37,521	40,171	42,670
旧	47,016	49,581	51,824
% 调整	-20.2%	-19.0%	-17.7%
净利润(人民币 百万元)	2016E	2017E	2018E
新	15,975	16,995	17,362
旧	15,226	16,066	15,116
% 调整	4.9%	5.8%	14.9%
集团内含价值(人民币 百万元)	2016E	2017E	2018E
新	201,033	225,791	256,489
旧	236,303	274,374	315,535
% 调整	-15%	-18%	-19%
寿险新业务价值(人民币 百万元)	2016E	2017E	2018E
新	10,970	12,615	14,129
旧	11,726	12,840	14,060
% 调整	-6.5%	-1.8%	0.5%
综合成本率	2016E	2017E	2018E
新	98.8%	98.9%	99.0%
旧	100.2%	100.8%	101.3%
% 调整	-1.4%	-1.9%	-2.3%

来源：瑞银证券估算

## 目标价推导

除以上盈利预测调整外，考虑到公司非寿险业务实现盈利且持续向好，我们上调非寿险公司估值倍数至 1.2x P/BV（原为 1.0x P/BV，vs 可比公司中国财险目前估值 1.65x P/BV）。我们基于分部估值法将公司目标价由 33.75 元小幅上调至 34.65 元，上调幅度 3%。新目标价对应 1.56x 2016E P/EV。

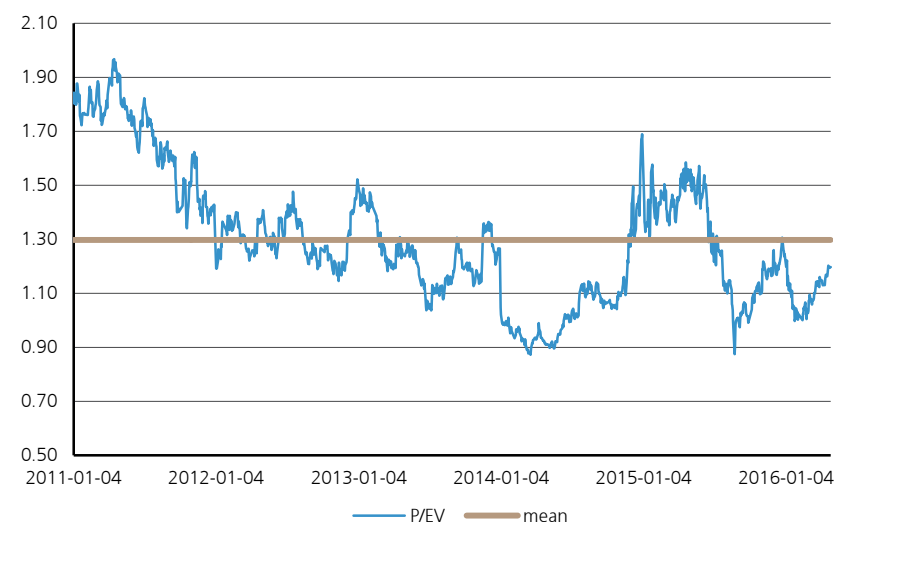
图表 15：目标价推导

内含价值经营性利润现金流折现		2016E	2017E	2018E
内含价值经营性利润（百万元）		19,009	22,026	25,117
权益成本	14.5%			
永续阶段增长率	4.25%			
3 年经营性利润现值		19,009	19,237	19,158
终值的现值（14.5%）折现率				182,459
14.5%折现率下估值（1）				239,864
非寿险业务估值（2）				74,114
集团估值(3) = (1) + (2)				313,978
股本				9,062
每股估值（元）				34.65

来源: 瑞银证券估算

什么已反映在股价中？

返回 ↑



来源：Wind，瑞银证券估算

估值处历史低位，股价未反映公司盈利能力持续改善

中国太保 A 当前估值约 1.25x 2016 P/EV，处于历史较低位，低于过去 5 年平均值。我们认为当前股价已反映了投资者对公司产险业务盈利能力和投资收益率下行的担忧，但尚未反映公司寿险业务持续向好，产险业务基本面改善。

公司产险业务，过去一年主动降低保费增速、放弃市场份额以提高业务毛利，盈利能力明显改善。公司产险 2015 年实现承保盈利（15 年综合成本率 99.8%）。我们预计太保 2016-18 年产险将持续实现承保盈利，综合成本率持续低于 100%。

投资方面，尽管低利率环境和证券市场波动使得保险公司投资收益率假设面临一定下行风险，但根据我们测算，即使将长期投资收益率假设由 5.2% 降至 4.25%，公司股价仍有 25% 左右的上行空间。

综上所述，我们认为中国太保寿险业务持续向好，产险业务基本面改善，目前估值具有吸引力，维持“买入”评级。

图表 16：估值比较

公司	评级	目标价	股价	上行空间	总市值（亿元）	P/EV (x)		TP/EV (x)	
						2016E	2017E	2016E	2017E
中国人寿-A	中性	23.16	21.80	6%	5687	1.32	1.21	1.40	1.29
中国平安-A	买入	43.45	32.19	35%	5795	1.02	0.89	1.38	1.20
中国太保-A	买入	34.65	27.72	25%	2399	1.25	1.11	1.56	1.39

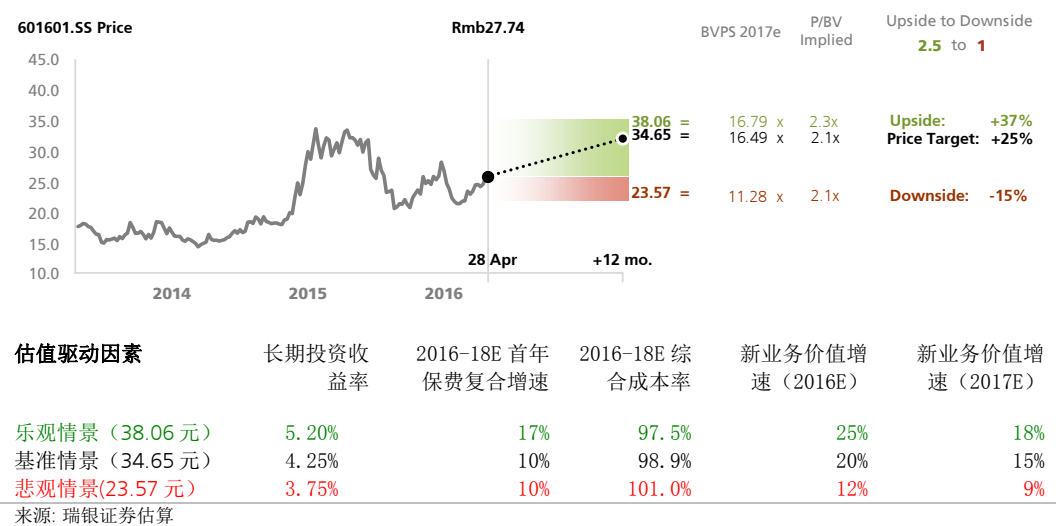
来源:Wind，瑞银证券估算。注：采用 2016 年 4 月 28 日收盘价

可比公司目标 P/EV 差异说明。我们给予中国太保 A 的目标价对应估值（P/EV）高于其可比公司中国人寿和中国平安，主要原因包括：

- 中国太保目前寿险业务和产险业务基本面良好，其中寿险业务持续稳健增长、产险业务盈利状况也有望逐步好转。相对而言，中国人寿 2016 年 1 季度仍在大量销售高利率保单且自身资产配置能力较弱，未来投资压力可能较大。
- 中国平安保险业务表现优异，但旗下平安银行、平安信托、陆金所（P2P）等在宏观经济增速放缓环境下，面临潜在坏账风险。中国人寿是广发银行的第一大股东，银行业务同样面临坏账风险。
- 中国平安作为大型金融控股集团，业务较全面复杂，市场一直给予公司较高的估值折价。我们认为经济增速放缓、资本市场低迷环境下，平安各业务折价的现象短期内难以改变，因此我们在分部估值中也给予平安各业务一定估值折价。

乐观/悲观情景分析

返回 ↑



当前股价面临的风险偏于上档（2.5：1）

中国太保目前股价报 **27.72** 元（4 月 28 日收盘价）。

**乐观情景 (38.06 元):** 在乐观情景下，我们假设太保增加非保险业投资，通过并购或联营实现外延式扩张，实现更好的交叉销售、成本控制和产品创新。我们预期公司 2016-18E 寿险首年保费收入增速达到 20%/15%/15%（基准假设 13%/13%/11%）。假设个险渠道和银保渠道长期高毛利率产品销售强劲下，新业务价值增速达 25%/18%/15%（基准假设 20%/15%/12%）；假设太保产险盈利能力持续改善，2016-18E 综合成本率均达到 97.5%（基准假设 98.8%/98.9%/99.0%）；同时假设 A 股市场反弹，整体宏观经济好于我们预期，公司长期投资收益率维持在 5.2%（基准假设 4.25%）。乐观情景下，公司每股估值为 38.06 元。

**基准情景 (34.65 元):** 基准情景下，考虑到公司风险定价体系较好，公司车险盈利有望改善，预期公司 2016-18E 综合成本率为 98.8%/98.9%/99.0%；考虑到公司代理人规模扩张和产品结构改善，我们预期公司 2016-18E 新业务价值增速达 20%/15%/12%；基于目前投资环境，我们预期公司 2016-18E 投资收益率分别为 4.5%/4.5%/4.5%，长期投资收益率为 4.25%。基准假设下，公司目标价为 34.65 元。

**悲观情景 (23.57 元):** 悲观情景下，我们假设太保没有找到合适的非保险业务投资，和我们基准假设一致，因此首年保费增速不变。假设监管不确定性增加，渠道改革放缓，新业务价值增速 12%/9%/8%（基准假设 20%/15%/12%）；同时假设退保率增加，公司成本控制能力变弱，2016-18E 综合成本率均达到 101%（基准假设 98.8%/98.9%/99.0%）；假设 2016 年 A 股市场持续波动，宏观经济比我们预期更差，长期投资收益率降至 3.75%（基准假设 4.25%）。悲观情景下，公司每股估值为 23.57 元。

公司背景

[返回](#) ↑

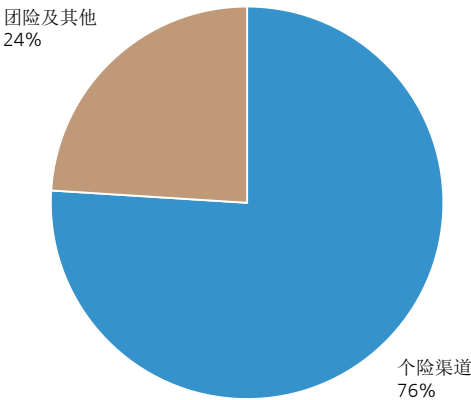
市值	RMB241bn
已发行股票	9.06bn
行业	保险业
地区	中国
网址	www.cpic.com.cn

中国太平洋保险（集团）股份有限公司是在 1991 年 5 月 13 日成立的中国太平洋保险公司的基础上组建而成的保险集团公司。它是中国第一家全国性股份制综合商业保险公司。作为一家国内领先的综合保险公司，太平洋保险旗下拥有寿险、财险及资产管理业务。以签单保费总额计，太平洋保险的寿险和财险业务 2004 年以来一直位居行业前三名。

行业前景

中国寿险行业正经历长期产品升级和渠道改革。我们认为在新的银保渠道政策和费率市场化下，银保渠道价值占比将持续降低、人险渠道价值贡献将持续提升。营销员队伍快速增长下，2016 年中国寿险有望迎来新的增长。当然低利率、经济增速放缓环境下，寿险业务也面临着投资收益率下行风险。财险方面，竞争仍然激烈，关注产品结构、严控成本和风险、加大直销和电网销占比仍是取得承保盈利的关键。

首年保费收入按渠道细分（2015）



来源：公司数据

预测回报率

预测股价涨幅	+24.9%
预测股息收益率	2.5%
预测股票回报率	+27.4%
市场回报率假设	7.9%
预测超额回报率	+19.5%

估值方法及风险声明

我们基于分部估值法推导目标价。我们认为中国太保面临的风险主要包括：业务板块不够完善，不能有效的分散系统性风险；新业务渠道保费收入增速低于预期；产险承保亏损、盈利状况恶化；长期投资收益率下行等。此外，还可能面临1）经济与政策风险，监管当局改变对资本金或者偿付能力额度的要求；（2）长时间的经济增速放缓，可能减少对保险的需求；（3）巨灾风险；（4）偿付能力不足的风险；（5）资产负债匹配错配的风险；（6）保险准备金提取不足的风险等。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：[www.ubs.com/disclosures](http://www.ubs.com/disclosures)。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。 瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。UBS（瑞银）是或者可能是这份报告可能针对的债务证券（或相关衍生产品）的委托人。

**分析师声明:** 每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法 ,并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究: 全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 <sup>1</sup>	投资银行服务 <sup>2</sup>
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	49%	32%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	38%	26%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	14%	19%
短期评级	定义	覆盖 <sup>3</sup>	投资银行服务 <sup>4</sup>
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2016 年 03 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

**主要定义** **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）：** 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

**例外和特殊案例** **英国和欧洲投资基金的评级和定义:** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 的任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在美国金融业监管局(FINRA)注册或具备该机构所认可的分析师资格，该分析师可能不是 UBS Securities LLC 的关联人员，并且也不受 FINRA 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司: 崔 晓雁.

涉及报告中提及的公司的披露

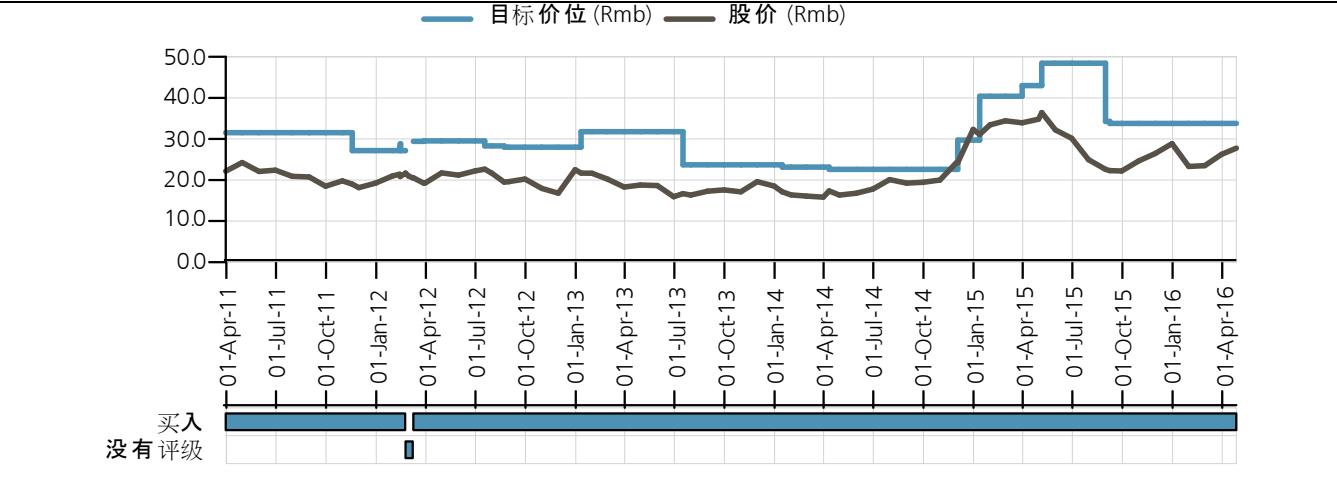
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
中国太保 - A <sup>7</sup>	601601.SS	买入	不适用	Rmb27.73	2016 年 04 月 27 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价  
本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

7. 在过去的 12 个月内，UBS Securities LLC, 及其/或者关联单位因投资银行服务以外的产品和服务从该公司/实体得到报酬。

除非特别指出,请参考这份报告正文中的"价值与风险"章节。若想取得本报告涉及公司的完整披露,包括估值和风险的信息,请联系：UBS Securities LLC, 1285 Avenue of Americas, New York, NY 10019, USA, 联系人：Investment Research。

中国太保 - A (Rmb)



资料来源：UBS(瑞银)；截止至 2016 年 4 月 27 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司 (瑞银集团的关联机构) 编制。瑞银集团 (UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构, 在此统称为 UBS (瑞银)。

我们通过 UBS Neo、某些情况下还会通过 UBS.com (以下统称为“系统”) 向客户提供全球研究报告, 还可能通过第三方供应商提供这些报告, 或由瑞银和/或第三方通过电子邮件或其他电子途径发出。通过全球研究报告向客户提供的服务可能在层次和类型上有所不同, 这取决于多个因素, 比如客户在接收报告的频率和途径方面的偏好, 客户的风险情况、投资重心和投资角度 (例如是覆盖整个市场还是专注于某个行业, 是长期还是短期等), 客户与瑞银的整体关系以及法律和监管方面的限制。

UBS Neo 可提供所有全球研究报告。关于 UBS Neo 的用户权限问题, 请与您的客户顾问联系。

通过系统接收全球研究报告的客户在接触和/或使用这些报告方面受到本全球声明以及相应系统的使用条款的约束。

通过第三方供应商、电子邮件或其他电子途径接收全球研究报告的客户在使用这些报告方面受到本全球声明以及瑞银使用条款/声明 (<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/disclaimer.html>) 的约束。以这种方式接触和/或使用全球研究报告即表明客户已经阅读并同意接受瑞银使用条款/声明的约束, 而且同意瑞银按照瑞银隐私声明 (<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/privacy.html>) 和 cookie 通告 (<http://www.ubs.com/global/en/homepage/cookies/cookie-management.html>) 处理其个人数据并使用 cookie。

**通过系统或其他任何方式接收全球研究报告即表明客户同意, 在未事先取得瑞银书面同意前, 不复制、修改或调整这些报告, 不在这些报告的基础上衍生出其他报告, 不将这些报告转交给第三方, 不对这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果加以商业利用, 也不从这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果或估算数字中摘取数据。**

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用: 在该等司法管辖区中, 发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定, 或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表; 既不是广告, 也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外, 瑞银没有对本文件所含信息 (“信息”) 的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改, 也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释, 这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得, 对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险, 投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者, 并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险, 而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题, 客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨, 而投资者有可能无法全额 (或部分) 取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭受的损失 (包括投资损失) 或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值, 以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供, 仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的, 或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层 (不包括投行部) 全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定, 但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关; 其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具: 瑞银集团, 其关联或下属机构 (不包括瑞银证券有限责任公司 (美国)) 担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者 (按照美国对此类术语的解释) 时, 此类信息在本研究文件中另行披露, 但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具: 瑞银担任做市商时, 此类信息在本文件中另行具体披露, 但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸, 或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品; 此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

**英国和欧洲其他地区:** 除非在此特别说明, 本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局 (PRA) 授权并由英国金融市场行为监管局 (FCA) 和英国审慎监管局监管。 **法国:** 由 UBS Limited 编制, UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局 (ACPR) 和金融市场管理局 (AMF) 监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制, 本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。 **德国:** 由 UBS Limited 编制, UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局 (BaFin) 监管。 **西班牙:** 由 UBS Limited 编制, UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会 (CNMV) 监管。 **土耳其:** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此, 本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号: 6362) 规定颁发的许可。因此, 在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下, 本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是, 根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定, 对于土耳其共和国居民在海外买卖证券, 则没有限制。 **波兰:** 由 UBS Limited (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce 分发。由波兰金融监管局 (Polish Financial Supervision Authority) 监管。如果 UBS Limited (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce 分析师对本报告作出了贡献, 本报告也将视为由 UBS Limited (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce 编制。 **俄罗斯:** 由 UBS Bank (OOO) 编制并分发。 **瑞士:** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。UBS AG 受瑞士金融市场监督管理局 (FINMA) 监管。 **意大利:** 由 UBS Limited 编制, UBS Limited 和 UBS Limited 意大利分支机构分发。如果 UBS Limited 意大利分支机构的分析师参与本文件的编制, 本文件也将被视同由 UBS Limited 意大利分支机构编制。 **南非:** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited (注册号: 1995/011140/07, 金融服务提供商编号: 7328) 分发。 **以色列:** 本文件由 UBS Limited 分发, UBS Limited 由英国审慎监管局 (PRA) 授权并由英国金融市场监督管理局 (FCA) 和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局 (ISA) 监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动, 以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系 (此种联系遵循《以色列顾问法》的定义) 的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”, 任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。 **沙特阿拉伯:** 本文件由瑞银集团 (及/或其子公司、分支机构或关联机构) 分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司, 成立于瑞士, 注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia (瑞银集团子公司) 的批准, 该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司, 商业注册号 1010257812, 注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务, 并接受其监管, 业务牌照号 08113-37。 **迪拜:** 由 UBS AG Dubai Branch 分发, 仅供专业客户使用, 不供在阿联酋境内进一步分发。 **美国:** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者; 或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构 (‘非美国关联机构’) 仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交

易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。UBS Securities LLC 不担任在美国《证券交易法》（Securities Exchange Act）15B（即 Municipal Advisor Rule）下定义的市政实体(Municipal Entity)的市政顾问(Municipal Advisor)或 Obligated Person，在本文件中的观点和意见，无意被视为，也不构成 Municipal Advisor Rule 所定义的建议。

**加拿大：** 由 UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。

**巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于\$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM)授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。

**香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。

**新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd.[MCI (P) 018/09/2015 和 Co. Reg. No.: 198500648C]或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd.，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。

**日本：** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd.向专业投资者分发（除非另有许可）。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd.编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。

**澳大利亚：** UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：[www.ubs.com/ecs-research-fsg](http://www.ubs.com/ecs-research-fsg)。

**新西兰：** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。

**韩国：** 由 UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。

**马来西亚：** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (资本市场服务执照号：CMSL/A0063/2007)于马来西亚分发。本报告仅供专业机构客户使用，不供任何零售客户使用。

**印度：** 由 UBS Securities India Private Ltd（公司识别码 U67120MH1996PTC097299），2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。电话号码：+912261556000。UBS Securities India Private Ltd 提供券商服务，SEBI 注册号为：NSE 资本市场-INB230951431，NSE 期货与期权-INF230951431，NSE 货币衍生产品-INE230951431，BSE 资本市场-INB010951437；商业银行服务，SEBI 注册号为：INM000010809；以及研究分析服务，SEBI 注册号为：INH000001204。瑞银集团、其关联机构、或子公司可能持有本报告所涉及印度公司的债券或其他证券。在过去的 12 个月里，瑞银集团、其关联机构或子公司可能在对该印度公司的非投资银行证券相关业务和/或非证券业务中取得过报酬。在本研究报告发布前的 12 个月里，该印度公司可能是瑞银集团、其关联机构、或子公司投资银行业务和/或非投资银行证券相关业务和/或非证券业务客户。关联机构信息请参见瑞银集团年报，链接为：[http://www.ubs.com/global/en/about\\_ubs/investor\\_relations/annualreporting.html](http://www.ubs.com/global/en/about_ubs/investor_relations/annualreporting.html)

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的物体或元素。© UBS 2016 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

