

中国太保(2601 HK)

在行业逆境中保持战略定力

- ❖ **2018 上半年经营业绩稳健。**保费收入同比增长 17.6%，达 1,926 亿元人民币（其中，太保寿险增长 18.5%至 1,310 亿元；太保产险增长 15.6%至 610 亿元）。净利润增长 26.8%至 83 亿元。自 2017 年末，集团投资资产增长 8.9%，集团内含价值增长 8.1%。
- ❖ **寿险新业务价值同比下降 17.5%，但二季度增速强劲反弹。**新业务价值下降主要由于寿险行业普遍承压，公司个险渠道首年期交保费收入下降 22.8%。但新业务价值率同比提升 0.8 个百分点至 41.4%，得益于传统寿险业务占比提升（占首年年化保费的 50.2%）以及产品结构的优化。个险代理人队伍基本面良好，且公司加强了保障型产品销售技能培训，在提质增效的指引下淘汰部分不举绩、不出勤人力。二季度，新业务价值增速反弹至 35.2%，扭转了一季度 32.5%的跌幅。我们预计下半年新业务价值复苏趋势将持续，且全年新业务价值跌幅将收窄。
- ❖ **非车险高速增长，综合成本率保持稳定。**车险保费收入同比增长 10.1%，非车险增长 33.1%，占总保费的 27.7%。承保利润率保持稳定，综合成本率为 98.7%，与去年同期持平。车险综合成本率下降 0.6 个百分点至 98%，得益于交叉销售及车商渠道扩张。考虑到下半年自然灾害，我们预计非车险，特别是企财险及农险承保利润率将承压。
- ❖ **第三方管理资产自年末增长 19.7%。**集团投资表现与同业相仿。由于基金分红减少，净投资收益率同比下降 0.6 个百分点至 4.5%。第三方管理资产自年末增长 19.7%，达 4,037 亿元。增长主要来源于长江养老，表明公司资管业务，尤其是长期养老金管理业务的市场化、专业化程度得到认可。
- ❖ **目标价下调至 39.23 港元，维持买入评级。**我们认为，集团业绩稳健、代理人队伍管理有效，在行业承压的情况下适时调整产品策略以开拓新市场。**重申买入评级。**由于新业务价值增速变化，我们将目标价由 46.17 港元下调至 39.23 港元。目标价分别对应 2018/2019 年末集团预测内含价值的 0.99/0.88 倍。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
保费收入(百万人民币)	234,018	281,644	328,123	378,499	430,288
总收入(百万人民币)	266,081	319,405	367,652	429,797	489,897
净利润(百万人民币)	12,057	14,662	12,110	18,977	21,019
每股收益(人民币)	1.33	1.62	1.34	2.09	2.32
每股收益变动(%)	(32.14)	21.65	(17.41)	56.71	10.76
市盈率(x)	20.09	16.51	20.00	12.76	11.52
市账率(x)	1.84	1.76	1.72	1.58	1.48
P/EV(x)	0.98	0.85	0.77	0.69	0.63
股息率(%)	2.62	2.99	2.50	3.92	4.34
净资产收益率(%)	9.09	10.89	8.69	12.91	13.29

资料来源：公司，招银国际预测

买入（维持）

目标价	HK\$39.23
(此前目标價)	HK\$46.17
潜在升幅	+28.0%
当前股价	HK\$30.65

丁文捷, PhD

电话: (852) 3900 0856/
(86) 755 2367 5591

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)	334,491
3 月平均流通量(百万港元)	617
5 周内股价高/低(港元)	42.4/28.1
总股本(百万)	9,062

资料来源：彭博

股东结构

华宝投资	14.17%
申能(集团)	13.52%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-1.8%	2.2%
3-月	-12.2%	-2.3%
6-月	-22.8%	-12.8%

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 1：2018 上半年经营业绩回顾

百万人民币	2018年 1月1日至6月 30日期间	2017年 1月1日至6月 30日期间	同比变动
保险业务收入	192,633	163,785	17.6%
	131,037	110,551	18.5%
	60,685	52,482	15.6%
减：分出保费	(9,400)	(8,456)	11.2%
净承保保费	183,233	155,329	18.0%
提取未到期责任准备金	(6,125)	(3,773)	62.3%
已赚保费	177,108	151,556	16.9%
投资收益	25,629	24,431	4.9%
其他业务收入	1,565	1,371	14.2%
收入合计	204,302	177,358	15.2%
保户给付及赔款净额：	(140,272)	(119,905)	17.0%
已付寿险死亡及其他给付	(23,652)	(23,426)	1.0%
已发生赔款支出	(31,889)	(29,113)	9.5%
长期人寿保险合同负债增加额	(79,039)	(63,084)	25.3%
保单红利支出	(5,692)	(4,282)	32.9%
财务费用	(1,401)	(1,652)	-15.2%
投资合同账户利息支出	(1,377)	(1,179)	16.8%
其他业务及管理费用	(47,701)	(45,022)	6.0%
给付、赔款及费用合计	(190,751)	(167,758)	13.7%
享有按权益法入账的投资的利润份额	161	(2)	-
利润总额	13,712	9,598	42.9%
所得税	(5,263)	(2,953)	78.2%
净利润	8,449	6,645	27.1%
非控制性权益	(195)	(136)	43.4%
归属于母公司股东的净利润	8,254	6,509	26.8%

来源：公司，招银国际

图 2：2018 上半年主要经营指标

百万人民币	2018年 1月1日至6月 30日期间	2017年 1月1日至6月 30日期间	同比变动
太保寿险新业务价值	16,289	19,746	-17.5%
新业务价值率	41.4%	40.6%	+0.8ppt
传统寿险	79.5%	68.6%	+10.9ppt
分红寿险	40.7%	43.4%	-2.7ppt
综合成本率	98.6%	98.7%	-0.1ppt
赔付率	58.0%	37.8%	+20.2ppt
费用率	40.6%	60.9%	-20.3ppt
年化净投资收益率	4.5%	5.1%	-0.6ppt
年化总投资收益率	4.5%	4.7%	-0.2ppt

百万人民币	2018年 6月30日	2017年 12月31日	年初至今变动
集团总资产	1,285,921	1,171,224	9.8%
集团投资资产	1,177,249	1,081,282	8.9%
第三方管理资产	403,652	337,183	19.7%
股东权益合计	143,132	141,119	1.4%
归属于母公司股东权益合计	138,878	137,498	1.0%
太保寿险内含价值	234,215	214,037	9.4%
集团内含价值	309,242	286,169	8.1%
集团综合偿付能力充足率	292%	284%	+8ppt
太保寿险综合偿付能力充足率	253%	245%	+8ppt
太保产险综合偿付能力充足率	273%	267%	+6ppt
月均保险营销员	894,000	874,000	2.3%
个人寿险客户 13 个月保单继续率	93.8%	93.4%	+0.4ppt
个人寿险客户 25 个月保单继续率	91.5%	89.3%	+2.2ppt

来源：公司，招银国际

图3：新业务价值按产品类型

百万人民币	2018上半年	2017上半年	同比变动
新业务价值			
传统寿险	8,595	8,188	5.0%
分红寿险	7,575	11,384	-33.5%
新业务价值合计	16,289	19,746	-17.5%
新业务价值率			
传统寿险	79.5%	68.6%	10.9 ppt
分红寿险	40.7%	43.4%	-2.7 ppt
整体新业务价值率	41.4%	40.6%	0.8 ppt

来源：公司，招银国际

图4：太保寿险和太保产险保费收入结构

	2018年1月1日至 6月30日期间		2017年1月1日至 6月30日期间		同比变动
太保寿险	百万人民币	占比	百万人民币	占比	
个人客户业务	126,117	96%	106,950	97%	18%
代理人渠道	117,977	90%	98,172	89%	20%
新保业务	29,247	22%	36,440	33%	-20%
其中：期缴	27,191	21%	35,239	32%	-23%
续期业务	88,730	68%	61,732	56%	44%
其他渠道	8,140	6%	8,778	8%	-7%
团体客户业务	4,920	4%	3,601	3%	37%
保险业务收入合计	131,037		110,551		19%

	2018年1月1日至 6月30日期间		2017年1月1日至 6月30日期间		同比变动
太保产险	百万人民币	占比	百万人民币	占比	
机动车辆险	43,855	72%	39,843	76%	10%
交强险	9,764	16%	8,418	16%	16%
商业险	34,091	56%	31,425	60%	8%
非机动车辆险	16,830	28%	12,642	24%	33%
企财险	3,090	5%	2,774	5%	11%
责任险	2,935	5%	2,223	4%	32%
农险	2,559	4%	1,564	3%	64%
其他	6,471	11%	4,830	9%	34%
保险业务收入合计	60,685	100%	52,485	100%	16%

来源：公司，招银国际

财务报表

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
原保费收入	234,018	281,644	328,123	378,499	430,288
- 寿险	137,410	175,785	207,444	243,338	-
- 财产险	96,608	105,859	120,679	135,161	-
分出保费及提取未到期责任准备金	(14,445)	(18,090)	(20,700)	(23,539)	(26,007)
已赚保费	219,573	263,554	307,423	354,960	404,280
投资收益	43,879	52,657	56,847	70,932	81,169
其他业务收入	2,629	3,194	3,382	3,905	4,447
收入合计	266,081	319,405	367,652	429,797	489,897
保户给付及赔款净额	(175,794)	(210,130)	(249,627)	(287,446)	(329,573)
其他业务及管理费用	(74,220)	(88,247)	(101,697)	(116,669)	(131,868)
给付、赔款及费用合计	(250,014)	(298,377)	(351,323)	(404,115)	(461,441)
享有按权益法入账的投资的利润份额	18	74	180	189	198
利润总额	16,085	21,102	16,509	25,871	28,655
所得税	(3,801)	(6,111)	(4,127)	(6,468)	(7,164)
净利润	12,284	14,991	12,381	19,403	21,491
非控制性权益	(227)	(329)	(272)	(426)	(472)
归属母公司股东净利润	12,057	14,662	12,110	18,977	21,019

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）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
现金及存款	174,847	134,030	163,314	184,671	133,114
债券	471,075	521,063	577,500	700,259	498,979
其他固定收益类投资	171,281	259,717	315,309	309,302	236,622
股票及基金	69,370	95,989	97,069	109,763	85,819
其他权益类投资	46,530	61,756	65,614	74,194	68,279
投资性房地产	8,657	8,727	9,917	11,214	8,496
投资资产合计	941,760	1,081,282	1,228,723	1,389,403	1,573,220
非投资资产	78,932	89,942	92,615	93,620	102,006
总资产	1,020,692	1,171,224	1,321,338	1,483,023	1,675,226
保险合同负债	693,826	802,239	930,136	1,080,676	1,256,311
投资合同负债	48,796	56,268	60,769	63,808	65,722
次级债	11,498	3,999	8,999	-	-
其他负债	131,809	167,599	176,190	181,112	184,640
总负债	885,929	1,030,105	1,176,095	1,325,596	1,506,674
归属于母公司股东权益	131,764	137,498	141,062	152,839	163,506
非控制性权益	2,999	3,621	4,182	4,589	5,046
股东权益合计	134,763	141,119	145,243	157,428	168,552

来源：公司及招银国际预测

主要比率

年結：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
内含价值					
太保壽險一年新業務價值	19,041	26,723	24,556	27,012	29,173
扣除償付能力額度成本后有效業務價值	103,048	136,749	161,771	185,093	206,795
壽險業務内含價值	181,603	214,037	239,930	270,204	297,919
集團内含價值	245,939	286,169	313,804	350,495	383,736
同比增长率					
原保費收入	15.1%	20.4%	16.5%	15.4%	13.7%
- 壽險	26.5%	27.9%	18.0%	17.3%	-100.0%
- 財險	2.0%	9.6%	14.0%	12.0%	-100.0%
个險渠道首年期交	45.3%	31.2%	-12.0%	10.0%	8.0%
已賺保費	15.9%	20.0%	16.6%	15.5%	13.9%
歸属于母公司股東淨利潤	-32.0%	21.6%	-17.4%	56.7%	10.8%
太保壽險一年新業務價值	56.5%	40.3%	-8.1%	10.0%	8.0%
壽險業務内含價值	19.5%	17.9%	12.1%	12.6%	10.3%
集團内含價值	19.6%	16.4%	9.7%	11.7%	9.5%
資本充足率*					
壽險償付能力充足率	256.9%	245.3%	295.0%	296.7%	287.1%
產險償付能力充足率	296.1%	267.4%	232.0%	227.8%	229.3%
主要比率					
新業務價值率（基于首年年度化保費）	32.9%	39.4%	39.7%	39.7%	39.7%
綜合成本率	99.2%	98.8%	98.8%	98.8%	0.0%
淨投資收益率	5.4%	5.4%	4.9%	5.3%	5.1%
總投資收益率	5.2%	5.4%	4.9%	5.4%	4.7%
淨資產收益率（集團）	9.1%	10.9%	8.7%	12.9%	13.3%
資產收益率（集團）	1.2%	1.3%	1.0%	1.4%	1.3%
内含價值收益率（太保壽險）	25.1%	24.8%	17.2%	16.4%	15.5%
每股数据					
每股收益	1.33	1.62	1.34	2.09	2.32
每股淨資產	14.54	15.17	15.57	16.87	18.04
集團每股内含價值	27.14	31.58	34.63	38.68	42.35
每股股息	0.70	0.80	0.67	1.05	1.16

来源：公司及招銀國際預測

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: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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。