

中国人民保险集团 (1339 HK)

2018 年业绩逊于预期；下半年寿险新业务价值增速反弹超预期

- ❖ **2018 年业绩逊于预期。**保费收入同比增长 4.7%，至 4,990 亿元人民币。其中，财险同比增长 11% 至 3,890 亿元，而寿险/健康险同比下降 12%/23% 至 940/150 亿元。寿险/健康险新业务价值同比增长 0.8%/8.3%，拉动内含价值分别增至 710/87 亿元。由于股市波动导致投资收益同比下降 19%。净利润同比下降 20% 至 130 亿元，逊于我们/一致预期 16%/23%。董事会建议派发末期股息每股 4.57 分，将派息率提升 4.8 个百分点至 15.2%。
- ❖ **2018 下半年寿险新业务价值增速反弹超预期。**由于行业逆风，个险渠道首年期交保费收入同比下降 26% 至 105 亿元。上半年新业务价值同比下降 21.5%，但下半年增速反弹，新业务价值同比增长 49.8%。超预期的反弹受益于价值率的提升。个险渠道基于首年年化保费的新业务价值率同比提升 14 个百分点至 46%，向个险渠道及期交业务的转型取得成效。全渠道续期保费收入占比同比提升 19 个百分点至 42%。承保质量亦有提升，13/25 个月保单继续率分别同比提升 0.1/3.1 个百分点至 93.9%/91.8%。我们相信寿险转型成效将持续显现。
- ❖ **护理险业务受挫。**护理险保费收入同比下降 87% 个百分点至 11.8 亿元，主要由于早前短期储蓄型产品受到行业强监管影响。公司推进业务结构调整，重点发展保障属性突出的长期护理险产品，并已停售中短存续期业务。
- ❖ **车险费用率拖累财产业绩 (2328 HK)。**车险/非车险保费收入分别同比增长 3.9%/28.5%，至 2,589/1,299 亿元。综合成本率同比上升 1.3 个百分点至 98.5%，但仍优于行业。赔付率下降 0.3 个百分点至 62.0%，而费用率上升 1.6 个百分点至 36.5%。我们预测 2019 年车险费用率进一步上升 0.5 个百分点至 41.7%。
- ❖ **目标价上调至 4.22 港元，维持买入评级。**我们采用分部加总估值法，下调人保财险估值以反映车险费用率谨慎展望，并上调人保寿险估值以反映新业务价值增速反弹超预期。考虑到派息率提升，目标价上调至 4.22 港元，维持买入评级。

财务资料

(年结 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
保费收入(百万人民币)	476,447	498,608	550,408	602,410	651,146
总收入(百万人民币)	483,775	498,597	555,245	605,903	654,683
净利润(百万人民币)	16,099	12,912	13,611	14,846	16,404
每股收益(人民币)	0.38	0.30	0.31	0.34	0.37
每股收益变动(%)	13.02	(20.94)	2.59	9.08	10.49
市盈率(x)	7.57	9.57	9.33	8.56	7.74
市帐率(x)	0.89	0.83	0.78	0.73	0.68
股息率(x)	1.37	1.59	1.63	1.78	1.97
权益收益率(%)	12.21	8.89	8.62	8.84	9.13

资料来源：公司，招银国际预测

买入（维持）

目标价	HK\$4.22
(此前目标价)	HK\$3.99
潜在升幅	26.5%
当前股价	HK\$3.34

徐涵博

电话：(852) 3761 8725

邮件：xuhanbo@cmbi.com.hk

丁文捷，PhD

电话：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5597

邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

中国保险业

市值(百万港元)	420,993
3 月平均流通量(百万港元)	275.02
52 周内股价高/低(港元)	4.14/ 2.99
总股本(百万)	8,726.2

资料来源：彭博

股东结构

财政部	67.6%
社保基金会	8.6%
H 股股东	19.7%
A 股股东	4.1%

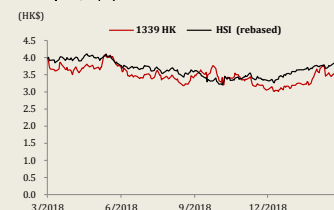
资料来源：公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-0.3%	-1.3%
3-月	14.4%	0.8%
6-月	2.3%	-3.3%

资料来源：彭博

12-月股价表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

公司网站：www.picc.com

利润表

截至12月31日止年度（人民币百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
总保费收入	476,447	498,608	550,408	602,410	651,146
人保财险	350,314	388,769	425,098	460,591	492,581
人保寿险	106,238	93,714	107,838	121,816	136,175
人保健康	19,250	14,798	17,472	20,004	22,390
分出保费及未到期责任准备金净额变动	(41,470)	(43,261)	(46,108)	(50,056)	(53,648)
已赚净保费	434,977	455,347	504,300	552,354	597,498
投资收益	36,476	29,527	35,796	36,968	39,264
其他收入	12,322	13,723	15,149	16,580	17,921
收入合计	483,775	498,597	555,245	605,903	654,683
给付及赔付净额	(318,841)	(318,625)	(368,472)	(405,215)	(440,134)
手续费及佣金支出	(68,094)	(81,728)	(89,166)	(96,386)	(102,881)
财务费用	(5,569)	(6,555)	(8,250)	(10,958)	(14,073)
其他业务及管理费用	(72,316)	(76,434)	(75,681)	(79,217)	(81,393)
保险业务支出及其他费用合计	(464,820)	(483,342)	(541,569)	(591,775)	(638,481)
应占联营及合营企业损益	12,674	12,540	13,536	14,564	15,499
税前利润	30,831	27,058	27,211	28,692	31,701
所得税	(7,780)	(8,343)	(7,483)	(7,173)	(7,925)
净利润	23,051	18,715	19,728	21,519	23,776
非控制性权益	(6,952)	(5,803)	(6,117)	(6,672)	(7,372)
归属于母公司股东的净利润	16,099	12,912	13,611	14,846	16,404

资料来源：公司及招银国际预测

资产负债表

截至12月31日止年度（人民币百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
固定收益投资	625,812	654,954	722,997	791,305	855,322
公允价值计量的各类基金及股票投资	115,013	116,697	128,821	140,992	152,398
其他投资	109,895	120,274	132,769	145,313	157,069
总投资资产	850,720	891,925	984,587	1,077,610	1,164,789
其他资产	137,186	139,710	139,710	139,710	139,710
总资产	987,906	1,031,635	1,124,297	1,217,320	1,304,499
保险合同负债	557,011	559,217	602,810	628,241	655,149
保单持有人的投资合同负债	45,880	41,808	47,404	48,337	49,384
卖出回购金融资产款	41,226	54,889	70,027	95,897	117,197
应付债券	49,801	57,732	73,654	100,864	123,267
其他负债	107,107	111,688	111,218	110,175	109,004
总负债	801,025	825,334	905,112	983,513	1,054,001
股本	42,424	44,224	44,224	44,224	44,224
储备	95,109	108,829	118,387	129,235	141,618
归属于母公司股东权益	137,533	153,053	162,611	173,459	185,842
非控制性权益	49,348	53,248	56,573	60,347	64,656
总权益	186,881	206,301	219,184	233,807	250,498

资料来源：公司及招银国际预测

主要比率

截至12月31日止年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
新业务价值 (人民币百万元)					
人保寿险	5,687	5,735	5,885	6,174	6,617
人保健康	468	507	557	588	609
内含价值 (人民币百万元)					
人保寿险	61,909	70,632	77,828	85,858	94,940
人保健康	7,831	8,689	9,632	10,678	11,825
同比增速					
总保费收入	8%	5%	10%	9%	8%
人保财险	13%	11%	9%	8%	7%
人保寿险	1%	-12%	15%	13%	12%
人保健康	-16%	-23%	18%	14%	12%
归属于母公司股东的净利润	13%	-20%	5%	9%	10%
新业务价值					
人保寿险	38%	1%	3%	5%	7%
人保健康	44%	8%	10%	6%	4%
内含价值					
人保寿险	8%	14%	10%	10%	11%
人保健康	10%	11%	11%	11%	11%
综合偿付能力充足率					
人保集团	299%	309%	282%	264%	249%
人保财险	278%	275%	283%	280%	279%
人保寿险	219%	244%	234%	212%	200%
人保健康	396%	282%	251%	228%	210%
主要经营指标					
人保财险综合成本率	97.2%	98.5%	98.4%	98.4%	98.4%
总投资收益率	5.9%	4.8%	5.3%	5.0%	4.9%
净资产收益率	12.2%	8.9%	8.6%	8.8%	9.1%
每股数据 (人民币)					
每股收益	0.38	0.30	0.31	0.34	0.37
每股股息	0.04	0.05	0.05	0.05	0.06
每股净资产	3.24	3.46	3.68	3.92	4.20

资料来源：公司及招银国际预测

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之分析员，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。