

## 中國太保(2601 HK)

### 在行業逆境中保持戰略定力

- ❖ **2018 上半年經營業績穩健。**保費收入同比增長 17.6%，達 1,926 億元人民幣（其中，太保壽險增長 18.5%至 1,310 億元；太保產險增長 15.6%至 610 億元）。淨利潤增長 26.8%至 83 億元。自 2017 年末，集團投資資產增長 8.9%，集團內含價值增長 8.1%。
- ❖ **壽險新業務價值同比下降 17.5%，但二季度增速強勁反彈。**新業務價值下降主要由於壽險行業普遍承壓，公司個險渠道首年期交保費收入下降 22.8%。但新業務價值率同比提升 0.8 個百分點至 41.4%，得益於傳統壽險業務占比提升（占首年年化保費的 50.2%）以及產品結構的優化。個險代理人隊伍基本面良好，且公司加強了保障型產品銷售技能培訓，在提質增效的指引下淘汰部分不舉績、不出勤人力。二季度，新業務價值增速反彈至 35.2%，扭轉了一季度 32.5% 的跌幅。我們預計下半年新業務價值復蘇趨勢將持續，且全年新業務價值跌幅將收窄。
- ❖ **非車險高速增長，綜合成本率保持穩定。**車險保費收入同比增長 10.1%，非車險增長 33.1%，占總保費的 27.7%。承保利潤率保持穩定，綜合成本率為 98.7%，與去年同期持平。車險綜合成本率下降 0.6 個百分點至 98%，得益於交叉銷售及車商渠道擴張。考慮到下半年自然災害，我們預計非車險，特別是企財險及農險承保利潤率將承壓。
- ❖ **第三方管理資產自年末增長 19.7%。**集團投資表現與同業相仿。由於基金分紅減少，淨投資收益率同比下降 0.6 個百分點至 4.5%。第三方管理資產自年末增長 19.7%，達 4,037 億元。增長主要來源於長江養老，表明公司資管業務，尤其是長期養老金管理業務的市場化、專業化程度得到認可。
- ❖ **目標價下調至 39.23 港元，維持買入評級。**我們認為，集團業績穩健、代理人隊伍管理有效，在行業承壓的情況下適時調整產品策略以開拓新市場。**重申買入評級。**由於新業務價值增速變化，我們將目標價由 46.17 港元下調至 39.23 港元。目標價分別對應 2018/2019 年末集團預測內含價值的 0.99/0.88 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 (百萬元人民幣)	234,018	281,644	328,123	378,499	430,288
總收入 (百萬元人民幣)	266,081	319,405	367,652	429,797	489,897
淨利潤 (百萬元人民幣)	12,057	14,662	12,110	18,977	21,019
每股收益 (人民幣)	1.33	1.62	1.34	2.09	2.32
每股收益變動 (%)	(32.14)	21.65	(17.41)	56.71	10.76
市盈率 (x)	20.09	16.51	20.00	12.76	11.52
市賬率 (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
淨資產收益率 (%)	9.09	10.89	8.69	12.91	13.29

資料來源：公司，招銀國際預測

### 買入 (維持)

目標價	HK\$39.23
(此前目標價)	HK\$46.17)
潛在升幅	+28.0%
當前股價	HK\$30.65

#### 丁文捷, PhD

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

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)	334,491
3月平均流通量(百萬港元)	617
5周內股價高/低(港元)	42.4/28.1
總股本(百萬)	9,062

資料來源：彭博

#### 股東結構

華寶投資	14.17%
申能(集團)	13.52%

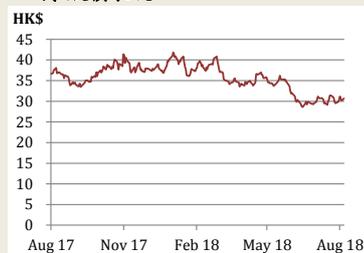
資料來源：彭博

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-1.8%	2.2%
3-月	-12.2%	-2.3%
6-月	-22.8%	-12.8%

資料來源：彭博

#### 12-月 股價表現



審計師：普華永道

公司網站：[www.cpic.com.cn](http://www.cpic.com.cn)

圖 1：2018 上半年經營業績回顧

百万人民币	2018年	2017年	同比变动
	1月1日至6月30日期间	1月1日至6月30日期间	
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，招銀國際

圖 2：2018 上半年主要經營指標

百万人民币	2018年	2017年	同比变动
	1月1日至6月30日期间	1月1日至6月30日期间	
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	2017年	年初至今变动
	6月30日	12月31日	
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，招銀國際

圖3：新業務價值按產品類型

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

来源：公司，招銀國際

圖4：太保壽險和太保產險保費收入結構

	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
	百万人民币	占比	百万人民币	占比	
<b>太保寿险</b>					
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%
<b>保险业务收入合计</b>	<b>131,037</b>		<b>110,551</b>		<b>19%</b>

	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
	百万人民币	占比	百万人民币	占比	
<b>太保产险</b>					
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%
<b>保险业务收入合计</b>	<b>60,685</b>	<b>100%</b>	<b>52,485</b>	<b>100%</b>	<b>16%</b>

来源：公司，招銀國際

## 財務報表

### 利潤表

年結：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
原保費收入	234,018	281,644	328,123	378,499	430,288
- 壽險	137,410	175,785	207,444	243,338	-
- 財產險	96,608	105,859	120,679	135,161	-
分出保費及提取未到期責任準備金	(14,445)	(18,090)	(20,700)	(23,539)	(26,007)
<b>已賺保費</b>	<b>219,573</b>	<b>263,554</b>	<b>307,423</b>	<b>354,960</b>	<b>404,280</b>
投資收益	43,879	52,657	56,847	70,932	81,169
其他業務收入	2,629	3,194	3,382	3,905	4,447
<b>收入合計</b>	<b>266,081</b>	<b>319,405</b>	<b>367,652</b>	<b>429,797</b>	<b>489,897</b>
保戶給付及賠款淨額	(175,794)	(210,130)	(249,627)	(287,446)	(329,573)
其他業務及管理費用	(74,220)	(88,247)	(101,697)	(116,669)	(131,868)
<b>給付、賠款及費用合計</b>	<b>(250,014)</b>	<b>(298,377)</b>	<b>(351,323)</b>	<b>(404,115)</b>	<b>(461,441)</b>
享有按權益法入賬的投資的利潤份額	18	74	180	189	198
<b>利潤總額</b>	<b>16,085</b>	<b>21,102</b>	<b>16,509</b>	<b>25,871</b>	<b>28,655</b>
所得稅	(3,801)	(6,111)	(4,127)	(6,468)	(7,164)
淨利潤	12,284	14,991	12,381	19,403	21,491
非控制性權益	(227)	(329)	(272)	(426)	(472)
<b>歸屬母公司股東淨利潤</b>	<b>12,057</b>	<b>14,662</b>	<b>12,110</b>	<b>18,977</b>	<b>21,019</b>

來源：公司及招銀國際預測

### 資產負債表

年結：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
現金及存款	174,847	134,030	163,314	184,671	133,114
債券	471,075	521,063	577,500	700,259	498,979
其他固定收益類投資	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
其他權益類投資	46,530	61,756	65,614	74,194	68,279
投資性房地產	8,657	8,727	9,917	11,214	8,496
<b>投資資產合計</b>	<b>941,760</b>	<b>1,081,282</b>	<b>1,228,723</b>	<b>1,389,403</b>	<b>1,573,220</b>
非投資資產	78,932	89,942	92,615	93,620	102,006
<b>總資產</b>	<b>1,020,692</b>	<b>1,171,224</b>	<b>1,321,338</b>	<b>1,483,023</b>	<b>1,675,226</b>
保險合同負債	693,826	802,239	930,136	1,080,676	1,256,311
投資合同負債	48,796	56,268	60,769	63,808	65,722
次級債	11,498	3,999	8,999	-	-
其他負債	131,809	167,599	176,190	181,112	184,640
<b>總負債</b>	<b>885,929</b>	<b>1,030,105</b>	<b>1,176,095</b>	<b>1,325,596</b>	<b>1,506,674</b>
歸屬於母公司股東權益	131,764	137,498	141,062	152,839	163,506
非控制性權益	2,999	3,621	4,182	4,589	5,046
<b>股東權益合計</b>	<b>134,763</b>	<b>141,119</b>	<b>145,243</b>	<b>157,428</b>	<b>168,552</b>

來源：公司及招銀國際預測

**主要比率**

年結：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>内含价值</b>					
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
集团内含價值	245,939	286,169	313,804	350,495	383,736
<b>同比增长率</b>					
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%
归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%
集团内含價值	19.6%	16.4%	9.7%	11.7%	9.5%
<b>資本充足率*</b>					
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%
<b>主要比率</b>					
新業務價值率（基于首年年化保費）	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（集团）	9.1%	10.9%	8.7%	12.9%	13.3%
資產收益率（集团）	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%
<b>每股数据</b>					
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
集团每股内含價值	27.14	31.58	34.63	38.68	42.35
每股股息	0.70	0.80	0.67	1.05	1.16

來源：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。