

中國保險業

壽險向好，財險承壓

壽險：長期增長邏輯不變

- ❖ **壽險保費收入增長仍舊強勁。**2017 上半年，壽險行業原保費收入同比增長 26.0%。儘管增速同比下降約 20 個百分點，該增長依舊可觀，原因在于：(1) 家庭財富積累；(2) 消費者對人身及健康保障的需求和保險意識提高；以及 (3) “十三五”計劃旨在促進保險滲透率及保險密度。在上市壽險公司中，上半年原保費收入同比增長分別為：中國平安 (2318 HK) 38.7%，中國太保 (2601 HK) 34.4%，中國太平 (966 HK) 29.8%，中國人壽 (2628 HK) 18.3%。新華保險 (1336 HK) 原保費收入同比下降 13.8%，主要由于銀保渠道躉交保費大幅收縮約 200 億元人民幣。
- ❖ **業務轉型收穫成效。**上市壽險公司向個險渠道、期交業務及長期保障型產品轉型的成效顯著。新華保險 (1336 HK) 轉型較晚，但是在新一屆管理層領導下，正逐步縮小與同業的差距。就上市同業平均而言，代理人隊伍自 2016 年末以來增長 56.9%。新華保險代理人隊伍擴張幅度最小。2017 上半年，首年期交保費增長最快的保險公司為中國太保及中國平安，其代理人隊伍增速也略高于同業。續期業務已成為保費收入增長的主要動力之一，且占據中國人壽、中國平安、中國太保及新華保險原保費收入的一半。中國人壽、中國太保及中國太平上半年續期保費同比增速超過 30%。由于業務結構優化，上市壽險公司錄得強勁新業務價值增長：其中中國太保新業務價值增長 59.0%，中國太平增長 63.4%，中國平安 46.2%，中國人壽 31.7%，新華保險 26.4%。
- ❖ **監管趨嚴，壽險行業短期或將經歷陣痛，然而長期利好。**保監會 134 號文進一步限制短期儲蓄型產品銷售，壽險公司明年（特別是開門紅階段）保費收入將承壓。然而，由于上市壽險公司大多專注長期保障型業務，因此對於上述監管帶來的不利影響抗壓性較強。長遠來看，壽險行業回歸保險本源（即保障型業務），將使得行業競爭格局更為健康。壽險巨頭或借此機會強化優勢，從激進的保險公司手中收復失地（2017 上半年，上市壽險公司的市占率降幅趨于平穩，明年有望轉降為升）。
- ❖ **我們預計 2018 上半年準備金壓力將減輕。**今年上半年，由于風險貼現率假設變化，準備金增長為壽險公司盈利帶來壓力。量化來看，該負面影響與去年上半年相當。1H2017 由于假設變動造成的準備金增長占上市壽險公司稅前收入的比例分別為：中國人壽 82.7%，平安人壽 47.7%，太保人壽 66.9%，新華保險 40.9%。在審慎中性的貨幣政策下，中國國債收益率曲線自今年以來有所上揚，750 日移動均綫趨于平穩。若假設國債收益率于未來幾年保持在現有水平，則我們預計 750 移動平均將最早于 2018 年上半年步出穀底，準備金壓力或將減輕。

同步大市

中國保險業

丁文捷, PhD

電話：(852) 3900 0856

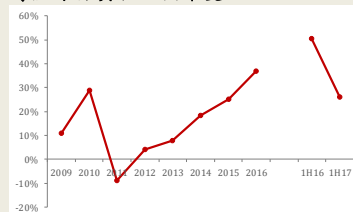
郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

徐涵博

電話：(852) 3761 8725

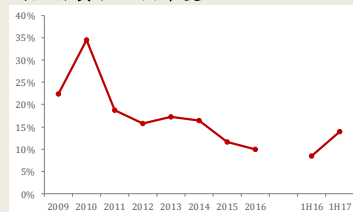
郵件：xuhanbo@cmbi.com.hk

壽險原保費收入按年變化



來源：中國保監會

財險保費收入按年變化



來源：中國保監會

圖 1：保費結構及新業務價值增長

	中國人壽 2628 HK	中國平安 2318 HK	中國太保 2601 HK	人保集團 1339 HK	新华保險 1336 HK	中國太平 966 HK
保費結構及增長						
原保費收入（人民幣百萬元）	346,169	226,516	110,551	83,288	61,239	78,935
原保費收入同比增長	18.3%	38.7%	34.4%	1.7%	-13.8%	29.8%
首年保費（人民幣百萬元）	139,061	105,603	36,440	69,202	17,856	44,002
首年保費同比增長	1.74%	34.70%	51.22%	-7.24%	-48.73%	6.56%
首年保費/原保費收入	40.19%	38.30%	34.07%	83.08%	29.16%	47.51%
續期保費（人民幣百萬元）	180,495	170,114	61,732	12,722	42,115	45,160
續期保費同比增長	39.03%	29.53%	38.80%	118.25%	19.15%	46.46%
首年期交（人民幣百萬元）	77,711	96,730	35,239	15,231	16,651	27,073
首年期交同比增長	10.85%	50.84%	51.29%	57.30%	22.57%	36.93%
首年期交/首年保費	55.88%	91.60%	96.70%	22.01%	93.25%	61.53%
新業務價值						
新業務價值（人民幣百萬元）	36,895	38,551	19,746	3,907	7,153	8,115
新業務價值同比增長	31.7%	46.2%	59.0%	81.6%	26.4%	63.4%
內含價值						
內含價值	697,520	739,144	271,454	60,615	142,089	144,392
內含價值自 2016 年末增長	7.0%	15.9%	10.4%	5.3%	9.8%	12.1%

來源：公司，招銀國際

圖 2：壽險代理人數量

公司	股份代號	壽險代理人數量 (千人, 截至 2017 年 6 月 30 日)	人數增長率	
			自 2017	自 2016
中國人壽	2628 HK	1,578	5.6%	61.2%
中國平安	2318 HK	1,325	19.3%	52.4%
中國太保	2601 HK	870	33.2%	80.5%
人保集團	1339 HK	213	12.6%	50.5%
新华保險	1336 HK	333	1.5%	28.6%
中國太平	966 HK	391	49.2%	68.5%
平均			20.2%	56.9%

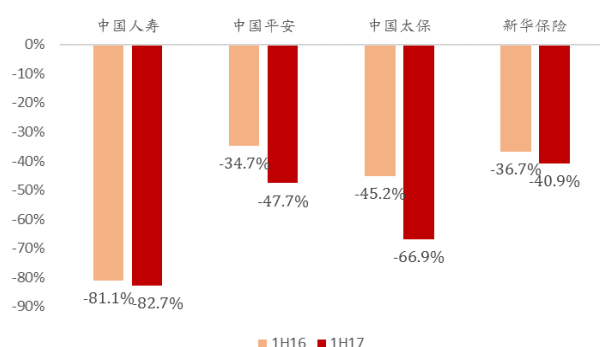
來源：公司，招銀國際

圖 3：2017 年上市壽險公司市場占有率趨穩

公司	股份代號	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	1H2017
中國人壽	2628 HK	31.7%	33.3%	32.4%	30.4%	26.1%	23.0%	19.9%	19.4%
中國平安	2318 HK	15.1%	12.4%	12.9%	13.6%	13.7%	13.1%	12.7%	12.7%
中國太保	2601 HK	8.8%	9.7%	9.4%	8.9%	7.8%	6.8%	6.3%	6.2%
人保集團	1339 HK	7.8%	7.4%	6.4%	7.0%	6.2%	5.6%	4.8%	4.7%
新华保險	1336 HK	8.9%	9.9%	9.8%	9.6%	8.7%	7.1%	5.2%	3.4%
中國太平	966 HK	3.1%	3.3%	3.7%	4.8%	5.1%	5.0%	4.4%	4.4%
		75.5%	76.1%	74.6%	74.4%	67.6%	60.7%	53.2%	50.8%

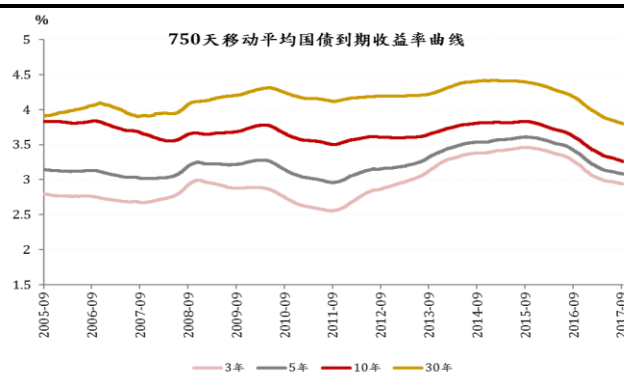
來源：保監會，招銀國際

圖 4：假設變動造成的準備金變化占稅前利潤百分比



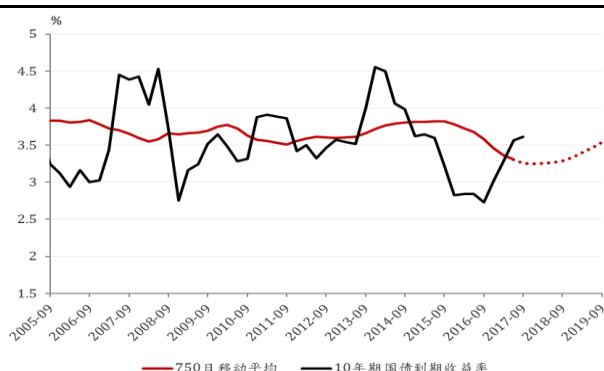
來源：公司，招銀國際。*注：中國平安及中國太保僅包含壽險業務稅前利潤

圖 5：750 日移動平均國債到期收益率曲線



來源：Wind，招銀國際

圖 6：我們預測基準風險貼現率將於 2018 年一季度步出穀底



來源：Wind，招銀國際預測。*注：預測值以虛線表示

財險：承保利潤仍舊承壓

- ❖ **保費收入增長隨宏觀經濟復蘇。**2017 上半年，財險行業保費收入同比增長 13.9%，增速同比提升約 6.8 個百分點，表明隨著宏觀經濟企穩，保費收入復蘇。在上市財險公司中，平安財險及太平財險錄得最快增長，分別為 23.5% 及 17.5%，中國財險保費收入增長 11.0%，略低於行業平均。由於專注承保質量，選擇性退出盈利能力較差的業務，太保財險保費收入僅增長 5.7%，但是增速比去年同期有所提升。行業整體而言，上半年車險保費收入同比增長 9.23%（2016 年為 10.5%）。中國財險、平安財險及太平財險均錄得高於行業平均的車險保費收入增長，分別為 9.8%，13.6% 及 15.2%。
- ❖ **2017 下半年承保利潤承壓。**上半年，上市財險公司綜合成本率均保持在令人滿意的水平：中國財險 95.5%，同比提升 0.5 個百分點；平安財險 96.1%，同比提升 0.8 個百分點；太保財險 98.74%，同比下降 0.7 個百分點；太平財險 98.8%，同比下降 0.8 個百分點。下半年，我們預測承保利潤或將收縮，基於兩點原因。第一，車險費率改革深化。儘管我們認為費率改革利好擁有更強定價能力及費用管控能力的財險巨頭，但是短期來看，我們預期保費收入增長將有所放緩，賠付率或將提升。該趨勢與今年上半年部分財險公司公布的車險經營數據一致：中國財險及太保財險的車險綜合成本率分別同比提升 0.6 及 0.4 個百分點。第二，下半年事故及自然災害更加頻發，或將導致非車險業務賠付率上升。

圖 7：2017 上半年財險保費收入及綜合成本率

	中國財險 2328 HK	中國平安 2318 HK	中國太保 2601 HK	中國太平 966 HK
保費收入及增長				
保費收入（人民幣百萬元）	179,317	103,443	51,964	10,684
保費收入同比增長	11.0%	23.5%	5.7%	17.5%
市場占有率	34.0%	19.6%	9.8%	2.0%
車險保費（人民幣百萬元）	112,242	80,260	39,843	9,502
車險保費同比增長	9.8%	13.6%	5.8%	15.2%
車險保費/保費收入	62.6%	77.6%	76.7%	88.9%
非車險保費（人民幣百萬元）	31,925	23,183	12,642	2,580
非車險保費同比增長	18.5%	76.2%	9.3%	0.3%
綜合成本率				
賠付率（%）	60.9	58.8	60.9	48.9
賠付率同比變化（百分點）	0.7	3.9	-0.3	-1.5
費用率（%）	34.6	37.3	37.8	49.9
費用率同比變化（百分點）	-0.2	-3.1	-0.4	0.7
綜合成本率（%）	95.5	96.1	98.7	98.8
綜合成本率同比變化（百分點）	0.5	0.8	-0.7	-0.8

來源：公司，招銀國際

股價表現及覆蓋範圍

中國太保（2601 HK），目標價：HK\$45.46，買入。由於中國太保壽險業務穩健增長及財險業務承保利潤持續改善，該股票是我們 2017 年 4 季度的首選。新一屆管理層推出“轉型 2.0”，專注保險主業，增強公司競爭力。我們認為，中國太保多年堅持專注保險主業的戰略應該體現在溢價上。主要投資風險在於，壽險業務的增長潛力或許會被財險業務的盈利壓力抵消。我們給予 2018 年 6 月末的目標價為 45.46 港元，相當於 2017 年和 2018 年集團預測內含價值的 1.25 倍和 1.11 倍。

新華保險（1336 HK），目標價：HK\$54.94，買入。2017 年中期業績發布後，由於新業務價值增長不及預期，股價下跌超過 12%。我們認為，在新一屆管理層帶領下，公司將從專注個險渠道、期交業務及健康險業務的轉型中獲利。然而，轉型所需時間或超投資者預期，且公司個險代理人隊伍擴張不及同業。因此，2017 全年，新華保險原保費收入及新業務價值增長有可能仍低於同業。我們給予 2018 年 6 月末的目標價為 54.94 港元，相當於 2017 年和 2018 年預測內含價值的 1.01 倍和 0.89 倍。下行風險包括：（1）低於預期的業務轉型及新業務價值增長；（2）資產質量惡化，尤其是非標資產。值得一提的是，南下資金持股數量占新華保險已發行股份的百分比由 3 月 17 日的約 13% 上升至 9 月 25 日的約 28%，該增幅與在香港上市的其他中資保險公司相比極為顯著。與此同時，新華保險 H 股之於 A 股折價亦為最大。

中國人壽（2628 HK），目標價：HK\$32.07，買入。淨利潤重回正增長通道，2017 上半年，由於投資收入增加，淨利潤同比增長 17.8%。新業務價值增長 31.7%，低於主要同業。我們認為，未來新業務價值增長將更多依靠價值率提升及代理人產能提升。我們給予 2018 年 6 月末的目標價為 32.07 港幣，相當於 2017 年和 2018 年預測內含價值的 1.05 倍和 0.92 倍。主要風險包括：（1）首年期交保費增速不及代理人數量增長；（2）投資決策或難以在支持國家戰略與投資者收益最大化之間保持平衡。

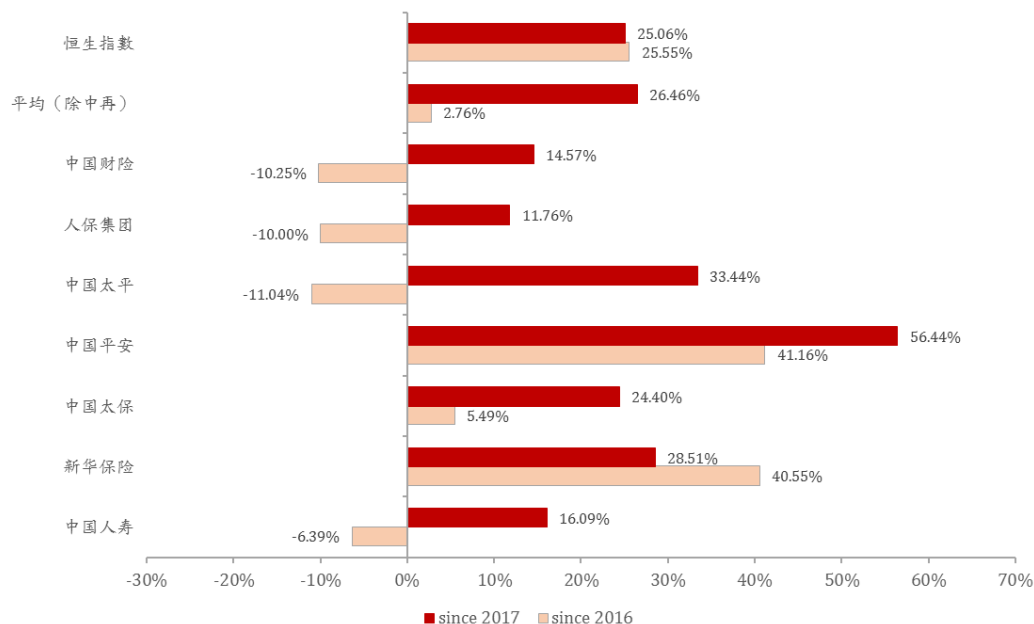
圖 8：招銀國際預測覆蓋範圍

公司	股份代號	股價 (港元)	目標價 (2018-06)	潛在升幅	評級	市盈率(x)		市帳率(x)		PEV(x)		股息率(%)	
						FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E
中國人壽	2628 HK	23.45	32.07	36.8%	BUY	25.61	22.16	1.79	1.72	0.76	0.67	1.4	1.6
中國太保	2601 HK	33.65	45.46	35.1%	BUY	19.90	18.45	1.88	1.79	0.92	0.81	2.5	2.7
新華保險	1336 HK	45.75	54.94	20.1%	BUY	23.18	19.60	1.90	1.75	0.83	0.73	1.3	1.5

來源：彭博，招銀國際預測

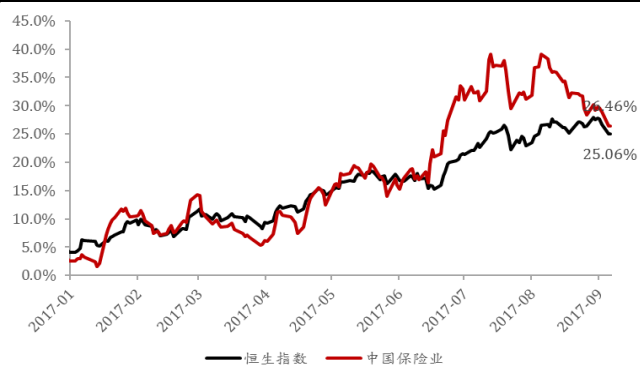
將行業評級下調至同步大市。中國保險行業平均股價自年初以來已上漲 26.5%，跑贏恒生指數（25.1%）。儘管我們對於中國保險業，尤其是壽險行業的長遠前景感到樂觀，我們認為當前股價已基本反映積極因素。2017 年 4 季度，潛在升幅及跌幅有限。因此，我們將行業評級下調至同步大市。

圖 9：中國保險公司自年初以來股價表現



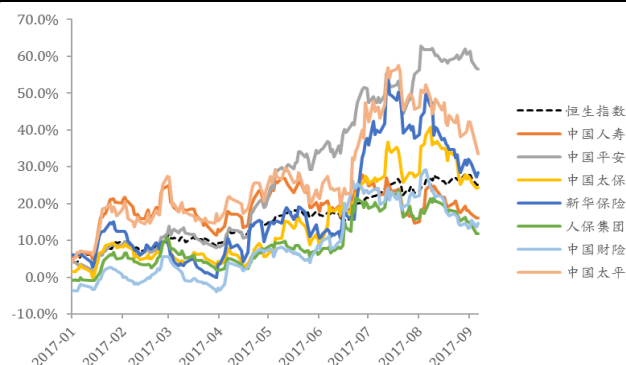
來源：彭博，招銀國際

圖 10：股價表現：中國保險行業 vs. 恒生指數



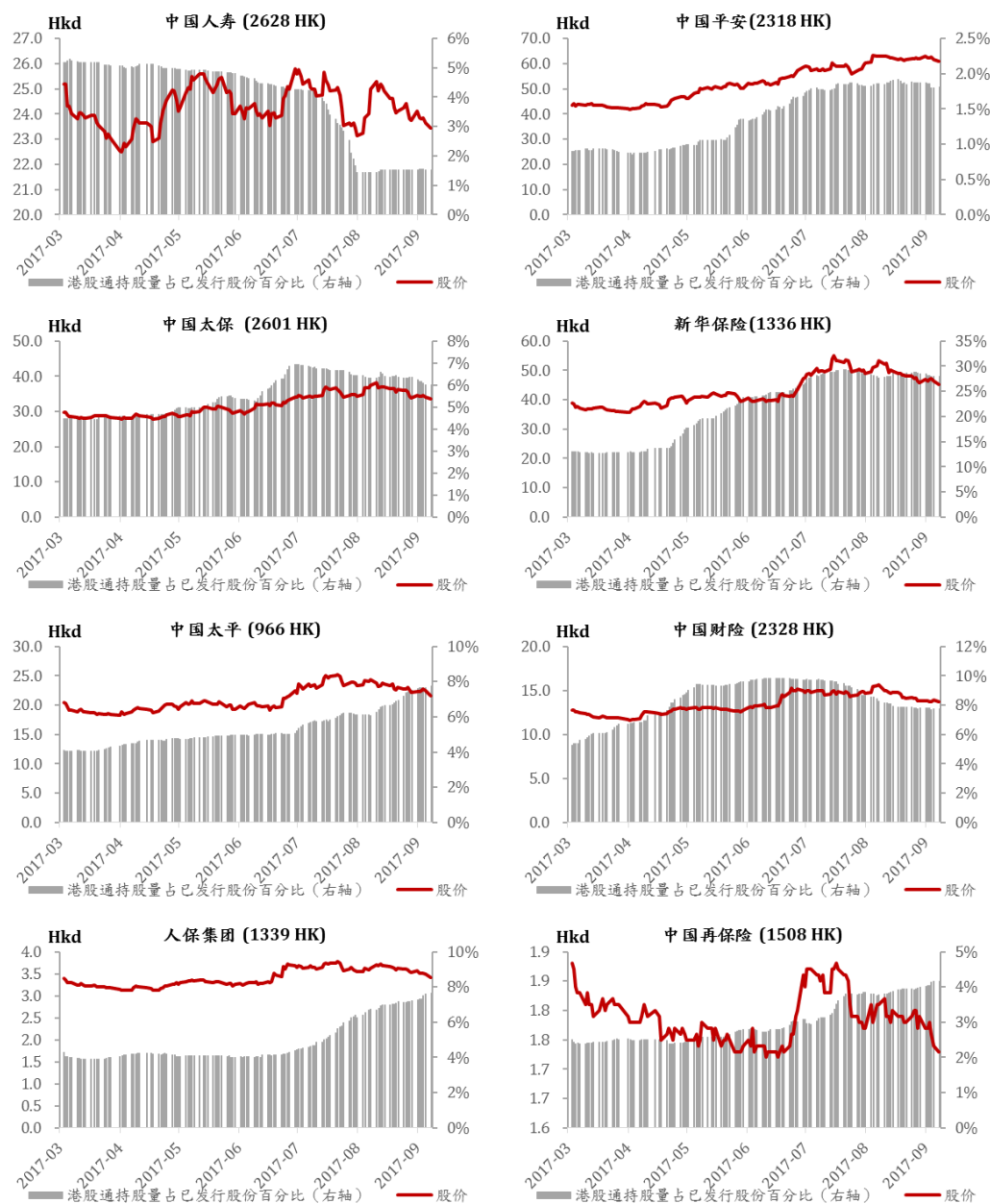
來源：彭博，招銀國際

圖 11：中國保險公司自年初以來股價走勢



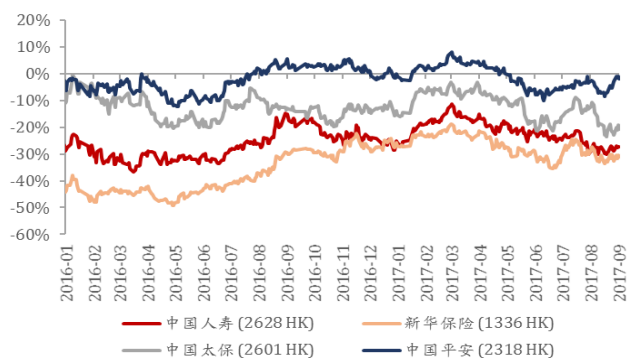
來源：彭博，招銀國際

圖 12：港股通持股量占已發行股份百分比 vs. 股價



來源：彭博，招銀國際

圖 13：H/A 溢價（折價）



來源：保監會，招銀國際

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于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: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。接收本報告之行爲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。