

中国太平(966 HK)

有效的代理人团队管理支撑下半年增长

- ❖ **净利润增长 120.3%**。保费收入同比增长 14.1%至 1,301 亿港元（寿险+11.9%至 999 亿港元；境内财产险+26.8%至 153 亿港元）。净利润同比大幅增长 120.3%至 52 亿港元，主要由于投资收益增加，与先前公布的同比增长 120%盈喜一致。六月末集团每股内含价值为 37.4 港元，较 2017 年末上涨 7.2%（按人民币口径计算为上升 11.2%）。
- ❖ **寿险新业务价值下跌 6.8%（按人民币口径计算下跌 9.5%）**。我们认为在严监管背景下，新业务价值的负增长在很大程度上已被投资者预期，太平的表现事实上仍优于同业平均水平。根据我们的计算，个险和银保渠道新业务价值率下降，使得整体新业务价值率从 2017 上半年的 32.5%下降至 2018 上半年的 29.3%。这可能是由于产品组合的变化和费用的增加。
- ❖ **下半年新业务价值增长前景更加乐观**。由于（1）良好的代理人团队管理，代理人人数自 4 月以来反弹且较 2017 年增长 6.6%，且各个层级的代理人收入同比增长均超过 20%；（2）产品供应增强和销售策略优化；（3）自二季度以来首年期交保费重拾较为强劲的增速；（4）下半年新业务基数相对较低。然而，下半年不利的汇率环境（人民币贬值）可能带来风险。我们预测新业务价值全年下降 4.5%。
- ❖ **产险综合成本率及有效税率上升**：上半年保费收入同比增长 22.1%，主要由于非车业务扩张（+58%相对于车险 18%的增长）。随着商车费改深入，赔付率同比上升 4.1 个百分点至 53.0%，而由于费用管控，费用率同比下降 3.4 个百分点至 46.5%。因此，综合成本率同比上升 0.7 个百分点至 99.5%。由于商车费改导致市场竞争加剧、费用和佣金支出上涨，太平财险的有效税率达到 60.7%，而 2017 年上半年为 44.1%。管理层表示，在不久的将来，监管机构可能会调整税费和佣金支出的税收政策，有效税率可能会降低。
- ❖ **目标价下调至 34.50 港元，维持买入评级**。我们将 2018 年新业务价值预测下调至 130 亿港元。我们的目标价基于寿险/产险/其他业务 2018 年末预测内含价值/市账率的 1.04/1.2/0.8 倍，其中，寿险业务假设 15.5%内含价值回报率、15%折现率及 2%永续增长率。目标价下调至 34.50 港元，该价格相当于 2018/19 年末集团内含价值的 0.87/0.78 倍。

财务资料

（截至 12 月 31 日）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
保费收入（百万人民币）	149,265	178,676	195,429	228,900	262,582
总收入（百万人民币）	166,564	196,100	215,181	253,980	293,445
净利润（百万人民币）	4,832	6,136	9,112	11,044	12,631
每股收益（人民币）	1.27	1.64	2.46	3.00	3.44
每股收益变动（%）	(28.55)	28.41	50.64	21.81	14.71
市盈率 (x)	19.78	15.40	10.23	8.39	7.32
市账率 (x)	1.57	1.36	1.28	1.19	1.09
P/EV (x)	0.87	0.72	0.64	0.57	0.51
股息率（%）	0.40	0.40	0.60	0.73	0.84
权益收益率（%）	8.22	9.88	13.31	15.06	15.86

资料来源：公司及招銀国际研究

买入（维持）

目标价	HK\$34.50
（此前目标价	HK\$39.21）
潜在升幅	+38.0%
当前股价	HK\$25.20

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)	90,569
3 月平均流通量(百万港元)	224
5 周内股价高/低(港元)	36.1/ 20.9
总股本(百万)	3,594

资料来源：彭博

股东结构

太平集团	59.64%
流通股	40.36%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-5.7%	-4.6%
3-月	-8.9%	0.3%
6-月	-16.2%	-5.7%

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: <http://www.cntaiping.com/>

图 1：太平集团 2018 上半年利润表

百万港币	1H18	1H17	... YoY (%)
总保费及保单费收入	130,088	113,994	14.1%
人寿保险	101,125	90,367	11.9%
境内财产保险	15,428	12,633	22.1%
境外财产保险	3,306	2,524	31.0%
再保险	8,538	6,565	30.1%
养老及团体保险	3,491	3,145	11.0%
减：分出保费	(6,013)	(2,818)	113.4%
净保费收入及保单费收入	124,075	111,177	11.6%
未到期责任准备金变化，减再保险	(1,610)	(2,385)	-32.5%
已赚取保费及保单费收入净额	122,465	108,792	12.6%
净投资收入	12,416	9,718	27.8%
已实现投资收益／（亏损）净额	1,616	(614)	-363.1%
未实现投资收益／（亏损）及减值净额	(861)	(710)	21.2%
其他收益	2,422	2,271	6.7%
收入总额	138,058	119,456	15.6%
保单持有人利益净额	(54,014)	(41,256)	30.9%
佣金支出净额	(14,234)	(13,260)	7.3%
行政及其他费用	(14,469)	(13,044)	10.9%
寿险合约负债变化，减再保险	(44,072)	(46,187)	-4.6%
给付、赔款及费用总额	(126,788)	(113,746)	11.5%
应占联营公司及合营公司业绩	(68)	221	-130.8%
财务费用	(1,248)	(923)	35.2%
除税前溢利	9,954	5,007	98.8%
税项支出	(3,078)	(1,920)	60.3%
除税后溢利	6,876	3,087	122.8%
非控股股东权益	1,667	722	130.8%
本公司股东权益	5,209	2,365	120.3%

来源：公司，招银国际

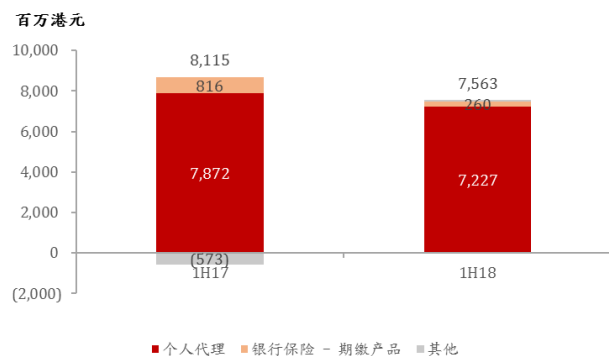
图 2：主要经营指标

百万港币	1H18	1H17	... YoY (%)
新业务价值	7,563	8,115	-6.8%
新业务价值率	29.3%	32.5%	-3.2ppt
个人代理	32.8%	35.2%	-2.4ppt
银行保险 - 期缴产品	7.4%	18.6%	-11.2ppt
综合成本率	99.5%	98.8%	+0.7ppt
赔付率	53.0%	48.9%	+4.1ppt
费用率	46.5%	49.9%	-3.4ppt
净投资收益率	4.45%	4.29%	+0.16ppt
总投资收益率	4.72%	3.71%	+1.01ppt

百万港币	30 Jun	YE2017	... change over YE2017
投资资产总额	577,035	539,930	6.9%
总资产	724,007	666,474	8.6%
总权益	83,311	81,721	1.9%
股东权益	67,837	66,440	2.1%
太平人寿内含价值	129,418	117,368	10.3%
太平集团内含价值	172,421	160,253	7.6%
归属于母公司股东的内含价值	134,411	125,410	7.2%
太平人寿综合偿付能力充足率	235%	246%	-11ppt
太平财险综合偿付能力充足率	203%	216%	-13ppt
第三方资产管理规模	424,500	414,700	2.4%
个人代理数目	409,486	384,169	6.6%
第 13 个月之保费继续率			
个人代理	96.9%	95.8%	+1.1ppt
银行保险	96.3%	95.8%	+0.5ppt
第 25 个月之保费继续率			
个人代理	94.2%	92.0%	+2.2ppt
银行保险	94.0%	91.7%	+2.3ppt

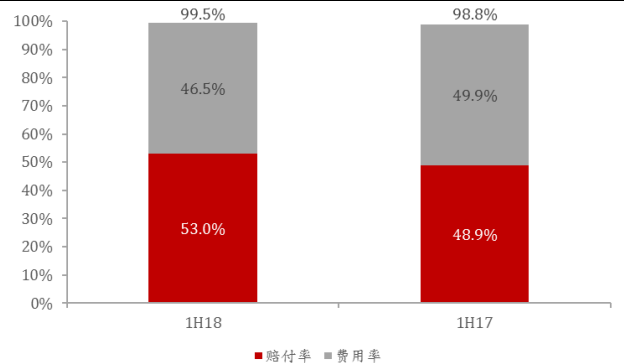
来源：公司，招银国际

图 3：新业务价值按渠道



来源：公司，招银国际

图 4：综合成本率



来源：公司，招银国际

图 5：保费收入结构优化

	1H18		1H17		... YoY growth (%)
	HK\$mn	Share, %	HK\$ mn	Share, %	
个人代理	78,392	100%	55,538	100%	41.2%
趸交保费	77	0%	60	0%	28.5%
首年期交	22,034	28%	22,354	40%	-1.4%
续期保费	56,280	72%	33,124	60%	69.9%
银行保险	19,259	100%	32,371	100%	-40.5%
趸交保费	25	0%	16,864	52%	-99.9%
首年期交	3,506	18%	4,377	14%	-19.9%
续期保费	15,729	82%	11,130	34%	41.3%
保费收入合计	99,894		89,267		11.9%

来源：公司，招银国际

利润表

年结：12月31日（百万港币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
总保费及保单费收入	149,265	178,676	195,429	228,900	262,582
- 太平人寿	111,774	133,847	141,837	168,968	196,532
- 太平财险	21,301	26,099	29,753	33,323	36,655
- 海外财产保险	4,339	4,758	5,472	6,129	6,680
- 太平再保险	9,175	11,058	11,997	12,837	13,543
- 太平养老	4,691	5,307	6,369	7,643	9,171
分出保费及未到期责任准备金变化净额	(5,697)	(8,487)	(12,001)	(13,399)	(14,807)
已赚取保费及保单费收入净额	143,569	170,190	183,428	215,500	247,776
投资收益	20,076	21,647	27,881	33,612	39,750
其他收益	2,919	4,264	3,873	4,868	5,919
收入总额	166,564	196,100	215,181	253,980	293,445
保单持有人利益净额	(32,833)	(63,262)	(67,953)	(78,317)	(89,815)
佣金支出净额	(16,704)	(21,126)	(22,863)	(27,552)	(35,560)
行政及其他费用	(22,694)	(27,707)	(31,269)	(36,624)	(42,013)
寿险合约负债变化净额	(83,643)	(70,690)	(74,355)	(89,151)	(100,661)
给付、赔款及费用总额	(155,874)	(182,785)	(196,439)	(231,645)	(268,050)
应占联营及合营公司业绩	59	528	544	560	577
财务费用	(1,377)	(2,124)	(1,883)	(1,803)	(1,846)
除税前溢利	9,371	11,720	17,404	21,093	24,125
税项支出	(2,956)	(3,756)	(5,577)	(6,759)	(7,731)
除税后溢利	6,415	7,964	11,827	14,334	16,394
非控股股东应占溢利	1,583	1,828	2,715	3,290	3,763
本公司股东应占溢利	4,832	6,136	9,112	11,044	12,631

来源：公司及招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万港币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
固定收益类投资	312,955	426,298	506,860	601,140	699,350
权益类投资	60,228	75,619	89,909	106,633	124,054
投资性房地产	19,471	19,947	20,944	21,991	23,091
现金及其他	36,168	18,066	24,253	31,613	39,270
总投资资产	428,823	539,930	641,966	761,376	885,765
非投资资产	80,185	126,544	132,871	139,515	146,491
资产总额	509,008	666,474	774,837	900,891	1,032,256
寿险合约负债	291,844	383,915	458,368	547,638	648,432
投资合约负债	22,437	30,714	36,857	43,491	50,450
其他保险准备金	28,532	39,056	48,814	59,620	71,349
需付息贷款	47,542	52,147	50,562	48,982	48,467
其他负债	48,405	78,921	93,524	107,505	111,316
负债总额	438,759	584,753	688,125	807,236	930,013
非控股股东权益	12,424	15,280	16,214	17,512	19,117
本公司股东权益	57,824	66,440	70,499	76,143	83,125

来源：公司及招银国际预测

主要比率

年结：12月31日（百万港币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
内含价值					
太平人寿新业务价值	9,115	13,638	13,023	13,440	14,130
太平人寿内含价值	92,049	117,368	134,811	153,631	174,091
太平集团内含价值	104,130	125,410	141,745	159,011	177,349

同比增长率

总保费及保单费收入	7.8%	19.7%	9.4%	17.1%	14.7%
- 太平人寿	9.2%	19.7%	6.0%	19.1%	16.3%
- 太平财险	6.5%	22.5%	14.0%	12.0%	10.0%
- 海外财产保险	-12.0%	9.7%	15.0%	12.0%	9.0%
- 太平再保险	14.6%	20.5%	8.5%	7.0%	5.5%
- 太平养老	14.2%	13.1%	20.0%	20.0%	20.0%
已赚取保费及保单费收入净额	9.9%	18.5%	7.8%	17.5%	15.0%
本公司股东应占溢利	-23.8%	27.0%	48.5%	21.2%	14.4%
太平人寿个险渠道首年保费	33.8%	24.3%	-0.5%	3.0%	5.0%
太平人寿银保渠道首年保费	-0.7%	-9.3%	-77.8%	9.3%	10.0%
太平人寿新业务价值	28.8%	49.6%	-4.5%	3.2%	5.1%
太平人寿内含价值	5.3%	27.5%	14.9%	14.0%	13.3%
太平集团内含价值	6.3%	20.4%	13.0%	12.2%	11.5%
集团投资资产	15.1%	25.9%	18.9%	18.6%	16.3%

资本充足率

太平人寿综合偿付能力充足率	251%	246%	242%	238%	234%
太平财险综合偿付能力充足率	206%	216%	214%	212%	180%
太平再保险综合偿付能力充足率	230%	244%	232%	225%	221%
太平养老综合偿付能力充足率	324%	336%	267%	233%	220%

主要比率

太平人寿新业务价值率（基于年化标准保费）	38.9%	46.0%	45.0%	45.0%	45.0%
太平财险赔付率	53.0%	52.2%	53.2%	53.1%	53.1%
太平财险费用率	46.8%	47.3%	46.5%	46.5%	46.5%
太平财险综合成本率	99.8%	99.5%	99.7%	99.6%	99.6%
净投资收益率	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%	4.4%
总投资收益率	5.0%	4.5%	4.7%	4.8%	4.8%
太平集团权益收益率	8.2%	9.9%	13.3%	15.1%	15.9%
太平集团资产收益率	1.0%	1.0%	1.3%	1.3%	1.3%
太平人寿内含价值收益率	7.8%	29.5%	16.1%	15.4%	14.9%

每股数据

每股收益（港元）	1.27	1.64	2.46	3.00	3.44
每股净资产（港元）	16.09	18.49	19.62	21.19	23.13
太平集团每股内含价值（港元）	28.98	34.89	39.44	44.24	49.35
每股股息（港元）	0.10	0.10	0.15	0.18	0.21

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出售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风险。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。