

中國太平(966 HK)

有效的代理人團隊管理支撐下半年增長

- ❖ **淨利潤增長 120.3%**。保費收入同比增長 14.1%至 1,301 億港元（壽險+11.9%至 999 億港元；境內財產險+26.8%至 153 億港元）。淨利潤同比大幅增長 120.3%至 52 億港元，主要由于投資收益增加，與先前公布的同比增長 120%盈喜一致。六月末集團每股內含價值為 37.4 港元，較 2017 年末上漲 7.2%（按人民幣口徑計算為上升 11.2%）。
- ❖ **壽險新業務價值下跌 6.8%（按人民幣口徑計算下跌 9.5%）**。我們認為在嚴監管背景下，新業務價值的負增長在很大程度上已被投資者預期，太平的表現事實上仍優于同業平均水平。根據我們的計算，個險和銀保渠道新業務價值率下降，使得整體新業務價值率從 2017 上半年的 32.5%下降至 2018 上半年的 29.3%。這可能是由于產品組合的變化和費用的增加。
- ❖ **下半年新業務價值增長前景更加樂觀**。由于（1）良好的代理人團隊管理，代理人數自 4 月以來反彈且較 2017 年增長 6.6%，且各個層級的代理人收入同比增長均超過 20%；（2）產品供應增強和銷售策略優化；（3）自二季度以來首年期交保費重拾較為強勁的增速；（4）下半年新業務基數相對較低。然而，下半年不利的匯率環境（人民幣貶值）可能帶來風險。我們預測新業務價值全年下降 4.5%。
- ❖ **產險綜合成本率及有效稅率上升**：上半年保費收入同比增長 22.1%，主要由于非車業務擴張（+58%相對於車險 18%的增長）。隨著商車費改深入，賠付率同比上升 4.1 個百分點至 53.0%，而由于費用管控，費用率同比下降 3.4 個百分點至 46.5%。因此，綜合成本率同比上升 0.7 個百分點至 99.5%。由于商車費改導致市場競爭加劇、費用和傭金支出上漲，太平財險的有效稅率達到 60.7%，而 2017 年上半年為 44.1%。管理層表示，在不久的將來，監管機構可能會調整稅費和傭金支出的稅收政策，有效稅率可能會降低。
- ❖ **目標價下調至 34.50 港元，維持買入評級**。我們將 2018 年新業務價值預測下調至 130 億港元。我們的目標價基于壽險/產險/其他業務 2018 年末預測內含價值/市賬率的 1.04/1.2/0.8 倍，其中，壽險業務假設 15.5%內含價值回報率、15%折現率及 2%永續增長率。目標價下調至 34.50 港元，該價格相當于 2018/19 年末集團內含價值的 0.87/0.78 倍。

財務資料

（截至 12 月 31 日）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
保費收入（百萬人民幣）	149,265	178,676	195,429	228,900	262,582
總收入（百萬人民幣）	166,564	196,100	215,181	253,980	293,445
淨利潤（百萬人民幣）	4,832	6,136	9,112	11,044	12,631
每股收益（人民幣）	1.27	1.64	2.46	3.00	3.44
每股收益變動（%）	(28.55)	28.41	50.64	21.81	14.71
市盈率 (x)	19.78	15.40	10.23	8.39	7.32
市賬率 (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
權益收益率（%）	8.22	9.88	13.31	15.06	15.86

資料來源：公司及招銀國際研究

買入（維持）

目標價	HK\$34.50
（此前目標價	HK\$39.21）
潛在升幅	+38.0%
當前股價	HK\$25.20

丁文捷, PhD

電話：(852) 3900 0856/
(86) 755 2367 5591郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

徐涵博

電話：(852) 3761 8725

郵件：xuhanbo@cmbi.com.hk

中國保險業

市值(百萬港元)	90,569
3 月平均流通量(百萬港元)	224
5 周內股價高/低(港元)	36.1/ 20.9
總股本(百萬)	3,594

資料來源：彭博

股東結構

太平集團	59.64%
流通股	40.36%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-5.7%	-4.6%
3-月	-8.9%	0.3%
6-月	-16.2%	-5.7%

資料來源：彭博

12-月 股價表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

公司網站：<http://www.cntaiping.com/>

圖 1：太平集團 2018 上半年利潤表

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，招銀國際

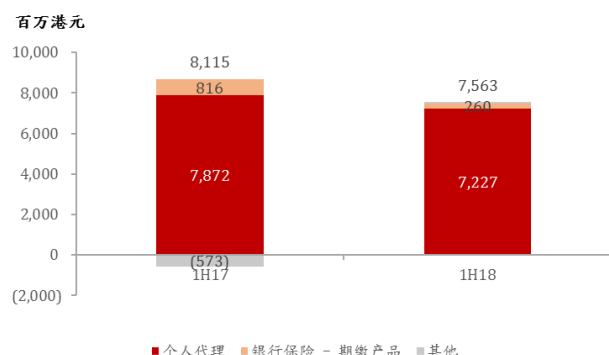
圖 2：主要經營指標

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

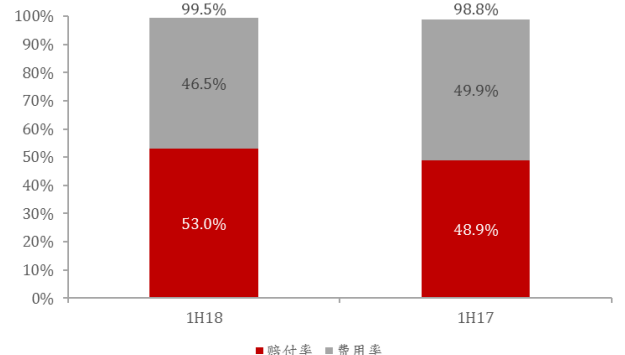
来源：公司，招銀國際

圖 3：新業務價值按渠道



來源：公司，招銀國際

圖 4：綜合成本率



來源：公司，招銀國際

圖 5：保費收入結構優化

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

來源：公司，招銀國際

利潤表

年結：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：公司及招銀國際預測

資產負債表

年結：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：公司及招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日（百萬港幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
內含價值					
太平人壽新業務價值	9,115	13,638	13,023	13,440	14,130
太平人壽內含價值	92,049	117,368	134,811	153,631	174,091
太平集團內含價值	104,130	125,410	141,745	159,011	177,349

同比增長率

總保費及保單費收入	7.8%	19.7%	9.4%	17.1%	14.7%
- 太平人壽	9.2%	19.7%	6.0%	19.1%	16.3%
- 太平財險	6.5%	22.5%	14.0%	12.0%	10.0%
- 海外財產保險	-12.0%	9.7%	15.0%	12.0%	9.0%
- 太平再保險	14.6%	20.5%	8.5%	7.0%	5.5%
- 太平養老	14.2%	13.1%	20.0%	20.0%	20.0%
已賺取保費及保單費收入淨額	9.9%	18.5%	7.8%	17.5%	15.0%
本公司股東應占溢利	-23.8%	27.0%	48.5%	21.2%	14.4%
太平人壽保險渠道首年保費	33.8%	24.3%	-0.5%	3.0%	5.0%
太平人壽銀保渠道首年保費	-0.7%	-9.3%	-77.8%	9.3%	10.0%
太平人壽新業務價值	28.8%	49.6%	-4.5%	3.2%	5.1%
太平人壽內含價值	5.3%	27.5%	14.9%	14.0%	13.3%
太平集團內含價值	6.3%	20.4%	13.0%	12.2%	11.5%
集團投資資產	15.1%	25.9%	18.9%	18.6%	16.3%

資本充足率

太平人壽綜合償付能力充足率	251%	246%	242%	238%	234%
太平財險綜合償付能力充足率	206%	216%	214%	212%	180%
太平再保險綜合償付能力充足率	230%	244%	232%	225%	221%
太平養老綜合償付能力充足率	324%	336%	267%	233%	220%

主要比率

太平人壽新業務價值率（基於年化標準保費）	38.9%	46.0%	45.0%	45.0%	45.0%
太平財險賠付率	53.0%	52.2%	53.2%	53.1%	53.1%
太平財險費用率	46.8%	47.3%	46.5%	46.5%	46.5%
太平財險綜合成本率	99.8%	99.5%	99.7%	99.6%	99.6%
淨投資收益率	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%	4.4%
總投資收益率	5.0%	4.5%	4.7%	4.8%	4.8%
太平集團權益收益率	8.2%	9.9%	13.3%	15.1%	15.9%
太平集團資產收益率	1.0%	1.0%	1.3%	1.3%	1.3%
太平人壽內含價值收益率	7.8%	29.5%	16.1%	15.4%	14.9%

每股數據

每股收益（港元）	1.27	1.64	2.46	3.00	3.44
每股淨資產（港元）	16.09	18.49	19.62	21.19	23.13
太平集團每股內含價值（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

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。而過去的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。