

人保集團 (1339 HK)

被低估的國內領先的大型綜合性保險金融集團

❖ **人保財險：國內領先的財產險公司。**2017年，人保財險保費收入同比增長12.6%至3,500億元人民幣，佔據了33.1%的市場份額，超過第二和第三大財產險公司市場份額的總和。2018上半年，人保財險綜合成本率僅為95.9%，低於同業平均水平（98.0%）。在過去5年中，得益於廣泛的銷售網絡，人保財險的費用率低於上市同業平均水平，為更具競爭力的賠付和利潤率留下了更多空間。由於中國和宏觀經濟前景的不確定性，並考慮到商車費改的影響，我們預測2017至2020年，中國財險保費收入年複合增長率將較過去5年下降3個百分點，至9.6%。

❖ **人保壽險：在業務轉型和價值創造方面具有巨大潛力。**人保壽險加快向個險渠道和續期業務轉型。2015/16/17年，個險代理人數分別為14.2/18.9/25.6萬人，月人均首年期交保費增至2,700/4,258/4,576元。代理人隊伍的擴張和產能的提高導致個險渠道新業務價值的飛躍。2018上半年，個險渠道新業務價值率（基於首年年化保費）同比增長5.3個百分點至34.6%。我們相信人保壽險將繼續推進業務轉型。我們預測2019年，壽險業務新業務價值將增長4.8%至45.8億元，內含價值將增長10.1%至742億元。

❖ **人保健康：在中國6家專業醫療保險公司中保費收入排名第一。**截至2018年9月末，在中國6家專業醫療保險公司中，人保健康以保費收入計的市場份額排名第一。我們認為人口老齡化和商業養老保險需求的增長是健康保險業增長的基石。我們預測健康險業務保費收入將復蘇，2019/20年分別達到164/186億元。

❖ **首次覆蓋，給予買入評級。**集團股價相當於0.78/0.71倍2018/19年預測市賬率，低於上市同業平均的1.39/1.28倍。我們預測集團財產險業務公允市賬率為1.37倍，壽險業務公允內含價值倍數為0.64倍，健康險業務公允內含價值倍數為0.43倍，其他業務公允市賬率為0.60倍。根據分部加總法，我們的目標價為3.99港元。首次覆蓋，給予買入評級。

財務資料

（截至12月31日）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
總保費收入（人民幣百萬元）	439,874	476,447	500,519	554,751	600,021
總收入（人民幣百萬元）	443,323	483,775	502,267	557,180	601,295
淨利潤（人民幣百萬元）	14,245	16,099	16,586	19,709	21,742
每股收益（人民幣）	0.34	0.38	0.38	0.45	0.49
每股收益變動（%）	(27.11)	13.02	(1.17)	18.82	10.32
市盈率（x）	8.05	7.12	7.20	6.06	5.50
市帳率（x）	0.91	0.83	0.78	0.71	0.64
股息率（%）	1.25	1.46	1.44	1.71	1.89
淨資產收益率（%）	11.76	12.21	11.41	12.23	12.21

來源：公司，招銀國際預測

買入（首次覆蓋）

目標價	HK\$3.99
潛在升幅	+29.8%
當前股價	HK\$3.07

徐涵博

電話：(852) 3761 8725

郵件：xuohanbo@cmbi.com.hk

丁文捷，PhD

電話：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5591

郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

中國保險業

市值(百萬港元)	247,038
3月平均流通量(百萬港元)	150.6
5周內股價高/低(港元)	4.8/2.99
總股本(百萬)	42,424

資料來源：彭博

股東結構

財政部	67.60%
社保基金會	9.79%
H股股東	18.55%
A股股東	4.07%

資料來源：HKEX

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-3.2%	-5.8%
3-月	-9.7%	-13.8%
6-月	-10.8%	-4.6%

資料來源：彭博

12-月股價表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

目錄

內容摘要..... ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.

公司估值..... ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.

財務數據..... ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.

內容摘要

國內領先的大型綜合性保險金融集團

人保集團是國內領先的大型綜合性保險金融集團。人保財險在中國財產險市場排名第一；人保壽險在業務轉型和價值創造方面具有巨大潛力；人保健康在中國 6 家專業醫療保險公司中保費收入排名第一。此外，集團在金融科技業務方面亦取得穩健進展。

1) 人保財險：國內領先的財產險公司

2017 年，人保財險保費收入同比增長 12.6% 至 3,500 億元人民幣，佔據了 33.1% 的市場份額，超過第二和第三大財產險公司市場份額的總和。在過去 5 年中，得益於廣泛的銷售網絡，人保財險的費用率低於上市同業平均水平，為更具競爭力的賠付和利潤率留下了更多空間。2018 上半年，人保財險綜合成本率僅為 95.9%，低於同業平均水平（98.0%）。

人保財險的財產險產品包括車險、意外傷害和健康險、農險、責任險、企財險、貨運險以及其他保險產品。其中，車險人保財險最重要的保險產品。2018 上半年，車險保費收入為 1,224 億元人民幣，佔總保費收入的 59.7%。

自 2017 年以來，非車險業務增速提升。2018 上半年，非車險業務保費收入同比增長 33.6% 至 826 億元人民幣。在非車業務領域，受益於與政府的良好合作關係，人保財險在責任險和農險業務領域具有競爭優勢。

2) 人保壽險：在業務轉型和價值創造方面具有巨大潛力

人保壽險加快向個險渠道和續期業務轉型。2015/16/17 年，個險代理人數分別為 14.2/18.9/25.6 萬人，月人均首年期交保費增至 2,700/4,258/4,576 元。代理人隊伍的擴張和產能的提高導致個險渠道新業務價值的飛躍。2018 上半年，個險渠道新業務價值率（基於首年年化保費）同比增長 5.3 個百分點至 34.6%。

3) 人保健康：在中國 6 家專業醫療保險公司中保費收入排名第一

截至 2018 年 9 月末，在中國 6 家專業醫療保險公司中（即人保健康、平安健康、太保安聯健康、昆侖健康、複星聯合健康、和諧健康），人保健康以保費收入計的市場份額排名第一。人保健康構建了政府委託業務、商業健康保險、健康管理三大業務板塊相互促進、協同發展的格局。

財務分析

1) 保費收入

由於中國和宏觀經濟前景的不確定性，並考慮到商車費改的影響，我們預測 2017 至 2020 年，中國財險保費收入年複合增長率將較過去 5 年下降 3 個百分點，至 9.6%。

我們預計人保壽險將繼續推進業務轉型。我們預測 2019 年，壽險業務保費收入將恢復至之前的約 1,060 億元水平，續期保費將拉動 2020 年總保費收入至 1,208 億。

我們認為人口老齡化和商業養老保險需求的增長是健康保險業增長的基石。我們預測健康險業務保費收入將復蘇，2019/20 年分別達到 164/186 億元。

2) 投資收益

考慮到宏觀經濟承壓，我們預計 2018 至 2020 年，投資收益率將略有下降。我們預測 2018/19/20 年，總投資收益率分別為 5.0%/5.1%/4.9%，淨投資收益率分別為 5.3%/5.0%/4.8%。

3) 手續費及佣金支出

為控制費用上升，集團一直積極優化銷售渠道。因此，我們預測手續費及佣金支出占保費收入的百分比將從 2018 上半年的 14.6% 逐漸下降至 2019/20 年的 14.3%/14.0%，分別為 793/840 億元。

4) 淨利潤及每股收益

綜上所述，我們預測 2017 至 2020 年，集團淨利潤年複合增長率為 10.5%，2018/19/20 年淨利潤分別達到 166/197/217 億元，每股收益分別為 0.38/0.45/0.49 元。

5) 內含價值

我們相信人保壽險的新業務價值率將隨業務轉型而持續改善。我們預測 2018/19/20 年，壽險業務新業務價值率分別為 22.3%/22.8%/23.1%，2019/20 年新業務價值分別增長 4.8%/6.3% 至 45.80/48.71 億元。隨著新業務價值復蘇，我們預計人保壽險的內含價值增長將逐漸加速。我們預測 2018/19/20 年，壽險業務內含價值將分別增長 8.8%/10.1%/11.4%，並於 2020 年達到 826 億元。

我們預測 2018/19/20 年，健康險業務新業務價值率將增至 21.3%/22.3%/22.9%，新業務價值將於 2019 年恢復增速，並於 2020 年達到 7.16 億元。隨著新業務價值復蘇，我們預測 2018/19/20 年，健康險業務內含價值將分別增長 6.5%/7.8%/8.9%，並於 2020 年達到 98 億元。

公司估值

集團股價相當於 0.78/0.71 倍 2018/19 年預測市賬率，低於上市同業平均的 1.39/1.28 倍。我們預測集團財產險業務公允市賬率為 1.37 倍，壽險業務公允內含價值倍數為 0.64 倍，健康險業務公允內含價值倍數為 0.43 倍，其他業務公允市賬率為 0.60 倍。根據分部加總法，我們的目標價為 3.99 港元。首次覆蓋，給予買入評級。

主要風險

與保險業務有關的風險

- 發生重大自然災害或事故
- 銷售渠道發生不利變動
- 車險業務面臨宏觀經濟及監管壓力
- 精算假設變動

與投資業務有關的風險

- 證券市場波動
- 利率波動
- 投資資產的信用風險

其他風險

- 無法有效推進業務轉型、特別是壽險業務轉型的風險
- 新業務開拓的風險，例如再保險業務和養老業務
- 2018 年新增資本可能導致短期內淨資產收益率和投資收益率下降

公司估值

估值吸引

集團股價相當於 0.78/0.71 倍 2018/19 年預測市賬率，低於上市同業平均的 1.39/1.28 倍。

圖 1：同業估值比較

公司	股份代號	股價 (港元)	目標價 (Dec-18)	潛在升幅	評級	市帳率(x)		PEV(x)		TP/EV (x)		股息率(%)	
						FY18E	FY19E	FY18E	FY19E	FY18E	FY19E	FY18E	FY19E
中国人寿	2628 HK	17.38	21.69	24.8%	BUY	1.27	1.17	0.53	0.49	0.67	0.62	2.4	3.2
中国平安	2318 HK	69.10	-	-	NR	1.97	1.68	-	-	-	-	3.0	3.5
中国太保	2601 HK	25.15	37.48	49.0%	BUY	1.33	1.21	0.63	0.57	0.96	0.87	4.3	5.3
新华保险	1336 HK	27.65	44.94	62.5%	BUY	1.09	0.97	0.44	0.40	0.73	0.66	3.2	3.8
中国太平	966 HK	19.08	34.50	80.8%	BUY	0.97	0.85	0.48	0.43	0.87	0.78	0.9	1.1
中国财险	2328 HK	8.14	10.34	27.0%	BUY	1.08	0.97	-	-	-	-	3.2	3.4
众安在线	6060 HK	26.00	43.67	68.0%	HOLD	2.06	2.11	-	-	-	-	0.0	0.0
行业平均						1.39	1.28						
人保集团	1339 HK	3.07	3.99	29.8%	BUY	0.70	0.62	-	-	-	-	1.4	1.5

來源：彭博，招銀國際預測

首次覆蓋，給予買入評級。目標價：3.99 港元(潛在升幅 29.8%)

考慮到集團：

- 在中國財產險市場的領先地位
- 壽險業務轉型和價值創造潛力巨大
- 全國領先的專業健康險公司
- 創新驅動發展戰略

我們預測集團財產險業務公允市賬率為 1.37 倍，壽險業務公允內含價值倍數為 0.64 倍，健康險業務公允內含價值倍數為 0.43 倍，其他業務公允市賬率為 0.60 倍。根據分部加總法，我們的目標價為 3.99 港元。首次覆蓋，給予買入評級。

圖 2：估值摘要

PICCP&C	
2018-2020E average ROE	15.11%
Terminal growth	3.00%
Discount rate	11.92%
Fair PBR (x)	1.36
2018E BVPS (68.98% stake, Rmb)	2.26
Value of PICCP&C (Rmb)	3.07
PICC Life	
2018-2020E average RoEV	10.09%
Terminal growth	3.0%
Discount rate	14.0%
Fair P/EV multiple (x)	0.64
2018E EVPS (80% stake, Rmb)	1.22
Value of PICC Life (Rmb)	0.79
PICC Health	
2018-2020E average RoEV	7.73%
Terminal growth	3.0%
Discount rate	14.0%
Fair P/EV multiple (x)	0.43
2018E EVPS (95.45% stake, Rmb)	0.18
Value of PICC Health (Rmb)	0.08
Others	
Fair PBR (x)	0.60
2018E BVPS (Rmb)	0.32
Value of other businesses (Rmb)	0.19
Total (Rmb)	4.13
Conglomerate discount	15.0%
Target price (Rmb)	3.51
HKDCNY	0.88
Target price (HK\$)	3.99
Current price (HK\$)	3.07
Up/downside	29.82%

來源：招銀國際預測

財務數據

利潤表

截至12月31日止年度（人民币百万元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
总保费收入	439,874	476,447	500,519	554,751	600,021
人保财险	311,160	350,314	391,854	431,158	460,600
人保寿险	105,115	106,238	94,391	107,233	120,804
人保健康	23,020	19,250	14,275	16,360	18,617
分出保费及未到期责任准备金净额变动	(43,004)	(41,470)	(41,718)	(45,913)	(49,095)
已赚净保费	396,870	434,977	458,802	508,837	550,926
投资收益	33,075	36,476	32,253	35,916	36,928
其他收入	13,378	12,322	11,212	12,426	13,440
收入合计	443,323	483,775	502,267	557,180	601,295
给付及赔付净额	(301,753)	(318,841)	(332,800)	(370,187)	(402,718)
手续费及佣金支出	(53,664)	(68,094)	(73,281)	(79,329)	(84,003)
财务费用	(4,333)	(5,569)	(3,333)	(4,989)	(5,569)
其他业务及管理费用	(68,640)	(72,316)	(72,585)	(77,665)	(81,003)
保险业务支出及其他费用合计	(428,390)	(464,820)	(481,999)	(532,170)	(573,293)
应占联营及合营企业损益	10,386	12,674	11,774	12,525	13,406
税前利润	25,319	30,831	32,042	37,535	41,407
所得税	(4,638)	(7,780)	(8,350)	(9,384)	(10,352)
净利润	20,681	23,051	23,692	28,151	31,055
非控制性权益	(6,436)	(6,952)	(7,105)	(8,443)	(9,314)
归属于母公司股东的净利润	14,245	16,099	16,586	19,709	21,742

来源: 公司, 招銀國際預測

資產負債表

截至12月31日止年度（人民币百万元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
固定收益投资	557,836	625,812	654,467	725,379	784,574
公允价值计量的各类基金及股票投资	150,550	115,013	121,863	135,067	146,089
其他投资	96,529	109,895	117,372	130,090	140,706
总投资资产	804,915	850,720	893,703	990,535	1,071,368
其他资产	127,234	137,186	168,945	168,945	168,945
总资产	932,149	987,906	1,062,648	1,159,480	1,240,313
保险合同负债	538,513	557,011	579,279	603,572	629,219
保单持有人的投资合同负债	38,370	45,880	46,582	47,385	48,295
卖出回购金融资产款	33,066	41,226	56,424	79,530	93,619
应付债券	46,084	49,801	68,239	96,182	113,221
其他负债	105,122	107,107	104,054	103,156	102,138
总负债	761,155	801,025	854,578	929,824	986,492
股本	42,424	42,424	44,224	44,224	44,224
储备	83,677	95,109	109,005	124,902	142,698
归属于母公司股东权益	126,101	137,533	153,229	169,126	186,922
非控制性权益	44,893	49,348	54,841	60,530	66,899
总权益	170,994	186,881	208,070	229,656	253,822

来源: 公司, 招銀國際預測

主要比率

截至12月31日止年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
新业务价值 (人民币百万元)					
人保寿险	4,131	5,687	4,372	4,580	4,871
人保健康	325	468	487	603	716
内含价值 (人民币百万元)					
人保寿险	57,558	61,909	67,374	74,158	82,585
人保健康	7,118	7,831	8,341	8,993	9,789
同比增速					
总保费收入	13%	8%	5%	11%	8%
人保财险	10%	13%	12%	10%	7%
人保寿险	17%	1%	-11%	14%	13%
人保健康	44%	-16%	-26%	15%	14%
归属于母公司股东的净利润	-27%	13%	3%	19%	10%
新业务价值					
人保寿险	53%	38%	-23%	5%	6%
人保健康	19%	44%	4%	24%	19%
内含价值					
人保寿险	9%	8%	9%	10%	11%
人保健康	59%	10%	7%	8%	9%
综合偿付能力充足率					
人保集团	284%	299%	335%	330%	337%
人保财险	287%	278%	281%	285%	289%
人保寿险	177%	219%	281%	267%	256%
人保健康	215%	396%	536%	494%	462%
主要经营指标					
人保财险综合成本率	98.1%	97.0%	97.2%	97.2%	97.2%
总投资收益率	5.8%	5.9%	5.0%	5.1%	4.9%
净资产收益率	11.8%	12.2%	11.4%	12.2%	12.2%
每股数据 (人民币)					
每股收益	0.34	0.38	0.38	0.45	0.49
每股股息	0.03	0.04	0.04	0.05	0.05
每股净资产	2.97	3.24	3.46	3.82	4.23

来源: 公司, 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）發表於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並無直接或間接關係。

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	: 招銀國際並未給予投資評級

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，並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，並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。

本報告基於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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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，任何機構或個人於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。