

中國太平(966 HK)

期待市場化改革成效

- ❖ **2018年業績回顧。**保費收入同比增長 11.7%至 1,996 億港元（以人民幣計，壽險增長 8.4%，境內財險增長 9.8%）。淨利潤同比增長 12.2%至 68.8 億港元（其中包括因太平金服引入戰略投資者的約 13 億港元收益）。壽險新業務價值同比增長 1.7%至 116 億元人民幣（以港幣計，同比下降 2.9%），而集團每股內含價值同比增長 11.3%至 38.832 港元。境內財險業務綜合成本率同比上升 0.3 個百分點至 99.8%，由於賠付率上升（1.7 個百分點）抵消了費用率下降（1.4 個百分點）。
- ❖ **壽險：新業務價值增速復蘇，代理人隊伍擴張超越同業。**與上市同業類似，太平人壽新業務價值增速於 2018 下半年復蘇，以港幣計下半年同比增長 2.7%。與上市同業代理人隊伍普遍收縮不同的是，太平代理人隊伍同比增長 33.5%至 51.3 萬人，增速位居主要同業第一。高產能代理人亦實現按年增長。這從一個側面反映出太平人壽這些年的隊伍建設卓有成效。
- ❖ **夯實長期股權投資。**在對歷史投資表現進行徹底審視後，公司承認長期股權投資領域相對較弱，而長期股權投資可為保險公司提供穩定的股息收入來源。為改善這一點，公司在機制和人才管理方面采取了市場化改革。2019 年 3 月，太平人壽收購上海農村商業銀行 4.78%股權，代價 28.6 億元人民幣，并有權提名一名董事。收購和提名權不僅有利於公司資產配置的多元化，還可以加強多元金融布局，增強公司在上海和長三角地區的地位。
- ❖ **派息維持在每股 10 港仙。**令我們失望的是，集團出於業務發展考量，并未提升派息率。管理層預計將在未來逐步提升派息力度。
- ❖ **目標價下調至 30.25 港元，維持買入評級。**我們將 2019 年集團內含價值預測下調至 1,544 億港元，以反映假設調整。我們的目標價基於壽險/產險/其他業務 2019 年末預測內含價值/市賬率的 0.92/1.0/0.5 倍。目標價下調至 30.25 港元，該價格相當於 2019/20 年末集團內含價值的 0.70/0.64 倍。公司將於 4 月末舉辦投資者開放日，介紹新管理層帶領下集團新的業務規劃。這或將成為近期利好因素之一。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
保費收入 (百萬人民幣)	178,676	199,632	234,542	266,843	297,216
總收入 (百萬人民幣)	196,100	213,662	248,409	285,117	319,489
淨利潤 (百萬人民幣)	6,136	6,884	7,968	8,880	9,446
每股收益 (人民幣)	1.64	1.84	2.15	2.40	2.56
每股收益變動 (%)	28.41	12.71	16.37	11.82	6.56
市盈率 (x)	14.43	12.80	11.00	9.84	9.23
市賬率 (x)	1.28	1.29	1.24	1.15	1.06
P/EV (x)	0.68	0.61	0.55	0.50	0.46
股息率 (%)	0.42	0.42	0.64	0.64	0.64
權益收益率 (%)	9.88	10.42	11.86	12.49	12.32

資料來源：公司及招銀國際預測

買入 (維持)

目標價	HK\$30.25
(此前目標價)	HK\$34.50
潛在升幅	+28.2%
當前股價	HK\$23.60

丁文捷, PhD

電話：(852) 3900 0856/
(86) 755 2367 5597
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)	84,819
3月平均流通量(百萬港元)	257.56
5周內股價高/低(港元)	29.9/18.9
總股本(百萬)	3,594.0

資料來源：彭博

股東結構

太平集團	59.64%
流通股	40.36%

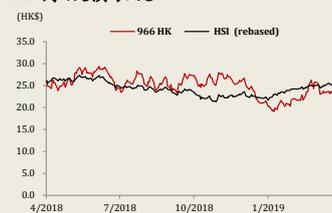
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-3.7%	-5.1%
3-月	8.8%	-3.2%
6-月	-14.8%	-18.5%

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/>

利潤表

年結：12月31日（百万港币）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
总保费及保单费收入	178,676	199,632	234,542	266,843	297,216
- 太平人寿	133,847	148,309	174,873	202,098	227,758
- 太平财险	26,099	28,875	30,607	32,138	33,745
- 海外财产保险	4,758	5,821	6,985	8,033	8,837
- 太平再保险	11,058	13,552	16,262	18,702	20,946
- 太平养老	5,307	5,757	5,814	5,872	5,931
- 其他业务	0	0	0	0	0
- 内部对销及调整	(2,393)	(2,682)	0	0	0
分出保费及未到期责任准备金变化净额	(8,487)	(15,057)	(21,301)	(23,152)	(25,483)
已赚取保费及保单费收入净额	170,190	184,574	213,241	243,691	271,733
投资收益	21,647	22,583	29,122	34,894	41,020
其他收益	4,264	6,504	6,045	6,532	6,736
收入总额	196,100	213,662	248,409	285,117	319,489
保单持有人利益净额	(63,262)	(76,934)	(85,677)	(93,201)	(105,633)
佣金支出净额	(21,126)	(25,044)	(27,797)	(31,298)	(34,992)
行政及其他费用	(27,707)	(31,008)	(36,430)	(41,447)	(46,165)
寿险合约负债变化净额	(70,690)	(65,487)	(82,093)	(101,102)	(113,604)
给付、赔款及费用总额	(182,785)	(198,472)	(231,997)	(267,048)	(300,395)
应占联营及合营公司业绩	528	344	354	365	376
财务费用	(2,124)	(2,421)	(2,180)	(2,180)	(2,180)
除税前溢利	11,720	13,112	14,586	16,254	17,290
税项支出	(3,756)	(4,292)	(4,376)	(4,876)	(5,187)
除税后溢利	7,964	8,820	10,210	11,378	12,103
非控股股东应占溢利	1,828	1,936	2,242	2,498	2,657
本公司股东应占溢利	6,136	6,884	7,968	8,880	9,446

資料來源：公司及招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百万港币）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
固定收益类投资	426,298	479,547	548,218	625,320	712,242
权益类投资	75,619	93,596	110,568	126,119	143,650
投资性房地产	19,947	17,505	18,380	19,299	20,264
现金及其他	18,066	5,277	4,095	6,337	8,936
总投资资产	539,930	595,925	681,262	777,076	885,092
非投资资产	126,544	156,176	163,985	168,904	172,283
资产总额	666,474	752,101	845,247	945,980	1,057,375
寿险合约负债	383,915	433,102	515,848	617,754	732,261
投资合约负债	30,714	40,337	47,598	54,738	60,211
其他保险准备金	39,056	39,458	39,440	42,390	45,683
需付息贷款	52,147	56,166	56,166	56,166	56,166
其他负债	78,921	102,642	102,270	84,899	65,553
负债总额	584,753	671,706	761,322	855,946	959,875
非控股股东权益	15,280	14,666	15,310	16,424	17,786
本公司股东权益	66,440	65,730	68,615	73,610	79,714

資料來源：公司及招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日（百万港币）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
内含价值					
太平人寿新业务价值	13,638	13,237	13,641	14,037	14,309
太平人寿内含价值	117,368	136,430	154,576	173,515	193,185
太平集团内含价值	125,410	139,563	154,363	169,794	185,807
同比增长率					
总保费及保单费收入	19.7%	11.7%	17.5%	13.8%	11.4%
- 太平人寿	19.7%	10.8%	17.9%	15.6%	12.7%
- 太平财险	22.5%	10.6%	6.0%	5.0%	5.0%
- 海外财产保险	9.7%	22.3%	20.0%	15.0%	10.0%
- 太平再保险	20.5%	22.6%	20.0%	15.0%	12.0%
- 太平养老	13.1%	8.5%	1.0%	1.0%	1.0%
已赚取保费及保单费收入净额	18.5%	8.5%	15.5%	14.3%	11.5%
本公司股东应占溢利	27.0%	12.2%	15.8%	11.4%	6.4%
太平人寿个险渠道首年保费	24.3%	11.2%	3.0%	3.0%	2.0%
太平人寿银保渠道首年保费	-9.3%	-76.1%	-10.9%	-3.0%	-2.0%
太平人寿新业务价值	49.6%	-2.9%	3.0%	2.9%	1.9%
太平人寿内含价值	27.5%	16.2%	13.3%	12.3%	11.3%
太平集团内含价值	20.4%	11.3%	10.6%	10.0%	9.4%
集团投资资产	25.9%	10.4%	14.3%	14.1%	13.9%
资本充足率					
太平人寿综合偿付能力充足率	246%	224%	220%	216%	212%
太平财险综合偿付能力充足率	216%	225%	223%	220%	215%
太平再保险综合偿付能力充足率	244%	252%	245%	240%	236%
太平养老综合偿付能力充足率	336%	299%	262%	247%	234%
主要比率					
太平人寿新业务价值率（基于年化标准保费）	46.0%	40.9%	41.7%	41.7%	41.7%
太平财险赔付率	52.2%	53.9%	53.1%	53.1%	53.1%
太平财险费用率	47.3%	45.9%	45.9%	45.9%	45.9%
太平财险综合成本率	99.5%	99.8%	99.0%	99.0%	99.0%
净投资收益率	4.3%	4.5%	4.6%	4.6%	4.5%
总投资收益率	4.5%	4.0%	4.6%	4.8%	4.9%
太平集团权益收益率	9.9%	10.4%	11.9%	12.5%	12.3%
太平集团资产收益率	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%
太平人寿内含价值收益率	29.5%	18.2%	14.8%	13.9%	13.1%
每股数据					
每股收益（港元）	1.64	1.84	2.15	2.40	2.56
每股净资产（港元）	18.49	18.29	19.09	20.48	22.18
太平集团每股内含价值（港元）	34.89	38.83	42.95	47.24	51.70
每股股息（港元）	0.10	0.10	0.15	0.15	0.15

資料來源：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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 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。