

中国太平(966 HK)

期待市场化改革成效

- ❖ **2018 年业绩回顾。**保费收入同比增长 11.7%至 1,996 亿港元（以人民币计，寿险增长 8.4%，境内财险增长 9.8%）。净利润同比增长 12.2%至 68.8 亿港元（其中包括因太平金服引入战略投资者的约 13 亿港元收益）。寿险新业务价值同比增长 1.7%至 116 亿元人民币（以港币计，同比下降 2.9%），而集团每股内含价值同比增长 11.3%至 38.832 港元。境内财险业务综合成本率同比上升 0.3 个百分点至 99.8%，由于赔付率上升（1.7 个百分点）抵消了费用率下降（1.4 个百分点）。
- ❖ **寿险：新业务价值增速复苏，代理人队伍扩张超越同业。**与上市同业类似，太平人寿新业务价值增速于 2018 下半年复苏，以港币计下半年同比增长 2.7%。与上市同业代理人队伍普遍收缩不同的是，太平代理人队伍同比增长 33.5%至 51.3 万人，增速位居主要同业第一。高产能代理人亦实现按年增长。这从一个侧面反映出太平人寿这些年的队伍建设卓有成效。
- ❖ **夯实长期股权投资。**在对历史投资表现进行彻底审视后，公司承认长期股权投资领域相对较弱，而长期股权投资可为保险公司提供稳定的股息收入来源。为改善这一点，公司在机制和人才管理方面采取了市场化改革。2019 年 3 月，太平人寿收购上海农村商业银行 4.78%股权，代价 28.6 亿元人民币，并有权提名一名董事。收购和提名权不仅有利于公司资产配置的多元化，还可以加强多元金融布局，增强公司在上海和长三角地区的地位。
- ❖ **派息维持在每股 10 港仙。**令我们失望的是，集团出于业务发展考量，并未提升派息率。管理层预计将在未来逐步提升派息力度。
- ❖ **目标价下调至 30.25 港元，维持买入评级。**我们将 2019 年集团内含价值预测下调至 1,544 亿港元，以反映假设调整。我们的目标价基于寿险/产险/其他业务 2019 年末预测内含价值/市账率的 0.92/1.0/0.5 倍。目标价下调至 30.25 港元，该价格相当于 2019/20 年末集团内含价值的 0.70/0.64 倍。公司将于 4 月末举办投资者开放日，介绍新管理层带领下集团新的业务规划。这或将成为近期利好因素之一。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
保费收入 (百万人民币)	178,676	199,632	234,542	266,843	297,216
总收入 (百万人民币)	196,100	213,662	248,409	285,117	319,489
净利润 (百万人民币)	6,136	6,884	7,968	8,880	9,446
每股收益 (人民币)	1.64	1.84	2.15	2.40	2.56
每股收益变动 (%)	28.41	12.71	16.37	11.82	6.56
市盈率 (x)	14.43	12.80	11.00	9.84	9.23
市账率 (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
权益收益率 (%)	9.88	10.42	11.86	12.49	12.32

资料来源：公司及招银国际预测

买入（维持）

目标价	HK\$30.25
(此前目标价)	HK\$34.50)
潜在升幅	+28.2%
当前股价	HK\$23.60

丁文捷, PhD

电话：(852) 3900 0856/
(86) 755 2367 5597

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)	84,819
3 月平均流通量(百万港元)	257.56
5 周内股价高/低(港元)	29.9/18.9
总股本(百万)	3,594.0

资料来源：彭博

股东结构

太平集团	59.64%
流通股	40.36%

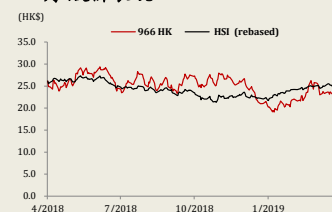
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-3.7%	-5.1%
3-月	8.8%	-3.2%
6-月	-14.8%	-18.5%

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/>

利润表

年结：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

资料来源：公司及招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万港币）	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

资料来源：公司及招银国际预测

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

资料来源：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責任。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。