

# 中国太保(2601 HK)

## 被低估的高手

- ❖ **2018年业绩超预期。** 保费收入同比增长 14.3%，至 3,219 亿元人民币。其中，寿险保费收入同比增长 15.3% 至 2,024 亿元，财险保费收入同比增长 12.6% 至 1,178 亿元。寿险新业务价值同比增长 1.5% 至 271 亿元，超越我们新业务价值负增长预期。财险综合成本率下降 0.4 个百分点至 98.4%，超越我们/一致预期 0.4/1 个百分点。净利润超预期，达 184 亿元。集团内含价值同比增长 17.5% 至 3,361 亿元。
- ❖ **2018 下半年寿险新业务价值增速反弹。** 全年寿险新业务价值同比增长 1.5% 至 271 亿元，超越我们新业务价值负增长预期。2018 下半年，新业务价值同比增长 55.2%，扭转了上半年 17.5% 的跌势。新业务价值的增长主要来源于价值率的提升。由于产品结构优化，新业务价值率提升 4.3 个百分点至 43.7%。长险首年保费占比提升 7.7 个百分点至 49.1%。个险渠道首年期交保费同比下降 9.7%，但同样于下半年录得 29.4% 的反弹，扭转了上半年 17.5% 的跌势。
- ❖ **财险综合成本率下降。** 财险保费收入增长主要来源于非车险业务增长。非车险保费收入同比增长 30.8% 至 298 亿元，而车险保费收入同比增长 7.5% 至 880 亿元。公司保持承保盈利，综合成本率在行业承压的情况下逆势优化。费用率同比上升 3.3 个百分点至 42.2%，赔付率同比下降 3.7 个百分点至 56.2%。我们相信，公司持续改善的产险承保盈利状况表现将一扫投资者对于财险拖累公司业绩的顾虑。
- ❖ **投资资产迅速扩张。** 尽管投资收益率受市场波动影响下降，集团投资资产同比增长 14.1% 至 1.23 万亿。第三方管理资产同比增长 39.5% 至 4,703 亿元。该增长主要得益于长江养老业务增长。资产的增长为未来投资收益奠定基础。
- ❖ **目标价提升至 40.52 港元。** 2019 年以来，鉴于公司坚实的承保表现、清晰的发展战略、同业最高的派息率，我们以**中国太保为行业首选**。我们认为，公司股价被低估，目前仅相当于 0.7 倍 2018 年集团内含价值。我们上调 2019 年预测新业务价值及内含价值，并将目标价提升至 40.52 港元。我们的目标价相当于 0.84 倍 2019 年预测集团内含价值。**维持买入评级。**

### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
保费收入 (百万人民币)	281,644	321,895	363,408	405,495	447,888
总收入 (百万人民币)	319,405	353,103	403,554	450,881	498,638
净利润 (百万人民币)	14,662	18,019	21,620	25,067	28,028
每股收益 (人民币)	1.62	1.99	2.39	2.77	3.09
每股收益变动 (%)	21.65	22.90	19.98	15.95	11.81
市盈率 (x)	16.09	13.09	10.91	9.41	8.42
市账率 (x)	1.72	1.58	1.45	1.33	1.22
P/EV (x)	0.82	0.70	0.63	0.57	0.52
股息率 (%)	3.07	3.84	4.61	5.35	5.98
净资产收益率 (%)	10.89	12.55	13.84	14.74	15.14

资料来源：公司，招银国际预测

## 买入 (维持)

目标价	HK\$40.52
(此前目标价)	HK\$37.48)
潜在升幅	+33.7%
当前股价	HK\$30.30

### 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)	326,042
3月平均流通量(百万港元)	430.88
52周内股价高/低(港元)	37.8/24.2
总股本(百万)	2,775.3

资料来源: 彭博

### 股东结构

申能(集团)	14.17%
华宝投资	14.19%

资料来源: 彭博

### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	1.0%	0.0%
3-月	19.7%	5.5%
6-月	5.2%	-0.6%

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: www.cpic.com.cn

## 财务报表

### 利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
原保费收入	281,644	321,895	363,408	405,495	447,888
- 寿险	175,628	202,414	232,268	262,552	292,081
- 财产险	104,614	117,808	131,140	142,942	155,807
分出保费及提取未到期责任准备金	(18,090)	(22,171)	(25,329)	(27,704)	(30,399)
<b>已赚保费</b>	<b>263,554</b>	<b>299,724</b>	<b>338,079</b>	<b>377,791</b>	<b>417,489</b>
投资收益	52,657	49,999	61,756	68,935	76,557
其他业务收入	3,194	3,380	3,719	4,156	4,592
<b>收入合计</b>	<b>319,405</b>	<b>353,103</b>	<b>403,554</b>	<b>450,881</b>	<b>498,638</b>
保户给付及赔款净额	(210,130)	(226,444)	(259,904)	(291,240)	(322,216)
其他业务及管理费用	(88,247)	(98,986)	(110,990)	(122,298)	(134,644)
<b>给付、赔款及费用合计</b>	<b>(298,377)</b>	<b>(325,430)</b>	<b>(370,894)</b>	<b>(413,538)</b>	<b>(456,860)</b>
享有按权益法入账的投资的利润份额	74	335	352	369	388
<b>利润总额</b>	<b>21,102</b>	<b>28,008</b>	<b>33,012</b>	<b>37,713</b>	<b>42,166</b>
所得税	(6,111)	(9,574)	(10,894)	(12,068)	(13,493)
净利润	14,991	18,434	22,118	25,645	28,673
非控制性权益	(329)	(415)	(498)	(577)	(646)
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>14,662</b>	<b>18,019</b>	<b>21,620</b>	<b>25,067</b>	<b>28,028</b>

资料来源:公司及招银国际预测

### 资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
现金及存款	134,030	173,773	193,225	215,291	238,339
债券	521,063	570,790	691,118	773,098	855,863
其他固定收益类投资	259,717	325,658	305,676	337,528	373,662
股票及基金	95,989	84,127	93,544	104,227	115,385
其他权益类投资	61,756	70,332	78,205	87,136	96,464
投资性房地产	8,727	8,542	9,498	10,583	11,716
<b>投资资产合计</b>	<b>1,081,282</b>	<b>1,233,222</b>	<b>1,371,266</b>	<b>1,527,862</b>	<b>1,691,428</b>
非投资资产	89,942	102,737	95,534	104,644	117,843
<b>总资产</b>	<b>1,171,224</b>	<b>1,335,959</b>	<b>1,466,801</b>	<b>1,632,506</b>	<b>1,809,271</b>
保险合同负债	802,239	919,671	1,060,181	1,207,496	1,366,377
投资合同负债	56,268	62,255	63,808	65,722	67,037
次级债	3,999	13,985	10,000	10,000	10,000
其他负债	167,599	186,000	165,068	166,551	166,808
<b>总负债</b>	<b>1,030,105</b>	<b>1,181,911</b>	<b>1,299,056</b>	<b>1,449,769</b>	<b>1,610,222</b>
归属于母公司股东权益	137,498	149,576	162,906	177,322	192,990
非控制性权益	3,621	4,472	4,838	5,415	6,059
<b>股东权益合计</b>	<b>141,119</b>	<b>154,048</b>	<b>167,744</b>	<b>182,737</b>	<b>199,049</b>

资料来源:公司及招银国际预测

**主要比率**

年結：12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>内含价值 (百万人民币)</b>					
太保寿险一年新业务价值	26,723	27,120	28,718	30,202	31,108
扣除偿付能力额度成本后有效业务价值	136,749	169,714	199,107	223,638	248,086
寿险业务内含价值	214,037	258,428	291,537	324,329	357,765
集团内含价值	286,169	336,141	373,608	413,620	454,950
<b>同比增长率</b>					
原保费收入	20.4%	14.3%	12.9%	11.6%	10.5%
- 寿险	27.9%	15.3%	14.7%	13.0%	11.2%
- 财险	8.8%	12.6%	11.3%	9.0%	9.0%
个险渠道首年期交	31.2%	-9.7%	5.0%	4.0%	3.0%
已赚保费	20.0%	13.7%	12.8%	11.7%	10.5%
归属于母公司股东净利润	21.6%	22.9%	20.0%	15.9%	11.8%
太保寿险一年新业务价值	40.3%	1.5%	5.9%	5.2%	3.0%
寿险业务内含价值	17.9%	20.7%	12.8%	11.2%	10.3%
集团内含价值	16.4%	17.5%	11.1%	10.7%	10.0%
<b>资本充足率</b>					
寿险偿付能力充足率	245.3%	260.8%	251.9%	249.6%	242.5%
产险偿付能力充足率	267.4%	305.9%	296.4%	294.2%	318.1%
<b>主要指标</b>					
新业务价值率 (基于首年年化保费)	39.4%	43.7%	44.5%	45.0%	45.0%
寿险13个月继续率	93.4%	92.9%	92.9%	92.9%	92.9%
寿险25个月继续率	89.3%	90.4%	90.0%	90.0%	90.0%
退保率	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
月均人力	874,000				
综合成本率	98.8%	98.4%	98.4%	98.4%	0.0%
净投资收益率	5.4%	4.9%	4.7%	4.7%	4.7%
总投资收益率	5.4%	4.6%	4.7%	4.8%	4.8%
净资产收益率 (集团)	10.9%	12.6%	13.8%	14.7%	15.1%
资产收益率 (集团)	1.3%	1.4%	1.5%	1.6%	1.6%
内含价值收益率 (太保寿险)	24.8%	24.7%	18.1%	16.8%	16.1%
<b>每股数据</b>					
每股收益 (人民币)	1.62	1.99	2.39	2.77	3.09
每股净资产 (人民币)	15.17	16.51	17.98	19.57	21.30
集团每股内含价值 (人民币)	31.58	37.09	41.23	45.64	50.20
每股股息 (人民币)	0.80	1.00	1.20	1.39	1.56

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于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上责任。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。