

中國保險行業(優於大市)一市場過分擔憂，壽險期待估值修復

中國保險行業

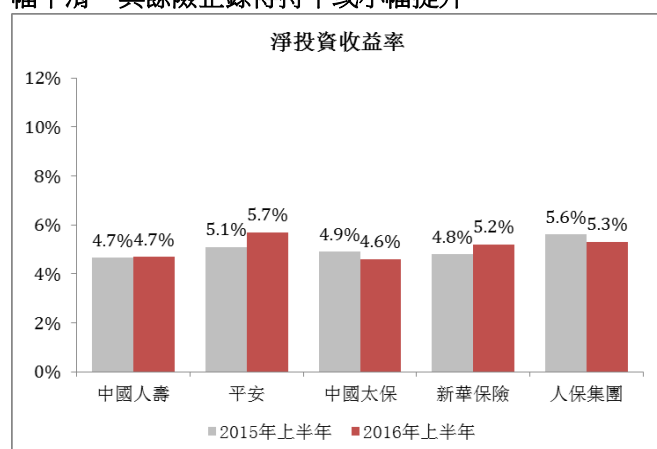
- ❖ **一些合理的擔憂基本已反映在股價中且風險可控。**(1) 低利率環境和股市調整導致投資收益下滑。從 2016 年上半年的表現來看，低利率的影響並不如市場預期般負面，一些上市險企通過提前鎖定高利率產品、積極調倉把握分紅節奏、增加非標投資等方式平滑收益，其淨投資收益率與去年同期相比甚至出現小幅上升。然而股市波動使得買賣價差收益及公允價值損益大幅縮水，險企總投資收益率大幅下降。預計未來，低利率和股市波動將繼續使投資收益、利潤承壓，但我們認為該風險已被充分預期並反映在股價中，且未來該風險總體可控：今年 6 月 30 日至今，A 股累計升幅近 3.3%，目前走勢和市場情緒均較為穩定；此外，險企將可通過滬港通投資港股，有助於其分散風險、挖掘價值投資機會。(2) 由於 750 天移動平均國債收益率曲線下行導致傳統險基準折現率下調、準備金計提增加。據我們測算，2016 年上半年該曲線各期下降 16-20 基點，下半年可能還將下降 20 個基點左右。上半年，中國人壽受此風險影響最大，由於準備金假設變動造成的利潤減少約佔稅前淨利潤的 81.1%。(3) 在低利率環境下若下調長期投資收益，則內含價值承壓。各上市險企將於年末考慮調整內含價值計算假設，根據靜態敏感性分析，若長期投資收益和風險折現率同時下調 50 個基點，各險企內含價值下降幅度在 2.1%至 6.4%的區間內，較之目前的低估值而言並不大，風險可控。
- ❖ **其他的一些憂慮對上市險企的影響並不大。**首先，市場普遍關心險企利差收窄，甚至出現“利差損”，但該風險主要針對負債端（即產品端）激進型險企，上市險企主打傳統型、保障型產品，預定利率多在 2.5%。以中國人壽為例，其 2016 年上半年加權平均負債成本與去年基本持平，約為 2.58%，與同期年化總投資收益率 4.4%相比尚有空間。上市險企的萬能險結算利率也低於一些激進型險企。所以，我們認為上市險企資產負債管理較為穩健，投資收益能夠覆蓋負債成本，出現“利差損”的可能性很小。其次，注意到保監會於今年 3 月和 9 月連續出臺限制中斷存續期產品規模的措施，以避免保險產品短期理財化。此舉同樣對上市險企影響甚小，因為上市險企保費增速主要由長期保障型產品驅動，產品策略與保監會推崇的方向相吻合。總而言之，我們認為上市險企與激進型險企有諸多不同。上市險企投資端負債端並重，注重新業務價值和內含價值的可持續增長，而非一味追求保費規模；上市險企投資風格較為穩健，注重保險資產的保值增值；上市險企保持良好的資本充足率。因此目前市場上的一些憂慮主要針對的是業務模式比較激進的險企，這些憂慮不該拖累上市險企的估值。
- ❖ **基本面向好，上市險企業務結構改善有助推動新業務價值持續增長。**2016 年上半年，上市險企保費增速穩健，壽險公司平均新業務價值同比增速高達 47.5%，這離不開業務結構的持續改善。個險渠道和期繳業務的保費收入在首年保費收入中的佔比穩步提升，拉動新業務價值增長。五家上市壽險公司（人保壽險除外）代理人總人數上半年增長 20.3%，達到近 345 萬人，預計未來保險代理人增員將放緩，公司更注重隊伍產能的提升。
- ❖ **險企顯著跑輸恒指，估值接近歷史低谷。**今年以來，恒指累計漲幅約 8%，而中國保險行業平均跌幅超過 12%。按 2016 年上半年財務資料，目前保險行業平均估值約為 0.9 倍 P/EV，接近歷史底部，只有兩家公司估值略超過 1 倍 P/EV。隨著險企業務結構持續改善以及一些無謂擔憂逐漸消除，我們期待中國保險行業估值恢復。

圖 1: 2016 年上半年險企投資收益下滑，主要由於股票投資收益大幅縮水

		中國人壽 2628 HK (人民幣百萬元)	平安 2318 HK (人民幣百萬元)	中國太保 2601 HK (人民幣百萬元)	新華保險 1336 HK (人民幣百萬元)	人保集團 1339 HK (人民幣百萬元)	人保財險 2328 HK (人民幣百萬元)	中國太平 966 HK (港幣百萬元)
投資收益	1H15	99,856	83,174	31,490	31,226	27,605	13,135	18,298
	1H16	50,799	55,570	21,343	16,255	15,079	7,444	9,850
	同比	-49.1%	-33.2%	-32.2%	-47.9%	-45.4%	-43.3%	-46.2%
包括：利息及分紅收益	1H15	49,733	42,483	19,620	14,889	16,454	7,592	8,080
	1H16	54,542	64,619	20,687	16,061	15,929	8,002	8,386
	同比	9.7%	52.1%	5.4%	7.9%	-3.2%	5.4%	3.8%
交易性資產買賣價差及公允價值變動損益等	1H15	50,123	40,691	11,870	16,337	11,151	5,543	10,218
	1H16	(3,743)	(9,049)	656	194	(850)	(558)	1,464
	同比	-107.5%	-122.2%	-94.5%	-98.8%	-107.6%	-110.1%	-85.7%

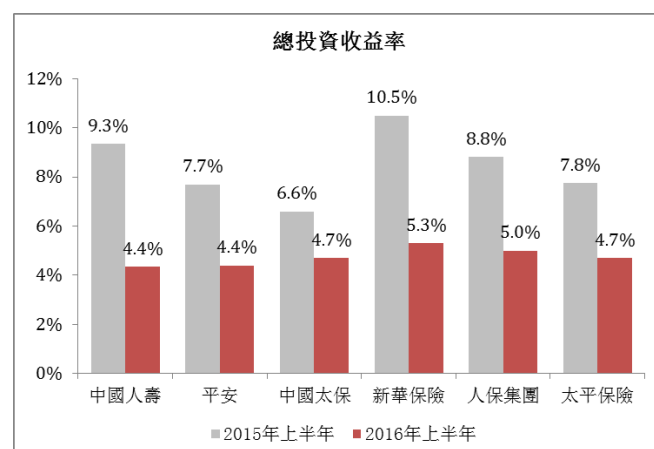
來源：公司，招銀國際證券

圖 2：2016 年上半年淨投資收益率除太保、人保集團出現小幅下滑，其餘險企錄得持平或小幅提升



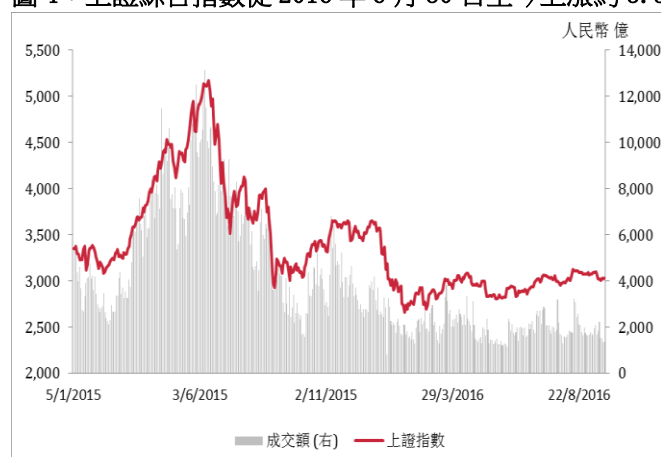
來源：公司，招銀國際證券

圖 3：總投資收益率同比顯著下滑



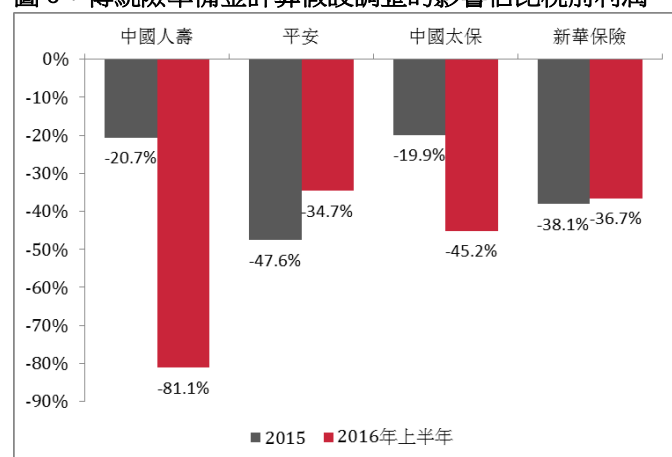
來源：公司，招銀國際證券

圖 4：上證綜合指數從 2016 年 6 月 30 日至今上漲約 3.3%



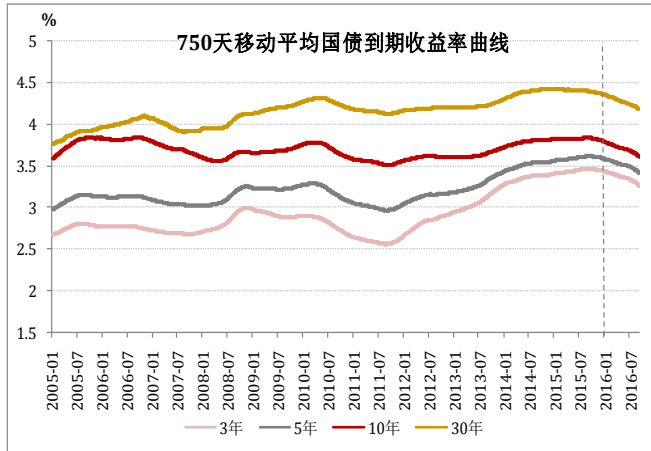
來源：彭博，招銀國際證券

圖 5：傳統險準備金計算假設調整的影響佔比稅前利潤



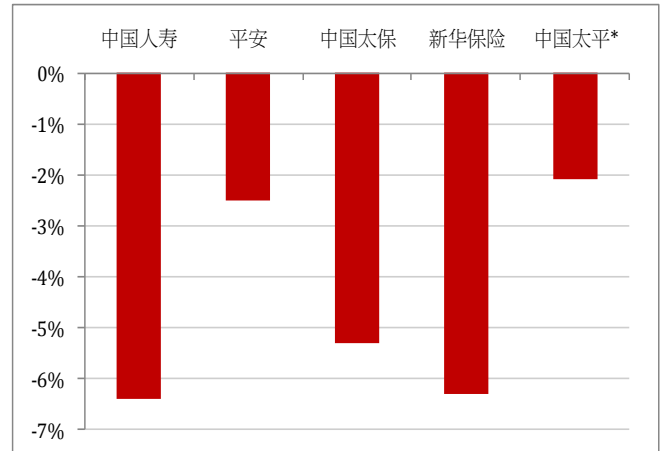
來源：公司，招銀國際證券

圖 6：今年以來，各期限 750 天移動平均國債到期收益率曲線下降 16-20 個基點



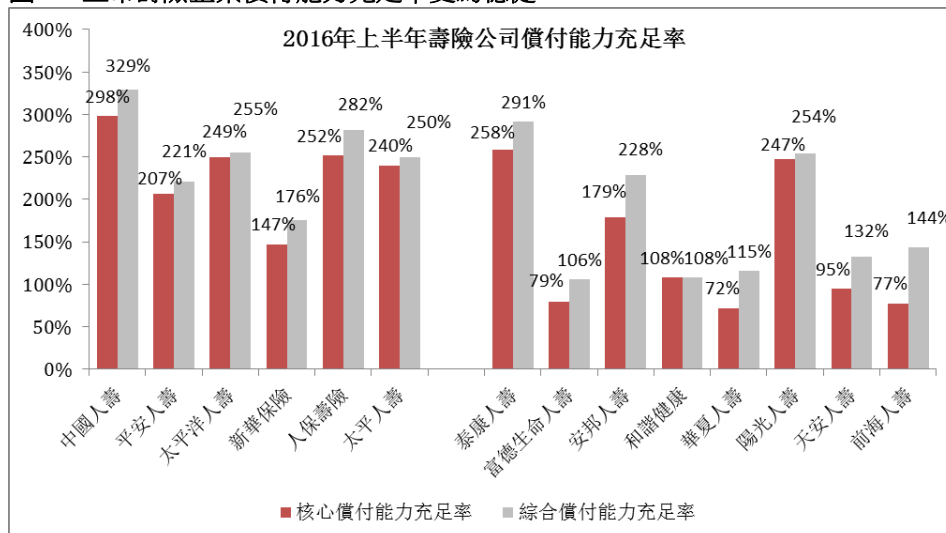
來源：萬得，招銀國際證券

圖 7：若風險貼現率和投資收益率假設同時下調 50 個基點，集團內含價值的變化比例（2016 年 6 月 30 日）



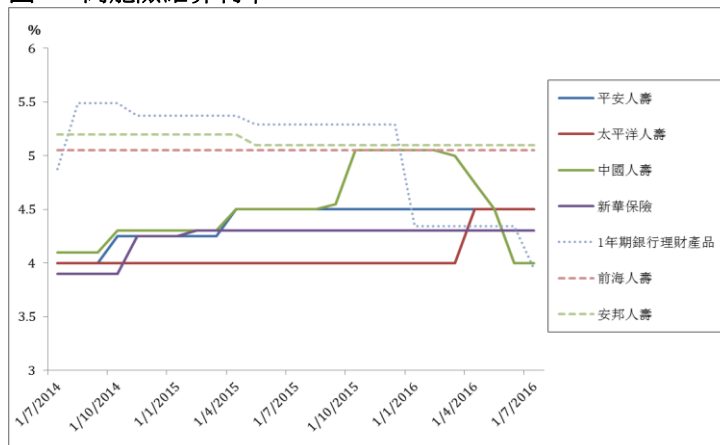
來源：公司，招銀國際證券 *注：中國太平之內含價值截至 2015 年年底

圖 8：上市壽險企業償付能力充足率更為穩健



來源：公司，招銀國際證券

圖 9：萬能險結算利率



來源：萬得，公司，招銀國際證券

圖 10：2016 年壽險新業務價值同比增速喜人

公司	股票代码	1H16 (百万人民币)	1H15 (百万人民币)	同比增速
中国人寿	2628 HK	28,021	18,637	50.4%
平安寿险	2318 HK	24,017	16,825	42.7%
太保寿险	2601 HK	11,264	7,227	55.9%
新华人寿	1336 HK	4,049	3,428	18.1%
太平寿险（百万港币）	966 HK	5,236	3,246	61.3%
人保寿险	1339 HK	2,880	1,839	56.6%
平均				47.5%

來源：公司，招銀國際證券

圖 11：個險渠道及期繳業務佔比穩步提升

公司	股票代码	2012	2013	2014	2015	1H15	1H16
个险渠道首年保费/总首年保费							
中国人寿	2628 HK	25.5%	27.7%	29.6%	34.3%	31.3%	41.5%
平安	2318 HK	71.6%	82.3%	82.8%	89.3%	82.2%	80.5%
太保寿险	2601 HK	N/A	42.4%	53.6%	76.0%	74.4%	82.2%
新华保险	1336 HK	33.3%	27.1%	26.9%	31.6%	24.3%	34.2%
首年期缴保费/总首年保费							
中国人寿	2628 HK	36.1%	35.1%	39.9%	44.2%	38.3%	50.5%
平安	2318 HK	77.6%	87.9%	85.4%	91.1%	85.3%	86.4%
太保寿险	2601 HK	40.6%	45.4%	54.4%	75.8%	75.7%	80.2%
新华保险	1336 HK	44.5%	32.3%	28.0%	32.8%	24.2%	39.0%

來源：公司，招銀國際證券

圖 12：2016 年迄今，中國保險板塊跑輸恒指


來源：彭博，招銀國際證券

圖 13：估值表

股票代码	公司	股價(港元)/ 指數	市盈率			市淨率			現時 P/EV(x)	現時 P/NBV(x)	年初至今的 股價變動
			15A	16E	17E	15A	16E	17E			
2601 HK	中國太保	29.45	18.21	17.08	15.66	1.81	1.68	1.55	1.07	19.09	-7.7%
2318 HK	平安	42.65	10.82	11.29	11.01	1.84	1.75	1.52	1.09	21.74	-0.8%
2628 HK	中國人壽	21.35	38.75	22.43	16.59	1.71	1.61	1.48	0.89	16.46	-14.8%
1336 HK	新華保險	34	17.55	14.22	11.55	1.58	1.45	1.31	0.83	13.77	4.5%
966 HK	太平保險	16.38	16.43	11.38	9.60	1.02	0.96	0.88	0.61	9.78	-31.8%
1339 HK	人保集團	3.29	8.36	8.81	7.90	0.99	0.95	0.84	N/A	N/A	-13.4%
2328 HK	人保財險	13.48	9.51	9.23	8.29	1.53	1.40	1.24	N/A	N/A	-12.6%
1508 HK	中再保險	1.88	8.08	11.54	9.23	0.98	0.92	0.84	0.93	N/A	-20.7%
	平均		15.96	13.25	11.23	1.43	1.34	1.21	0.90	16.17	-12.2%
	H股金融行業指數	15,830	7.42			1.02					0.9%
	恒生指數	23,670	12.80			1.22					8.0%

來源：彭博，公司，招銀國際證券

圖 14：2016 年上半年上市險企財務及經營指標概覽

		中國人壽 2628 HK (人民幣百萬元)	平安 2318 HK (人民幣百萬元)	中國太保 2601 HK (人民幣百萬元)	新華保險 1336 HK (人民幣百萬元)	人保集團 1339 HK (人民幣百萬元)	人保財險 2328 HK (人民幣百萬元)	中國太平 966 HK (港幣百萬元)
總保費收入	1H15	234,298	212,134	110,891	72,738	226,928	146,232	85,396
	1H16	292,461	256,683	131,537	71,081	264,578	161,893	93,930
	同比	24.8%	21.0%	18.6%	-2.3%	16.6%	10.7%	10.0%
壽險保費收入	1H15	234,298	130,691	62,465	72,661	153,067	N/A	63,493
	1H16	292,461	172,898	82,234	71,035	170,050	N/A	72,345
	同比	24.8%	32.3%	31.6%	-2.2%	11.1%	N/A	13.9%
財險保費收入	1H15	N/A	81,443	48,380	N/A	146,300	145,926	9,949
	1H16	N/A	83,785	49,224	N/A	161,980	161,562	10,820
	同比	N/A	2.9%	1.7%	N/A	10.7%	10.7%	8.8%
投資收益	1H15	99,856	83,174	31,490	31,226	27,605	13,135	18,298
	1H16	50,799	55,570	21,343	16,255	15,079	7,444	9,850
	同比	-49.1%	-33.2%	-32.2%	-47.9%	-45.4%	-43.3%	-46.2%
歸屬於母公司股東的淨利潤	1H15	31,489	34,649	11,295	6,752	12,821	14,422	5,858
	1H16	10,395	40,776	6,142	3,333	7,725	10,648	3,099
	同比	-67.0%	17.7%	-45.6%	-50.6%	-39.7%	-26.2%	-47.1%
歸屬於母公司股東權益	2015	322,492	334,248	133,336	57,835	116,101	108,946	55,021
	1H16	302,948	363,948	126,957	57,711	120,939	112,171	53,020
	變動 (%)	-6.1%	8.9%	-4.8%	-0.2%	4.2%	3.0%	-3.6%
投資資產	2015	2,287,639	1,731,619	854,458	635,688	742,821	344,025	372,667
	1H16	2,404,233	1,825,901	907,005	666,135	770,373	345,344	399,930
	變動 (%)	5.1%	5.4%	6.1%	4.8%	3.7%	0.4%	7.3%
淨投資收益率(%)	1H15	4.7%	5.1%	4.9%	4.8%	5.6%	N/A	N/A
	1H16	4.7%	5.7%	4.6%	5.2%	5.3%	N/A	N/A
	變動 (百分點)	0.03	0.6	-0.3	0.4	-0.3	N/A	N/A
總投資收益率(%)	1H15	9.3%	7.7%	6.6%	10.5%	8.8%	N/A	7.8%
	1H16	4.4%	4.4%	4.7%	5.3%	5.0%	N/A	4.7%
	變動 (百分點)	-5.0	-3.3	-1.9	-5.2	-3.8	N/A	-3.1
集團內含價值	2015	560,277	552,853	205,624	103,280	N/A	N/A	117,548
	1H16	583,756	614,537	215,355	109,684	N/A	N/A	119,949
	變動 (%)	4.2%	11.2%	4.7%	6.2%	N/A	N/A	2.0%
壽險內含價值	2015	560,277	326,814	151,918	103,280	53,028	N/A	81,862
	1H16	583,756	354,524	159,976	109,684	53,905	N/A	82,710
	變動 (%)	4.2%	8.5%	5.3%	6.2%	1.7%	N/A	1.0%
上半年新業務價值	1H15	18,637	16,825	7,227	3,428	1,839	N/A	3,246
	1H16	28,021	24,017	11,264	4,049	2,880	N/A	5,236
	同比	50.4%	42.7%	55.9%	18.1%	56.6%	N/A	61.3%
財險綜合成本率(%)	1H15	N/A	93.6%	99.5%	N/A	94.7%	94.7%	99.6%
	1H16	N/A	95.3%	99.4%	N/A	95.0%	95.0%	99.6%
	變動 (百分點)	N/A	1.7	-0.1	N/A	0.3	0.3	0
集團核心償付能力充足率(%)	2015	324.1%	195.6%	289.0%	248.5%	235.0%	N/A	N/A
	1H16	298.3%	200.5%	282.0%	251.8%	230.0%	250.8%	N/A
	變動 (百分點)	-25.8	4.9	-7.0	3.2	-5.0	N/A	N/A
集團綜合償付能力充足率(%)	2015	359.0%	204.9%	299.0%	281.0%	295.0%	N/A	N/A
	1H16	329.1%	210.4%	291.0%	281.8%	282.0%	279.6%	N/A
	變動 (百分點)	-29.9	5.5	-8.0	0.9	-13.0	N/A	N/A

來源：公司，招銀國際證券

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: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。報告所載資料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。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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資訊，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。