

中国保险业

寿险向好，财险承压

寿险：长期增长逻辑不变

- ❖ **寿险保费收入增长仍旧强劲。**2017 上半年，寿险行业原保费收入同比增长 26.0%。尽管增速同比下降约 20 个百分点，该增长依旧可观，原因在于：(1) 家庭财富积累；(2) 消费者对人身及健康保障的需求和保险意识提高；以及 (3) “十三五”计划旨在促进保险渗透率及保险密度。在上市寿险公司中，上半年原保费收入同比增长分别为：中国平安 (2318 HK) 38.7%，中国太保 (2601 HK) 34.4%，中国太平 (966 HK) 29.8%，中国人寿 (2628 HK) 18.3%。新华保险 (1336 HK) 原保费收入同比下降 13.8%，主要由于银保渠道趸交保费大幅收缩约 200 亿元人民币。
- ❖ **业务转型收获成效。**上市寿险公司向个险渠道、期交业务及长期保障型产品转型的成效显著。新华保险 (1336 HK) 转型较晚，但是在新一届管理层领导下，正逐步缩小与同业的差距。就上市同业平均而言，代理人队伍自 2016 年末以来增长 56.9%。新华保险代理人队伍扩张幅度最小。2017 上半年，首年期交保费增长最快的保险公司为中国太保及中国平安，其代理人队伍增速也略高于同业。续期业务已成为保费收入增长的主要动力之一，且占据中国人寿、中国平安、中国太保及新华保险原保费收入的一半。中国人寿、中国太保及中国太平上半年续期保费同比增速超过 30%。由于业务结构优化，上市寿险公司录得强劲新业务价值增长：其中中国太保新业务价值增长 59.0%，中国太平增长 63.4%，中国平安 46.2%，中国人寿 31.7%，新华保险 26.4%。
- ❖ **监管趋严，寿险行业短期或将经历阵痛，然而长期利好。**保监会 134 号文进一步限制短期储蓄型产品销售，寿险公司明年（特别是开门红阶段）保费收入将承压。然而，由于上市寿险公司大多专注长期保障型业务，因此对于上述监管带来的不利影响抗压性较强。长远来看，寿险行业回归保险本源（即保障型业务），将使得行业竞争格局更为健康。寿险巨头或借此机会强化优势，从激进的保险公司手中收复失地（2017 上半年，上市寿险公司的市占率降幅趋于平稳，明年有望转降为升）。
- ❖ **我们预计 2018 上半年准备金压力将减轻。**今年上半年，由于风险贴现率假设变化，准备金增长为寿险公司盈利带来压力。量化来看，该负面影响与去年上半年相当。1H2017 由于假设变动造成的准备金增长占上市寿险公司税前收入的比例分别为：中国人寿 82.7%，平安人寿 47.7%，太保人寿 66.9%，新华保险 40.9%。在审慎中性的货币政策下，中国国债收益率曲线自今年以来有所上扬，750 日移动均线趋于平稳。若假设国债收益率于未来几年保持在现有水平，则我们预计 750 移动平均将最早于 2018 年上半年步出谷底，准备金压力或将减轻。

同步大市

中国保险业

丁文捷, PhD

电话: (852) 3900 0856

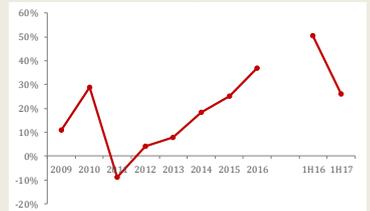
邮件: dingwenjie@cmbi.com.hk

徐涵博

电话: (852) 3761 8725

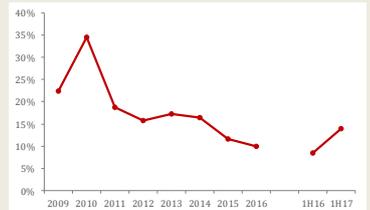
邮件: xuhanbo@cmbi.com.hk

寿险原保费收入按年变化



来源：中国保监会

财险保费收入按年变化



来源：中国保监会

图 1: 保费结构及新业务价值增长

	中国人寿 2628 HK	中国平安 2318 HK	中国太保 2601 HK	人保集团 1339 HK	新华保险 1336 HK	中国太平 966 HK
保费结构及增长						
原保费收入 (人民币百万元)	346,169	226,516	110,551	83,288	61,239	78,935
原保费收入同比增长	18.3%	38.7%	34.4%	1.7%	-13.8%	29.8%
首年保费 (人民币百万元)	139,061	105,603	36,440	69,202	17,856	44,002
首年保费同比增长	1.74%	34.70%	51.22%	-7.24%	-48.73%	6.56%
首年保费/原保费收入	40.19%	38.30%	34.07%	83.08%	29.16%	47.51%
续期保费 (人民币百万元)	180,495	170,114	61,732	12,722	42,115	45,160
续期保费同比增长	39.03%	29.53%	38.80%	118.25%	19.15%	46.46%
首年期交 (人民币百万元)	77,711	96,730	35,239	15,231	16,651	27,073
首年期交同比增长	10.85%	50.84%	51.29%	57.30%	22.57%	36.93%
首年期交/首年保费	55.88%	91.60%	96.70%	22.01%	93.25%	61.53%
新业务价值						
新业务价值 (人民币百万元)	36,895	38,551	19,746	3,907	7,153	8,115
新业务价值同比增长	31.7%	46.2%	59.0%	81.6%	26.4%	63.4%
内含价值						
内含价值	697,520	739,144	271,454	60,615	142,089	144,392
内含价值自2016年末增长	7.0%	15.9%	10.4%	5.3%	9.8%	12.1%

来源: 公司, 招银国际

图 2: 寿险代理人数量

公司	股份代号	寿险代理人数量 (千人, 截至2017年6月30日)	人数增长率	
			自2017	自2016
中国人寿	2628 HK	1,578	5.6%	61.2%
中国平安	2318 HK	1,325	19.3%	52.4%
中国太保	2601 HK	870	33.2%	80.5%
人保集团	1339 HK	213	12.6%	50.5%
新华保险	1336 HK	333	1.5%	28.6%
中国太平	966 HK	391	49.2%	68.5%
平均			20.2%	56.9%

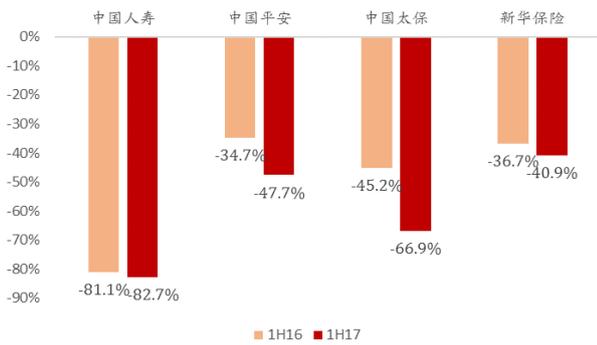
来源: 公司, 招银国际

图 3: 2017年上市寿险公司市场占有率趋稳

公司	股份代号	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	1H2017
中国人寿	2628 HK	31.7%	33.3%	32.4%	30.4%	26.1%	23.0%	19.9%	19.4%
中国平安	2318 HK	15.1%	12.4%	12.9%	13.6%	13.7%	13.1%	12.7%	12.7%
中国太保	2601 HK	8.8%	9.7%	9.4%	8.9%	7.8%	6.8%	6.3%	6.2%
人保集团	1339 HK	7.8%	7.4%	6.4%	7.0%	6.2%	5.6%	4.8%	4.7%
新华保险	1336 HK	8.9%	9.9%	9.8%	9.6%	8.7%	7.1%	5.2%	3.4%
中国太平	966 HK	3.1%	3.3%	3.7%	4.8%	5.1%	5.0%	4.4%	4.4%
		75.5%	76.1%	74.6%	74.4%	67.6%	60.7%	53.2%	50.8%

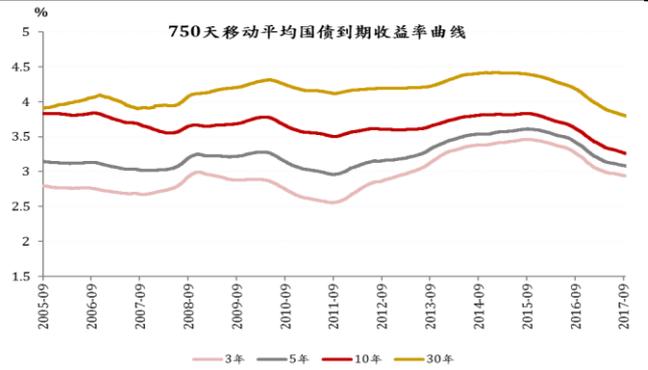
来源: 保监会, 招银国际

图 4：假设变动造成的准备金变化占税前利润百分比



来源：公司，招银国际。*注：中国平安及中国太保仅包含寿险业务税前利润

图 5：750 日移动平均国债到期收益率曲线



来源：Wind，招银国际

图 6：我们预测基准风险贴现率将于 2018 年一季度步出谷底



来源：Wind，招银国际预测。*注：预测值以虚线表示

财险：承保利润仍旧承压

- ❖ **保费收入增长随宏观经济复苏。**2017 上半年，财险行业保费收入同比增长 13.9%，增速同比提升约 6.8 个百分点，表明随着宏观经济企稳，保费收入复苏。在上市财险公司中，平安财险及太平财险录得最快增长，分别为 23.5% 及 17.5%，中国财险保费收入增长 11.0%，略低于行业平均。由于专注承保质量，选择性退出盈利能力较差的业务，太保财险保费收入仅增长 5.7%，但是增速比去年同期有所提升。行业整体而言，上半年车险保费收入同比增长 9.23%（2016 年为 10.5%）。中国财险、平安财险及太平财险均录得高于行业平均的车险保费收入增长，分别为 9.8%，13.6% 及 15.2%。
- ❖ **2017 下半年承保利润承压。**上半年，上市财险公司综合成本率均保持在令人满意的水平：中国财险 95.5%，同比提升 0.5 个百分点；平安财险 96.1%，同比提升 0.8 个百分点；太保财险 98.74%，同比下降 0.7 个百分点；太平财险 98.8%，同比下降 0.8 个百分点。下半年，我们预测承保利润或将收缩，基于两点原因。第一，车险费率改革深化。尽管我们认为费率改革利好拥有更强定价能力及费用管控能力的财险巨头，但是短期来看，我们预期保费收入增长将有所放缓，赔付率或将提升。该趋势与今年上半年部分财险公司公布的车险经营数据一致：中国财险及太保财险的车险综合成本率分别同比提升 0.6 及 0.4 个百分点。第二，下半年事故及自然灾害更加频发，或将导致非车险业务赔付率上升。

图 7：2017 上半年财险保费收入及综合成本率

	中国财险 2328 HK	中国平安 2318 HK	中国太保 2601 HK	中国太平 966 HK
保费收入及增长				
保费收入 (人民币百万元)	179,317	103,443	51,964	10,684
保费收入同比增长	11.0%	23.5%	5.7%	17.5%
市场占有率	34.0%	19.6%	9.8%	2.0%
车险保费 (人民币百万元)	112,242	80,260	39,843	9,502
车险保费同比增长	9.8%	13.6%	5.8%	15.2%
车险保费/保费收入	62.6%	77.6%	76.7%	88.9%
非车险保费 (人民币百万元)	31,925	23,183	12,642	2,580
非车险保费同比增长	18.5%	76.2%	9.3%	0.3%
综合成本率				
赔付率 (%)	60.9	58.8	60.9	48.9
赔付率同比变化 (百分点)	0.7	3.9	-0.3	-1.5
费用率 (%)	34.6	37.3	37.8	49.9
费用率同比变化 (百分点)	-0.2	-3.1	-0.4	0.7
综合成本率 (%)	95.5	96.1	98.7	98.8
综合成本率同比变化 (百分点)	0.5	0.8	-0.7	-0.8

来源：公司，招银国际

股价表现及覆盖范围

中国太保 (2601 HK)，目标价：**HK\$45.46**，**买入**。由于中国太保寿险业务稳健增长及财险业务承保利润持续改善，该股票是我们 2017 年 4 季度的首选。新一届管理层推出“转型 2.0”，专注保险主业，增强公司竞争力。我们认为，中国太保多年坚持专注保险主业的战略应该体现在溢价上。主要投资风险在于，寿险业务的增长潜力或许会被财险业务的盈利压力抵消。我们给予 2018 年 6 月末的目标价为 45.46 港元，相当于 2017 年和 2018 年集团预测内含价值的 1.25 倍和 1.11 倍。

新华保险 (1336 HK)，目标价：**HK\$54.94**，**买入**。2017 年中期业绩发布后，由于新业务价值增长不及预期，股价下跌超过 12%。我们认为，在新一届管理层带领下，公司将从专注个险渠道、期交业务及健康险业务的转型中获利。然而，转型所需时间或超投资者预期，且公司个险代理人队伍扩张不及同业。因此，2017 全年，新华保险原保费收入及新业务价值增长有可能仍低于同业。我们给予 2018 年 6 月末的目标价为 54.94 港元，相当于 2017 年和 2018 年预测内含价值的 1.01 倍和 0.89 倍。下行风险包括：(1) 低于预期的业务转型及新业务价值增长；(2) 资产质量恶化，尤其是非标资产。值得一提的是，南下资金持股数量占新华保险已发行股份的百分比由 3 月 17 日的约 13% 上升至 9 月 25 日的约 28%，该增幅与在香港上市的其他中资保险公司相比极为显著。与此同时，新华保险 H 股之于 A 股折价亦为最大。

中国人寿 (2628 HK)，目标价：**HK\$32.07**，**买入**。净利润重回正增长通道，2017 上半年，由于投资收入增加，净利润同比增长 17.8%。新业务价值增长 31.7%，低于主要同业。我们认为，未来新业务价值增长将更多依靠价值率提升及代理人产能提升。我们给予 2018 年 6 月末的目标价为 32.07 港币，相当于 2017 年和 2018 年预测内含价值的 1.05 倍和 0.92 倍。主要风险包括：(1) 首年期交保费增速不及代理人数量增长；(2) 投资决策或难以在支持国家战略与投资者收益最大化之间保持平衡。

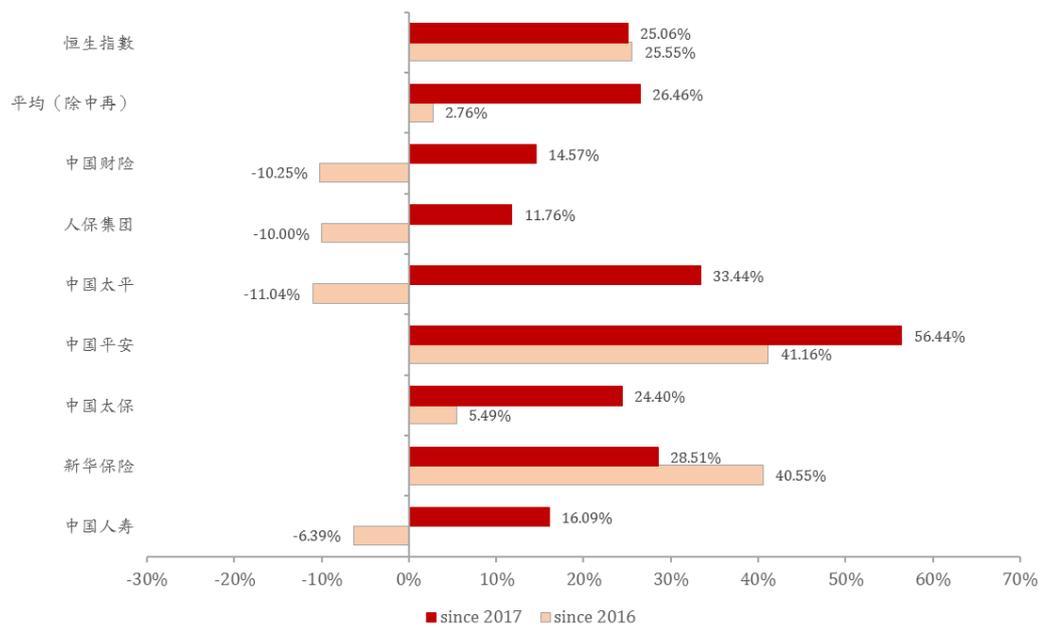
图 8：招银国际预测覆盖范围

公司	股份代号	股价 (港元)	目标价 (2018-06)	潜在升幅	评级	市盈率(x)		市帐率(x)		PEV(x)		股息率(%)	
						FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E
中国人寿	2628 HK	23.45	32.07	36.8%	BUY	25.61	22.16	1.79	1.72	0.76	0.67	1.4	1.6
中国太保	2601 HK	33.65	45.46	35.1%	BUY	19.90	18.45	1.88	1.79	0.92	0.81	2.5	2.7
新华保险	1336 HK	45.75	54.94	20.1%	BUY	23.18	19.60	1.90	1.75	0.83	0.73	1.3	1.5

来源：彭博，招银国际预测

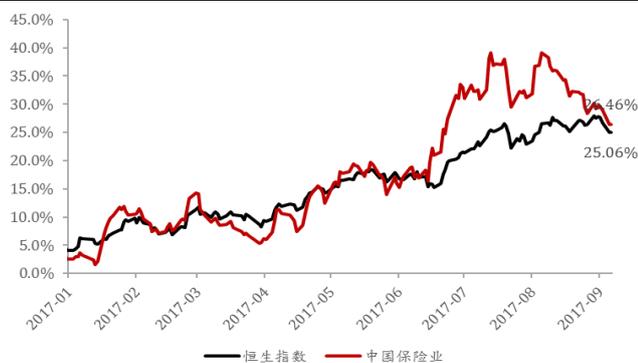
将行业评级下调至同步大市。中国保险行业平均股价自年初以来已上涨 26.5%，跑赢恒生指数（25.1%）。尽管我们对于中国保险业，尤其是寿险行业的长远前景感到乐观，我们认为当前股价已基本反映积极因素。2017 年 4 季度，潜在升幅及跌幅有限。因此，我们将行业评级下调至同步大市。

图 9：中国保险公司自年初以来股价表现



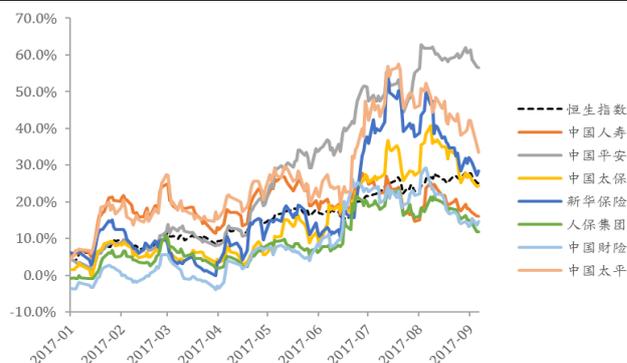
来源：彭博，招银国际

图 10：股价表现：中国保险行业 vs. 恒生指数



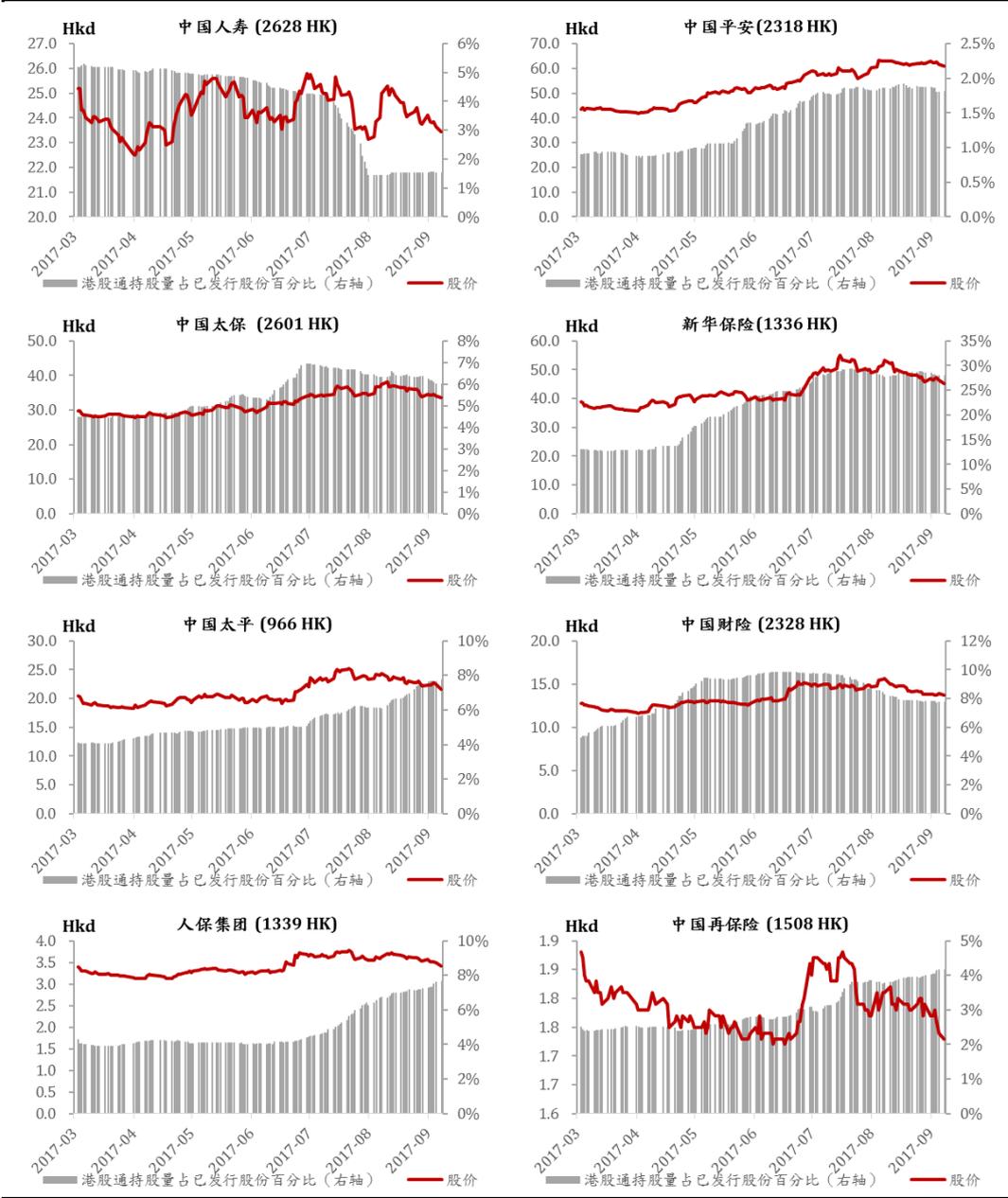
来源：彭博，招银国际

图 11：中国保险公司自年初以来股价走势



来源：彭博，招银国际

图 12: 港股通持股量占已发行股份百分比 vs. 股价



来源: 彭博, 招银国际

图 13: H/A 溢价 (折价)



来源: 保监会, 招银国际

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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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 年证券交易法规则 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。