

中國保險業

2018 回顧及 2019 展望——審慎樂觀

- ❖ **主要上市壽險公司表現優於行業。**2018 年 1-11 月，壽險行業保費收入同比下降 0.5%，至 24,790 億元。在行業逆風時期，得益於長期關注個險代理人渠道及期交業務，上市壽險公司表現優於行業。合計上市壽險公司市場份額由 2017 年末的 53.2% 提升至 2018 年 11 月底的 58.3%。2018 全年，除人保壽險以外，上市壽險公司均實現保費收入正增長。
- ❖ **2019 年開門紅：保障型產品登上舞臺。**中國平安及中國太保均採取了以年金險產品為主、保障型產品為輔的銷售策略。平安及太保 12 月當月保費收入分別同比增長 24.4% 及 25.5%。新華保險則採取以健康險產品為主、心腦血管疾病等附加險為輔的銷售策略。新華 12 月當月保費收入同比增長 15.0%。得益於其高淨值個人客戶，中國太平 12 月當月保費收入同比增長 32.1%。中國人壽及人保壽險則依舊重點銷售年金險產品。
- ❖ **宏觀經濟不確定性令產險行業承壓，**保費收入同比增速由 2018 年初的 20.8% 下滑至 11 月的 12.1%。上市財險公司保費收入增速同樣出現下滑。2018 全年，中國財險、平安、太保、太平保費收入分別同比增長 11.1%、14.6%、14.0%、及 9.8%。
- ❖ **維持行業優於大市評級。**2018 年以來，中國保險行業跑輸恒指。目前我們覆蓋的壽險公司估值僅為 2019 年預測內含價值的 0.44-0.62 倍，估值較為吸引。隨著險企逐漸適應行業過渡期，承保端在健康險、養老險等業務的帶動下有望恢復新單保費和新業務價值正增長。在業務結構調整、保險科技賦能的帶動下，我們仍看好中國保險業，尤其是壽險行業的長遠發展前景。
- ❖ **首選中國太保（2601 HK，目標價：37.48 港元，買入）。**2018 下半年，公司首年期交保費（非累計）同比增速復蘇，由上半年的 -22.8% 增至 29.4%。2018 全年個險渠道首年期交保費增速超我們預期 6.80 個百分點。新單保費全年分布更加平均。此外，我們認為，公司轉型 2.0 將持續為股東創造價值。
- ❖ **中短期利好因素：**（1）宏觀政策支持下，A 股市場情緒復蘇；（2）市場整合有利於領先的保險公司。
- ❖ **主要風險因素：**（1）由於宏觀經濟下行，2019 年初保費收入增速萎靡；（2）貨幣政策寬鬆導致債券收益率下降。

優於大市（維持）

徐涵博

Tel: (852) 3761 8725

Email: xuhanbo@cmbi.com.hk

丁文捷, PhD

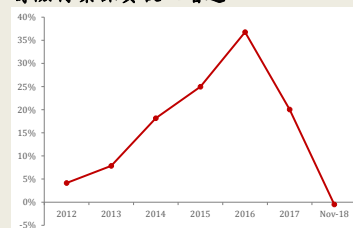
電話: (852) 3900 0856 /

(86) 755 2367 5597

郵件: dingwenjie@cmbi.com.hk

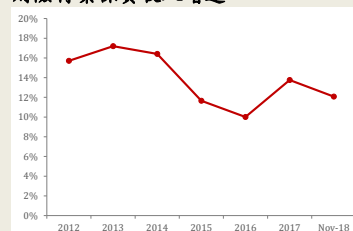
中國保險業

壽險行業保費收入增速



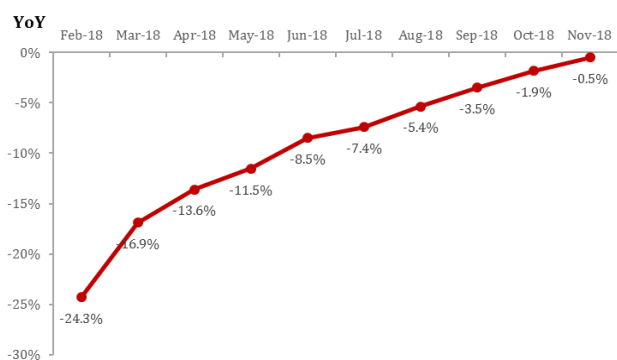
來源：銀保監會

財險行業保費收入增速



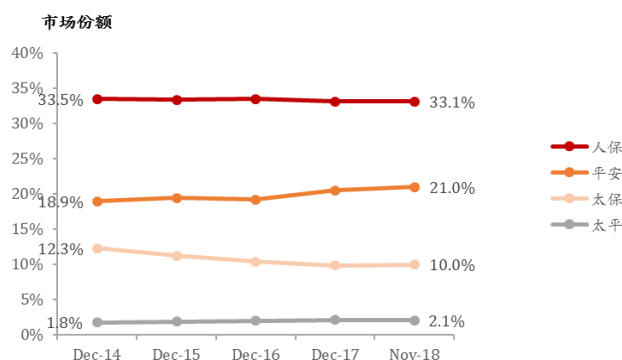
來源：銀保監會

圖 1: 壽險行業保費收入累計同比增速



來源: 銀保監會, 招銀國際研究

圖 2: 上市壽險公司市場份額回升



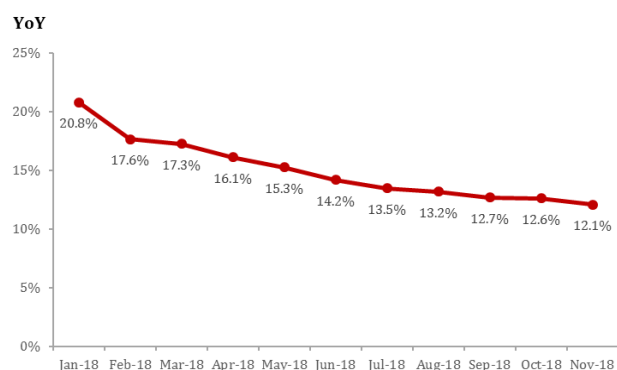
來源: 銀保監會, 招銀國際研究

圖 3: 上市壽險公司 2019 年開門紅產品

产品名称	销售策略	产品类型	首次返还	万能险保证利率	保障功能
中国人寿 鑫享金生	主推	年金保险	5年	2.50%	子女教育、养老规划、家庭财务管理等
中国平安 金瑞人生	主推	年金保险	5年	1.75%	子女教育、养老规划、家庭财务管理等
中国平安 金鑫人生	主推	年金保险	5年	1.75%	针对女性的子女教育、养老规划、家庭财务管理等
平安福		含终身寿险、重疾险、防癌险等	-	-	轻症、重疾保障种类130种, 多次赔付
鑫满意	主推	年金保险	5年	2.0%/2.5%	子女教育、养老规划、家庭财务管理等
长相伴		终身寿险	-	-	子女教育、养老规划、家庭财富传承等
金诺人生		重疾险	-	-	100种重疾、50种轻症, 多次赔付
安行宝		两全保险	-	-	针对自驾车、公交及巨灾意外
人保集团 乐享生活		年金保险	5年	3.00%	子女教育、养老规划、家庭财务管理等
康安无忧	主推	防癌险	-	-	防癌险+心脑血管疾病附加险
新华保险 健康无忧	主推	重疾险	-	-	重疾险+心脑血管疾病附加险
惠鑫宝		年金保险	5年	?	子女教育、养老规划、家庭财务管理等+心脑血管疾病附加险
中国太平 卓越智臻		年金保险	5年	2.50%	财富管理及传承

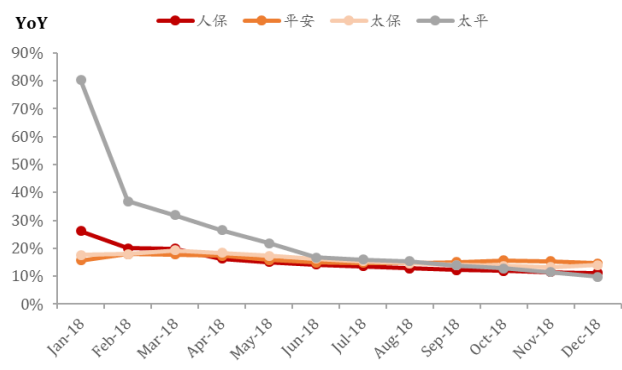
來源: 新聞, 公司, 招銀國際研究

圖 4: 財產險行業保費收入累計同比增速



來源: 銀保監會, 招銀國際研究

圖 5: 上市財險公司保費收入累計同比增速



來源: 公司, 招銀國際研究

圖 6: 招銀國際覆蓋範圍

公司	股份代号	股价 (港元)	目标价 (港元)	潜在升幅	评级	市价率(x)		PEV(x)		TP/EV (x)		股息率(%)	
						FY18E	FY19E	FY18E	FY19E	FY18E	FY19E	FY18E	FY19E
中国人寿	2628 HK	19.10	21.69	13.6%	BUY	1.39	1.29	0.58	0.53	0.67	0.62	2.2	2.9
中国太保	2601 HK	27.20	37.48	37.8%	BUY	1.43	1.31	0.68	0.62	0.96	0.87	3.9	4.8
新华保险	1336 HK	30.25	44.94	48.6%	BUY	1.19	1.07	0.48	0.44	0.73	0.66	2.9	3.4
中国太平	966 HK	21.60	34.50	59.7%	BUY	1.10	0.96	0.55	0.49	0.87	0.78	0.8	1.0
人保集团	1339 HK	3.17	3.99	25.7%	BUY	0.73	0.65	-	-	-	-	1.3	1.5
中国财险	2328 HK	8.30	10.34	24.6%	BUY	1.10	0.99	-	-	-	-	3.1	3.3
行业平均						1.31	1.22						

來源: 彭博, 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

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來 12 個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來 12 個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來 12 個月預期表現跑輸大市指標

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，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責任。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。接收本報告之行爲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。