

中國太保(2601 HK)

被低估的高手

❖ **2018年業績超預期。**保費收入同比增長 14.3%，至 3,219 億元人民幣。其中，壽險保費收入同比增長 15.3%至 2,024 億元，財險保費收入同比增長 12.6%至 1,178 億元。壽險新業務價值同比增長 1.5%至 271 億元，超越我們新業務價值負增長的預期。財險綜合成本率下降 0.4 個百分點至 98.4%，超越我們/一致預期 0.4/1 個百分點。淨利潤超預期，達 184 億元。集團內含價值同比增長 17.5%至 3,361 億元。

❖ **2018 下半年壽險新業務價值增速反彈。**全年壽險新業務價值同比增長 1.5%至 271 億元，超越我們新業務價值負增長的預期。2018 下半年，新業務價值同比增長 55.2%，扭轉了上半年 17.5%的跌勢。新業務價值的增長主要來源於價值率的提升。由於產品結構優化，新業務價值率提升 4.3 個百分點至 43.7%。長險首年保費占比提升 7.7 個百分點至 49.1%。個險渠道首年期交保費同比下降 9.7%，但同樣於下半年錄得 29.4%的反彈，扭轉了上半年 17.5%的跌勢。

❖ **財險綜合成本率下降。**財險保費收入增長主要來源於非車險業務增長。非車險保費收入同比增長 30.8%至 298 億元，而車險保費收入同比增長 7.5%至 880 億元。公司保持承保盈利，綜合成本率在行業承壓的情況下逆勢優化。費用率同比上升 3.3 個百分點至 42.2%，賠付率同比下降 3.7 個百分點至 56.2%。我們相信，公司持續改善的產險承保盈利狀況表現將一掃投資者對於財險拖累公司業績的顧慮。

❖ **投資資產迅速擴張。**儘管投資收益率受市場波動影響下降，集團投資資產同比增長 14.1%至 1.23 萬億。第三方管理資產同比增長 39.5%至 4,703 億元。該增長主要得益於長江養老業務增長。資產的增長為未來投資收益奠定基礎。

❖ **目標價提升至 40.52 港元。**2019 年以來，鑒於公司堅實的承保表現、清晰的發展戰略、同業最高的派息率，我們以**中國太保為行業首選**。我們認為，公司股價被低估，目前僅相當於 0.7 倍 2018 年集團內含價值。我們上調 2019 年預測新業務價值及內含價值，並將目標價提升至 40.52 港元。我們的目標價相當於 0.84 倍 2019 年預測集團內含價值。**維持買入評級。**

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
保費收入 (百萬人民幣)	281,644	321,895	363,408	405,495	447,888
總收入 (百萬人民幣)	319,405	353,103	403,554	450,881	498,638
淨利潤 (百萬人民幣)	14,662	18,019	21,620	25,067	28,028
每股收益 (人民幣)	1.62	1.99	2.39	2.77	3.09
每股收益變動 (%)	21.65	22.90	19.98	15.95	11.81
市盈率 (x)	16.09	13.09	10.91	9.41	8.42
市賬率 (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
淨資產收益率 (%)	10.89	12.55	13.84	14.74	15.14

資料來源：公司，招銀國際預測

買入 (維持)

目標價	HK\$40.52
(此前目標價)	HK\$37.48)
潛在升幅	+33.7%
當前股價	HK\$30.30

丁文捷, PhD

電話：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5597

郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

徐涵博

電話：(852) 3761 8725

郵件：xuhanbo@cmbi.com.hk

中國保險業

市值(百萬港元)	326,042
3月平均流通量(百萬港元)	430.88
52周內股價高/低(港元)	37.8/24.2
總股本(百萬)	2,775.3

資料來源：彭博

股東結構

中能(集團)	14.17%
華寶投資	14.19%

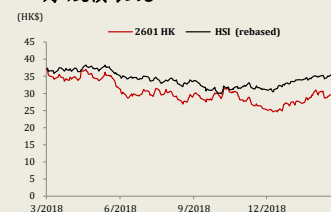
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	1.0%	0.0%
3-月	19.7%	5.5%
6-月	5.2%	-0.6%

資料來源：彭博

12-月股價表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

公司網站：www.cpic.com.cn

財務報表

利潤表

年結：12月31日（百万人民币）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
原保費收入	281,644	321,895	363,408	405,495	447,888
- 壽險	175,628	202,414	232,268	262,552	292,081
- 財產險	104,614	117,808	131,140	142,942	155,807
分出保費及提取未到期責任準備金	(18,090)	(22,171)	(25,329)	(27,704)	(30,399)
已賺保費	263,554	299,724	338,079	377,791	417,489
投資收益	52,657	49,999	61,756	68,935	76,557
其他業務收入	3,194	3,380	3,719	4,156	4,592
收入合計	319,405	353,103	403,554	450,881	498,638
保戶給付及賠款淨額	(210,130)	(226,444)	(259,904)	(291,240)	(322,216)
其他業務及管理費用	(88,247)	(98,986)	(110,990)	(122,298)	(134,644)
給付、賠款及費用合計	(298,377)	(325,430)	(370,894)	(413,538)	(456,860)
享有按權益法入賬的投資的利潤份額	74	335	352	369	388
利潤總額	21,102	28,008	33,012	37,713	42,166
所得稅	(6,111)	(9,574)	(10,894)	(12,068)	(13,493)
淨利潤	14,991	18,434	22,118	25,645	28,673
非控制性權益	(329)	(415)	(498)	(577)	(646)
歸屬母公司股東淨利潤	14,662	18,019	21,620	25,067	28,028

資料來源：公司及招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百万人民币）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
現金及存款	134,030	173,773	193,225	215,291	238,339
債券	521,063	570,790	691,118	773,098	855,863
其他固定收益類投資	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
其他權益類投資	61,756	70,332	78,205	87,136	96,464
投資性房地產	8,727	8,542	9,498	10,583	11,716
投資資產合計	1,081,282	1,233,222	1,371,266	1,527,862	1,691,428
非投資資產	89,942	102,737	95,534	104,644	117,843
總資產	1,171,224	1,335,959	1,466,801	1,632,506	1,809,271
保險合同負債	802,239	919,671	1,060,181	1,207,496	1,366,377
投資合同負債	56,268	62,255	63,808	65,722	67,037
次級債	3,999	13,985	10,000	10,000	10,000
其他負債	167,599	186,000	165,068	166,551	166,808
總負債	1,030,105	1,181,911	1,299,056	1,449,769	1,610,222
歸屬於母公司股東權益	137,498	149,576	162,906	177,322	192,990
非控制性權益	3,621	4,472	4,838	5,415	6,059
股東權益合計	141,119	154,048	167,744	182,737	199,049

資料來源：公司及招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
內含價值（百万人民币）					
太保壽險一年新業務價值	26,723	27,120	28,718	30,202	31,108
扣除償付能力額度成本後有效業務價值	136,749	169,714	199,107	223,638	248,086
壽險業務內含價值	214,037	258,428	291,537	324,329	357,765
集團內含價值	286,169	336,141	373,608	413,620	454,950

同比增長率

原保費收入	20.4%	14.3%	12.9%	11.6%	10.5%
- 壽險	27.9%	15.3%	14.7%	13.0%	11.2%
- 財險	8.8%	12.6%	11.3%	9.0%	9.0%
個險渠道首年期交	31.2%	-9.7%	5.0%	4.0%	3.0%
已賺保費	20.0%	13.7%	12.8%	11.7%	10.5%
歸屬於母公司股東淨利潤	21.6%	22.9%	20.0%	15.9%	11.8%
太保壽險一年新業務價值	40.3%	1.5%	5.9%	5.2%	3.0%
壽險業務內含價值	17.9%	20.7%	12.8%	11.2%	10.3%
集團內含價值	16.4%	17.5%	11.1%	10.7%	10.0%

資本充足率

壽險償付能力充足率	245.3%	260.8%	251.9%	249.6%	242.5%
產險償付能力充足率	267.4%	305.9%	296.4%	294.2%	318.1%

主要指標

新業務價值率（基於首年年度化保費）	39.4%	43.7%	44.5%	45.0%	45.0%
壽險13個月繼續率	93.4%	92.9%	92.9%	92.9%	92.9%
壽險25個月繼續率	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				
綜合成本率	98.8%	98.4%	98.4%	98.4%	0.0%
淨投資收益率	5.4%	4.9%	4.7%	4.7%	4.7%
總投資收益率	5.4%	4.6%	4.7%	4.8%	4.8%
淨資產收益率（集團）	10.9%	12.6%	13.8%	14.7%	15.1%
資產收益率（集團）	1.3%	1.4%	1.5%	1.6%	1.6%
內含價值收益率（太保壽險）	24.8%	24.7%	18.1%	16.8%	16.1%

每股數據

每股收益（人民幣）	1.62	1.99	2.39	2.77	3.09
每股淨資產（人民幣）	15.17	16.51	17.98	19.57	21.30
集團每股內含價值（人民幣）	31.58	37.09	41.23	45.64	50.20
每股股息（人民幣）	0.80	1.00	1.20	1.39	1.56

資料來源：公司及招銀國際預測

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	: 招銀國際並未給予投資評級

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。而過去的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。