

中國人民保險集團 (1339 HK)

2018年業績遜於預期；下半年壽險新業務價值增速反彈超預期

- ❖ **2018年業績遜於預期。**保費收入同比增長4.7%，至4,990億元人民幣。其中，財險同比增長11%至3,890億元，而壽險/健康險同比下降12%/23%至940/150億元。壽險/健康險新業務價值同比增長0.8%/8.3%，拉動內含價值分別增至710/87億元。由於股市波動導致投資收益同比下降19%。淨利潤同比下降20%至130億元，遜於我們/一致預期16%/23%。董事會建議派發末期股息每股4.57分，將派息率提升4.8個百分點至15.2%。
- ❖ **2018下半年壽險新業務價值增速反彈超預期。**由於行業逆風，個險渠道首年期交保費收入同比下降26%至105億元。上半年新業務價值同比下降21.5%，但下半年增速反彈，新業務價值同比增長49.8%。超預期的反彈受益於價值率的提升。個險渠道基於首年年化保費的新業務價值率同比提升14個百分點至46%，向個險渠道及期交業務的轉型取得成效。全渠道續期保費收入占比同比提升19個百分點至42%。承保質量亦有提升，13/25個月保單繼續率分別同比提升0.1/3.1個百分點至93.9%/91.8%。我們相信壽險轉型成效將持續顯現。
- ❖ **護理險業務受挫。**護理險保費收入同比下降87%個百分點至11.8億元，主要由於早前短期儲蓄型產品受到行業強監管影響。公司推進業務結構調整，重點發展保障屬性突出的長期護理險產品，並已停售中短存續期業務。
- ❖ **車險費用率拖累財產業績 (2328 HK)。**車險/非車險保費收入分別同比增長3.9%/28.5%，至2,589/1,299億元。綜合成本率同比上升1.3個百分點至98.5%，但仍優於行業。賠付率下降0.3個百分點至62.0%，而費用率上升1.6個百分點至36.5%。我們預測2019年車險費用率進一步上升0.5個百分點至41.7%。
- ❖ **目標價上調至4.22港元，維持買入評級。**我們採用分部加總估值法，下調人保財險估值以反映車險費用率謹慎展望，並上調人保壽險估值以反映新業務價值增速反彈超預期。考慮到派息率提升，目標價上調至4.22港元，維持買入評級。

財務資料

(年結12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
保費收入(百萬人民幣)	476,447	498,608	550,408	602,410	651,146
總收入(百萬人民幣)	483,775	498,597	555,245	605,903	654,683
淨利潤(百萬人民幣)	16,099	12,912	13,611	14,846	16,404
每股收益(人民幣)	0.38	0.30	0.31	0.34	0.37
每股收益變動(%)	13.02	(20.94)	2.59	9.08	10.49
市盈率(x)	7.57	9.57	9.33	8.56	7.74
市帳率(x)	0.89	0.83	0.78	0.73	0.68
股息率(x)	1.37	1.59	1.63	1.78	1.97
權益收益率(%)	12.21	8.89	8.62	8.84	9.13

資料來源：公司，招銀國際預測

買入 (維持)

目標價	HK\$4.22
(此前目標價)	HK\$3.99)
潛在升幅	26.5%
當前股價	HK\$3.34

徐涵博

電話：(852) 3761 8725

郵件：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

市值(百萬港元)	420,993
3月平均流通量(百萬港元)	275.02
52周內股價高/低(港元)	4.14/ 2.99
總股本(百萬)	8,726.2

資料來源：彭博

股東結構

財政部	67.6%
社保基金會	8.6%
H股股東	19.7%
A股股東	4.1%

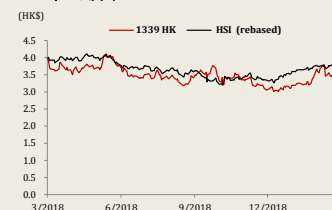
資料來源：公司

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-0.3%	-1.3%
3-月	14.4%	0.8%
6-月	2.3%	-3.3%

資料來源：彭博

12-月股價表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

公司網站：www.picc.com

利潤表

截至12月31日止年度（人民币百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
总保费收入	476,447	498,608	550,408	602,410	651,146
人保财险	350,314	388,769	425,098	460,591	492,581
人保寿险	106,238	93,714	107,838	121,816	136,175
人保健康	19,250	14,798	17,472	20,004	22,390
分出保费及未到期责任准备金净额变动	(41,470)	(43,261)	(46,108)	(50,056)	(53,648)
已赚净保费	434,977	455,347	504,300	552,354	597,498
投资收益	36,476	29,527	35,796	36,968	39,264
其他收入	12,322	13,723	15,149	16,580	17,921
收入合计	483,775	498,597	555,245	605,903	654,683
给付及赔付净额	(318,841)	(318,625)	(368,472)	(405,215)	(440,134)
手续费及佣金支出	(68,094)	(81,728)	(89,166)	(96,386)	(102,881)
财务费用	(5,569)	(6,555)	(8,250)	(10,958)	(14,073)
其他业务及管理费用	(72,316)	(76,434)	(75,681)	(79,217)	(81,393)
保险业务支出及其他费用合计	(464,820)	(483,342)	(541,569)	(591,775)	(638,481)
应占联营及合营企业损益	12,674	12,540	13,536	14,564	15,499
税前利润	30,831	27,058	27,211	28,692	31,701
所得税	(7,780)	(8,343)	(7,483)	(7,173)	(7,925)
净利润	23,051	18,715	19,728	21,519	23,776
非控制性权益	(6,952)	(5,803)	(6,117)	(6,672)	(7,372)
归属于母公司股东的净利润	16,099	12,912	13,611	14,846	16,404

資料來源：公司及招銀國際預測

資產負債表

截至12月31日止年度（人民币百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
固定收益投资	625,812	654,954	722,997	791,305	855,322
公允价值计量的各类基金及股票投资	115,013	116,697	128,821	140,992	152,398
其他投资	109,895	120,274	132,769	145,313	157,069
总投资资产	850,720	891,925	984,587	1,077,610	1,164,789
其他资产	137,186	139,710	139,710	139,710	139,710
总资产	987,906	1,031,635	1,124,297	1,217,320	1,304,499
保险合同负债	557,011	559,217	602,810	628,241	655,149
保单持有人的投资合同负债	45,880	41,808	47,404	48,337	49,384
卖出回购金融资产款	41,226	54,889	70,027	95,897	117,197
应付债券	49,801	57,732	73,654	100,864	123,267
其他负债	107,107	111,688	111,218	110,175	109,004
总负债	801,025	825,334	905,112	983,513	1,054,001
股本	42,424	44,224	44,224	44,224	44,224
储备	95,109	108,829	118,387	129,235	141,618
归属于母公司股东权益	137,533	153,053	162,611	173,459	185,842
非控制性权益	49,348	53,248	56,573	60,347	64,656
总权益	186,881	206,301	219,184	233,807	250,498

資料來源：公司及招銀國際預測

主要比率

截至12月31日止年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
新业务价值 (人民币百万元)					
人保寿险	5,687	5,735	5,885	6,174	6,617
人保健康	468	507	557	588	609
内含价值 (人民币百万元)					
人保寿险	61,909	70,632	77,828	85,858	94,940
人保健康	7,831	8,689	9,632	10,678	11,825
同比增速					
总保费收入	8%	5%	10%	9%	8%
人保财险	13%	11%	9%	8%	7%
人保寿险	1%	-12%	15%	13%	12%
人保健康	-16%	-23%	18%	14%	12%
归属于母公司股东的净利润	13%	-20%	5%	9%	10%
新业务价值					
人保寿险	38%	1%	3%	5%	7%
人保健康	44%	8%	10%	6%	4%
内含价值					
人保寿险	8%	14%	10%	10%	11%
人保健康	10%	11%	11%	11%	11%
综合偿付能力充足率					
人保集团	299%	309%	282%	264%	249%
人保财险	278%	275%	283%	280%	279%
人保寿险	219%	244%	234%	212%	200%
人保健康	396%	282%	251%	228%	210%
主要经营指标					
人保财险综合成本率	97.2%	98.5%	98.4%	98.4%	98.4%
总投资收益率	5.9%	4.8%	5.3%	5.0%	4.9%
净资产收益率	12.2%	8.9%	8.6%	8.8%	9.1%
每股数据 (人民币)					
每股收益	0.38	0.30	0.31	0.34	0.37
每股股息	0.04	0.05	0.05	0.05	0.06
每股净资产	3.24	3.46	3.68	3.92	4.20

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并無直接或間接關係。

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，并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，并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并不時自行及/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士。