

## 中国保险业

### 2018 回顾及 2019 展望——审慎乐观

- ❖ **主要上市寿险公司表现优于行业。**2018 年 1-11 月，寿险行业保费收入同比下降 0.5%，至 24,790 亿元。在行业逆风时期，得益于长期关注个险代理人渠道及期交业务，上市寿险公司表现优于行业。合计上市寿险公司市场份额由 2017 年末的 53.2% 提升至 2018 年 11 月底的 58.3%。2018 全年，除人保寿险以外，上市寿险公司均实现保费收入正增长。
- ❖ **2019 年开门红：保障型产品登上舞台。**中国平安及中国太保均采取了以年金保险产品为主、保障型产品为辅的销售策略。平安及太保 12 月当月保费收入分别同比增长 24.4% 及 25.5%。新华保险则采取以健康险产品为主、心脑血管疾病等附加险为辅的销售策略。新华 12 月当月保费收入同比增长 15.0%。得益于其高净值个人客户，中国太平 12 月当月保费收入同比增长 32.1%。中国人寿及人保寿险则依旧重点销售年金保险产品。
- ❖ **宏观经济不确定性令产险行业承压，**保费收入同比增速由 2018 年初的 20.8% 下滑至 11 月的 12.1%。上市财险公司保费收入增速同样出现下滑。2018 全年，中国财险、平安、太保、太平保费收入分别同比增长 11.1%、14.6%、14.0%、及 9.8%。
- ❖ **维持行业优于大市评级。**2018 年以来，中国保险行业跑输恒指。目前我们覆盖的寿险公司估值仅为 2019 年预测内含价值的 0.44-0.62 倍，估值较为吸引。随着险企逐渐适应行业过渡期，承保端在健康险、养老险等业务的带动下有望恢复新单保费和新业务价值正增长。在业务结构调整、保险科技赋能的带动下，我们仍看好中国保险业，尤其是寿险行业的长远发展前景。
- ❖ **首选中国太保 (2601 HK, 目标价: 37.48 港元, 买入)。**2018 下半年，公司首年期交保费 (非累计) 同比增速复苏，由上半年的 -22.8% 增至 29.4%。2018 全年个险渠道首年期交保费增速超我们预期 6.80 个百分点。新单保费全年分布更加平均。此外，我们认为，公司转型 2.0 将持续为股东创造价值。
- ❖ **中短期利好因素：**(1) 宏观政策支持下，A 股市场情绪复苏；(2) 市场整合有利于领先的保险公司。
- ❖ **主要风险因素：**(1) 由于宏观经济下行，2019 年初保费收入增速萎靡；(2) 货币政策宽松导致债券收益率下降。

### 优于大市 (维持)

徐涵博

Tel: (852) 3761 8725

Email: [xuhanbo@cmbi.com.hk](mailto:xuhanbo@cmbi.com.hk)

丁文捷, PhD

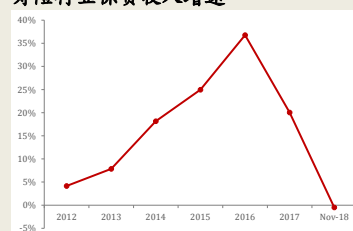
电话: (852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5597

邮件: [dingwenjie@cmbi.com.hk](mailto:dingwenjie@cmbi.com.hk)

中国保险业

寿险行业保费收入增速



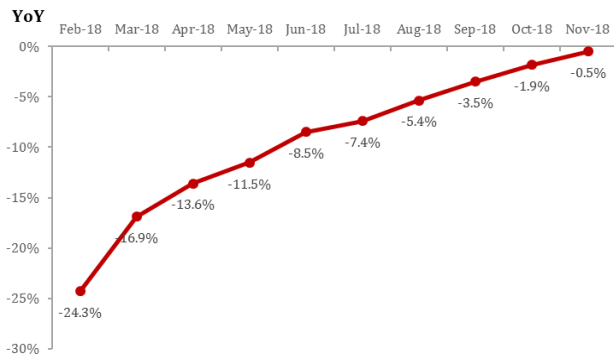
来源: 银保监会

财险行业保费收入增速



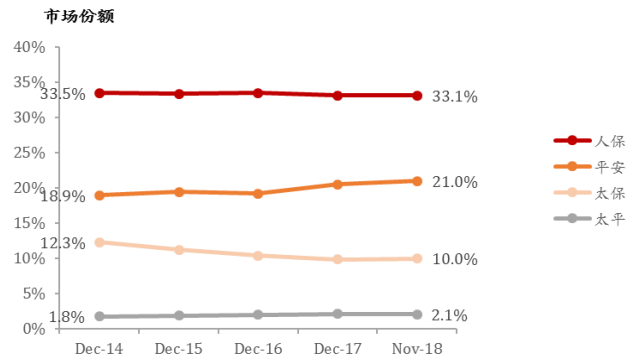
来源: 银保监会

图 1: 寿险行业保费收入累计同比增速



来源: 银保监会, 招银国际研究

图 2: 上市寿险公司市场份额回升



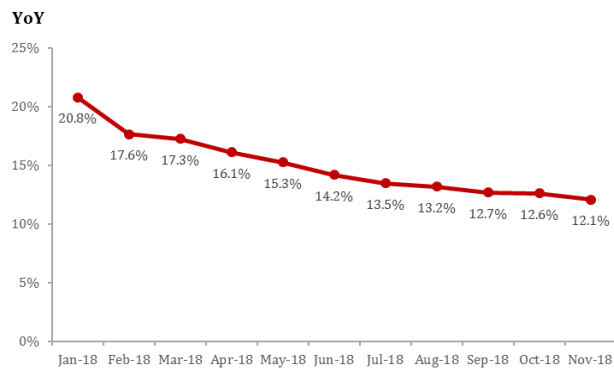
来源: 银保监会, 招银国际研究

图 3: 上市寿险公司 2019 年开门红产品

公司名称	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		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
	金玺人生	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
中国太保	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
中国太平	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
人保集团	安行宝		两全保险	-	-	针对自驾车、公交及巨灾意外
	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
新华保险	康安无忧	主推	防癌险	-	-	防癌险+心脑血管疾病附加险
	健康无忧	主推	重疾险	-	-	重疾险+心脑血管疾病附加险
中国太平	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
	卓越智臻		年金保险	5年	2.50%	财富管理及传承

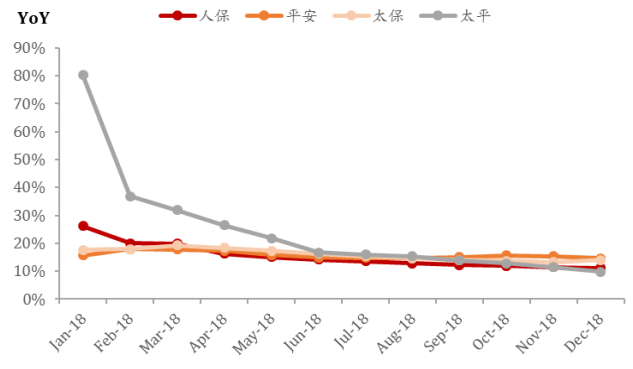
来源: 新闻, 公司, 招银国际研究

图 4: 财产险行业保费收入累计同比增速



来源: 银保监会, 招银国际研究

图 5: 上市财险公司保费收入累计同比增速



来源: 公司, 招银国际研究

图 6: 招银国际覆盖范围

公司	股份代号	股价 (港元)	目标价 (港元)	潜在升幅	评级	市帐率(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
<b>行业平均</b>						<b>1.31</b>	<b>1.22</b>						

来源: 彭博, 招银国际预测

## 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

### 招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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个人。