

01299.HK 友邦保险

港股通（沪、深）

未评级

税后净营业利润提升，新业务价值快速增长

2019年03月16日

## 市场数据

数据日期	2019.3.15
收盘价(港元)	78.50
总股本(亿股)	120.77
总市值(亿港元)	9480.52
净资产(亿美元)	394.06
总资产(亿美元)	2,298.06
每股净资产(美元)	3.22

数据来源: Wind

## 相关报告

《大陆地区业务占比扩大，新业务价值率提升》20180825 海外跟踪报告

## 海外金融研究

张忆东

兴业证券经济与金融研究院  
副院长

海外研究中心 总经理

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

张博

zhangboyjs@xyzq.com.cn

SFC: BMM189

SAC: S0190117050055

## 主要财务指标

会计年度	2015A	2016A	2017A	2018H1	2018A
营业收入(亿美元)	233.5	282.0	383.3	155.6	363.0
同比增长(%)	-8.2	20.8	35.9	-18.4	N/A
归属股东净利润(亿美元)	27.7	41.6	61.2	16.6	31.6
同比增长(%)	-19.9	50.6	47.0	-48.8	N/A
净利润率(%)	11.8	14.8	16.0	10.7	8.7
每股内涵价值权益(美分)	330.5	362.1	428.8	444.1	465.4
每股收益(美分)	23.1	34.8	51.0	13.8	26.3
每股股息(不含特别股息)(港仙)	69.7	85.7	100.0	29.2	114.0

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

\*注: 2015A、2016A、2017A 为截至 11 月 30 日 12 个月数据, 2018H1 为截至 6 月 31 日 6 个月数据, 2018A 为截止 12 月 31 日 12 个月数据

## 投资要点

- **会计准则变更，派息加大：**公司决定将财政年度结算日从每年 11 月 30 日更改为 12 月 31 日。公司 2018 财年为截至 2018 年 12 月 31 日止 13 个月数据，实现营业收入 363.0 亿美元；归属公司股东净利润 31.6 亿美元。每股派发末期股息 84.80 港仙，同比增长 14.0%；2018 全年 12 个月每股派息（不含特别股息）1.14 港元，同比增长 14.0%。
- **税后净营业利润持续增长，承保利润贡献超六成：**2018 年 12 个月公司税后经营利润 53.0 亿美元，同比增长 14.3%。其中非利差（死差、费差）占比 64%，利差占比 22%，净值收益占比 14%；OPAT 主要依靠承保利润。
- **新业务价值利润率稳步提升，中国大陆占比增大：**2018 年 12 个月公司累计新业务价值达 39.55 亿美元，新业务价值率 60.0%，均为历史高位。2018 年，中国香港及大陆新业务价值占比合计 64.3%，分别为 41.1%、23.2%；较 2017 年分别提升 0.4 和 1.8 个百分点。中国大陆新业务价值率 90.5%，位列第一。
- **内涵价值增长，偿付能力充足：**2018 年 12 个月公司实现内涵价值 545.2 亿美元，同比增长 7.4%；实现内涵价值权益 562.0 亿美元，同比增长 7.2%；实现每股内涵价值权益 465.37 美分，较 2017 年末增长 7.2%；每股内涵价值营运溢利 68.86 美仙，同比增长 24.2%。
- **我们的观点：**友邦保险是泛亚地区上市的人寿保险集团，业务覆盖了亚太区 18 个市场。按实际汇率计，2018 年公司实现年化新保费 65.10 亿美元，同比增长 15.8%。公司将重点依托代理人渠道在各个市场深耕，同时，公司较高的期缴比例也将助力业绩的长期增长。当前（2019 年 3 月 15 日收盘）股价对应 FY2018 内涵价值 2.15 倍 PEV。

**风险提示：资本市场波动，保费增速不达预期，保险行业政策改变，保险市场竞争激烈，汇率波动风险**

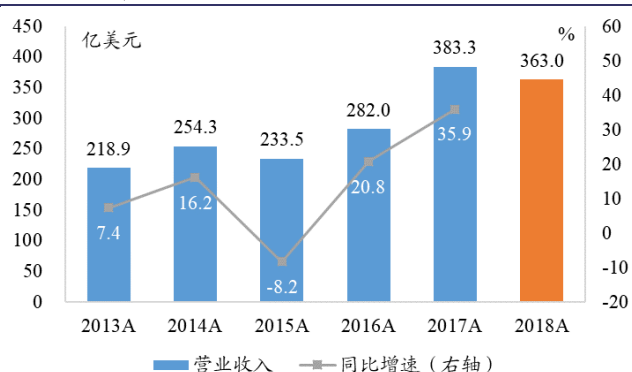
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



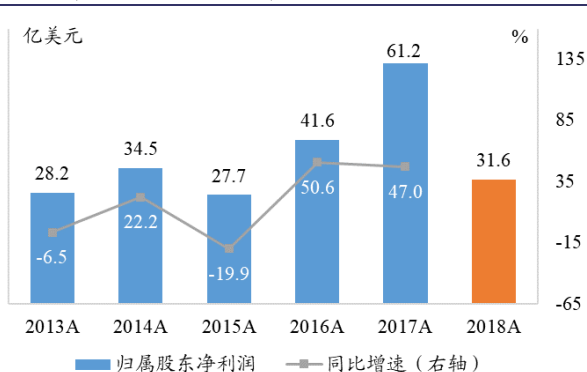
## 报告正文

- 会计准则变更，派息加大：**公司决定将财政年度结算日从每年11月30日更改为12月31日。公司2018年年报披露的营业收入、归属股东净利润等财务数据涵盖截至2018年12月31日止13个月时间；新业务价值、内涵价值、年化新保费等经营数据涵盖截至2018年12月31日止12个月时间。公司2018财年13个月实现营业收入363.0亿美元；归属公司股东净利润31.6亿美元。这两个指标均低于2017财年12个月数据，主要原因在于受宏观环境影响公司投资收益大幅下降。2018年友邦每股派发末期股息84.80港仙，较2017年末期股息增长14.0%；2018全年每股派息（不含特别股息）1.14港元，同比增长14.0%；同期派发特别股息每股9.50港仙。

### 图1、友邦保险营业收入及同比增速



### 图2、友邦保险归属股东净利润及同比增速



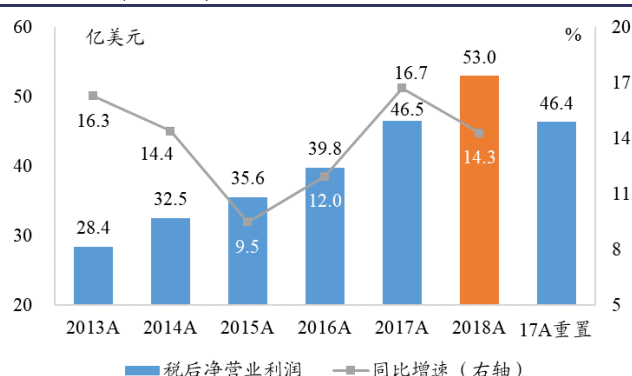
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

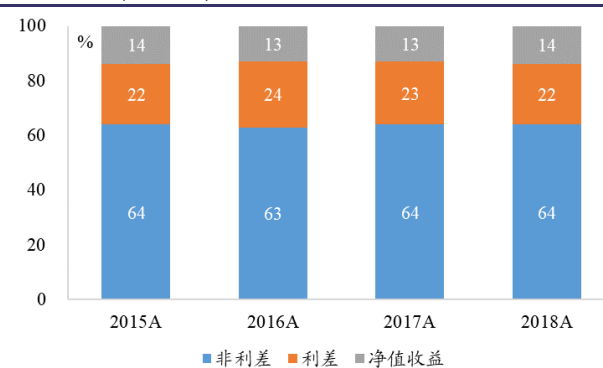
\*注：2017A及以前为截至11月30日12个月数据，2018A为截至12月31日13个月数据

- 税后净营业利润持续增长，承保利润贡献超六成：**2018年12个月公司税后经营利润53.0亿美元，同比增长14.3%。其中非利差（死差、费差）占比64%，利差占比22%，净值收益占比14%。可见友邦OPAT主要依靠承保利润，受投资因素影响较低，稳定性强。

### 图3、友邦税后净营业利润及同比增速



### 图4、友邦税后净营业利润结构



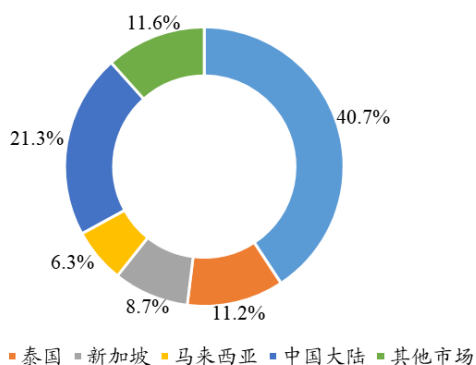
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

\*注：2017A及以前为截至11月30日12个月数据，2018A及17A重置为截至12月31日12个月数据

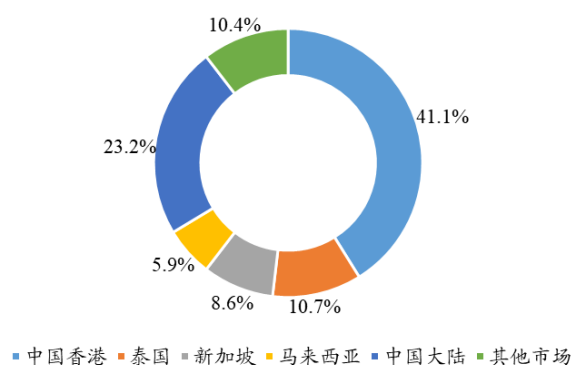
- **新业务价值利润率稳步提升，中国大陆占比增大：**2018年，公司累计新业务价值39.55亿美元，以实际汇率计同比增长23.4%（以固定汇率计则同比上升约22%）。2018年，中国香港、中国大陆及泰国新业务价值占比分别为41.1%、23.2%及10.7%，三者累计占比75.0%。其中，中国香港和中国大陆占比较2017年分别提升0.4和1.8个百分点；泰国占比较2017年下降0.5个百分点。

图 5、2017 年公司各地区新业务价值占比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理  
\*注：数据为截至 12 月 31 日 12 个月数据

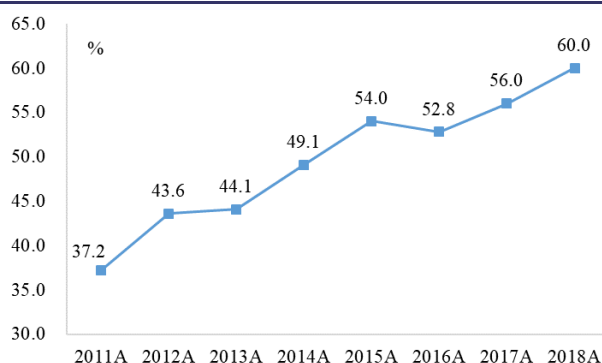
图 6、2018 年公司各地区新业务价值占比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

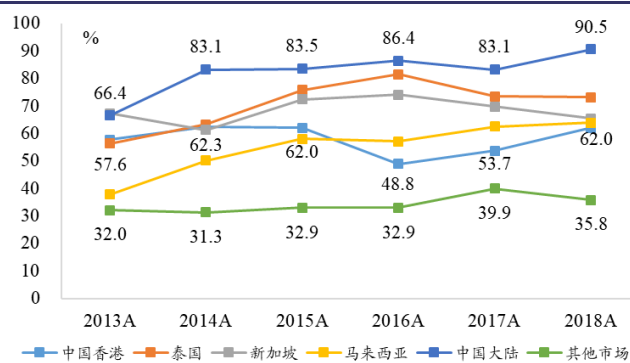
从公司各地区新业务价值利润率水平看，中国大陆历年来新业务价值利润率最高。2018年，中国大陆新业务价值利润率为90.5%，同比提升7.4个百分点。中国香港地区代理及银行保险渠道均表现强劲，新业务价值利润率大幅提高，2018年实现新业务价值利润率62.0%，同比提升8.3个百分点。受益于中国香港地区新业务价值率的提升以及中国大陆新业务价值占比的增加，2018年，公司实现新业务价值利润率60.0%，较2017年提升4.0个百分点，处于历史高位。

图 7、公司历年新业务价值利润率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理  
\*注：2016A 及以前为截至 11 月 30 日 12 个月数据，2017A 及以后为截至 12 月 31 日 12 个月数据

图 8、公司历年各地区新业务价值利润率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理  
\*注：2016A 及以前为截至 11 月 30 日 12 个月数据，2017A 及以后为截至 12 月 31 日 12 个月数据

从公司总加权保费收入分布情况来看，中国大陆地区的占比也在增强。2018年，公司实现总加权保费收入305.43亿美元，同比增长15.7%。同期，中国香港、中国大陆及泰国分别占比37.5%、13.1%及12.8%，累计占比63.3%。

其中，中国大陆地区总加权保费收入占比较 2017 年提升了 1.3 个百分点。

图 9、2017 年公司总加权保费收入分布

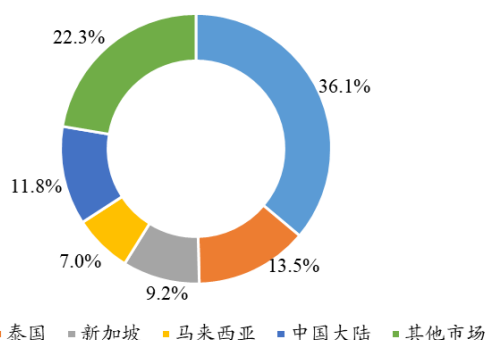
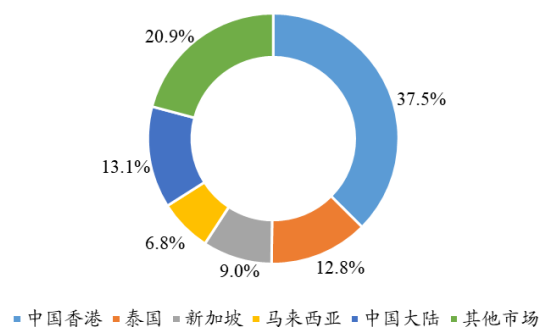


图 10、2018 年公司总加权保费收入分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理  
\*注：数据为截至 12 月 31 日 12 个月数据

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **内涵价值增长，偿付能力充足：**2018 年公司实现内涵价值 545.2 亿美元，同比增长 7.4%；实现内涵价值权益 562.0 亿美元，同比增长 7.2%；公司实现每股内涵价值权益 465.37 美分，较 2017 年末增长 7.2%；每股内涵价值营运溢利 68.86 美仙，同比增加 24.2%。

图 11、内涵价值及同比增速

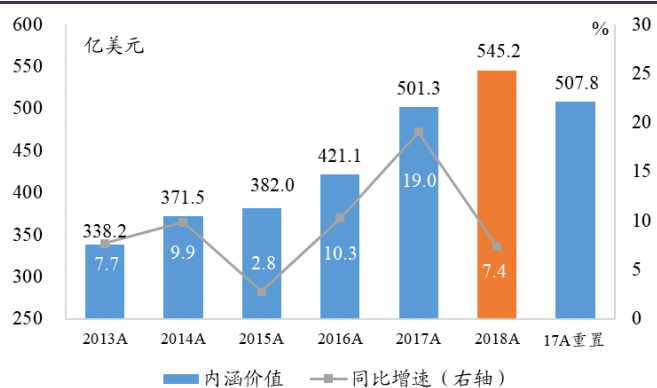
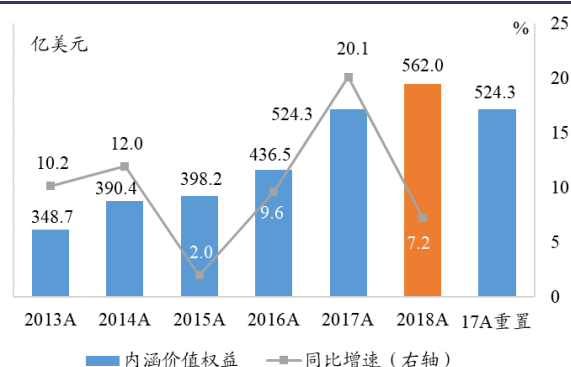


图 12、内涵价值权益及同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理  
\*注：2017A 及以前为截至 11 月 30 日 12 个月数据，2018A 及 17A 重置为截至 12 月 31 日 12 个月数据

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2018 年，公司实现自由盈余 147.5 亿美元，较 2017 年末增长 17.2%。AIA Co. 为公司主要运营的于香港注册的保险公司。2018 年上述公司根据香港保险业条例基准计算的可用资本总额为 92.08 亿美元，其偿付能力充足率为最低监管资本的 421%，较 2017 年末降低了 25 个百分点，但显著高于港股其他险企。截至 2018 年 12 月 31 日，各地区市场地方运营单位均符合当地监管机构的资本规定。

图 13、公司历年自由盈余及同比增速

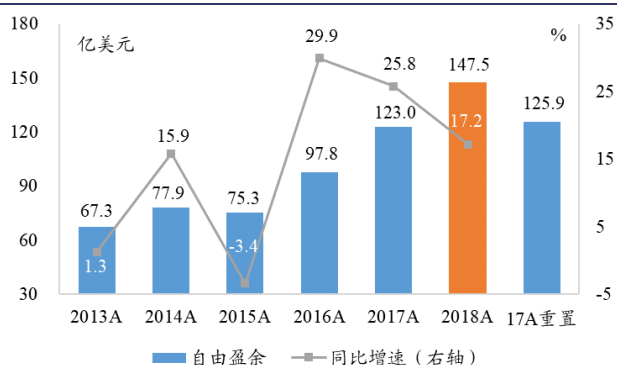
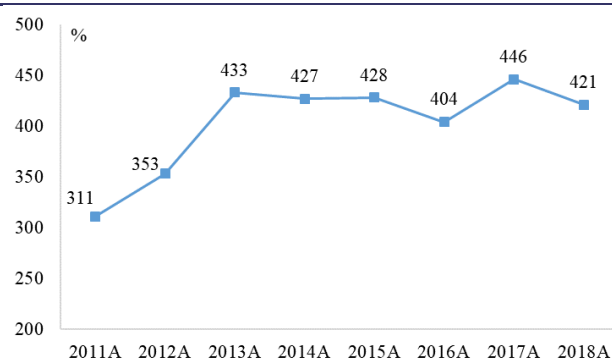


图 14、AIA Co.历年偿付能力充足率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

\*注：2017A 及以前为截至 11 月 30 日 12 个月数据，2018A 及 17A 重置为截至 12 月 31 日 12 个月数据

- **我们的观点：**友邦保险是泛亚地区上市的人寿保险集团，业务覆盖了亚太区 18 个市场。2018 年，按实际汇率计，公司实现新业务价值 39.55 亿美元，同比增长 23.4%；年化新保费 65.10 亿美元，同比增长 15.8%；偿付能力充足率 421%，较 2017 年末降低 25 个百分点。公司将重点依托代理人渠道在各个市场深耕，同时，公司较高的期缴比例也将助力公司业绩的长期增长。当前（2019 年 3 月 15 日收盘）股价对应 FY2018 内涵价值 2.15 倍 PEV。
- **风险提示：**资本市场波动，保费增速不达预期，保险行业政策改变，保险市场竞争激烈，汇率波动风险

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永生生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、徽盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、管道工程控股有限公司和新东方在线科技控股有限公司有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。