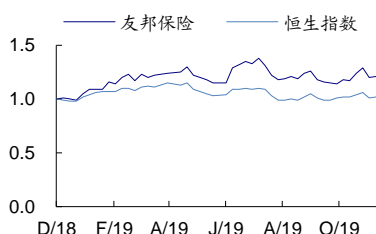


证券研究报告—动态报告
金融
非银行金融
友邦保险(01299)
买入

(维持评级)

2019年12月09日

一年该股与恒生指数走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	12,074/12,074
总市值/流通(百万元)	933,339/933,339
上证综指/深圳成指	2,912/9,879
12个月最高/最低(元)	88.50/61.85

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165

E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002

联系人: 王鼎

电话: 0755-81981000

E-MAIL: wangding1@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

事件点评

短期因素不掩长期价值

● 短期受突发事件影响,但整体仍稳健

集团在中国香港的业务受短期因素的影响,2019年三季度新业务价值为9.8亿美元(+1%),但如若不计入中国香港业务,新业务价值增长14%。同期,年化新保费减少8%至14.4亿美元,新业务价值利润率增长6个百分点至67%,总加权保费收入上升8%至81.7亿美元。

● 中国香港业务拖累新单业绩

同比分析,中国香港的零售独立财务顾问渠道的新业务价值大幅下降,抵消了专属业务和银行保险渠道的新业务价值增长速率。集团中国香港业务第三季度新业务价值的增速录得双位数下降,其中本地客户的新业务价值增长录得双位数,但被中国内地访港客户的新业务价值下降所抵消。

● 中国内地业务渐成主力,保持快速扩张态势

同期,中国内地业务继续成为集团增长最快的市场分部,重要性快速提升,将逐渐成为集团主要的业务市场。集团的中国内地业务正保持积极的扩张态势,于2019年2月获准在天津和河北省石家庄筹建营销服务部,且皆取得令人鼓舞的早期业绩。根据2018年财报,中国香港业务的内含价值占比集团32%,中国内地业务的内含价值占比18%;中国香港业务的新业务价值占比集团41%,中国内地占比23%。

● 其他东亚市场分部稳步扩张

泰国业务实现稳健上升,代理渠道及伙伴合作渠道皆录得增长;新加坡业务受趸缴保费下降影响,新业务价值同比保持不变;马来西亚业务在代理和伙伴合作渠道的贡献下实现稳健增长;其他市场分部的新业务价值增长主要由印尼、菲律宾及越南等新兴东盟国家的强劲表现所带动。

● 投资建议:维持盈利预测,维持“买入”评级

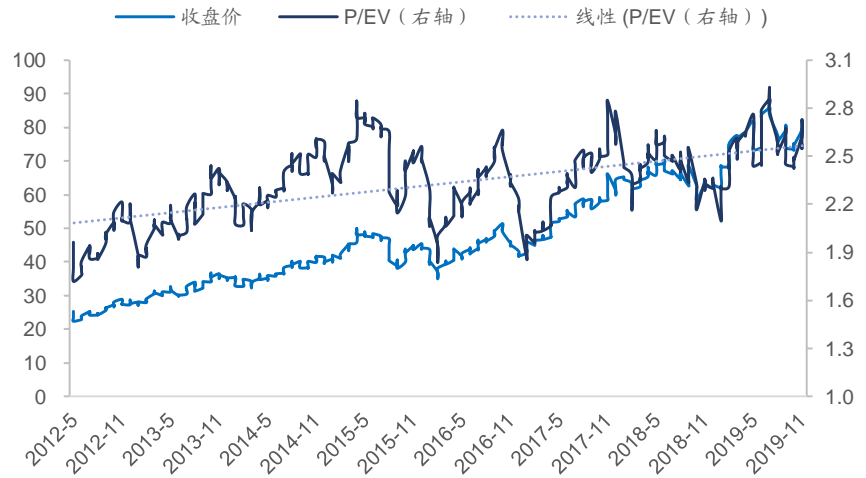
集团于近期重金聘请李源祥先生为候任集团首席执行官兼总裁:可见其对中国内地业务的重视程度,但同时亦有可能,在外资寿险企业的逐步紧逼下,集团或迫切寻求对内地业务先发优势的构建。整体而言,我们认为友邦保险护城河稳固,维持2019-2021年每股内含价值预测,并维持“买入”评级。

● 风险提示:(1)中国内地的中高端寿险市场竞争加剧;(2)经济预期恶化;
盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	38,330	36,297	45,371	54,446	62,612
(+/-%)	38.53%	-5.30%	25.00%	20.00%	15.00%
净利润(百万元)	6,120	3,163	6,642	7,904	9,090
(+/-%)	46.97%	-49.02%	110.00%	15.02%	14.98%
每股收益(摊薄)	0.51	0.26	0.54	0.63	0.72
资本变动前内含价值	50,108	57,045	65,475	77,064	90,550
(+/-%)	14.4%	13.8%	15.0%	17.7%	17.5%
每股内含价值(港元)	32.33	36.81	42.25	49.73	58.43

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测(单位:百万美元,兑港元汇率7.8)

图 1: 友邦保险股价及估值水平



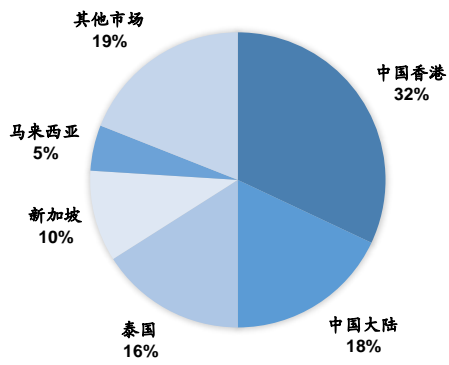
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 1: 内含价值历史变动

单位: 百万美元	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
期初内含价值	33,818	37,153	38,198	42,114	50,779
购买价	37,516		52,168	52,472	-918
已收购内含价值					807
收购的影响	-800				-111
内含价值的预期回报	2,635	2,698	2,854	3,317	3,955
本期内的新业务价值	1,845	2,198	2,750	3,512	3,893
运营经验的差异	188	274	365	385	612
运营假设变动	-80	-26	29	-81	-9
财务费用	-53	-76	-111	-136	-173
内含价值营运盈利	4,535	5,068	5,887	6,997	8,278
投资回报差异	720	-1,804	-37	1,517	-2,218
经济假设变动的影响	122	145	-236	-190	47
其他非营运差异	23	369	-22	-330	270
内含价值资本变动前余额	5,400	3,778	5,592	7,994	6,377
股息分红	-689	-814	-1,124	-1,376	-1,589
其他资本变动	-14	-12	-5	134	98
汇率变动的影响	-562	-1,907	-547	1,265	-1,037
期末内含价值	37,153	38,198	42,114	50,131	54,517
扣除资本变动前的内含价值	38,418	40,931	43,790	50,108	57,045

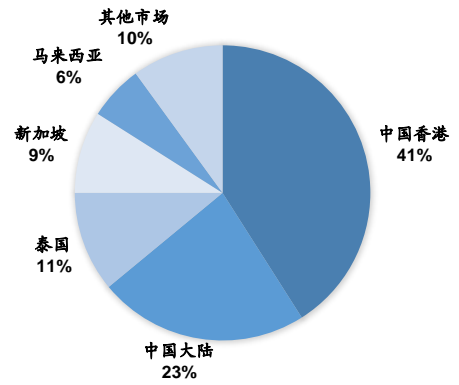
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2：2018 年友邦保险各市场的内含价值占比



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图 3：2018 年友邦保险各市场的新业务价值占比



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

寿险业务	2017	2018	2019E	2020E	主要财务数据 (百万美元)	2017	2018E	2019E	2020E
新业务价值分部分析: 百万美元					营业收入	38,330	36,297	45,371	54,446
元					已赚保费	25,498	31,913	33,509	36,189
香港地区	1,384	1,712	2,140	2,675	投资收益	12,622	4,077	8,154	8,969
泰国	381	447	469	493	营业支出	31,015	32,127	37,577	41,117
新加坡	297	357	375	394	提取保险责任准备金	24,841	24,596	29,515	32,467
马来西亚	215	247	259	272	退保金	3,455	4,136	4,343	4,560
中国内地	725	965	1,303	1,694	赔付支出	1,969	2,366	2,484	2,609
其他市场	395	435	479	526	手续费及佣金支出	183	228	274	328
小计	3,397	4,163	5,025	6,054	管理费用	567	801	961	1,153
新业务价值分部分析: 百万美元					营业利润	7,315	4,170	8,340	9,593
元					净利润	6,120	3,163	6,642	7,640
香港地区	53.7%	62.0%	68.0%	70.0%	每股收益	0.51	0.26	0.55	0.63
泰国	73.4%	73.1%	66.0%	66.0%					
新加坡	69.7%	65.4%	64.0%	61.0%					
马来西亚	62.5%	63.8%	65.0%	63.8%					
中国内地	83.1%	90.5%	93.0%	93.0%					
其他市场	39.9%	35.8%	41.0%	41.0%					
小计	59.4%	63.2%	69.0%	69.0%					
税后营运盈利									
香港地区	1,627	1,814	1,814	1,814	内含价值数据 (百万美元)	2017	2018	2019E	2020E
泰国	868	995	995	995	期初内含价值	42,114	50,779	54,517	65,475
中国内地	643	870	870	870	购买价	52,472	-918		
其他市场	742	826	98.0	97.5	已收购内含价值		807		
					收购的影响		-111		
					内含价值的预期回报	3,317	3,955	4,361	4,583
					本期内的新业务价值	3,512	3,893	4,416	4,387
					运营经验的差异	385	612		
					运营假设变动	-81	-9		
					财务费用	-136	-173		
					内含价值营运盈利	6,997	8,278	8,777	8,970
					投资回报差异	1,517	-2,218	2,181	2,619
					经济假设变动的影响	-190	47		
					其他非营运差异	-330	270		
					内含价值资本变动前余额	7,994	6,377		
					股息分红	-1,376	-1,589		
					其他资本变动	134	98		
					汇率变动的影响	1,265	-1,037		
					期末内含价值	50,131	54,517		
					扣除资本变动前的内含价值	50,108	57,045	65,475	77,064
					每股内含价值 (集团)	32.3	36.8	42.2	49.7
					总股数	12,088	12,088	12,088	12,088

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032