

中国太保(2601 HK)

前三季度业绩稳健，期待投资者日释放利好消息

- ❖ **前三季度业绩回顾。**总保费收入同比增长14%，达2,663亿元人民币。其中，寿险业务保费收入1,773亿元，同比增长14.2%；财险业务保费收入889.8亿元，同比增长13.5%。归母公司股东的净利润同比增长16.4%，达127亿元。集团投资资产自年初增长9.5%至1.18万亿。
- ❖ **前三季度个险渠道首年期交保费缩水18.8%。**一/二/三季度，个险首年期交当季同比增速分别为-30.4%/3.0%/-4.2%。显然与其他上市同业一样，第二季度的收入反弹并未持续到第三季度。在第四季度，由于1)去年同期基数较低，以及2)行业环境趋稳，我们预计首年期交增速将回升。尽管如此，我们将全年新业务价值增速预测下调至-11.8%，以反映第三季度首年期交增速弱于预期。新业务价值率展望保持稳定。得益于前几年强劲的承保业绩，前三季度续期保费同比增长34.4%。
- ❖ **产险保费稳健增长。**前三季度，太保产险实现保费收入889.8亿元，同比增长13.5%（中国财险+12.3%，平安财险+15%，太平财险+13.9%）。然而，由于宏观经济承压、新车销售不及预期，按季度保费收入增速放缓。一/二/三季度，车险保费收入当季同比增速分别为14.1%/6.2%/3.7%，非车险保费收入当季同比增速分别为34.7%/31.3%/26.3%。2018下半年，由于自然灾害，我们预计非车险业务承保利润将面临更大压力，特别是企财险和农险。
- ❖ **股市下跌令投资业绩黯淡。**尽管投资资产扩张，但损益表投资收益（包括买卖价差和公允价值变动）同比下降5.5%，主要是由于A股市场整体下跌。年化净投资收益率/总投资收益率为4.8%/4.7%，而2017年则为5.4%/5.4%。截至2018年9月30日，股票和基金投资资产占比64%，较2017年末下降1.0个百分点。
- ❖ **目标价下调至37.48港元，维持买入评级。**前三季度行业逆风，上市寿险公司首年期交保费增速和投资业绩普遍不达预期。我们认为与同业相比，中国太保表现出更强的韧性。我们将目标价由39.23港元下调至37.48港元，以反映新业务价值预测变动。目标价分别对应2018/2019年末集团预测每股内含价值的0.96/0.88倍。公司将于11月15日举行开放日，届时将介绍其保险科技应用，我们期待公司释放利好消息。维持买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
保费收入(百万人民币)	234,018	281,644	318,784	363,313	408,770
总收入(百万人民币)	266,081	319,405	357,479	406,240	456,645
净利润(百万人民币)	12,057	14,662	16,381	18,930	21,220
每股收益(人民币)	1.33	1.62	1.81	2.09	2.34
每股收益变动(%)	(32.14)	21.65	11.72	15.56	12.10
市盈率(x)	20.09	16.51	14.53	12.58	11.22
市账率(x)	1.84	1.76	1.63	1.53	1.43
P/EV(x)	0.98	0.85	0.76	0.69	0.64
股息率(%)	2.62	2.99	3.44	3.98	4.46
净资产收益率(%)	9.09	10.89	11.55	12.53	13.14

资料来源：公司，招银国际预测

买入（维持）

目标价	HK\$37.48
(此目前標價)	HK\$39.23
潜在升幅	+26.2%
当前股价	HK\$29.70

丁文捷, PhD

电话: (852) 3900 0856/
(86) 755 2367 5591

邮件: dingwenjie@cmbi.com.hk

徐涵博

电话: (852) 3761 8725

邮件: xuhanbo@cmbi.com.hk

中国保险业

市值(百万港元)	337,282
3月平均流通量(百万港元)	418.07
5周内股价高/低(港元)	42.4/26.6
总股本(百万)	9,062

资料来源：彭博

股东结构

华宝投资	14.17%
中能(集团)	13.52%

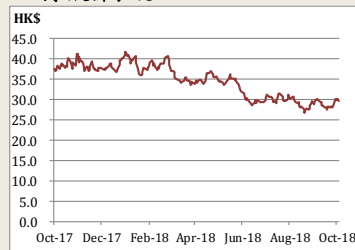
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-1.0%	11.0%
3-月	-3.3%	12.7%
6-月	-14.0%	5.3%

资料来源：彭博

12-月 股价表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

公司网站：www.cpic.com.cn

图1：2018 三季度经营业绩回顾

百万人民币	截至2018年 9月30日止 9个月	截至2017年 9月30日止 9个月	同比变动
总保费收入	266,310	233,572	14.0%
减：分出保费	(13,813)	(12,200)	13.2%
净保费收入	252,497	221,372	14.1%
未到期责任准备金提转差	(4,386)	(3,012)	45.6%
已实现净保费收入	248,111	218,360	13.6%
投资收益	39,445	38,590	2.2%
其他收入	2,259	2,173	4.0%
收入合计	289,815	259,123	11.8%
退保金	(10,356)	(7,989)	29.6%
赔付支出净额	(71,626)	(65,476)	9.4%
提取保险责任准备金净额	(103,828)	(94,517)	9.9%
提取保费准备金净额	(142)	(104)	36.5%
保单红利支出	(8,522)	(6,639)	28.4%
其他业务成本	(74,700)	(68,548)	9.0%
保险业务支出及其他费用合计	(269,174)	(243,273)	10.6%
营业外收入/(支出)	(6)	2	-400.0%
税前利润	20,635	15,852	30.2%
所得税	(7,621)	(4,700)	62.1%
非控制性权益	299	226	32.3%
净利润	12,715	10,926	16.4%

百万人民币	截至2018年 9月30日止 9个月	截至2017年 9月30日止 9个月	同比变动
总保费收入	176,996	154,991	14.2%
首年保费	39,591	46,790	-15.4%
首年期交	36,404	44,860	-18.8%

百万人民币	截至2018年 9月30日止 9个月	截至2017年 12月31日	变动
投资资产	1,183,688	1,081,282	9.5%
资产合计	1,290,212	1,171,224	10.2%
权益合计	147,351	141,119	4.4%
归属于公司股东权益合计	142,996	137,498	4.0%
核心偿付能力充足率	255%	245.26%	+9.74ppt YTD
综合偿付能力充足率	255%	245.26%	+9.74ppt YTD

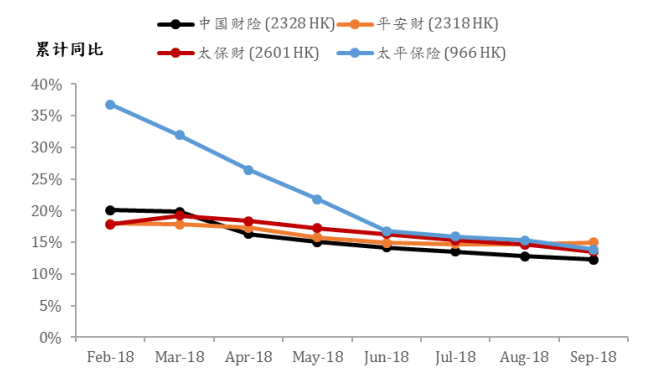
来源：公司，招银国际

图2：前三季度个险渠道首年期交保费缩水18.8%

(十亿人民币)	一季度	二季度	上半年	三季度	前九月
寿险总保费收入	90.3	40.7	131.0	46.0	177.0
... 同比增速	20.5%	14.3%	-	3.4%	-
... 累计同比	20.5%	-	18.5%	-	14.2%
个险首年期交	19.0	8.2	27.2	9.2	36.4
... 同比增速	-30.4%	3.0%	-	-4.2%	-
... 累计同比	-30.4%	-	-22.8%	-	-18.8%

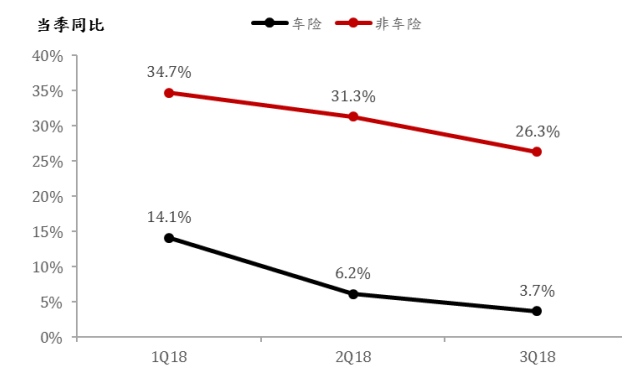
来源：公司，招银国际

图3：太保产险保费收入同比增长13.5%，与同业相当



来源：公司，招银国际

图4：宏观经济逆风，车险及非车险保费收入增速放缓



来源：公司，招银国际

图5：主要预测变动

百万人民币	2017	2018E old	2018E new	... YoY, new	Diff, old vs. new est.
寿险保费收入	175,628	207,444	201,281	14.6%	-3.0%
寿险首年期交保费	47,083	42,754	39,314	-16.5%	-8.0%
财险保费收入	104,614	120,679	117,503	12.3%	-2.6%
新业务价值	26,723	24,556	23,562	-11.8%	-4.0%
内含价值	286,169	313,804	312,719	9.3%	-0.3%

来源：公司，招银国际预测

财务报表

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
原保费收入	234,018	281,644	318,784	363,313	408,770
- 寿险	137,410	175,785	201,281	231,710	-
- 财产险	96,608	105,859	117,503	131,604	-
分出保费及提取未到期责任准备金	(14,445)	(18,090)	(20,165)	(22,875)	(25,217)
已赚保费	219,573	263,554	298,619	340,439	383,553
投资收益	43,879	52,657	55,575	62,057	68,872
其他业务收入	2,629	3,194	3,285	3,745	4,219
收入合计	266,081	319,405	357,479	406,240	456,645
保户给付及赔款净额	(175,794)	(210,130)	(242,279)	(276,883)	(313,994)
其他业务及管理费用	(74,220)	(88,247)	(93,119)	(103,814)	(113,998)
给付、赔款及费用合计	(250,014)	(298,377)	(335,398)	(380,697)	(427,993)
享有按权益法入账的投资的利润份额	18	74	250	263	276
利润总额	16,085	21,102	22,331	25,806	28,928
所得税	(3,801)	(6,111)	(5,583)	(6,452)	(7,232)
净利润	12,284	14,991	16,748	19,355	21,696
非控制性权益	(227)	(329)	(368)	(425)	(476)
归属母公司股东净利润	12,057	14,662	16,381	18,930	21,220

来源：公司及招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
现金及存款	174,847	134,030	159,844	177,219	133,114
债券	471,075	521,063	565,228	672,002	498,979
其他固定收益类投资	171,281	259,717	308,608	296,821	236,622
股票及基金	69,370	95,989	95,006	105,334	85,819
其他权益类投资	46,530	61,756	64,220	71,201	68,279
投资性房地产	8,657	8,727	9,706	10,761	8,496
投资资产合计	941,760	1,081,282	1,202,612	1,333,338	1,474,590
非投资资产	78,932	89,942	110,490	131,788	166,003
总资产	1,020,692	1,171,224	1,313,103	1,465,126	1,640,593
保险合同负债	693,826	802,239	924,978	1,066,139	1,227,778
投资合同负债	48,796	56,268	60,769	63,808	65,722
次级债	11,498	3,999	13,999	10,000	10,000
其他负债	131,809	167,599	163,014	164,424	164,940
总负债	885,929	1,030,105	1,162,761	1,304,371	1,468,440
归属于母公司股东权益	131,764	137,498	146,053	156,053	166,988
非控制性权益	2,999	3,621	4,289	4,702	5,165
股东权益合计	134,763	141,119	150,342	160,754	172,153

来源：公司及招银国际预测

主要比率

年结：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
内含价值					
太保寿险一年新业务价值	19,041	26,723	23,562	25,919	27,992
扣除偿付能力额度成本后有效业务价值	103,048	136,749	156,681	175,772	194,913
寿险业务内含价值	181,603	214,037	238,339	263,495	288,857
集团内含价值	245,939	286,169	312,719	343,273	374,177
同比增长率					
原保费收入	15.1%	20.4%	13.2%	14.0%	12.5%
- 寿险	26.5%	27.9%	14.5%	15.1%	-100.0%
- 财险	2.0%	9.6%	11.0%	12.0%	-100.0%
个险渠道首年期交	45.3%	31.2%	-16.5%	10.0%	8.0%
已赚保费	15.9%	20.0%	13.3%	14.0%	12.7%
归属于母公司股东净利润	-32.0%	21.6%	11.7%	15.6%	12.1%
太保寿险一年新业务价值	56.5%	40.3%	-11.8%	10.0%	8.0%
寿险业务内含价值	19.5%	17.9%	11.4%	10.6%	9.6%
集团内含价值	19.6%	16.4%	9.3%	9.8%	9.0%
资本充足率*					
寿险偿付能力充足率	256.9%	245.3%	256.8%	256.2%	271.6%
产险偿付能力充足率	296.1%	267.4%	304.1%	300.4%	299.5%
主要比率					
新业务价值率（基于首年年化保费）	32.9%	39.4%	39.7%	39.7%	39.7%
综合成本率	99.2%	98.8%	98.8%	98.8%	0.0%
净投资收益率	5.4%	5.4%	4.9%	4.9%	5.1%
总投资收益率	5.2%	5.4%	4.9%	4.9%	4.7%
净资产收益率（集团）	9.1%	10.9%	11.6%	12.5%	13.1%
资产收益率（集团）	1.2%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%
内含价值收益率（太保寿险）	25.1%	24.8%	16.4%	15.7%	15.0%
每股数据					
每股收益	1.33	1.62	1.81	2.09	2.34
每股净资产	14.54	15.17	16.12	17.22	18.43
集团每股内含价值	27.14	31.58	34.51	37.88	41.29
每股股息	0.70	0.80	0.90	1.04	1.17

来源：公司及招银国际预测

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法律责任。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。

本公司或其附属关联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 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人士。