

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
2823 TT 中壽	買進	中壽的投資評等由中立調升至買進，目標價33元(2012年PEV 0.8X)： (1) 2012年營運結果仍依循過往成長力道，而目前評價僅有PEV 0.69X； (2) 轉投資建信人壽所帶來的長期價值仍未改變，並持續擴大。

研究員 張聖鴻
 eric0904@jsun.com

重點摘要

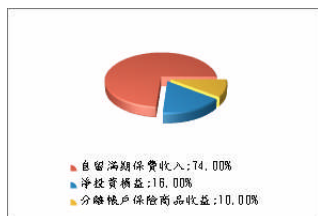
近期投資評等

日期	評等
02/27/2013	買進
05/31/2012	中立
11/30/2011	中立
09/07/2011	買進
06/10/2011	買進

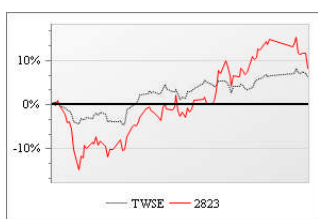
公司基本資料

收盤價(元)(02/26/2013)	28.1
股本(百萬元)	23,878
總市值(億元)	671
負債比(%)	95.24
每股淨值(元)	15.89
外資持股比(%)	46.35
投信持股比(%)	2.70
近20日均量(張)	19,098
融資餘額(02/26/2013)	65,824

產品組合



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源: CMoney

- ◆ 中壽2012年稅後獲利47.84億元，YoY+13.72%，達到日盛原預估的94%，稅後EPS 2.00元。中壽2012年FYP YoY-24.77%，或僅690億元，但對應至獲利結果而言，整體營運結果仍依循過往成長力道，主要係因中壽著重在高毛利的保單銷售策略，相對同業有效地體現在獲利之上。經營階層表示仍維持VNB可年成長8%~12%之目標不變。
- ◆ 中壽各項營運指標皆有轉佳：(1)FYP結構中，持續以利潤較高的傳統型分期繳保單為銷售主力或佔比達43%~45%，相對於FYP的衰退幅度，續年度保費收入則有YoY+6.11%；(2)就投資收益面而言，中壽仍維持過往策略，穩定的固定收益成長彌補了部位實現收益的滑落，2012年資金投報率為3.91%，其中固定孳益率為3.2%，資金成本則進一步下降至3.73%；(3)2012年匯兌避險成本較2011年略為增加7bps至1.01%，而經營階層表示目前外匯準備金水池已初步提足，並已將原從特別準備金之中提列之金額全數回轉，此顯示其外匯避險策略的長期穩定度。
- ◆ 預估中壽2013、2014年稅後獲利49.14億元、51.4億元，分別YoY+2.72%、4.6%，稅後EPS 2.06元、2.15元。
- ◆ 中壽所轉投資之中國建信人壽在自身積極拓點業務及銀行通路助益下，2012年稅後獲利YoY+50%，保費規模爬升至市佔18名。經營階層表示建信人壽預計於2015年上市計劃仍然不變，而以其獲利能力及相較於外資壽險公司的競爭優勢，日盛持續正面看待建信人壽長期價值對中壽的助益性。

單位:百萬元	2012F	2013F	3Q12	4Q12F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F
營業收入淨額	146,101	144,505	39,257	34,113	34,941	35,808	39,002	34,753
營業毛利	8,410	7,357	2,967	1,697	1,697	1,988	2,603	1,070
營業利益	5,109	5,257	2,051	863	1,220	1,406	1,805	827
稅後純益	4,784	4,914	1,996	775	1,136	1,321	1,714	743
以最新股本回溯 EPS(元)	2.00	2.06	0.84	0.32	0.48	0.55	0.72	0.31
營收 YoY(%)	-7.98	-1.09	-0.13	-18.61	-1.40	-15.76	-16.46	1.88
營業利益 YoY(%)	16.52	2.89	48.99	131.10	8.81	33.89	5.34	-4.13
稅後純益 YoY(%)	13.72	2.72	45.36	280.42	12.52	33.17	3.77	-4.16
營收 QoQ(%)			18.56	-26.93	2.43	2.48	8.92	-10.89
營業利益 QoQ(%)			90.90	-49.63	41.36	15.23	28.39	-54.15
稅後純益 QoQ(%)			99.19	-53.07	46.65	16.23	29.73	-56.66

資料來源:CMoney, JS 預估

2012 年營運結果持續依循過往成長力道

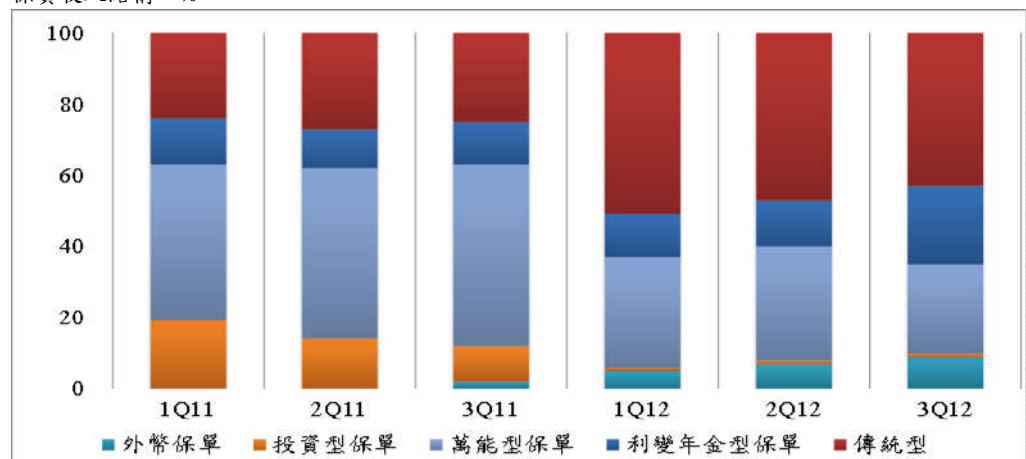
中壽 2012 年稅後獲利 47.84 億元，YoY+13.72%，達到日盛原預估的 94%，稅後 EPS 2.03 元，以年底淨值計算(即加計持有到期部位移轉至備供出售部位後，2012 年底淨值為 599 億元)，ROE 為 7.98%。

日盛認為中壽 2012 年營運結果表現不俗，並分述如下。

一、保單結構調整效益相較同業明顯：中壽 2012 年 FYP 690 億元，YoY+24.77%，但對應至稅後獲利 YoY+13.72%，中壽在保單結構調整效益明顯優於同業，亦即一貫的以高毛利的傳統型分期繳保單為主的銷售策略(如圖一)，並未對責任準備金提存造成過多壓力，反之更將其效益有效地體現在獲利結果上；另此亦彰顯在續年度保費收入上，或 YoY+6.11%，而總保費收入則 YoY-13.45%。

圖一、銷售策略持續以高利潤保單為主

保費收入結構，%



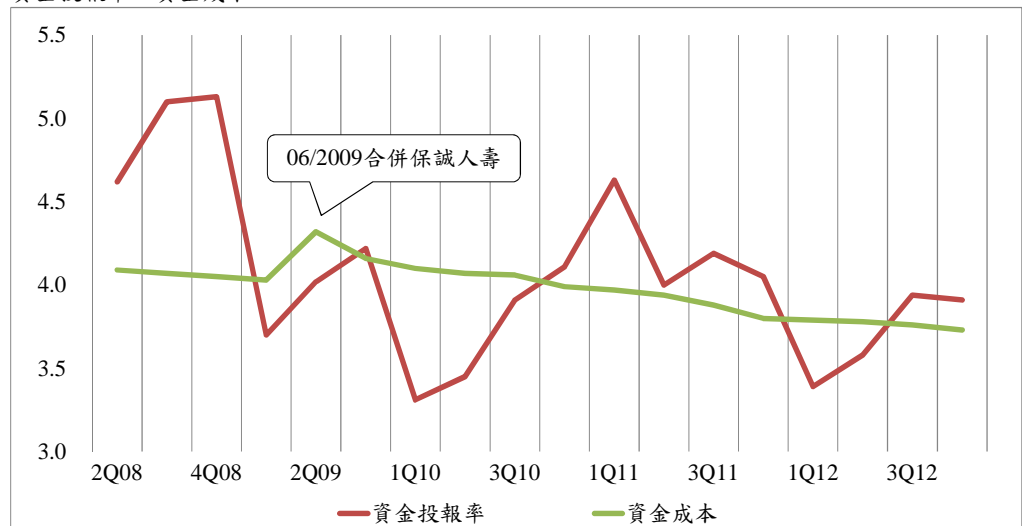
資料來源：中壽、日盛投顧整理

二、資金運用狀況則維持一貫水準，利差益則持續存在：中壽資金運用狀況仍佳：(1)2012 年資金投報率 3.91%，在不考慮 3Q12 現金股利入帳的挹注下，整體資金投報率則呈逐季轉佳，而資金成本則進一步滑落至 3.73%(如圖二)，利差益的持續存在突顯其資金運用上的效率性；(2)就運用結構來看，中壽並未如同業積極進行股票部位操作或增持，並續以追求固定收益成長為主(如圖三)，2012 年底兩者佔比分別持續維持在 7%、81%，投報率分別為 7.2%、5.6%，而日盛預估固定收益 YoY+14.99%彌補了部位實現收益 YoY-14.36%；(3)2012 年匯兌避險成本維持穩定為 1.01%，或較 2011 年增加 7bps。經營階層亦表示目前外匯準備金水池已初步獲得滿足，並已回轉借自外匯準備金之部位，日盛認為此突顯出中壽極穩定的外匯避險操作。

預估中壽 2013、2014 年稅後獲利 49.14 億元、51.4 億元，分別 YoY+2.72%、4.6%，稅後 EPS 2.06 元、2.15 元。

圖二、中壽持續維持利差益顯示其資金運用的穩定性

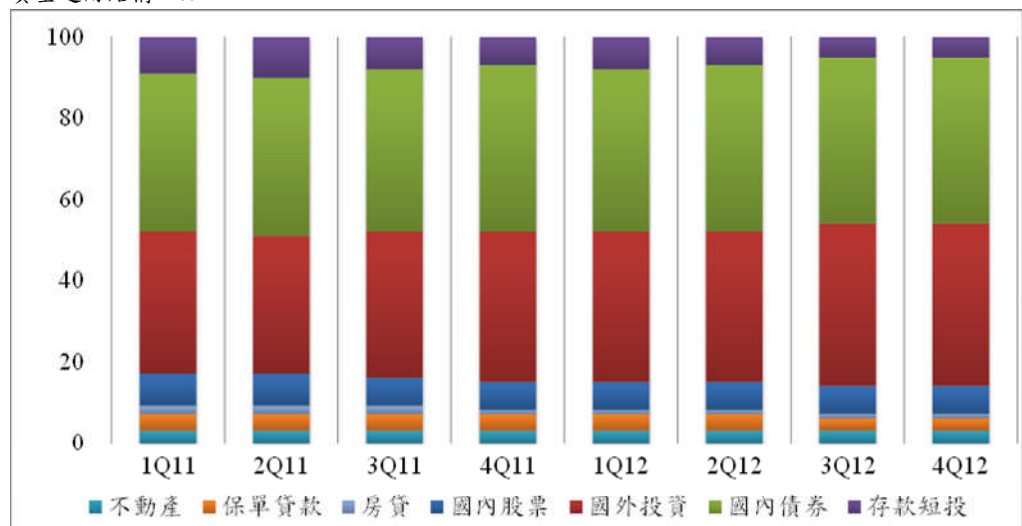
資金投報率、資金成本，%



資料來源：中壽、日盛投顧整理

圖三、中壽於固定收益配置超過 80% 以上

資金運用結構，%



資料來源：中壽、日盛投顧整理

以中壽營運基本面及持續成長的中國轉投資，其評價仍有表現空間

日盛估算中壽 2012 年每股 EV 為 40.73 元(扣除持有到期移轉至備供出售後，淨值所增加的 210 億元)，而目前評價為則為 PEV 0.69X，基於下述理由，日盛認為其評價尚有表現空間，並給予其 2012 年 PEV 0.8X 之評價，目標價 33 元，投資評等為買進。

- 一、承上，獲利狀況可望維持在過往成長軌道之上，包括優於同業的保費收入結構效益在獲利上的彰顯程度、持續存在的利差益，及穩定度高的匯兌避險成本。
- 二、中壽公佈建信人壽 2012 年稅後獲利人民幣 0.496 億元，YoY+50%，其中總保費收入年成長 300%，市佔率則由 07/2011 開業以來的 38 名攀升至 18 名；再者，建信人壽日前更已獲准於湖北及四川兩省設立新分公司，並預計於 1Q13 開幕，累計全國已達 10 間分公司，並另有 21 間支公司、20 家營銷服務處，此顯示除了來自建行銀保通路貢獻外，自身積極擴點亦加速營運增溫。

即使目前中壽仍僅持有建信人壽 19.9% 股權，但日盛認為維持目前持股則有其必要性，主要係因若持股超過 20% 則將被視為外資壽險公司，不僅業務可能受限，每年更僅能設立一間分公司，因此為求初期的高速成長及保持目前競爭優勢，維持目前「陸資壽險公司」的身份確實有其策略意義。經營階層表示建信人壽 2015 年上市計劃仍未改變，加上其獲利成長力道，日盛認為此推升中壽長期評價的題材仍未改變。

PB Band



資料來源：CMoney，JS 預估彙整

損益表

單位:百萬元	2011	2012F	2013F	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F
營業收入	158,768	146,101	144,505	41,916	39,620	33,111	39,257	34,113	34,941	35,808	39,002	34,753
自留滿期保費收入	127,844	111,290	116,582	34,880	29,477	26,862	27,228	27,722	28,190	28,889	31,466	28,038
淨投資損益	24,487	43,231	27,922	5,554	5,655	6,131	7,924	6,078	6,752	6,919	7,536	6,715
營業成本	151,512	137,692	137,148	40,761	37,734	31,251	36,290	32,417	33,245	33,821	36,399	33,684
自留保險賠款與給付	55,836	48,191	47,799	17,132	10,961	14,571	9,877	12,446	11,586	11,787	12,686	11,739
負債淨準備變動	83,572	75,217	82,074	20,416	20,883	15,077	21,032	18,225	19,895	20,239	21,782	20,157
營業費用	2,871	3,222	3,456	781	764	786	916	756	838	852	917	849
營業毛利	7,256	8,410	7,357	1,155	1,885	1,861	2,967	1,697	1,697	1,988	2,603	1,070
營業利益	4,385	5,109	5,257	373	1,121	1,074	2,051	863	1,220	1,406	1,805	827
稅前純益	4,444	5,133	5,283	415	1,128	1,078	2,059	867	1,226	1,412	1,812	834
稅後純益	4,207	4,784	4,914	204	1,010	1,002	1,996	775	1,136	1,321	1,714	743
最新股本(普通股股本)	23,878	23,878	23,878	23,878	23,878	23,878	23,878	23,878	23,878	23,878	23,878	23,878
以最新股本回溯 EPS(元)	1.76	2.00	2.06	0.09	0.42	0.42	0.84	0.32	0.48	0.55	0.72	0.31
YoY												
營收成長率(%)	8.61	-7.98	-1.09	2.96	2.33	-14.72	-0.13	-18.61	-1.40	-15.76	-16.46	1.88
營業利益成長率(%)	89.22	16.52	2.89	N.A.	-52.78	311.68	48.99	131.10	8.81	33.89	5.34	-4.13
稅前純益成長率(%)	81.24	15.50	2.94	N.A.	-53.01	343.54	48.64	109.18	8.67	32.47	4.66	-3.88
稅後純益成長率(%)	25.07	13.72	2.72	-57.96	-54.48	144.21	45.36	280.42	12.52	33.17	3.77	-4.16
QoQ												
營收季變動率(%)				6.63	-5.48	-16.43	18.56	-26.93	2.43	2.48	8.92	-10.89
營業利益季變動率(%)				-72.88	200.22	-4.15	90.90	-49.63	41.36	15.23	28.39	-54.15
稅前純益季變動率(%)				-70.07	172.15	-4.45	91.01	-49.90	41.39	15.17	28.30	-53.99
稅後純益季變動率(%)				-85.17	395.81	-0.77	99.19	-53.07	46.65	16.23	29.73	-56.66

資料來源: CMoney, JS 預估

2013年2月27日

免責聲明

本研究報告僅供本公司特定客戶參考。
客戶進行投資決策時，應審慎考量本身之需求、投資風險及風險承受度，並就投資結果自行負責，本公司不作任何獲利保證，亦不就投資損害負任何法律責任。
本研究報告內容取材自本公司認可之來源，但不保證其完整性及精確性；該報告所載財務資料、預估及意見，係本公司於特定日期就現有資訊所做之專業判斷，嗣後變更時，本公司將不做預告或更新；本研究報告內容僅供參考，有未盡完善之處，本公司恕不負責。
非經本公司同意，不得將本研究報告內容複製、轉載或以其他方式提供予其他第三人。

投資評等說明

評等	定義
強力買進	六個月內潛在報酬率>40%
買進	六個月內潛在報酬率 15%~40%
中立	近期股價將呈持平走勢 無法由基本面給予合理評等 建議降低持股