

邱岳霖

(886-2)2563-6262 ext.925

Jason.chiu@firstsec.com.tw

三商美邦(2867)

Mercuries Life Insurance Co., Ltd.

中立

Price(9/2):10.45

Target Price : --

三商壽 19Q2 稅後淨利 16.8 億元, YoY -47.9%, 去年股票實現基期較高, 增資與未實現損失使每股淨值下滑至 14.25 元。展望後市, 三商壽將積極推動教育訓練推廣期繳與保障型商品, 公司已於去年 12 月完成系統建置, 未來購買投資型保單的客戶可再附約健康險等產品, 公司期許 2019 年初年度等價保費比率可重回至 40% 之上, 此外為降低避險成本, 公司避險比例下調 5 bps 至 70-80% 區間, 目前傳統型避險成本已降至 2% 以下, 預期全年避險成本可望進一步改善, 同時為穩健資本, 公司將持續降低股票部位至 6.5-7% (過往約 9%) 以降低市場波動使淨值大幅減損之風險。綜合以上, 研究部預估三商壽 2019 年稅後淨利 25.9 億, 轉虧為盈, EPS 1.07 元, 每股淨值 13 元, 參考過往本淨比區間落在 0.8x~1.3x, 目前股價落在合理區間, 故投資建議為中立。

- 個股介紹：

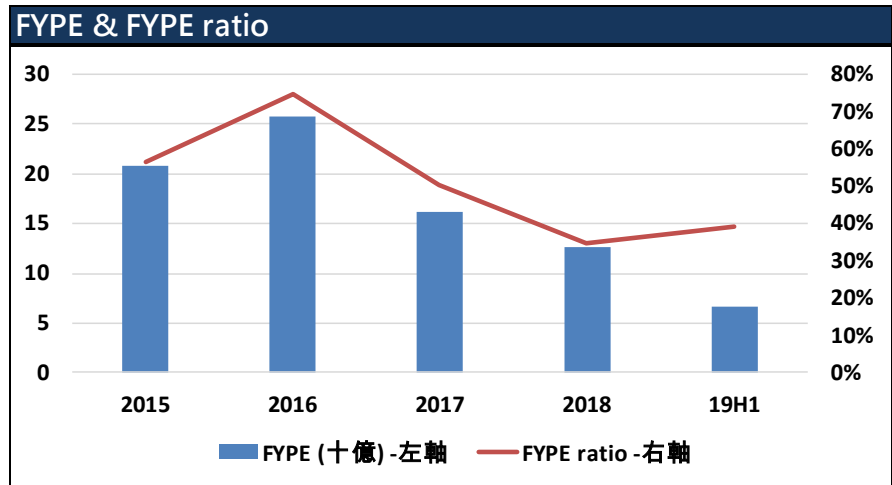
三商美邦人壽（原三商人壽）成立於 1993 年 7 月，為三商投資控股股份有限公司（原三商行集團）旗下之子公司，並於 2012 年 12 月正式掛牌，在 2017 年第三季季底總資產突破兆元，正式達到「兆元企業」的里程碑。

- 三商壽 19Q2 稅後淨利 16.8 億元, YoY -47.9%, 去年股票實現基期較高, 增資與未實現損失使每股淨值下滑至 14.25 元

三商壽 19Q2 稅後淨利 16.8 億元, YoY -47.9%, EPS 0.71 元, 19H1 稅後淨利 17 億, YoY -27.7%, EPS 0.72 元, 獲利衰退主要來自於, 去年股票實現基期較高(19H1 證券類已實現損益 31.1 億, YoY -31%), 而由於資本市場動盪公司帳上未實現損失仍有 62.6 億(其中股票未實現損失 81.2 億), 在帳上仍有未實現損失外, 三商壽於去年 8 月盈轉增每股 1.52 元以及現增 1.5 億股使每股淨值滑(BVPS)落至 14.25 元(BVPS 18H1 19.22 元), 增資後壽險資本適足率(RBC) 208.4%, YTD -6 ppt, 主要由於計算資本適足率之股價均價較去年底低緣故所致。

在保險業務方面, 19H1 總保費收入 748 億, YoY -7.7%, 其中初年度保費收入(佔比 23%) 170 億, YoY -19.6%, 公司調整商品結構降低躉繳商品(YoY -34.6%)與投資型商品保單(YoY -25.4%)所致, 不過由於傳統型期繳保單佔比提升至 25.9%,

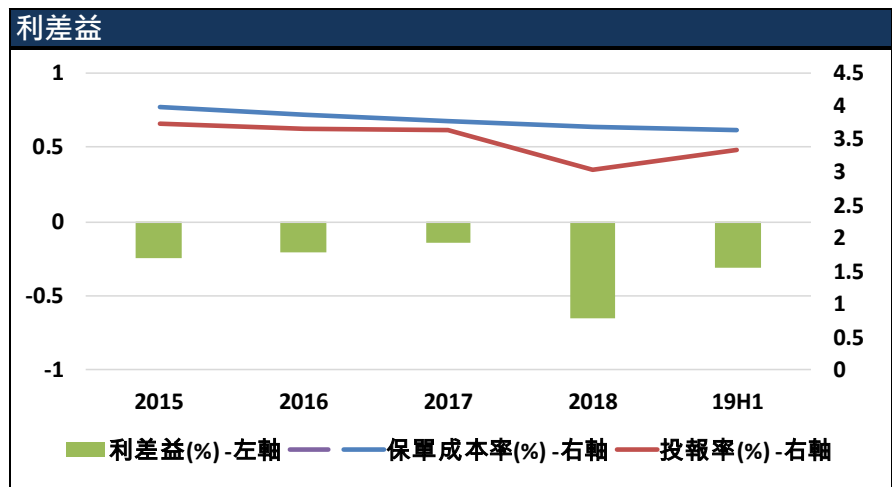
YoY +3.6 ppt，使得初年度等價保費比率增加至 39.2%，YoY +4.9 ppt，不過由於保費下滑使金額下滑至 6.7 億，YoY -8.2%。



資料來源: 公司、第一金投顧彙整

- **三商壽 19H1 投資報酬率至 3.33%，YoY +2 bps，負債成本持續減少至 3.64%，YoY -9 bps，利差損收斂至 0.31%：**

三商壽總投資資產規模約 1.1 兆，YoY 7%，其中外幣資產達 7,370 億，佔比 67%，經常性收益提升至 3.53%，YoY +5 bps，上半年海外債券新錢投報率仍有 4.46% 帶動所致，而公司逐步打開部位，19H1 避險比率 74%，YTD -12 ppt，YoY -7 ppt，同時傳統避險工具成本下滑，使避險成本降至 1.38% (其中約 90 bps 為外匯價格變動準備金)，YoY -6 bps，因此投資報酬率略回升至 3.33%，YoY +5 bps。在資產配置方面，仍以固定收益佔比 78.4% 最多 (國內 11.4%、國外 67%)，權益證券 6.8% 次之 (國內 5.3%、國外 1.5%)，逐年下滑。



資料來源: 公司、第一金投顧彙整

- **展望後市,公司將積極推動期繳險與健康險提高初年度等價保**

費比率至 40%之上,避險比重維持低檔並降低股票部位：

三商壽將積極推動教育訓練推廣期繳與保障型商品，公司已於去年 12 月完成系統建置，未來購買投資型保單的客戶可再附約健康險等產品，公司期許 2019 年初年度等價保費比率可重回至 40%之上，此外為降低避險成本，公司避險比例下調 5 bps 至 70-80%區間，目前傳統型避險成本已降至 2%以下，預期全年避險成本可望進一步改善，同時為穩健資本，公司將持續降低股票部位至 6.5-7%(過往約 9%)以降低市場波動使淨值大幅減損之風險。

● **結論與建議：**

綜合以上，研究部預估三商壽 2019 年稅後淨利 25.9 億，轉虧為盈，EPS 1.07 元，每股淨值 13 元，參考過往本淨比區間落在 0.8x~1.3x，目前股價落在合理區間，故投資建議為中立。

綜合損益表

2867 三商美邦數據摘要(單位:百萬)

| | 2017 | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2018 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3(F) | 2019Q4(F) | 2019(F) |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|----------|-----------|-----------|---------|
| 營業收入 | 184,987 | 48,203 | 40,622 | 40,014 | 39,006 | 167,844 | 50,479 | 41,074 | 38,813 | 38,225 | 168,591 |
| 自留滿期保費收入 | 134,581 | 39,455 | 25,588 | 31,530 | 31,557 | 128,129 | 35,797 | 25,714 | 30,584 | 30,926 | 123,021 |
| 淨投資損益 | 33,450 | 6,110 | 10,421 | 6,328 | 7,503 | 30,362 | 7,631 | 10,207 | 6,455 | 7,653 | 31,945 |
| 營業成本 | 176,621 | 48,630 | 35,837 | 41,367 | 39,056 | 164,890 | 49,596 | 38,391 | 37,455 | 36,888 | 162,329 |
| 營業毛利 | 8,366 | -428 | 4,785 | -1,353 | -50 | 2,955 | 883 | 2,683 | 1,358 | 1,338 | 6,262 |
| 營業費用 | 4,971 | 1,043 | 1,311 | 1,123 | 1,136 | 4,613 | 1,028 | 1,098 | 854 | 956 | 3,936 |
| 營業淨利 | 3,396 | -1,471 | 3,475 | -2,476 | -1,186 | -1,658 | -145 | 1,585 | 505 | 382 | 2,327 |
| 稅前淨利 | 3,341 | -1,429 | 3,491 | -2,438 | -1,158 | -1,534 | -111 | 1,617 | 538 | 414 | 2,457 |
| 所得稅費用 | -156 | 551 | -262 | 479 | 454 | 1,221 | 128 | 65 | -43 | -21 | 129 |
| 母公司業主 - 稅後純益 | 3,185 | -878 | 3,230 | -1,959 | -704 | -312 | 16 | 1,682 | 495 | 393 | 2,587 |
| EPS(元) | 1.66 | -0.46 | 1.45 | -0.88 | -0.30 | -0.13 | 0.01 | 0.71 | 0.21 | 0.17 | 1.09 |
| 普通股股本 | 19,205 | 19,205 | 19,205 | 22,220 | 23,720 | 23,720 | 23,720 | 23,720 | 23,720 | 26,720 | 23,720 |
| 每股淨值 | 20.42 | 18.46 | 19.22 | 14.47 | 11.00 | 11.00 | 14.00 | 14.25 | 14.40 | 12.95 | 12.95 |
| QoQ | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | | 4.68 | (15.73) | (1.50) | (2.52) | | 29.41 | (18.63) | (5.50) | (1.51) | |
| 自留滿期保費收入 | | 16.76 | (35.15) | 23.22 | 0.09 | | 13.43 | (28.17) | 18.94 | 1.12 | |
| 淨投資損益 | | (21.05) | 70.55 | (39.27) | 18.56 | | 1.72 | 33.75 | (36.76) | 18.56 | |
| 母公司業主 - 稅後純益 | | 前期虧損 | 轉虧為盈 | 轉盈為虧 | 前期虧損 | | 轉虧為盈 | 10156.66 | (70.60) | (20.49) | |
| YoY | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 6.27 | (2.52) | 1.19 | (18.91) | (15.29) | -9.27 | 4.72 | 1.11 | (3.00) | (2.00) | 0.44 |
| 自留滿期保費收入 | 0.50 | (4.04) | (2.28) | (5.85) | (6.61) | -4.79 | (9.27) | 0.49 | (3.00) | (2.00) | -3.99 |
| 淨投資損益 | 9.64 | 6.03 | 2.25 | (35.14) | (3.06) | -9.23 | 24.89 | (2.06) | 2.00 | 2.00 | 5.21 |
| 母公司業主 - 稅後純益 | 7.56 | 前期虧損 | (13.28) | 轉盈為虧 | 前期虧損 | 轉盈為虧 | 轉虧為盈 | (47.91) | 轉虧為盈 | 轉虧為盈 | 轉虧為盈 |