

中國太保 (2601 HK)

創新鞏固發展基礎，壽險業務壓力猶存

中國太保前三季度保費收入同比增長 5.5% (太保壽險增長 0.2%，太保財險增長 15%)。淨利潤同比下降 14.3%，主要由於去年稅收優惠政策帶來的高基數。壽險業務仍然面臨壓力，但財險業務在第三季度保質提速。儘管疫情期和後疫情時代困難重重，但公司在數位化、“保險+健康/養老”等商業模式創新方面積極耕耘，取得顯著進步，將有助於其增強競爭力。

- **壽險業務仍然受到疫情餘震影響。**前三季度代理人管道首年期交保費收入同比下降 34.2% (1Q/2Q/3Q 的增速分別為-37.7%/-30.5%/-30.5%)。我們認為，第三季度新業務價值率可能有所提振，從而縮小新業務價值降幅，因為銷售了價值率更高的產品。太保壽險推出創新產品，整合保險與健康管理、養老服務等。
- **財險第三季度保費增長加速。**前三季度，太保財險的車險/非車險業務保費收入分別同比增長 7.2%/30.9%，高於行業平均水準。特別的是，太保財險抓住新車銷售回暖機遇，加深管道整合，三季度單季車險保費收入同比增長 +14.3%，高於上半年的 8.7%。隨著宏觀經濟復蘇，非車險保費增長也逐季加快，從上半年的 29.8% 增長至第三季度的 33.2%。我們認為財險業務的承保利潤率在第三季度保持穩定。
- **投資穩步推進。**總投資收益率同比增長 0.4 個百分點至 5.5%，這可能是由於股權投資收益推動，儘管淨投資收益率同比微跌 0.2 個百分點至 4.6%。資產配置基本保持穩定，股票和權益類基金的份額比去年末上升 1 個百分點至 9.3%。集團投資資產為人民幣 1.6 萬億元，較年末增長 12.7%。
- **制定五年大健康發展戰略。**9 月，太保與上海瑞金醫院簽署協定，建立一家互聯網醫院。這是太保與一流資源合作，促進保險和醫療保健一體化業務模式所採取的舉措之一。
- **估值。**我們下調了新業務價值和其他一些預測，以反映第三季度遜於預期的壽險保費增長。目標價下調至 31.74 港元。H 股當前股價相當於 0.46/0.42 倍 2020/21 年預測每股內含價值。維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
保費收入 (百萬人民幣)	281,644	321,895	348,591	376,492	405,628
保費收入變動 (%)	20.4	14.3	8.3	8.0	7.7
總收入 (百萬人民幣)	319,405	353,103	384,796	416,571	448,807
淨利潤 (百萬人民幣)	14,662	18,019	28,175	31,541	34,993
每股收益 (人民幣)	1.62	1.99	3.11	3.48	3.86
每股收益變動 (%)	21.65	22.90	56.36	11.95	10.95
市場預期每股收益 (人民幣)	N/A	N/A	2.83	3.1	3.47
市賬率 (x)	2.03	1.86	1.36	1.23	1.12
P/EV (x)	0.97	0.83	0.63	0.58	0.53
股息率 (%)	2.60	3.25	6.04	6.76	7.50
淨資產收益率 (%)	10.89	12.55	17.52	17.41	17.48

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$31.74
(此前目標價)	HK\$33.93)
潛在升幅	+31.4%
當前股價	HK\$24.15

中國保險行業

丁文捷, PhD

(852) 3900 0856 / (86) 755 2367 5597
dingwenjie@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬港元)	318,892
3 月平均流通量(百萬港元)	354.31
52 周內股價高/低(港元)	30.72/16.92
總股本(百萬)	9,620

資料來源：彭博

股東結構

中能 (集團)	14.64%
華寶投資	14.17%

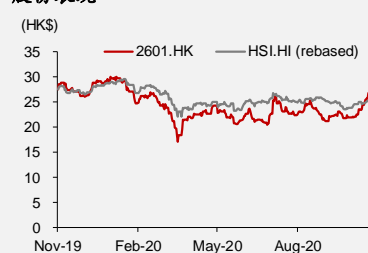
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	10.3%	7.3%
3-月	7.6%	9.7%
6-月	-0.6%	1.6%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

近期報告

1. “Steady increase in operating profit” – 25 Aug 2020
2. “Prepared for headwinds” - 23 Mar 2020
3. “價值率提升或抵消期交保費下滑” – 2019年10月31日

敬請參閱尾頁之免責聲明

請到彭博 (搜索代碼: [RESP.CMBR <GO>](http://www.cmbi.com.hk)) 或 <http://www.cmbi.com.hk> 下載更多招銀國際證券研究報告

*本報告摘要自英文版本，如欲進一步瞭解，敬請參閱英文報告。

財務分析

利潤表

年結：12月31日 (百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
保費收入	321,895	347,517	364,565	387,102	408,083
其中：壽險保費收入	202,414	212,514	214,530	223,779	231,570
產險保費收入	117,808	132,979	150,034	163,322	176,513
已實現淨保費收入	299,724	313,246	325,667	345,108	362,880
投資收益	49,999	65,730	73,854	76,020	80,878
總收入	353,103	382,682	403,374	425,211	448,052
保險給付和賠付	(226,444)	(260,850)	(276,628)	(281,792)	(296,991)
其他支出	(98,986)	(94,360)	(97,835)	(103,893)	(109,522)
保險業務支出及其他費用合計	(325,430)	(355,210)	(374,463)	(385,685)	(406,514)
聯營企業和合營企業收益淨額	335	494	519	545	572
稅前利潤	28,008	27,966	29,429	40,070	42,110
所得稅	(9,574)	388	(5,003)	(10,018)	(10,527)
減：少數股東權益	(415)	(613)	(528)	(650)	(683)
淨利潤	18,019	27,741	23,898	29,403	30,899

資產負債表

年結：12月31日 (百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
投資資產	1,233,222	1,419,263	1,674,548	1,857,432	2,032,821
其他資產	102,737	109,070	73,687	83,678	103,079
總資產	1,335,959	1,528,333	1,748,235	1,941,110	2,135,900
保險合同負債	981,926	1,143,527	1,308,241	1,474,153	1,639,372
其他負債	199,985	201,486	231,964	237,035	245,220
總負債	1,181,911	1,345,013	1,540,205	1,711,188	1,884,592
歸屬於公司股東權益	149,576	178,427	202,160	223,379	244,058
少數股東權益	4,472	4,893	5,871	6,542	7,249
總權益	154,048	183,320	208,030	229,922	251,308

資料來源：公司及招銀國際證券預測

主要比率

年結：12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
集團 (%)					
保費收入增速	14.3	8.0	4.9	6.2	5.4
總收入增速	10.6	8.4	5.4	5.4	5.4
淨利潤增速	22.9	54.0	(13.9)	23.0	5.1
內含價值增速	17.5	17.8	8.0	9.9	-
淨投資收益率	4.9	4.9	4.3	4.2	4.2
總投資收益率	4.6	5.4	4.8	4.3	4.2
投資資產增速	14.1	15.1	18.0	10.9	9.4
壽險 (%)					
保費收入增速	15.3	5.0	0.9	4.3	3.5
個險管道首年期交保費增速	(9.7)	(22.4)	(28.7)	18.1	11.3
新業務價值增速	1.5	(9.3)	(21.5)	19.8	13.5
個險管道新業務價值率	63.2	73.1	79.5	80.5	81.9
綜合償付能力充足率	260.8	256.8	279.9	276.4	273.9
產險 (%)					
保費收入增速	12.6	12.9	12.8	8.9	8.1
車險保費佔比	74.7	70.1	65.5	62.0	58.5
賠付率	56.3	60.2	59.5	59.3	59.2
費用率	42.1	38.1	39.2	39.0	39.0
綜合成本率	98.4	98.3	98.7	98.3	98.2
綜合償付能力充足率	305.9	292.6	249.3	221.8	200.3
回報率 (%)					
壽險內含價值收益率	24.7	23.1	13.8	14.0	13.8
產險權益收益率	10.0	16.6	12.1	12.8	12.2
每股數據 (人民幣)					
每股收益	1.99	3.06	2.64	3.24	3.41
每股股息	1.00	1.20	1.03	1.27	1.34
每股內涵價值	37.09	43.70	47.21	51.91	56.63
每股淨資產	16.51	19.69	22.31	24.65	26.93

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀國際證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表现亦不代表未來的表现，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令("金融服務令")第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局("FINRA")註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構為制的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。