

中國太保 (2601 HK)

潛在 GDR 發行解鎖全球市場

- **最新資訊。**市場對太保發行 GDR 的計劃反應消極，因為擔心 GDR 的價格可能會比其 A 股折價，且上市 120 天后允許 GDR 轉換為 A 股可能稀釋股價。而同日公司公告，由於工作安排，賀青總裁辭職，並將出任國泰君安證券董事，令不確定增加。中國太保的 A/H 股價在 9 月 24 日分別下跌 2.7%/4.3%。
- **儘管上述確實是風險因素，但我們認為投資者不應反應過度，因為 1) 上市細節尚未確定，GDR 的發行仍在等待監管部門批准。報價將取決於上市時的市場環境。此外，由於 H 股對 A 股折價約 30%，因此對 A 股折價並不一定意味著對 H 股會有顯著折價。2) 理論上允許 GDR 在上市交易 120 天后轉換為 A 股，即理論上存在套利機會，但實際操作可能會很困難。華泰證券的 GDR 將於 10 月（即 2019 年 6 月 20 日首次公開發行後的 120 個交易日）之後提供先例借鑒；3) 在國有企業中，工作安排輪換是很正常的。孔慶偉董事長將臨時負責組織公司管理，幫助公司順利過渡。我們相信太保的戰略和公司管理將具有延續性，不易受到總裁離職的影響。**
- **潛在的 GDR 發行至少意味著以下催化劑，所有這些都利好長期發展。1) 得到全球投資者的認可。如果 GDR 的發行獲得了全球投資者的普遍認可，還將間接促進 H 股價值發現。2) 快速啟動並助推公司的國際化戰略。3) 推進上海的國有企業改革和金融業開放。**
- **抓住上海和長江三角洲的機遇。**除了潛在的 GDR 上市外，我們認為公司還將受益於 1) 上海對全球投資者和企業的加深開放。上海市最近將自由貿易試驗區擴展到了臨港新區。2) 長三角一體化。長三角區域的發展計劃將為養老保險、另類投資等提供商機。太保作為總部在上海、根治於上海和長三角的險企，將直接受益。
- **維持行業首選中國太保。**公司 H 股股價相當於 0.63 倍 2019 年預測每股內含價值，股息率約為 6%。市場對可能發行的 GDR 的過度反應提供了良好的投資機會。維持買入評級和目標價 37.12 港元。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
保費收入 (百萬元人民幣)	281,644	321,895	349,515	378,174	408,011
同比增長 (%)	20.4	14.3	8.6	8.2	7.9
總收入 (百萬元人民幣)	319,405	353,103	385,533	417,928	450,786
淨利潤 (百萬元人民幣)	14,662	18,019	27,922	31,170	31,795
每股盈利 (元人民幣)	1.62	1.99	3.08	3.44	3.51
每股盈利變動 (%)	21.65	22.90	54.96	11.63	2.00
市帳率 (倍)	1.71	1.57	1.39	1.26	1.16
P/EV (x)	0.82	0.70	0.63	0.58	0.53
股息率 (%)	3.08	3.86	5.97	6.67	6.80
權益收益率 (%)	10.89	12.55	17.52	17.52	16.33

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$37.12
(此前目標價)	HK\$37.12)
潛在升幅	+28.4%
當前股價	HK\$28.90

中國保險行業

丁文捷, PhD

(852) 3900 0856
dingwenjie@cmbi.com.hk

徐涵博

(852) 3761 8725
xuhanbo@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	326,195
3 月平均流通量(百萬港元)	481.96
52 周內股價高/低(港元)	34.75/24.20
總股本(百萬)	2,775 (H)
	6,287 (A)

資料來源：彭博

股東結構

中能(集團)	14.19%
華寶投資	14.17%

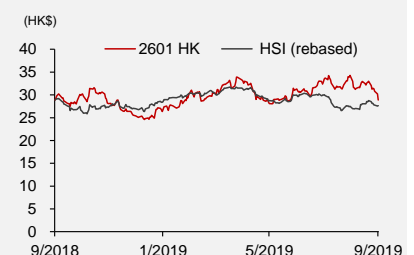
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-12.0%	-12.1%
3-月	-2.6%	5.8%
6-月	-0.7%	10.3%

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. “壽險平平，但財產改善” - 2019 年 8 月 26 日
2. “業績大體符合預期，首年期交增速料將改善” - 2019 年 4 月 29 日

財務分析

利潤表

年結12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
保費收入	281,644	321,895	349,515	378,174	408,011
其中：壽險保費收入	175,628	202,414	218,376	235,232	252,204
產險保費收入	104,614	117,808	131,140	142,942	155,807
已實現淨保費收入	263,554	299,724	323,739	350,135	377,375
投資收益	52,657	49,999	58,232	63,941	69,260
總收入	319,405	353,103	385,533	417,928	450,786
保險給付和賠付	(210,130)	(226,444)	(248,118)	(267,277)	(287,237)
其他支出	(88,247)	(98,986)	(107,328)	(104,229)	(116,213)
保險業務支出及其他費用合計	(298,377)	(325,430)	(355,447)	(371,507)	(403,450)
聯營企業和合營企業收益淨額	74	335	451	474	497
稅前利潤	21,102	28,008	30,537	46,894	47,834
所得稅	(6,111)	(9,574)	(1,972)	(15,006)	(15,307)
減：少數股東權益	(329)	(415)	(643)	(718)	(732)
淨利潤	14,662	18,019	27,922	31,170	31,795

資產負債表

年結12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
投資資產	1,081,282	1,233,222	1,379,836	1,488,970	1,618,152
其他資產	89,942	102,737	101,052	139,200	157,362
總資產	1,171,224	1,335,959	1,480,888	1,628,169	1,775,514
保險合同負債	858,507	981,926	1,112,771	1,240,808	1,371,315
其他負債	171,598	199,985	193,924	195,103	194,852
總負債	1,030,105	1,181,911	1,306,694	1,435,911	1,566,168
歸屬於公司股東權益	137,498	149,576	169,210	186,558	202,914
少數股東權益	3,621	4,472	4,983	5,701	6,432
總權益	141,119	154,048	174,194	192,258	209,346

主要比率

年結12月31日 集團 (%)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
保費收入增速	20.4	14.3	8.6	8.2	7.9
總收入增速	20.0	10.6	9.2	8.4	7.9
淨利潤增速	21.6	22.9	55.0	11.6	2.0
內含價值增速	16.4	17.5	11.1	9.0	8.2
淨投資收益率	5.4	4.9	4.5	4.5	4.5
總投資收益率	5.4	4.6	4.5	4.5	4.5
投資資產增速	14.8	14.1	11.9	7.9	8.7
壽險 (%)					
保費收入增速	27.9	15.3	7.9	7.7	7.2
個險渠道首年期交保費增速	31.2	(9.7)	(8.0)	2.0	3.0
新業務價值增速	40.3	1.5	(3.4)	2.0	3.0
個險渠道新業務價值率	56.5	63.2	66.4	66.4	66.4
綜合償付能力充足率	245.3	260.8	259.7	260.8	255.7
產險 (%)					
保費收入增速	8.8	12.6	11.3	9.0	9.0
車險保費占比	78.2	74.7	71.0	67.5	64.7
賠付率	59.9	56.3	56.3	56.3	56.3
費用率	38.9	42.1	42.1	42.1	42.1
綜合成本率	98.8	98.4	98.4	98.4	98.4
綜合償付能力充足率	267.4	305.9	302.4	300.0	296.4
回報率 (%)					
壽險內含價值收益率	24.8	24.7	16.7	15.9	15.4
產險權益收益率	10.7	10.0	16.7	15.7	13.9
每股數據 (人民幣)					
每股收益	1.62	1.99	3.08	3.44	3.51
每股股息	0.80	1.00	1.55	1.73	1.76
每股內涵價值	31.58	37.09	41.22	44.94	48.60
每股淨資產	15.17	16.51	18.67	20.59	22.39

資料來源：公司及招銀國際證券預測

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	: 招銀國際并未給予投資評級

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。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀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。而過去表現亦不代表未來的表現，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。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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信息，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)2000年英國不時修訂之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

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規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。