

中国太保 (2601 HK)

创新巩固发展基础，寿险业务压力犹存

中国太保前三季度保费收入同比增长 5.5% (太保寿险增长 0.2%，太保财险增长 15%)。净利润同比下降 14.3%，主要由于去年税收优惠政策带来的高基数。寿险业务仍然面临压力，但财险业务在第三季度保质提速。尽管疫情期和后疫情时代困难重重，但公司在数字化、“保险+健康/养老”等商业模式创新方面积极耕耘，取得显著进步，将有助于其增强竞争力。

- **寿险业务仍然受到疫情余震影响。**前三季度代理人渠道首年期交保费收入同比下降 34.2% (1Q/2Q/3Q 的增速分别为-37.7%/-30.5%/-30.5%)。我们认为，第三季度新业务价值率可能有所提振，从而缩小新业务价值降幅，因为销售了价值率更高的产品。太保寿险推出创新产品，整合保险与健康、养老服务。
- **财险第三季度保费增长加速。**前三季度，太保财险的车险/非车险业务保费收入分别同比增长 7.2%/30.9%，高于行业平均水平。特别的是，太保财险抓住新车销售回暖机遇，加深渠道整合，三季度单季车险保费收入同比增长 +14.3%，高于上半年的 8.7%。随着宏观经济复苏，非车险保费增长也逐季加快，从上半年的 29.8% 增长至第三季度的 33.2%。我们认为财险业务的承保利润率在第三季度保持稳定。
- **投资稳步推进。**总投资收益率同比增长 0.4 个百分点至 5.5%，这可能是由于股权投资收益推动，尽管净投资收益率同比微跌 0.2 个百分点至 4.6%。资产配置基本保持稳定，股票和权益类基金的份额比去年末上升 1 个百分点至 9.3%。集团投资资产为人民币 1.6 万亿元，较年末增长 12.7%。
- **制定五年大健康发展战略。**9 月，太保与上海瑞金医院签署协议，建立一家互联网医院。这是太保与一流资源合作，促进保险和医疗保健一体化业务模式所采取的举措之一。
- **估值。**我们下调了新业务价值和其他一些预测，以反映第三季度逊于预期的寿险保费增长。目标价下调至 31.74 港元。H 股当前股价相当于 0.46/0.42 倍 2020/21 年预测每股内含价值。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
保费收入 (百万人民币)	281,644	321,895	348,591	376,492	405,628
保费收入变动 (%)	20.4	14.3	8.3	8.0	7.7
总收入 (百万人民币)	319,405	353,103	384,796	416,571	448,807
净利润 (百万人民币)	14,662	18,019	28,175	31,541	34,993
每股收益 (人民币)	1.62	1.99	3.11	3.48	3.86
每股收益变动 (%)	21.65	22.90	56.36	11.95	10.95
市场预期每股收益 (人民币)	N/A	N/A	2.83	3.1	3.47
市盈率 (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
净资产收益率 (%)	10.89	12.55	17.52	17.41	17.48

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$31.74
(此前目标价)	HK\$33.93)
潜在升幅	+31.4%
当前股价	HK\$24.15

中国保险行业

丁文捷, PhD

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

公司数据

市值(百万港元)	318,892
3月平均流通量(百万港元)	354.31
52周内股价高/低(港元)	30.72/16.92
总股本(百万)	9,620

资料来源：彭博

股东结构

中能(集团)	14.64%
华宝投资	14.17%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	10.3%	7.3%
3-月	7.6%	9.7%
6-月	-0.6%	1.6%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

近期报告

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

财务分析

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
保费收入	321,895	347,517	364,565	387,102	408,083
其中: 寿险保费收入	202,414	212,514	214,530	223,779	231,570
产险保费收入	117,808	132,979	150,034	163,322	176,513
已实现净保费收入	299,724	313,246	325,667	345,108	362,880
投资收益	49,999	65,730	73,854	76,020	80,878
总收入	353,103	382,682	403,374	425,211	448,052
保险给付和赔付	(226,444)	(260,850)	(276,628)	(281,792)	(296,991)
其他支出	(98,986)	(94,360)	(97,835)	(103,893)	(109,522)
保险业务支出及其他费用合计	(325,430)	(355,210)	(374,463)	(385,685)	(406,514)
联营企业和合营企业收益净额	335	494	519	545	572
税前利润	28,008	27,966	29,429	40,070	42,110
所得税	(9,574)	388	(5,003)	(10,018)	(10,527)
减: 少数股东权益	(415)	(613)	(528)	(650)	(683)
净利润	18,019	27,741	23,898	29,403	30,899

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
投资资产	1,233,222	1,419,263	1,674,548	1,857,432	2,032,821
其他资产	102,737	109,070	73,687	83,678	103,079
总资产	1,335,959	1,528,333	1,748,235	1,941,110	2,135,900
保险合同负债	981,926	1,143,527	1,308,241	1,474,153	1,639,372
其他负债	199,985	201,486	231,964	237,035	245,220
总负债	1,181,911	1,345,013	1,540,205	1,711,188	1,884,592
归属于公司股东权益	149,576	178,427	202,160	223,379	244,058
少数股东权益	4,472	4,893	5,871	6,542	7,249
总权益	154,048	183,320	208,030	229,922	251,308

主要比率

年结: 12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
集团 (%)					
保费收入增速	14.3	8.0	4.9	6.2	5.4
总收入增速	10.6	8.4	5.4	5.4	5.4
净利润增速	22.9	54.0	(13.9)	23.0	5.1
内含价值增速	17.5	17.8	8.0	9.9	-
净投资收益率	4.9	4.9	4.3	4.2	4.2
总投资收益率	4.6	5.4	4.8	4.3	4.2
投资资产增速	14.1	15.1	18.0	10.9	9.4
寿险 (%)					
保费收入增速	15.3	5.0	0.9	4.3	3.5
个险渠道首年期交保费增速	(9.7)	(22.4)	(28.7)	18.1	11.3
新业务价值增速	1.5	(9.3)	(21.5)	19.8	13.5
个险渠道新业务价值率	63.2	73.1	79.5	80.5	81.9
综合偿付能力充足率	260.8	256.8	279.9	276.4	273.9
产险 (%)					
保费收入增速	12.6	12.9	12.8	8.9	8.1
车险保费占比	74.7	70.1	65.5	62.0	58.5
赔付率	56.3	60.2	59.5	59.3	59.2
费用率	42.1	38.1	39.2	39.0	39.0
综合成本率	98.4	98.3	98.7	98.3	98.2
综合偿付能力充足率	305.9	292.6	249.3	221.8	200.3
回报率 (%)					
寿险内含价值收益率	24.7	23.1	13.8	14.0	13.8
产险权益收益率	10.0	16.6	12.1	12.8	12.2
每股数据 (人民币)					
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
每股内涵价值	37.09	43.70	47.21	51.91	56.63
每股净资产	16.51	19.69	22.31	24.65	26.93

资料来源: 公司及招银国际证券预测

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。

招银国际证券投资评级

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	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

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(“招银国际证券”)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。招银国际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。招银国际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国际证券编写，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。招银国际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投资银行相关业务联系。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)不时修订之英国2000年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，未经招银国际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商投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则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。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。