

中国太保 (2601 HK)

潜在 GDR 发行解锁全球市场

- **最新资讯。**市场对太保发行 GDR 的计划反应消极，因为担心 GDR 的价格可能会比其 A 股折价，且上市 120 天后允许 GDR 转换为 A 股可能稀释股价。而同日公司公告，由于工作安排，贺青总裁辞职，并将出任国泰君安证券董事，令不确定增加。中国太保的 A/H 股价在 9 月 24 日分别下跌 2.7%/4.3%。
- **尽管上述确实是风险因素，但我们认为投资者不应反应过度，因为 1) 上市细节尚未确定，GDR 的发行仍在等待监管部门批准。报价将取决于上市时的市场环境。此外，由于 H 股对 A 股折价约 30%，因此对 A 股折价并不一定意味着对 H 股会有显著折价。2) 理论上允许 GDR 在上市交易 120 天后转换为 A 股，即理论上存在套利机会，但实际操作可能会很困难。华泰证券的 GDR 将于 10 月（即 2019 年 6 月 20 日首次公开发行后的 120 个交易日）之后提供先例供借鉴；3) 在国有企业中，工作安排轮换是很正常的。孔庆伟董事长将临时负责组织公司管理，帮助公司顺利过渡。我们相信太保的战略和公司管理将具有延续性，不易受到总裁离职的影响。**
- **潜在的 GDR 发行至少意味着以下催化剂，所有这些都利好长期发展。1) 得到全球投资者的认可。如果 GDR 的发行获得了全球投资者的普遍认可，还将间接促进 H 股价值发现。2) 快速启动并助推公司的国际化战略。3) 推进上海的国有企业改革和金融业开放。**
- **抓住上海和长江三角洲的机遇。**除了潜在的 GDR 上市外，我们认为公司还将受益于 1) 上海对全球投资者和企业的加深开放。上海市最近将自由贸易试验区扩展到了临港新区。2) 长三角一体化。长三角区域的发展计划将为养老保险、另类投资等提供商机。太保作为总部在上海、根治于上海和长三角的险企，将直接受益。
- **维持行业首选中国太保。**公司 H 股股价相当于 0.63 倍 2019 年预测每股内含价值，股息率约为 6%。市场对可能发行的 GDR 的过度反应提供了良好的投资机会。维持买入评级和目标价 37.12 港元。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
保费收入 (百万元人民币)	281,644	321,895	349,515	378,174	408,011
同比增长 (%)	20.4	14.3	8.6	8.2	7.9
总收入 (百万元人民币)	319,405	353,103	385,533	417,928	450,786
净利润 (百万元人民币)	14,662	18,019	27,922	31,170	31,795
每股盈利 (元人民币)	1.62	1.99	3.08	3.44	3.51
每股盈利变动 (%)	21.65	22.90	54.96	11.63	2.00
市帐率 (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
权益收益率 (%)	10.89	12.55	17.52	17.52	16.33

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$37.12
(此前目标价)	HK\$37.12)
潜在升幅	+28.4%
当前股价	HK\$28.90

中国保险行业

丁文捷, PhD
 (852) 3900 0856
 dingwenjie@cmbi.com.hk

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

公司数据

市值(百万港元)	326,195
3 月平均流通量 (百万港元)	481.96
52 周内股价高/低 (港元)	34.75/24.20
总股本 (百万)	2,775 (H)
	6,287 (A)

资料来源：彭博

股东结构

中能 (集团)	14.19%
华宝投资	14.17%

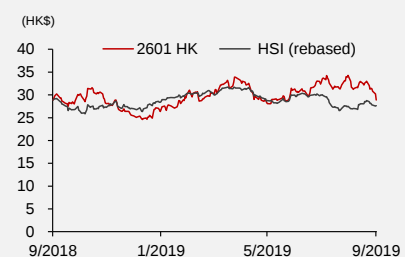
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-12.0%	-12.1%
3-月	-2.6%	5.8%
6-月	-0.7%	10.3%

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

- “寿险平平，但财产改善” - 2019 年 8 月 26 日
- “业绩大体符合预期，首年期交增速料将改善” - 2019 年 4 月 29 日

财务分析

利润表

年结 12 月 31 日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
保费收入	281,644	321,895	349,515	378,174	408,011
其中：寿险保费收入	175,628	202,414	218,376	235,232	252,204
产险保费收入	104,614	117,808	131,140	142,942	155,807
已实现净保费收入	263,554	299,724	323,739	350,135	377,375
投资收益	52,657	49,999	58,232	63,941	69,260
总收入	319,405	353,103	385,533	417,928	450,786
保险给付和赔付	(210,130)	(226,444)	(248,118)	(267,277)	(287,237)
其他支出	(88,247)	(98,986)	(107,328)	(104,229)	(116,213)
保险业务支出及其他费用合计	(298,377)	(325,430)	(355,447)	(371,507)	(403,450)
联营企业和合营企业收益净额	74	335	451	474	497
税前利润	21,102	28,008	30,537	46,894	47,834
所得税	(6,111)	(9,574)	(1,972)	(15,006)	(15,307)
减：少数股东权益	(329)	(415)	(643)	(718)	(732)
净利润	14,662	18,019	27,922	31,170	31,795

资产负债表

年结 12 月 31 日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
投资资产	1,081,282	1,233,222	1,379,836	1,488,970	1,618,152
其他资产	89,942	102,737	101,052	139,200	157,362
总资产	1,171,224	1,335,959	1,480,888	1,628,169	1,775,514
保险合同负债	858,507	981,926	1,112,771	1,240,808	1,371,315
其他负债	171,598	199,985	193,924	195,103	194,852
总负债	1,030,105	1,181,911	1,306,694	1,435,911	1,566,168
归属于公司股东权益	137,498	149,576	169,210	186,558	202,914
少数股东权益	3,621	4,472	4,983	5,701	6,432
总权益	141,119	154,048	174,194	192,258	209,346

主要比率

年结 12 月 31 日 集团 (%)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
保费收入增速	20.4	14.3	8.6	8.2	7.9
总收入增速	20.0	10.6	9.2	8.4	7.9
净利润增速	21.6	22.9	55.0	11.6	2.0
内含价值增速	16.4	17.5	11.1	9.0	8.2
净投资收益率	5.4	4.9	4.5	4.5	4.5
总投资收益率	5.4	4.6	4.5	4.5	4.5
投资资产增速	14.8	14.1	11.9	7.9	8.7
寿险 (%)					
保费收入增速	27.9	15.3	7.9	7.7	7.2
个险渠道首年期交保费增速	31.2	(9.7)	(8.0)	2.0	3.0
新业务价值增速	40.3	1.5	(3.4)	2.0	3.0
个险渠道新业务价值率	56.5	63.2	66.4	66.4	66.4
综合偿付能力充足率	245.3	260.8	259.7	260.8	255.7
产险 (%)					
保费收入增速	8.8	12.6	11.3	9.0	9.0
车险保费占比	78.2	74.7	71.0	67.5	64.7
赔付率	59.9	56.3	56.3	56.3	56.3
费用率	38.9	42.1	42.1	42.1	42.1
综合成本率	98.8	98.4	98.4	98.4	98.4
综合偿付能力充足率	267.4	305.9	302.4	300.0	296.4
回报率 (%)					
寿险内含价值收益率	24.8	24.7	16.7	15.9	15.4
产险权益收益率	10.7	10.0	16.7	15.7	13.9
每股数据 (人民币)					
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
每股内涵价值	31.58	37.09	41.22	44.94	48.60
每股净资产	15.17	16.51	18.67	20.59	22.39

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风险。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)2000年英国不时修订之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国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规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。