

601601.SH

增持

原评级: 增持

市场价格:人民币 27.52

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(26.3)	(0.1)	2.5	(16.3)
相对上证指数	(21.4)	(2.4)	(3.2)	(18.0)

发行股数(百万)	9,062
流通股(%)	69
总市值(人民币 百万)	249,386
3 个月日均交易额(人民币 百万)	667
净负债比率(%)(2020E)	净现金
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司	31

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以 2020 年 6 月 17 日收市价为标准

相关研究报告

《中国太保》 20200426
《中国太保》 20200330
《中国太保》 20200212

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融：保险

兰晓飞
(8610)6622-9085
xiaofei.lan@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300511040003

中国太保

A+H+G 三地上市，套利空间不大但大有可为

中国太保于 2020 年 6 月 16 日（伦敦时间）伦交所上市，成为首家 A+H+G 三地上市的险企。GDR 发行价格定为 17.60 美元，对应 A 股溢价 10.7%，跨境套利空间不大但加速国际化进程。

- **首家 A+H+G 三地上市险企，助力转型改革 2.0。**中国太保成立于 1991 年，先后于 2007 年登陆 A 股、2009 年登陆 H 股，并于 2020 年 6 月 16 日（伦敦时间）登陆伦交所，成为首家 A+H+G 三地上市的险企。此次发行 GDR 有望为中国太保引入海外投资者，进一步提升公司整体经营管理能力。
- **引入基石投资者 Swiss Re，国际化化进程有望加快。**引入基石投资者 Swiss Re，认购中国太保 0.29 亿份 GDR，占发行总数的 28%（该数据为超额配售权行使前）。Swiss Re 认购 GDR 有三年禁售期，有助于公司引进先进再保险经验。在 GDR 募集资金用处方面，根据公司公告，拟发行 GDR 筹集资金用于推进国际化进程。70%及以上用于境外发达市场及新兴市场股权投资，30%计划依托于公司境外投资平台，在健康、养老及科技方面持续发力。
- **套利空间不大，对估值压制的不利因素出清。**太保发行 GDR 的价格为 17.60 美元，对应 1 份 GDR=5 份 A 股，每股价格价格为 3.52 美元，参照最新收盘价 27.82 元/股（6 月 16 日收盘价），对应 A 股溢价 10.7%，跨境套利的空间不大。GDR 定价消除原有短期跨境套利机会，以及三地发行股权摊薄的影响微小（ROEV 从 14.13%下降 0.68 个百分点至 13.45%），原有对于中国太保 A 股估值压制的不利因素出清。

投资建议

- 太保发行 GDR 价格为 17.60 美元，对应 A 股溢价 10.7%，套利空间不大。原有抑制公司估值的担忧消除。长期来看，公司发行 GDR 引入海外投资者，有望进一步提升经营管理能力，引入先进保险经验，并且有助于拓展海外投资版图。公司 2020PEV 为 0.55，维持原有***增持***评级。

风险提示

- 保障型保险产品保费增速不及预期；市场波动对行业业绩、估值的双重影响；利率下行带来的险企投资不确定性；疫情持续的不确定性。利率下行带来的险企投资不确定性。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（人民币百万）	354,363	385,489	422,442	466,568	531,875
变动（%）	10.9	8.8	9.6	10.4	14.0
归母净利润（人民币百万）	18,019	27,741	29,560	32,691	39,651
变动（%）	22.9	54.0	6.6	10.6	21.3
EV（人民币百万）	336,141	395,987	455,713	523,719	601,106
EV 增速(%)	17.5	17.8	15.1	14.9	14.8
NBV（人民币百万）	27,120	24,597	25,605	28,473	32,403
NBV 增速(%)	1.5	(9.3)	4.1	11.2	13.8
P/EV	0.77	0.66	0.57	0.50	0.43
EPS(元)	2.0	3.1	3.3	3.6	4.2

资料来源：公司公告，中银证券预测

损益表 (人民币百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	354,363	385,489	422,442	466,568	531,875
已赚保费	299,724	313,246	342,427	418,082	507,954
保险业务收入	321,895	347,517	37,325	41,808	50,795
其中：分保费收入	1,558	998	107	120	146
减:分出保费	(17563)	(22,358)	(23,970)	(25,085)	(30,477)
提取未到期责任准	(4608)	(11,913)	(13,697)	(16,723)	(20,318)
非保险业务手续费及		125			
投资收益	53,477	67,762	75,221	40,190	18,991
公允价值变动收益	(2,168)	801			
汇兑损失	53	56	70	4,464	26
其他业务收入	3,117	3,484	4,723	3,832	4,904
营业支出	(326,108)	(357,422)	(403,120)	(239,771)	(334,066))
退保金	(12,641)	(11,104)	(153,009)	(165,529)	(188,037)
赔款支出	(107,216)	(128,541)	(143,753)	(143,195)	(156,975)
减摊回赔款支出	9,434	10,858	11,065	12,182	13,056
提取保险责任准备金	(105,078)	(122,776)	81,221	216,863	155,551
减摊回保险责任准备	320	1,490			
营业税金及附加	(900)	(882)	(900)	(6,576)	(882)
保险业务手续费及佣	(56,251)	(46,853)	(56,987)	25,807	37,916
业务及管理费用	(39,943)	(45,439)	(39,943)	(39,943)	(39,943)
资产减值损失	(1,102)	(2,454)	(1,102)	(1,102)	(2,454)
营业利润	28,255	28,067	19,322	226,797	197,809
加：营业外收入	103	82	0	(138,513)	(138,513)
减：营业外支出	(350)	(183)	(183)	(183)	(183)
利润总额	28,008	27,966	19,139	88,101	59,112
归属母公司股东净利	18,019	27,741	29,560	32,691	39,651

资料来源：公司公告，中银证券

资产负债表(人民币百万)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产					
货币资金	15,323	14,872	7,261	6,634	7,637
定期存款	128,396	147,756	67,157	61,353	70,6386
交易类金融资产	11,835	4,931	2,408	2,199	2,532
可供出售	415,868	511,822	235,050	214,735	247,233
持有到期	284,744	295,247	144,151	131,692	151,623
投资性房地产	8,542	8,283	4,044	3,695	4,254
其他可投资资产	79,027	91,897	47,010	42,947	49,447
投资资产	1,233,22	1,419,26	692,939	633,048	728,856
负债	1,181,91	1,345,01	546,827	438,526	478,267
股本	9,062	9,062	9,062	9,062	9,062
资本公积	66,635	66,650	66,650	66,650	66,6500
其他综合收益	2,792	12,949	13,582	46,684	87,0140
盈余公积	4,835	4,835	8,601	0	0
一般风险准备	11,642	14,329	17,103	20,059	23,328
未分配利润	54,610	70,602	79,470	95,816	115,641
归属母公司股东权益	65,587	84,451	88,537	90,254	301,696
少数股东权益	9	10	12	13	16
负债及股东权益	733,929	878,970	1,489,80	1,496,60	784,868

资料来源：公司公告，中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371