2020 年 06 月 14 日
公司研究●证券研究报告

中国太保（601601.SH）

公司快报

GDR 落地，折价 3%-10%

投资要点

◆ **事件：**6 月 12 日晚，公司发布《关于发行全球存托凭证并在伦敦证券交易所上市的提示性公告》，拟于伦敦时间 6 月 12 日至 16 日发售 GDR。

◆ **靴子落地，折价空间小于此前市场预期：**1）GDR 份数不超过 1.13 亿份（含不超过 10%的超额配售），对应 A 股股票不超过 5.65 亿股。2）每份 GDR 价格区间在 17.6—19 美元，即 3.52-3.8 美元/股。按 6 月 12 日美元兑人民币中间价计，对应 A 股折价为 2.96%-10.11%（此前华泰发行 GDR 折价近 40%），套利空间低于此前市场预期。发行规模确定比例不超过发行前 A 股的 9%，此前为 10%。**主要在于目前太保股价背离基本面情况下，适当减少发行规模，同时减少套利空间，有利于引入认可公司发展的长期价投投资者。**按照 1.13 亿份发售，预计摊薄 2020EEVPS1.74%~2.04%，影响有限。

◆ **募集资金围绕保险主业，逐步发展境外业务：**1）70%以上募集资金净额，用于境外发达及新兴市场，进行股权投资、并购等。2）剩余资金用于搭建海外创新领域投资平台，投向健康、养老、科技等方向。3）公司与 Swiss Re 瑞再签订《基石投资协议》，其最多认购 2888.34 万份 GDR，比例约 25.5%，占发行后总股本 1.5%。

◆ **投资建议：**无论从发行规模还是发行价格来看，此次 GDR 发行细则好于此前市场预期。**公司意在改善治理结构，引入长期战略投资者，进一步完善国际化布局。**四月份以来太保寿险累计保费增速转正，5 月份略有提升但仍较疲软。主要系公司个险代理人渠道保费贡献度位居上市险企首位（2019 年达 92%），今年受疫情影响线下展业困难，线下代理人出勤率与签单率大打折扣，渠道调研得知部分地区签单率不足往年一半。随着疫情影响边际钝化，Q2-Q3 迎来保费端修复窗口期。公司坚持优质增员，符合长期价值增长，目前对应 2020EP/EV0.56x，维持买入 A 评级。

◆ **风险提示：**疫情反复影响代理人展业，增员政策不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	354363	385489	407398	444238	492953
同比增长（%）	10.80%	8.78%	5.68%	9.04%	10.97%
归母净利润（百万元）	18019	27741	29572	33338	38244
同比增长（%）	22.90%	53.95%	6.60%	12.73%	14.72%
ROE（%）	12%	16%	15%	15%	16%
EPS（元）	1.99	3.06	3.26	3.68	4.22
EVPS（元）	37.09	43.70	49.52	56.32	64.51
PE	13.94	9.06	8.50	7.54	6.58
PEV	0.75	0.64	0.56	0.49	0.43

数据来源：wind，华金证券研究所

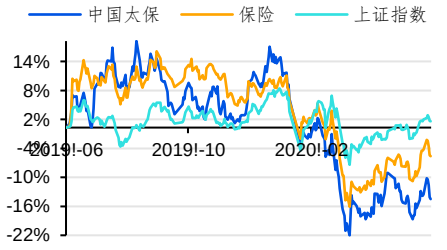
非银行金融 | 保险 III

投资评级	买入-A(维持)
股价(2020-06-12)	27.75 元

交易数据

总市值（百万元）	251,470.50
流通市值（百万元）	174,455.93
总股本（百万股）	9,062.00
流通股本（百万股）	6,286.70
12 个月价格区间	26.00/40.40 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.68	-6.21	-16.07
绝对收益	-1.93	-5.09	-15.76

分析师 崔晓雁
SAC 执业证书编号：S0910519020001
021-20377098

相关报告

中国太保：归母净利同比+53%、但 FYP 同比-31%需注意 2020-04-26

中国太保：FYP 下滑使得 NBV 承压、代理人改善仍是核心 2020-03-23

中国太保：行稳致远、价值典范 2020-01-05

中国太保：新单依旧承压、更应展望 2020 开门红 2019-10-31

中国太保：NBV 下滑收窄，看好下半年新业务价值率回升 2019-08-26

财务报表预测和估值数据汇总

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
已赚保费	299,724	313,246	348,804	380,689	423,891
投资净收益	53,812	68,256	54,763	59,333	64,425
营业收入	354,363	385,489	407,398	444,238	492,953
退保金	12,641	11,104	11,183	11,866	12,865
赔付支出	107,216	128,541	136,863	151,986	171,900
提取保险责任准备金	105,078	122,776	126,785	132,479	141,416
保户红利支出	11,263	10,777	9,310	10,087	10,952
手续费及佣金支出	56,251	46,853	46,507	52,874	57,594
业务及管理费	39,943	45,439	40,740	44,424	51,760
营业支出	326,108	357,422	367,097	398,806	440,834
营业利润	28,255	28,067	40,301	45,432	52,118
税前利润	28,255	28,067	40,301	45,432	52,118
所得税	9,574	(388)	10,075	11,358	13,030
净利润	18681	28455	30226	34074	39089
归属于母公司股东的净利润	18,019	27,741	29,572	33,338	38,244
少数股东损益	415	613	653	737	845
险企财务指标	**2018A**	**2019A**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
EPS(元)	1.99	3.06	3.26	3.68	4.22
BVPS(元)	16.51	19.69	21.72	24.01	26.63
EVPS(元)	37.09	43.70	49.52	56.32	64.51
PE(X)	13.94	9.06	8.50	7.54	6.58
PB(X)	1.68	1.41	1.28	1.16	1.04
P/EV	0.75	0.64	0.56	0.49	0.43

资产负债表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	15,323	14,872	16,113	17,496	19,140
买入返售金融资产	23,095	28,045	30,386	32,993	36,094
交易性金融资产	11,835	4,931	5,343	5,801	6,346
定期存款	128,396	147,756	160,089	173,825	190,162
可供出售金融资产	415,868	511,822	554,543	602,126	658,715
持有至到期投资	284,744	295,247	319,891	347,339	379,983
长期股权投资	17,472	20,442	22,148	24,049	22,148
资产合计	1,335,9	1,528,3	1,648,1	1,789,5	1,957,7
保户储金及投资款	62,325	75,576	86,584	100,378	115,990
未到期责任准备金	49,455	61,975	71,002	82,313	95,116
未决赔款准备金	38,864	42,504	47,332	51,592	56,235
寿险责任准备金	787,284	891,195	1,002,5	1,137,9	1,308,6
长期健康险责任准备金	44,068	72,347	101,286	141,800	170,160
应付保单红利	26,501	25,447	30,806	33,415	36,424
负债合计	1,181,9	1,345,0	1,445,9	1,566,0	1,709,7
股本	9,062	9,062	9,062	9,062	9,062
归属于母公司所有者权益合计	149,576	178,427	196,824	217,563	241,355
少数股东权益	4,472	4,893	5,397	5,966	6,619
所有者权益合计	154,048	183,320	202,221	223,529	247,973
内含价值（百万元）	**2018A**	**2019A**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
调整后净资产	88,714	111,211	128,836	146,913	170,459
扣偿后有效业务价值	169,714	194,311	216,710	240,936	267,983
内含价值	336,141	395,987	448,760	510,328	584,590
一年新业务价值	27,120	24,597	22,399	24,227	27,047

资料来源：wind，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn