

利润稳健增长

华泰研究

2023年5月02日 | 中国内地/中国香港

季报点评

保险

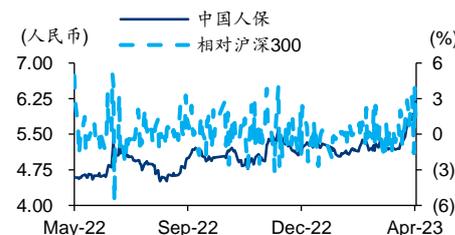
	1339 HK	601319 CH
投资评级:	买入(维持)	持有(维持)
目标价:	港币: 4.00	人民币: 6.20

研究员	李健, PhD
SAC No. S0570521010001	lijian@htsc.com
SFC No. AWF297	+(852) 3658 6112

基本数据

(港币/人民币)	1339 HK	601319 CH
目标价	4.00	6.20
收盘价(截至4月28日)	3.08	6.22
市值(百万)	136,210	275,073
6个月平均日成交额(百万)	90.93	353.77
52周价格范围	2.15-3.14	4.51-6.22
BVPS	5.01	5.50

股价走势图



资料来源: Wind

EPS 同比增长 35%

中国人保 1Q23 EPS 为 0.27 元。公司在一季度采用了 IFRS 9&17 准则,并根据 IFRS17 进行了追溯调整(没有追溯 IFRS 9)。新准则 EPS 较 1Q22 旧准则 EPS (0.20 元) 增长 35%, 较 1Q22 追溯调整 EPS (0.08 元) 增长 230%。保险服务收入在 1Q23 同比增长 5.8% 至 1,172 亿。新准则的 1Q23 综合成本率(COR) 同比下降 0.9pct 至 95.7%。旧准则 1Q23 保费收入(2,497 亿) 中可确认为保险服务收入的仅 1,172 亿。新准则实施导致合同组亏损计入当期损益, 新准则 1Q22 净利润较旧准则下降 59%。我们上调了投资预测, 预计 2023/2024/2025 年 EPS 为 RMB0.78/0.84/0.96 (前值: RMB0.60/0.70/0.80)。上调 SOTP 估值法得出的 A/H 股目标价到 RMB6.2/HKD4.0 (前值 RMB5.3/HKD3.4), 维持 A/H 股“持有/买入”评级。

IFRS 17 对寿险影响大于财险

新准则剔除了保费中的投资成分, 并将收入在保单存续期内摊销, 对寿险业务影响较大。1Q22 保险服务收入(财险+寿险) 2,497 亿相当于旧准则原保费收入 1,172 亿。新准则修改了准备金折现率变动的处理方式, 从原来全部计入当期损益, 改为将金融风险影响计入其他综合收益(OCI) 及将非金融风险影响吸收入合同服务边际。因此, IFRS17 实施应该有助于寿险利润提升, 但公司在 1Q22 遭遇资本市场下滑, 部分保单合同组出现亏损并计入当期损益, 所以新准则的 1Q22 股东净利润较旧准则低 59%。新准则 1Q22 COR 也较旧准则高 1.0pct。

新单增速有望继续向好, 财险 COR 有望保持健康

人身险(人保寿险+人保健康)的长险首年保费在 1Q23 同比增长 1.9%, 其中首年期缴业务增速为 12.5%, 趸缴业务降幅则为 3.2%。我们认为高利润率的首年期缴业务占比增加有望支撑新业务价值(NBV) 增长。人保财险新准则口径 COR 在 1Q23 同比下降 0.9pct。考虑到 1Q22 车险承保利润同比下降 21.3%, 我们认为 1Q23 车险赔付增加的压力不大。我们认为车险赔付增加是 2023 年公司需要面临的挑战, 公司可能会通过降本增效抵消部分影响。我们预计车险 COR 将在 2023 年恢复常态, 但仍属于健康水平。我们预计 2023 年 NBV 增速/COR 为 4.2/97.9%。

H 股估值偏低, A 股估值合理

我们认为上市公司的 1Q23 NBV 增长恢复可能表明寿险行业已在触底反弹, 2023 年寿险估值有望提升。考虑到较大比例的财产险业务, 市场可能将公司更多视为财险标的。公司 A/H 股目前交易于 0.89/0.39x 2023E PEV。

风险提示: COR 大幅恶化、NBV 大幅负增长、投资出现严重亏损。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛保费收入(人民币百万)	585,425	625,820	693,215	758,843	834,882
+/-%	3.87	6.90	10.77	9.47	10.02
总投资收益(人民币百万)	49,166	40,858	61,352	65,033	71,491
+/-%	10.46	(16.90)	50.16	6.00	9.93
归母净利润(人民币百万)	21,476	24,477	34,355	37,243	42,404
+/-%	7.19	13.97	40.36	8.41	13.86
EPS(人民币)	0.49	0.55	0.78	0.84	0.96
DPS(人民币)	0.16	0.17	0.26	0.28	0.32
PB(倍)	1.25	1.24	1.10	0.99	0.89
PE(倍)	12.69	11.31	8.01	7.39	6.49
PEV(倍)	1.01	0.99	0.89	0.81	0.74
股息率(%)	2.57	2.67	4.12	4.47	5.09

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 新准则对利润表科目的影响

(RMBmn)	1Q22	1Q22	新旧准则变化	1Q23	同比变化
	(IAS39&IFRS4)	(IAS39&IFRS17)		(IFRS9&17)	
保费收入	233,984	233,984	0	249,734	7.5%
保险服务收入	n.a.	110,755	n.a.	117,155	5.8%
投资收益	16,571	16,571	0	8,073	-51.3%
归属股东净利润	8,744	3,552	(5,192)	11,721	230.0%
其他综合收益	(13,875)	(8,451)	5,424	1,459	n.a.
综合收益	(6,062)	(5,354)	708	18,030	n.a.

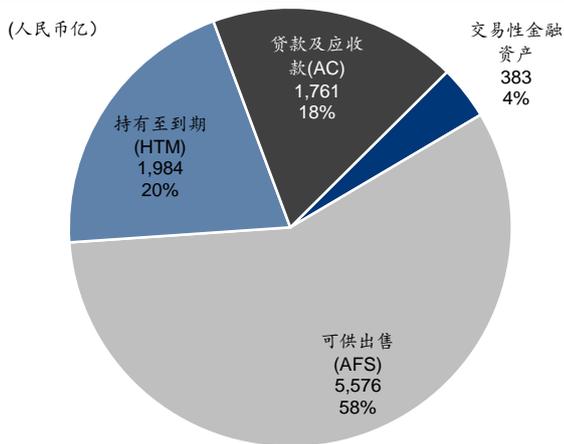
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表2: 新准则对资产负债表科目的影响

(RMBmn)	2022	2022	新旧准则变化	1Q23	环比变化
	(IAS39&IFRS4)	(IAS39&IFRS17)		(IFRS9&17)	
总资产	1,508,702	1,423,783	-5.6%	1,449,918	1.8%
总负债	1,208,137	1,120,779	-7.2%	1,119,675	-0.1%
- 保险合同负债	857,502	872,425	1.7%	907,990	4.1%
净资产	300,565	303,004	0.8%	330,243	9.0%

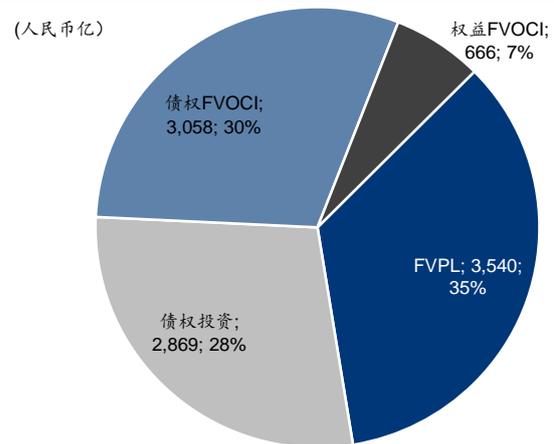
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表3: 中国人保: IAS 39 准则的金融资产分类 (2022 年)



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表4: 中国人保: IFRS 9 准则的金融资产分类 (1Q23)



资料来源: 公司公告、华泰研究

估值方法

我们使用分布加总 (SOTP) 估值法, 基于会计指标和内含价值指标对中国人保进行估值。对各个业务分布, 我们使用三阶段 DCF 估值法来估算其价值。

- 1) 阶段一: 前 3 年, 我们的模型给出明确的预测。
- 2) 阶段二: 接下来的 10 年视为防御期。我们假设 ROE 或 ROEV 和资本增长。
- 3) 阶段三: 接下来的 37 年视为长期阶段。我们假设 ROE 和 ROE 逐渐下降。在我们的模型中, 我们不预测 50 年后的企业价值。

我们将三个阶段的现金流按相应的资本成本折现至今年年底, 并加入终值的估算和股息。我们通过内含价值法和账面价值法两种方法得出估值。我们使用资本资产定价模型 (CAPM) 方法得出资本成本, 该方法基于 3.0% 的无风险利率假设, 1.5/1.9 倍 beta 和 640/700 个基点的 A/H 股股权风险溢价。我们的目标价 RMB6.2/HKD4.0 是基于内含价值法 (RMB6.6/HKD4.3) 和账面价值法 (RMB5.8/HKD3.8) 估值的平均值。

图表5：中国人保：关键假设

	未来 50 年的资本回报					
	阶段一			阶段二		阶段三
	2024E	2025E	2026E	2027E	2036E	2073E
内含价值法						
寿险	7.9%	7.8%	9.0%	13.0%	11.0%	8.0%
财险	16.5%	16.4%	16.0%	16.0%	12.0%	8.0%
其他	4.2%	4.3%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
集团	12.5%	12.7%	13.0%	15.0%	12.0%	8.0%
账面价值法						
寿险	13.4%	13.6%	13.0%	14.0%	11.0%	8.0%
财险	16.5%	16.4%	16.0%	16.0%	12.0%	8.0%
其他	4.2%	4.3%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
集团	14.9%	15.2%	15.0%	16.0%	12.0%	8.0%

资料来源：华泰研究预测

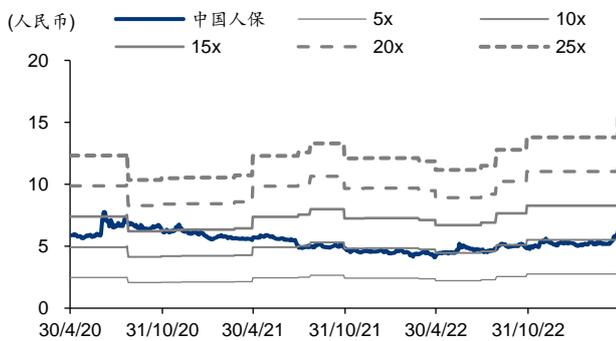
风险提示

寿险 NBV 增长持续恶化：寿险销售可能受经济恢复不及预期影响，出现新单保费负增长。产品利润率可能会结构变化影响继续下降，可能会与新单保费负增长一同导致 NBV 大幅下降。

财险保费增速大幅放缓以及 COR 大幅恶化：激烈的车险市场竞争可能导致车险保费增速放缓，下半年频发的自然灾害或导致车险和非车险的赔付增加，导致承保表现恶化。

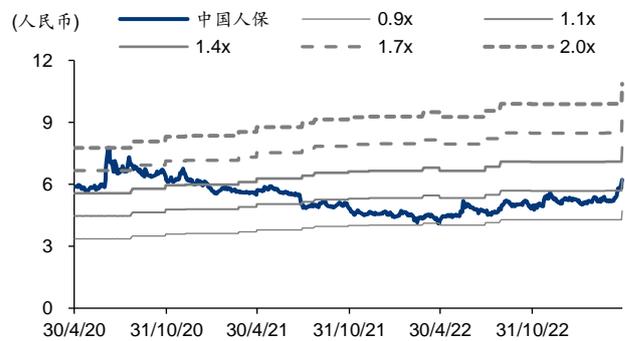
投资大幅亏损：市场波动和信用风险敞口可能导致重大投资损失。

图表6：中国人保 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表7：中国人保 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

损益表

会计年度 (人民币十亿)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛保费收入	585	626	693	759	835
分出保费	(47)	(55)	(56)	(62)	(69)
未到期责任准备金提转差	(8)	(11)	(39)	(46)	(53)
已赚净保费	530	560	598	652	713
总投资收益	49	41	61	65	71
其他收益	4	4	4	4	4
总收入	583	604	663	721	789
保险给付及赔付	(423)	(436)	(476)	(520)	(571)
成本及其他费用	(138)	(143)	(152)	(162)	(173)
总给付、赔付及费用合计	(561)	(579)	(627)	(682)	(744)
联营企业利润份额	14	15	17	19	20
税前利润	36	41	53	58	65
所得税	(5)	(7)	(5)	(6)	(6)
净利润	30	34	48	52	59
归母净利润	21	24	34	37	42
少数股东权益	9	10	13	15	17

估值与盈利水平

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE (倍)	12.69	11.31	8.01	7.39	6.49
PEV (倍)	1.01	0.99	0.89	0.81	0.74
PB (倍)	1.25	1.24	1.10	0.99	0.89
PTNAV (倍)	1.28	1.26	1.12	1.01	0.90
ROE	10.18	11.10	14.58	14.15	14.46
ROA	2.31	2.39	3.03	3.00	3.10
股息率	2.57	2.67	4.12	4.47	5.09
派息率	32.65	30.18	33.00	33.00	33.00

每股数据

会计年度 (人民币)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EPS	0.49	0.55	0.78	0.84	0.96
DPS	0.16	0.17	0.26	0.28	0.32
BVPS	4.96	5.01	5.64	6.27	7.00
每股有形净资产	4.87	4.93	5.55	6.18	6.91
每股内含价值	6.15	6.31	6.99	7.66	8.42

资料来源：公司公告、华泰研究预测

资产负债表

会计年度 (人民币十亿)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产					
现金及存款	141	155	169	186	204
债券	645	719	787	863	948
股票	398	404	442	485	533
其他投资资产	24	27	29	32	35
总投资资产	1,207	1,304	1,428	1,566	1,721
其他资产	169	205	226	250	277
总资产	1,377	1,509	1,654	1,816	1,998
负债					
保险合同负债	773	861	932	1,015	1,108
投资合同负债	44	52	60	68	76
计息应付	121	144	155	166	179
其他负债	141	151	168	188	209
总负债	1,080	1,208	1,314	1,436	1,572
权益					
股本	44	44	44	44	44
储备	175	178	205	233	265
其他	0	0	0	0	0
股东权益	219	222	249	277	309
少数股东权益	78	79	90	103	117
权益合计	297	301	340	380	427

增长与盈利水平

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛保费收入增长	3.87	6.90	10.77	9.47	10.02
总投资收益增长	10.46	(16.90)	50.16	6.00	9.93
归母净利润增长	7.19	13.97	40.36	8.41	13.86
每股盈利增长	8.89	12.24	41.24	8.41	13.86
总资产增长	9.62	9.61	9.58	9.80	10.06
股东权益增长	8.29	1.15	12.45	11.15	11.62
新业务价值增长	(34.90)	(7.21)	4.21	6.52	6.57
集团内含价值增长	9.81	2.59	10.68	9.67	9.92

免责声明

分析师声明

本人, 李健, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。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, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李健本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司