

4月寿险保费同比下降5.7%

华泰研究

2023年5月13日 | 中国内地/中国香港

动态点评

保险

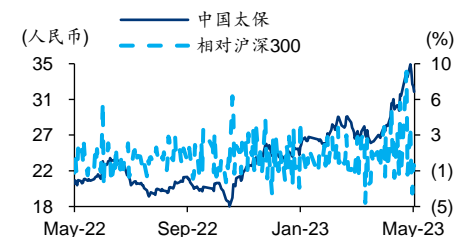
	2601 HK	601601 CH
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 35.00	人民币: 45.00

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)	2601 HK	601601 CH
目标价	35.00	45.00
收盘价(截至5月12日)	23.95	31.65
市值(百万)	230,407	304,484
6个月平均日成交额(百万)	306.17	752.99
52周价格范围	12.10-26.50	18.01-34.93
BVPS	25.82	25.82

股价走势图



资料来源: Wind

4月寿险同比下降5.7%，产险保费同比增长13.2%

中国太保2022年1-4月寿险保费同比下降2.9%，产险保费同比增长16.0%。这也相当于寿险4月5.7%的同比降幅，产险保费13.2%的4月同比增速。公司一季报显示基本面正在修复，1Q23 NBV同比增长16.6%，综合成本率(COR)同比下降1.2 pct至98.4%。尽管公司在一季度采用了保险新合同准则，并对可比数据进行了IFRS17追溯调整。新准则EPS可比口径增速达到27%，投资收益反弹是支撑利润增长恢复的主要原因。新准则的1Q23保险服务收入为654亿，低于同期旧准则的原保费收入。若考虑同时考虑IFRS 9和IFRS 17影响，2022年末的净资产较旧准则上升1%。我们预计2023/2024/2025年EPS为RMB4.12/4.48/5.16。我们基于SOTP估值法的目标价为RMB45/HKD35，评级为“买入”。

寿险基本面有望继续向好

中国太保一季度实现NBV增长的恢复，同比增幅达到16.6%，好于其他披露季度NBV的中资同业。代理人产能提升是推动NBV增长的关键，核心人力的1Q23佣金收入同比大幅提升。此外，核心队伍规模逐步企稳，核心人力在代理人队伍中的比例也有同比提升。尽管代理人数量可能在2023年还将继续减少，但我们认为降幅高峰已经过去，降幅有望逐季度收窄。代理人产能的持续提升将支撑NBV继续增长，这也标志着公司正在踏入效率提升驱动的寿险新周期。我们预计2023年NBV增速有望达到11.8%。

准则切换对收入和利润均有影响

公司从2023年1月1日开始采用新会计准则(IFRS9&17)，并对可比数据进行了基于IFRS 17的调整。具体来看，新准则剔除了保费的投资成分，并将收入在保单存续期内摊销。因此新准则保险服务收入大幅低于旧准则原保费收入。新准则修改了准备金折现率变动的处理方式，从旧准全部计入当期损益，改为将金融风险影响计入其他综合收益(OCI)，非金融风险影响则被合同服务边际吸收。因此，新准则重述后的1Q22股东净利润较原准则高出68%。

基本面继续修复，推动估值提升

寿险改革有望继续提升代理人产能，投资表现也有望较2022年有所恢复。我们认为负债端和资产端的同时改善有望继续推动估值提升。公司目前A/H股交易于0.54/0.36x 2023 PEV，仍低于2014年以来估值的平均水平，依然具备吸引力。

风险提示: NBV大幅负增长、COR大幅恶化、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)	366,782	398,818	412,061	424,480	441,232
+/-%	1.30	8.73	3.32	3.01	3.95
总投资收益(人民币百万)	91,643	81,997	108,849	119,592	133,448
+/-%	10.76	(10.53)	32.75	9.87	11.59
归母净利润(人民币百万)	26,834	24,609	39,589	43,098	49,676
+/-%	9.15	(8.29)	60.87	8.87	15.26
EPS(人民币)	2.79	2.56	4.12	4.48	5.16
DPS(人民币)	1.00	1.02	1.32	1.43	1.55
PB(倍)	1.34	1.33	1.18	1.06	0.95
PE(倍)	11.34	12.36	7.69	7.06	6.13
PEV(倍)	0.61	0.59	0.54	0.50	0.46
股息率(%)	3.16	3.22	4.17	4.52	4.89

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

估值方法

我们使用 SOTP 估值法，基于会计指标和内含价值指标对中国太保进行估值。同时我们使用三阶段 DCF 模型对每个业务分部进行估值。

- 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。我们对 ROE 或 ROEV 和资本增长做出假设。
- 3) 阶段三：接下来的 37 年视为长期阶段。我们假设 ROE 和 ROEV 逐渐下降。我们不对 50 年后企业的价值进行预测。

我们将这三个阶段的现金流按相应的资本成本贴现至今年年底，同时加入终值和股息。我们采用内含价值法和账面价值法来进行估值。我们用资本资产定价模型(CAPM)，基于 3.0% 的无风险利率假设、1.7 倍/1.9 倍的 (A 股/H 股) beta 以及 600 /700 个基点的 (A 股/H 股) 股权风险溢价，推导出资本成本。我们的目标价 RMB45/HKD35 是基于内含价值法 (RMB58/HKD43) 和账面价值法 (RMB33/HKD27) 的平均值。

图表1：中国太保：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	12.5%	12.6%	13.0%	18.0%	14.0%	10.0%
财产险	16.3%	16.6%	16.0%	18.0%	13.0%	10.0%
其他	1.5%	1.3%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
集团	10.0%	9.8%	12.0%	17.0%	14.0%	10.0%
账面价值法						
寿险	114.7%	99.2%	60.0%	50.0%	15.0%	10.0%
财产险	16.3%	16.6%	16.0%	18.0%	13.0%	10.0%
其他	1.5%	1.3%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
集团	20.2%	19.6%	19.0%	22.0%	14.0%	10.0%

资料来源：华泰研究预测

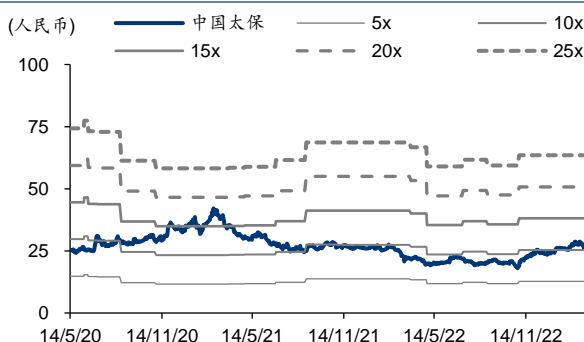
风险提示

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，可能与新单保费负增长一同导致 NBV 大幅下降。

产险 COR 大幅恶化：激烈的车险市场竞争可能导致车险承保利润率下降，下半年频发的自然灾害或导致车险和非车险的赔付增加。

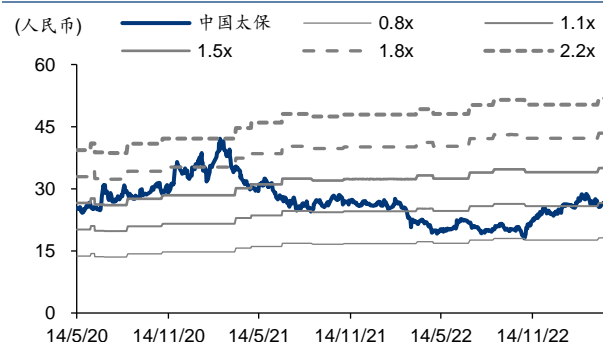
投资大幅亏损：市场波动和信用风险敞口可能导致重大投资损失。

图表2：中国太保 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表3：中国太保 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	367	399	412	424	441
分出保费	(25)	(25)	(29)	(31)	(34)
未到期责任准备金提转差	(2)	(5)	(7)	(7)	(8)
已赚净保费	340	369	375	386	400
总投资收益	92	82	109	120	133
其他收益	5	4	2	2	2
总收入	436	455	487	508	536
保险给付及赔付	(326)	(329)	(346)	(358)	(373)
成本及其他费用	(80)	(102)	(94)	(97)	(101)
总给付、赔付及费用合计	(406)	(430)	(440)	(455)	(474)
联营企业利润份额	1	0	1	1	1
税前利润	31	25	48	54	62
所得税	(3)	0	(7)	(10)	(11)
净利润	28	25	41	44	51
归母净利润	27	25	40	43	50
少数股东权益	1	1	1	1	1

估值与盈利水平

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE (倍)	11.34	12.36	7.69	7.06	6.13
PEV (倍)	0.61	0.59	0.54	0.50	0.46
PB (倍)	1.34	1.33	1.18	1.06	0.95
PTNAV (倍)	1.37	1.36	1.21	1.08	0.97
ROE	12.14	10.81	16.31	15.85	16.33
ROA	1.49	1.22	1.76	1.72	1.79
股息率	3.16	3.22	4.17	4.52	4.89
派息率	35.84	39.84	32.10	31.91	29.96

每股数据

会计年度 (人民币)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EPS	2.79	2.56	4.12	4.48	5.16
DPS	1.00	1.02	1.32	1.43	1.55
BVPS	23.57	23.75	26.72	29.81	33.42
每股有形净资产	23.06	23.29	26.21	29.24	32.79
每股内含价值	51.80	54.01	58.82	63.65	68.78

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	236	245	274	304	335
债券	1,148	1,275	1,427	1,582	1,744
股票	419	495	554	614	677
其他投资资产	28	33	37	41	45
总投资资产	1,832	2,048	2,292	2,541	2,802
其他资产	114	128	147	163	179
总资产	1,946	2,176	2,438	2,704	2,981
负债					
保险合同负债	1,489	1,559	1,884	2,089	2,299
投资合同负债	0	0	0	0	0
计息应付	83	130	141	153	167
其他负债	141	253	151	168	186
总负债	1,714	1,942	2,175	2,410	2,652
权益					
股本	10	10	10	10	10
储备	217	219	247	277	312
其他	0	0	0	0	0
股东权益	227	228	257	287	322
少数股东权益	6	6	6	7	8
权益合计	232	234	263	294	329

增长与盈利水平

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛保费收入增长	1.30	8.73	3.32	3.01	3.95
总投资收益增长	10.76	(10.53)	32.75	9.87	11.59
归母净利润增长	9.15	(8.29)	60.87	8.87	15.26
每股盈利增长	6.08	(8.24)	60.75	8.87	15.26
总资产增长	9.89	11.83	12.05	10.88	10.25
股东权益增长	5.35	0.75	12.54	11.54	12.13
新业务价值增长	(24.82)	(31.37)	11.79	10.10	10.18
集团内含价值增长	8.49	4.28	8.90	8.22	8.05

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。
- 中国太保（2601 HK）、中国太保（601601 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 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。
- 中国太保（2601 HK）、中国太保（601601 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 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