

3Q22 实现 NBV 同比正增长

华泰研究

季报点评

2022 年 10 月 30 日 | 中国内地/中国香港

保险

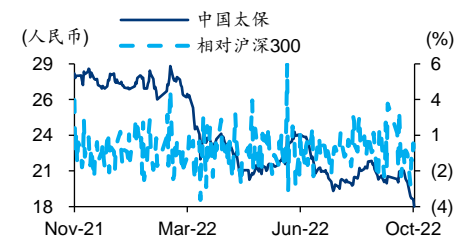
| | | |
|-------|-----------|------------|
| | 2601 HK | 601601 CH |
| 投资评级: | 买入(维持) | 买入(维持) |
| 目标价: | 港币: 28.00 | 人民币: 35.00 |

| | |
|------------------------|------------------|
| 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 | 28.00 | 35.00 |
| 收盘价(截至 10 月 28 日) | 12.28 | 18.01 |
| 市值(百万) | 118,138 | 173,262 |
| 6 个月平均日成交额(百万) | 163.84 | 463.07 |
| 52 周价格范围 | 12.10-25.90 | 18.01-28.83 |
| BVPS | 23.06 | 23.06 |

股价走势图



资料来源: Wind

3Q22 股东净利润同比增长 30%

中国太保的 1-3Q22 股东净利润同比下降 11%，相当于 30% 的 3Q22 同比增长。尽管资本市场大幅波动，但公司利润端表现好于大部分上市同业。偿付能力报告显示，太保寿险/太保产险的 3Q22 净利润同比增长 33%/42%。新业务价值 (NBV) 在 3Q22 实现了同比增速转正，大幅优于其他上市寿险公司。1-3Q22 的产险 COR 同比下降 1.9pcts 至 97.8%。考虑到股市波动的影响，我们调整 2022/2023/2024 年 EPS 至 RMB2.55/3.25/3.76 (前值: RMB2.94/3.24/3.74)。下调 SOTP 估值法得出的 H/A 股目标价至 HKD28/RMB35 (HKD30/RMB37)，维持“买入”评级。

NBV 在 3Q22 实现同比增长

寿险 1-3Q22 的 NBV 同比降幅为 38%，相当于 3Q22 单季 NBV 同比增长 3%。我们认为三季度 NBV 的优异表现受益于代理人渠道核心人力的增加以及新银保战略的推进，代理人/银保渠道的 3Q22 首年保费同比增速分别为 31%/883%。公司披露的 1H22 月均核心人力为 6.9 万人，核心人力的 1H22 首年保费产能约为同期所有代理人平均产能的 4 倍。1H22 的核心人力较 2H21 增长 21%，我们估计核心人力的数量保持稳定并推测 2H22 的同比增长可能在 20% 左右，这可能是 NBV 转正的主要原因。我们预计 NBV 将在 2H22 同比增长 2%。我们的 2022/2023 年 NBV 同比增速预测为 -34%/3%。

产险保持较高景气度

太保产险的 1-3Q22 保费同比增长 13%，其中 3Q22 的同比增速为 13%。车险保费同比增速从 2Q22 的 4% 恢复至 3Q22 的 8%。1-3Q22 的综合成本率 (COR) 为 97.8%，较 1H22 (97.2%) 小幅上升，我们认为可能是上海地区出行需求在三季度恢复所致。短期来看，我们估计车险 COR 可能仍将因为出行需求的减少出现下降。尽管出行恢复常态化后，车险赔付率的上升可能会推高 COR。但我们认为，财产险行业马太效应增强利好头部公司，这样的竞争格局将帮助太保产险实现优于行业的车险保费增速及和承保利润。我们预计 2022 年的 COR 为 97.8%。

估值具备吸引力

公司的 1-3Q22 总投资收益率 (年化) 同比下降 1.2pcts 至 4.1%，较 1H22 (3.9%) 有所改善。我们预计核心人力规模的增加将帮助 NBV 在 2023 年实现同比正增长，寿险增长的恢复预计将会提振公司估值。公司目前的 H/A 股估值为 0.19x/0.30x 2023E PEV，我们认为具有吸引力。

风险提示: 寿险 NBV 增长和财产险 COR 大幅恶化，投资收益大幅恶化。

经营预测指标与估值

| 会计年度 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 毛保费收入 (人民币百万) | 362,064 | 366,782 | 394,978 | 405,860 | 422,908 |
| +/-% | 4.19 | 1.30 | 7.69 | 2.76 | 4.20 |
| 总投资收益 (人民币百万) | 82,740 | 91,643 | 78,190 | 98,039 | 109,318 |
| +/-% | 25.88 | 10.76 | (14.68) | 25.39 | 11.51 |
| 归母净利润 (人民币百万) | 24,584 | 26,834 | 24,537 | 31,271 | 36,124 |
| +/-% | (11.38) | 9.15 | (8.56) | 27.45 | 15.52 |
| EPS (人民币) | 2.63 | 2.79 | 2.55 | 3.25 | 3.76 |
| DPS (人民币) | 1.30 | 1.00 | 1.05 | 1.13 | 1.22 |
| PB (倍) | 0.81 | 0.76 | 0.73 | 0.67 | 0.60 |
| PE (倍) | 6.85 | 6.46 | 7.06 | 5.54 | 4.80 |
| PEV (倍) | 0.38 | 0.35 | 0.32 | 0.30 | 0.27 |
| 股息率 (%) | 7.22 | 5.55 | 5.86 | 6.30 | 6.80 |

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

估值方法及风险提示

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、2.1 倍/1.9 倍的 (H 股/A 股) beta 以及 700 个基点/600 个基点的 (H 股/A 股) 股权风险溢价，推导出资本成本。我们 HKD28/RMB35 的目标价是基于内含价值法 (HKD34/RMB45) 和账面价值法 (HKD21/RMB25) 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 |
| | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2035E | 2072E |
| 内含价值法 | | | | | | |
| 寿险 | 12.5% | 12.5% | 14.0% | 17.0% | 14.0% | 10.0% |
| 财产险 | 16.2% | 16.5% | 17.0% | 16.0% | 13.0% | 10.0% |
| 其他 | 2.4% | 2.3% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% |
| 集团 | 10.5% | 10.4% | 12.0% | 15.0% | 13.0% | 10.0% |
| 账面价值法 | | | | | | |
| 寿险 | 75.7% | 66.7% | 60.0% | 50.0% | 15.0% | 10.0% |
| 财产险 | 16.2% | 16.5% | 17.0% | 16.0% | 13.0% | 10.0% |
| 其他 | 2.4% | 2.3% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% |
| 集团 | 17.0% | 16.7% | 18.0% | 19.0% | 13.0% | 10.0% |

资料来源：华泰研究预测

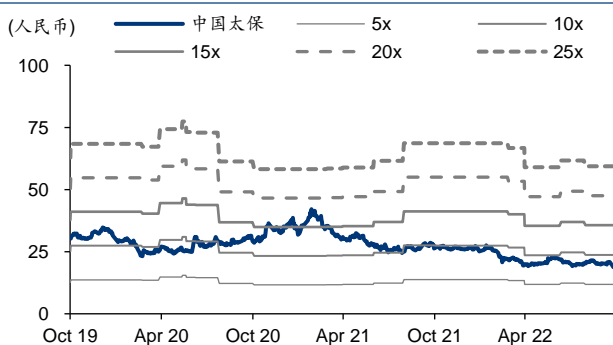
风险提示

NBV 的持续恶化：新单销售或受到外部环境的影响，出现增速放缓以及负增长的情况。NBV 价值率可能会受渠道结构影响继续恶化。因此，NBV 的负增长可能会加剧。

产险承保恶化：下半年频发的自然灾害或导致车险和非车险的赔付增加从而使得承保表现恶化。

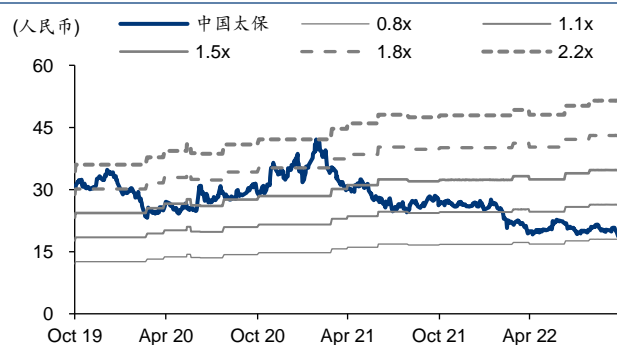
重大投资损失：市场波动和信用风险敞口可能导致重大投资损失。

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) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 毛保费收入 | 362 | 367 | 395 | 406 | 423 |
| 分出保费 | (25) | (25) | (27) | (30) | (32) |
| 未到期责任准备金提转差 | (6) | (2) | (5) | (6) | (6) |
| 已赚净保费 | 332 | 340 | 363 | 370 | 385 |
| 总投资收益 | 83 | 92 | 78 | 98 | 109 |
| 其他收益 | 5 | 5 | 3 | 3 | 3 |
| 总收入 | 419 | 436 | 444 | 471 | 497 |
| 保险给付及赔付 | (297) | (326) | (332) | (342) | (358) |
| 成本及其他费用 | (94) | (80) | (85) | (91) | (95) |
| 总给付、赔付及费用合计 | (390) | (406) | (417) | (433) | (453) |
| 联营企业利润份额 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 |
| 税前利润 | 29 | 31 | 29 | 40 | 46 |
| 所得税 | (4) | (3) | (3) | (8) | (9) |
| 净利润 | 25 | 28 | 25 | 32 | 37 |
| 归母净利润 | 25 | 27 | 25 | 31 | 36 |
| 少数股东权益 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |

估值与盈利水平

| 会计年度 (%) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PE (倍) | 6.85 | 6.46 | 7.06 | 5.54 | 4.80 |
| PEV (倍) | 0.38 | 0.35 | 0.32 | 0.30 | 0.27 |
| PB (倍) | 0.81 | 0.76 | 0.73 | 0.67 | 0.60 |
| PTNAV (倍) | 0.82 | 0.78 | 0.76 | 0.69 | 0.62 |
| ROE | 12.49 | 12.14 | 10.60 | 12.62 | 13.21 |
| ROA | 1.54 | 1.49 | 1.22 | 1.39 | 1.44 |
| 股息率 | 7.22 | 5.55 | 5.86 | 6.30 | 6.80 |
| 派息率 | 49.43 | 35.84 | 41.36 | 34.90 | 32.60 |

每股数据

| 会计年度 (人民币) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS | 2.63 | 2.79 | 2.55 | 3.25 | 3.76 |
| DPS | 1.30 | 1.00 | 1.05 | 1.13 | 1.22 |
| BVPS | 22.37 | 23.57 | 24.53 | 26.97 | 29.87 |
| 每股有形净资产 | 21.89 | 23.06 | 23.74 | 26.09 | 28.88 |
| 每股内含价值 | 47.74 | 51.80 | 55.53 | 60.61 | 66.08 |

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) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 资产 | | | | | |
| 现金及存款 | 221 | 236 | 262 | 293 | 326 |
| 债券 | 1,073 | 1,148 | 1,274 | 1,424 | 1,581 |
| 股票 | 346 | 419 | 465 | 520 | 577 |
| 其他投资资产 | 29 | 28 | 31 | 35 | 39 |
| 总投资资产 | 1,669 | 1,832 | 2,032 | 2,272 | 2,523 |
| 其他资产 | 102 | 114 | 147 | 164 | 183 |
| 总资产 | 1,771 | 1,946 | 2,179 | 2,437 | 2,706 |
| 负债 | | | | | |
| 保险合同负债 | 1,314 | 1,489 | 1,696 | 1,903 | 2,115 |
| 投资合同负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 计息应付 | 101 | 83 | 112 | 123 | 134 |
| 其他负债 | 136 | 141 | 130 | 146 | 163 |
| 总负债 | 1,550 | 1,714 | 1,938 | 2,171 | 2,411 |
| 权益 | | | | | |
| 股本 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 储备 | 206 | 217 | 226 | 250 | 278 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 215 | 227 | 236 | 259 | 287 |
| 少数股东权益 | 6 | 6 | 6 | 6 | 7 |
| 权益合计 | 221 | 232 | 242 | 266 | 294 |

增长与盈利水平

| 会计年度 (%) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------|---------|---------|---------|-------|-------|
| 毛保费收入增长 | 4.19 | 1.30 | 7.69 | 2.76 | 4.20 |
| 总投资收益增长 | 25.88 | 10.76 | (14.68) | 25.39 | 11.51 |
| 归母净利润增长 | (11.38) | 9.15 | (8.56) | 27.45 | 15.52 |
| 每股盈利增长 | (14.05) | 6.08 | (8.58) | 27.45 | 15.52 |
| 总资产增长 | 15.88 | 9.89 | 11.99 | 11.81 | 11.03 |
| 股东权益增长 | 20.62 | 5.35 | 4.08 | 9.95 | 10.73 |
| 新业务价值增长 | (27.47) | (24.82) | (33.97) | 3.11 | 9.65 |
| 集团内含价值增长 | 15.99 | 8.49 | 7.21 | 9.14 | 9.03 |

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

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

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2022年华泰证券股份有限公司