

中国太保 China Pacific Insurance (601601 CH)

长风破浪会有时，太保巨轮稳致远

Deep research report of China Pacific Insurance

观点聚焦 Investment Focus

维持优于大市 Maintain OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	Rmb25.28
目标价	Rmb40.05
HTI ESG	3.0-3.0-4.0
MSCI ESG 评级	BB
义利评级	A
来源: MSCI ESG Research LLC, 盈添. Reproduced by permission; no further distribution	
市值	Rmb218.75bn / US\$31.37bn
日交易额(3个月均值)	US\$72.86mn
发行股票数目	6,845mn
自由流通股 (%)	30%
1年股价最高最低值	Rmb28.83-Rmb18.01
注: 现价 Rmb25.28 为 2022 年 12 月 9 日收盘价	



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	17.0%	20.7%	-4.7%
绝对值(美元)	21.8%	20.5%	-13.1%
相对 MSCI China	-8.2%	18.7%	20.6%
	Dec-21A	Dec-22E	Dec-23E
净利润(¥ mn)	26,834	24,575	27,080
同比增速%	9%	-8%	10%
新业务价值(¥ mn)	13,412	8,718	9,502
同比增速%	-25%	-35%	9%
每股内含价值(¥)	51.80	57.21	64.69
每股收益(¥)	2.79	2.55	2.81
每股净资产(¥)	23.57	24.46	26.97
市盈率	9	10	9

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

- 打造多业务板块均衡发展的综合性保险集团。** 1) 中国太保成立于 1991 年 5 月，并于 2001 年完成分业务经营体制改革。在多年积累下，太保集团旗下已拥有人身险公司、财产险公司、资管公司、养老保险、农业险公司，已实现涵盖保险全牌照经营。2) 太保的股权较为分散，无实际控制人。我们认为分散的股权有利于集团运营效率和执行力的提高。3) 公司管理层经验丰富，2021 年引入原友邦保险区域 CEO 蔡强担任太保寿险总裁。
- 集团整体：客户群体庞大，ROE 处于上市险企领先水平，历史分红可观。** 1) 连续五年新增客户数超一千万，客户群体遍及全国。2) 太保净利润增速高于上市险企平均水平。2022Q3 单季公司净利润达 70 亿元，同比上升 29.5%，远高于同期上市险企。3) 历史分红率处于上市险企首位，上市以来年平均分红率高达 47.6%，2021 年分红水平稍有下降，降至 35.9%。
- 人身险业务：“长航行动”行至半场，多项指标回暖。** 1) 自转型 1.0 以来，公司不断夯实传统型业务，传统险占比从 2011 年 17% 不断上升至 2022 年中期的 51%。2) 新单保费降幅收窄，新单保费结构持续优化。2022Q3 单季寿险代理人渠道新单保费同比上涨 30.9%，领先同业上市公司。3) 受疫情影响，近期新业务价值增长承压，但 2022 年第三季度增速由负转正。新业务价值率呈走低趋势，2022 年上半年降至 10.7%，但有望向好发展。4) “长航行动”已初见成效，核心人力快速成长，业务质量显著提升，2022 年上半年核心人力月人均首年保险业务收入 3 万元，同比增长 23.5%; 核心人力月人均首年佣金收入 0.5 万元，同比增长 10.8%。5) 银保渠道发展迅猛，2022 年上半年，太保寿险银保渠道实现新保业务收入 168 亿元，同比大幅增长 1125.5%，遥遥领先于同业。
- 财产险业务：非车险业务增长迅速，综合成本率持续优化。** 1) 产险收入连续增长，2022 年 Q1-Q3，太保产险实现总保费同比增长 12.5%，高于同期人保财平安产险。2) 受车险综改等政策影响，车险业务有所波动。非车险保费增长迅速，2022 年 Q3 太保产险非车险占比升至 46.4%。3) 太保产险综合成本率从 2019 年 98.3% 微增至 2021 年 99.0%，但 2022 年 Q3 优化至 97.8%。综合成本率较平安财险、人保财险仍有一定差距，但始终优于太平产险。

孙婷 Ting Sun
ting.sun@htisec.com

Wangjie OU
wj.ou@htisec.com

- **资管业务：固收资产配置较高，投资收益率稳定。** 1) 集团总管理资产规模不断提升 2021 年增长至 26015 亿元。2) 大类资产配置稳定，固收类资产配置比例较高。2022 年 H1 固收类投资占比为 76.4%，权益类占比 20.4%。3) 投资收益稳定，投资收益率高于多家上市险企。中国太保 2020、2021 年以及 2022 年上半年总投资收益率分别为 5.9%、5.7%、3.9%，保持在上市险企中游水平。
- **估值仍低，维持“优于大市”评级。** 我们认为，随着公司“长航行动”推进人身险板块深化转型，代理人质态的逐步改善，养老社区代领大健康蓝图有序落地；财产险板块聚焦体系化能力建设。公司有望于激烈的行业竞争中突围。目前 A 股股价对应 2022E PEV 仅 0.43x，估值较低。因“长航行动”助力人身险业务转型已初见成效，代理人渠道清虚已经看到曙光，银保渠道增长超出预期，提升公司 2022 年 PEV 至 0.70 倍（原为 2022 年 0.5x），目标价为 40.05 元，重申“优于大市”评级。
- **风险提示：** 1) 长端利率趋势性下行，2) 股市大幅波动，3) 保障型产品保费增长不达预期。

目 录

1.	全国领先的综合性保险集团	5
1.1	历史沿革：围绕保险业为主形成多业务板块均衡发展的格局	5
1.2	股权结构：公司股权分散，无实际控制人.....	6
1.3	公司治理：高管团队经验丰富，领航高质量发展.....	6
2.	集团整体：稳中求进，公司价值持续提升	9
2.1	聚焦保险主业，实现多元化稳健发展.....	9
2.2	业务遍及全国，客户群体庞大	10
2.3	保险业务收入稳定增长，寿险业务占比较大.....	11
2.4	净利润增速高于上市险企平均水平，ROE 仅次于中国平安	13
2.5	公司重视投资者回报，历史分红可观.....	14
3.	人身险业务：践行“长航行动”，做人身险的长期主义者	14
3.1	长航行动赋能转型，深化寿险改革	14
3.2	保费收入逐渐企稳，传统型寿险占比不断提升	16
3.3	新单保费降幅收窄，新单保费结构持续优化.....	17
3.4	新业务价值增长与新业务价值率承压，但已有转暖趋势	18
3.5	内含价值稳定增长，增速下降趋势有所缓解	20
3.6	渠道：发展以高质量代理人渠道为主体的多元渠道格局	21
3.6.1	代理人渠道改革成效显著，核心人力快速增长	21
3.6.2	银保渠道增长迅速，大银保战略已初见成效	25
4.	财产险业务：积极应对车险综改，新兴领域快速成长	26
4.1	总保费收入连续增长，增速亮眼	26
4.2	车险业务受政策影响有所波动，非车险业务呈多元化发展趋势	27
4.3	综合成本率持续优化，赔付率逐年上升，费用率逐年下降	29

5.	资产管理业务：投资规模稳步增长，投资收益稳定	30
5.1	管理资产稳步增长，投资资产规模位于上市险企中游	30
5.2	大类资产配置稳定，固定收益类资产配置比例较高	31
5.3	投资能力较强，投资收益率处于上市险企中游水平	32
5.4	坚守风控底线，实现稳健收益	32
6.	中国太保优势：科技赋能发展，养老产业加速布局	33
6.1	建立差异化“产品+服务”体系	34
6.2	“产品+科技”，打造“数字太保”	35
6.3	“产品+康养”，大健康蓝图有序落地	36
6.3.1	加快养老产业布局，展现社会责任担当	36
6.3.2	太保家园，绘制养老产业发展蓝图	38
6.3.3	产服融合，守护健康生活	39
7.	估值与投资建议	39
7.1	2022 年 Q3 起净利润开始转暖	39
7.2	看好长航行动转型所带来的成效，估值低位，“优于大市”评级	40

1. 全国领先的综合性保险集团

1.1 历史沿革：围绕保险业为主形成多业务板块均衡发展的格局

中国太保是国内领先的综合性保险集团。公司专注于保险主业，通过旗下太保寿险、太保产险、太保资产等子公司为客户提供各类风险保障、财富规划以及资产管理等产品和服务，围绕产业链条实现多业务板块均衡发展，具有行业一流竞争力，是[国内首家在上海、香港以及伦敦三地上市的保险公司](#)。1) 1991 年，公司在上海成立，成为中国首家全国性股份制商业保险公司，并于 2001 年完成分业务经营体制改革，全资控股设立中国太平洋财产保险股份有限公司、中国太平洋人寿保险股份有限公司，并于 2006 年设立太平资产管理有限责任公司，自此三大业务主线基本形成。2009 年对长江养老保险股份有限公司实现控股，在打造专业化养老金管理能力方面迈出重要一步。2014 年，公司受让国内首家专业化农业保险公司——安信农业保险股份有限公司股权，并控股设立太保安联健康保险股份有限公司，开启农业险、健康险专业化经营之路。经过多年积累，中国太保已实现涵盖人寿保险、财产保险、养老保险、健康保险、农业保险和资产管理的保险全牌照经营。2) 2007 年，公司在上交所成功上市；2009 年，公司在香港联交所成功上市；2020 年，公司成功发行 GDR，并登陆伦交所。[股权结构进一步迈向多元化，进一步形成内资、外资优势互补，风险共担的多元化股权格局](#)。3) 公司于 2017 年升级实施转型 2.0 战略，确定“客户体验最佳、业务质量最优、风控能力最强”的转型目标，致力于将转型成果不断内化为公司长期发展动能。2021 年，公司启动长航行动，同时太保公益基金、太保私募基金、寿险香港公司相继成立，走过 30 年的保险“巨轮”为转型 2.0 决战画上了一个完美的收官符。

表 1 中国太保发展历程

年份	事件
1991	公司在上海成立，成为中国首家全国性股份制商业保险公司
2001	成立中国太平洋保险（集团）股份有限公司 全资控股设立太保财产和太保人寿
2006	设立太保资产，开启投资管理专业化经营
2007	公司（601601.SH）在上交所成功上市
2009	公司（2601.HK）在香港联交所成功上市 对长江养老保险股份有限公司实现控股
2011	启动“以客户需求为导向”的转型 1.0 战略
2014	公司受让安信农业保险股份有限公司股权 控股设立太保安联健康保险股份有限公司
2017	公司升级实施转型 2.0 战略 确定“客户体验最佳、业务质量最优、风控能力最强”的转型目标
2018	控股国联安基金管理有限公司 开展公募基金管理业务
2020	公司成功发行全球存托凭证（GDR）并登陆伦交所，成为国内首家在上海、香港、伦敦三地上市的保险公司 发起设立太保金融科技有限公司，推进科技市场化改革
2021	太保私募基金管理有限公司成立 设立太保寿险香港公司，完善公司在香港的业务战略布局 设立大健康产业基金，围绕医疗健康细分赛道稳步开展多元化投资布局

资料来源：公司 2021 年年报，中国太平洋保险公众号，HTI

1.2 股权结构：公司股权分散，无实际控制人

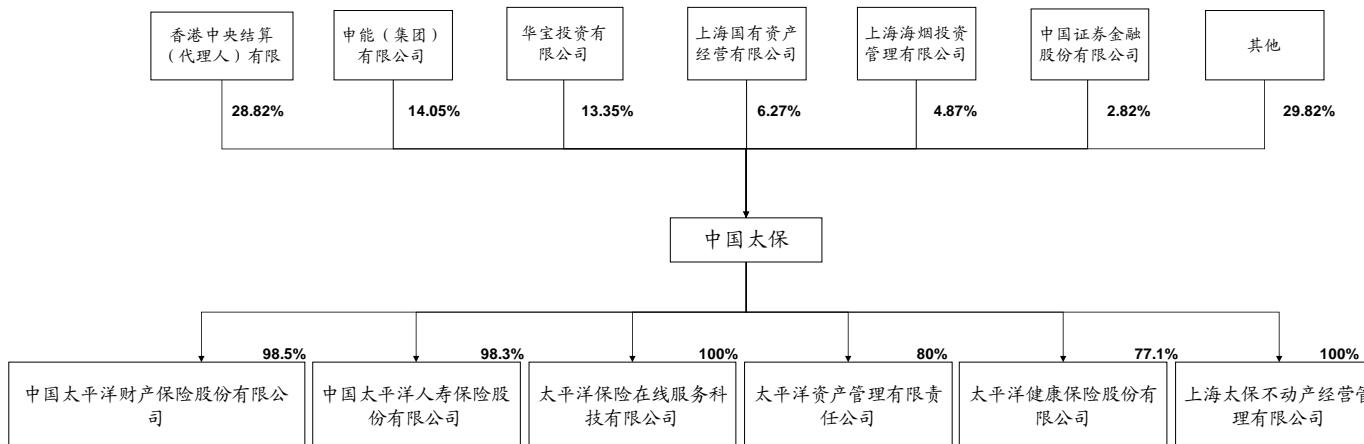
中国太保虽然是冠以“中”字头的企业，但股权较为分散，并无实际控制人。截止2022年三季度末，公司持有4%以上股东有香港中央结算、申能集团、华宝投资、上海国资经营、上海海烟投资，分别持股28.82%、14.05%、13.35%、6.27%和4.87%。申能集团和上海国有资产经营有限公司由上海国资委控股，代表地方国资，合计持股比例20.32%。华宝投资为宝武钢铁集团全资子公司，上海海烟投资由上海烟草集团全资控股，二者的控股集团均为央企，合计持股比例为18.22%。代表央企和地方国资的两大股东持股比例非相当接近，且合计并未超过50%，这就造成了中国太保目前无实际控制人的局面。分散的股权结构使得管理层面临的掣肘较少，自由发挥空间大，有利于集团运营效率和执行力的提高。

表2 中国太保4%以上股东情况

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质
香港中央结算(代理人)有限公司	2772522227	28.82	H股流通股
申能(集团)有限公司	1352129014	14.05	A股流通股
华宝投资有限公司	1284277846	13.35	A股流通股
上海国有资产经营有限公司	603484368	6.27	A股流通股
上海海烟投资管理有限公司	468828104	4.87	A股流通股

资料来源：公司2022年三季报，HTI

图1 中国太保股权结构及控股子公司



资料来源：公司2022年三季报，wind，HTI

1.3 公司治理：高管团队经验丰富，领航高质量发展

高管团队领航高质量发展，致力打造中国保险公司治理样本。1) 2021年11月30日，公司在香港董事学会“2021年度杰出董事奖”评选中荣获两项殊荣。其中，董事长孔庆伟因其在公司治理方面的卓越领导能力与创新能力，荣获“2021年度上市公司执行董事奖”，公司第九届董事会则凭借优秀的企业管治，获“2021年度上市公司董事会奖”。截至目前，公司董事会已三次获得该奖项，充分反映出国内外市场人士对其在坚守高水平企业管治、实现高质量发展方面的认同和认可。2) 2020年公司通过发行GRD引入更多的国际战略投资者，股权结构进一步优化，基石和长线投资者在发行中占比达到85%以上，中国太保整体外资股东占比从30%提升到35%。

优化的股权结构催生优质的公司治理。公司第九届董事会的 15 名董事中，外部董事占比高达 87%，充分体现出公司倡导的“共同治理”，4 名女性加入董事会，占比在行业内处于领先水平。从公司董事的履历上可以看到，他们普遍拥有丰富的国内外金融机构从业经验，瑞再集团派驻了首席财务官 John Robert Dacey 先生，还有高瓴著名经济学家梁红女士，公司董事会构成更加专业化、多元化、均衡化，决策能力进一步提升。

公司深入推进人才激励长期化改革，2021 年高层人事多次变动。2021 年太保寿险 70 后副总裁赵永刚、太保产险执行董事、总经理盛亚峰、公司原 CIO 邓斌等人因工作原因辞职。同年潘艳红成为太保寿险第七届董事会董事长，是太保寿险自成立以来首位女董事长，原友邦集团区域首席执行官、友邦中国首席执行官蔡强加盟中国太保，担任太保寿险总裁，为公司注入新鲜力量。

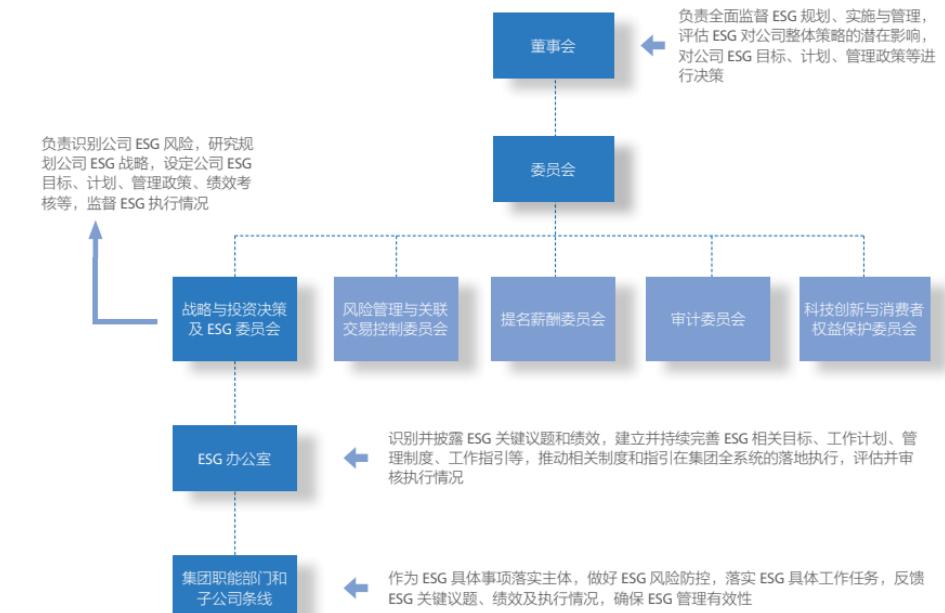
表3 中国太保管理层具有丰富的资本市场工作经验

姓名	职务	部分履历
孔庆伟	中国太保董事 长、执行董事	曾任上海外滩房屋置换有限公司副总经理、上海久事公司置换总部总经理、上海市公积金管理中心常务副主任、上海市城市建设投资开发总公司副总经理、上海闵虹（集团）有限公司副董事长、上海世博土地储备中心主任、上海世博土地控股有限公司总裁、上海市城市建设投资开发总公司总经理、中共上海市金融工作委员会党委书记、上海国盛（集团）有限公司董事长、太保寿险董事长，荣获“2019-2020 年度上海市优秀企业家”称号。
傅帆	中国太保执行 董事、总裁， 太保私募基金 管理有限公司 董事长、总经 理，太保资产 董事	曾任上投实业投资公司副总经理，上投摩根基金管理有限公司副总经理，上海国际信托有限公司总经理、副董事长，上海国有资产经营有限公司董事长，上海国际集团有限公司董事、总经理等职务。
俞斌	中国太保副 总裁，太保产险 董事	曾任太保产险非水险部副总经理、核保核赔部副总经理、市场研发中心总经理、市场部总经理，太保产险市场总监、副总经理等职位
孙培坚	中国太保首席 风险官，太保 产险监事长， 太保寿险监事 长	曾任中国太保再保险部总经理助理、副总经理、总经理，公司总经理助理、副总经理、合规负责人、合规总监、副总裁，太保产险董事，太保寿险董事，太保资产董事，太平洋健康险总经理、董事长等。
John Robert Dacey	中国太保非执 行董事，瑞士 再保险股份有 限公司集团首 席财务 官、执行委员 会委员	Dacey 先生曾任麦肯锡咨询合伙人，丰泰保险首席策略官、执行委员会委员，安盛保险集团亚太区副董事长、执行委员会委员、日本及亚太区总部首席执行官。
梁红	中国太保非执 行董事，高瓴 资本旗下产业 与创新研究院 院长	曾任国际货币基金组织经济学家，高盛公司中国首席经济学家、董事总经理、亚太经济研究联席负责人，中国国际金融有限公司管理委员会成员、研究部负责人、首席经济学家、销售交易部联席负责人、资本市场部负责人。
潘艳红	太保寿险董事 长，中国太保 常务副总裁， 太平洋资产管 理有限责任公 司董事	2022 年是潘艳红加入中国太保的第 28 年，作为“老太保人”，她亲历并深度参与了中国太保三地上市、战略转型等里程碑阶段，历任中国太保多个关键岗位，当选“2021 沪上金融行业领军人物”。
顾越	太保财险董事 长，太保香港 董事长，太保 资产董事	曾任中国太平洋保险公司苏州分公司及南京分公司总经理，太保集团董事会秘书及人力资源部总经理、副总裁，太保寿险监事长、董事，太保资产监事长，太保香港董事，太保安联健康险董事，中国太保董事、总经理等，在此之前，顾先生曾任职于上海市统计局。

资料来源：Wind，公司 2020 年报，公司官网，HTI

公司响应“十四五”规划发展理念，结合业务发展，构建 ESG 顶层设计和治理架构。公司在董事会层面专门成立“战略与投资决策及 ESG 委员会”，积极推动 ESG 理念融入公司经营管理，致力于为客户、员工、股东、社会、行业和环境创造价值，将企业社会责任持续内化为可持续的发展动力。

图2 中国太保 ESG 管理体系



资料来源：公司 2021 年年报，HTI

实行集团一体化治理体系，多项评级行业领先。公司积极推动和实现集团一体化管理架构下的子公司治理体系，确保子公司与公司战略一致，建立覆盖集团及各子公司的风控管理架构，实行一体化风险管控，完善闭环管理机制。通过建立“全流程风勘、制度+工具、数据+系统”的风险防控体系，使用更加精准、更加科学的风险防控方案，以先进风控技术应用助力企业绿色、可持续发展，深耕公司风控能力，近年来，公司风险综合评级结果持续良好。

图3 中国太保近年来多项评级行业领先



资料来源：公司 2020 资本市场开放日资料，HTI

2. 集团整体：稳中求进，公司价值持续提升

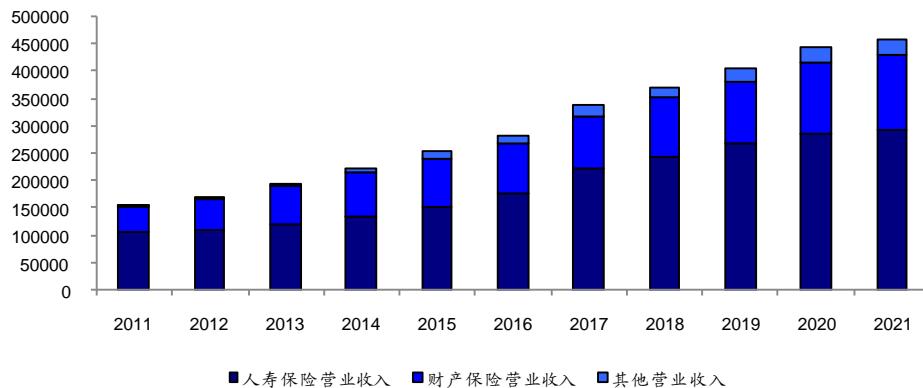
2.1 聚焦保险主业，实现多元化稳健发展

公司坚持保险主营业务，核心业务线包括人身保险业务、财产保险业务和资产管理业务。1) 人身保险业务：公司主要通过太保寿险和太平洋健康险提供人身保险产品和服务。2) 财产保险业务：公司通过太保产险和太平安信农险提供境内财产保险产品和服务，通过全资拥有的太保香港开展境外财产险业务。3) 资产管理业务：通过太保资产开展保险资金运用以及第三方资产管理业务；通过长江养老从事养老金管理及相关资产管理业务。

公司经营多元化保险服务，业务范围广泛。除了基本的寿险、产险和资产管理业务外，公司还通过旗下的太保健康险公司提供健康险服务，深化“健康保险+健康服务”的运行机制；通过太平洋安信农险以科技赋能为牵引，打造专业化农业保险经营服务品牌；通过太保香港开展境外保险业务；通过长江养老基本实现养老金业务的全国化布局等。

公司营业收入超过四千亿，保险业务保持稳健发展势头。1) 2011-2021 年公司营业收入稳定增长，复合增长率高达 10.8%，并于 2020 年首次突破四千亿元。根据分部业务营收相关数据分析，公司保险业务作为公司的绝对主营业务，资产管理业务对营收贡献较小，其中人身保险业务收入为公司收入的主要来源，随着太保寿险近年来始终把握高质量发展主线，其收入占比逐年提升。2) 子公司太保人寿和太保产险 2021 年原保险业务收入分别为 2096 亿元、1531 亿元，分别同比增长 0.6% 和 3.4%，合计实现原保险保费收入 3627 亿元，同比增长 1.7%。2021 年按原保费收入计算，太保寿险、太保产险分别为中国第三大人寿保险公司和第三大财产保险公司。在保险业整体基本面承压的环境下，公司保险业务指标表现良好。目前资产管理业务已经成为其金融体系内最具活力和成长潜力的板块，公司及时把握行业趋势，资产管理业务实现稳定发展。

图4 中国太保各业务线营业收入（百万元）

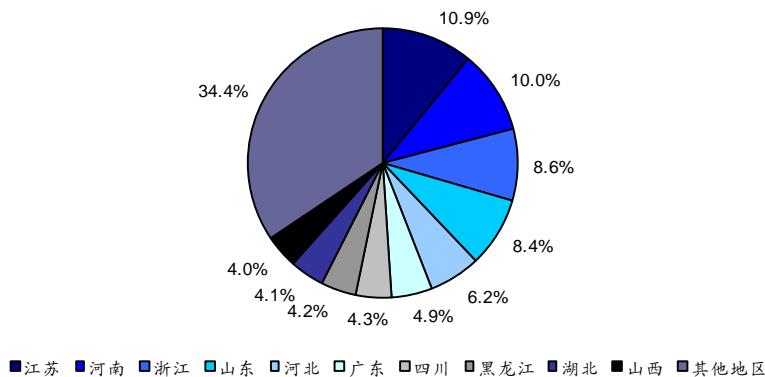


资料来源：公司 2011-2021 年年报，HTI

2.2 业务遍及全国，客户群体庞大

中国太保已完成中国大陆各省级行政区域布局。1) 截至 2021 年 12 月 31 日，太平洋寿险保险公司拥有下属分支机构 2760 家，其中省级分公司 35 家，其他分公司 8 家，中心支公司 301 家，支公司 1428 家，营销服务部和营业部 988 家。2) 截至 2021 年 12 月 31 日，太平洋保险财产保险公司拥有 41 家分公司，1 家航运保险事业营运中心，3000 余家中心支公司、支公司、营业部和营销服务部。

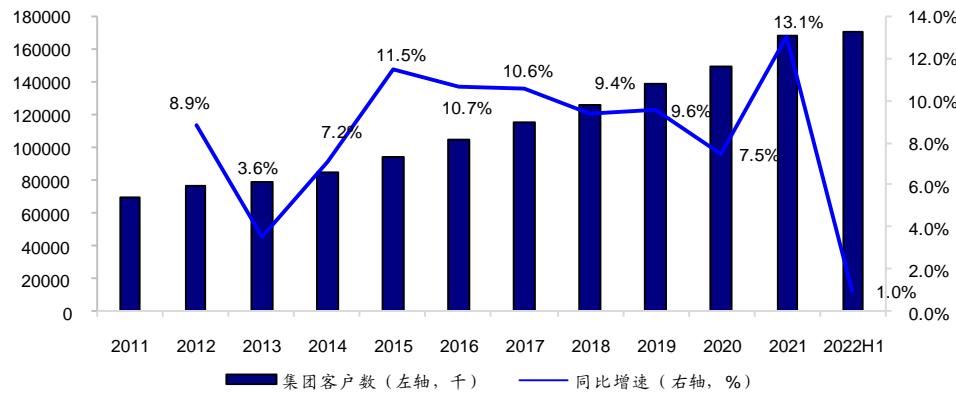
图5 2022H1 中国太保保险业务收入地区结构 (%)



资料来源：公司 2022 年中报，HTI

连续五年新增客户数超一千万，客户群体庞大。1) 自转型 1.0 实施以来，公司每年客户数均保持正增长。2011-2021 年复合增长率高达到 9.2%。2) 2022H1，公司集团客户数达 1.7 亿人，同比增速 1.0%，个人客户客均保单数达 2.3 件，较上年末增长 1.8%。客户数量稳步提升，客户粘性持续增强。

图6 中国太保客户数及同比增速

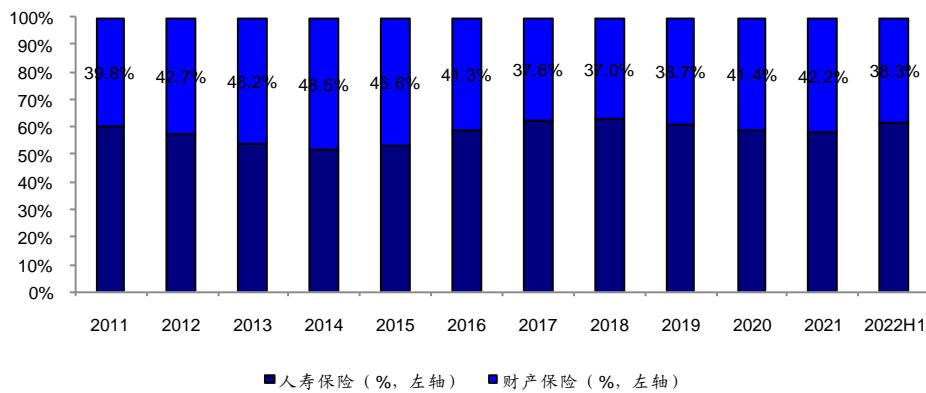


资料来源：公司 2011-2021 年年报、2022 年中报，HTI

2.3 保险业务收入稳定增长，寿险业务占比较大

中国太保保险业务收入稳步增长，人身险占比较大。1) 2011 年至 2021 年集团保险业务收入由 1550 亿元增加至 3668 亿元，复合增速达 9.0%。其中，2020 年、2021 年保险业务增速分别为 4.2%、1.3%。2022H1，保险业务收入为 2425 亿元，同比增长 8.0%。2) 2021 年中国太保人身险保险业务收入同比下降 0.1% 至 2122 亿元，占集团保险业务收入的 57.8%，中国太保财产险业务保险业务收入同比增长 3.3% 至 1546 亿元，占集团原保险保费收入的 42.2%。

图7 中国太保人身险、财产险保险业务收入占比



资料来源：公司 2019-2021 年年报、2022 年中报，HTI

图8 2019-2022H1 同行业公司人身险保费收入占比情况

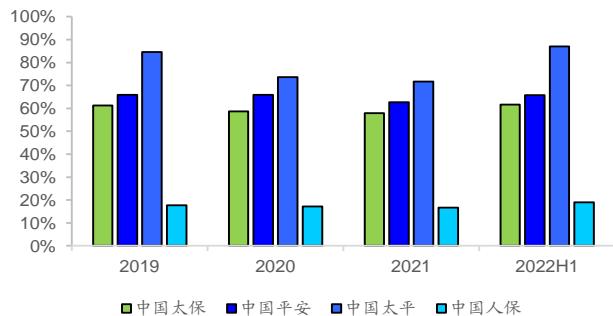
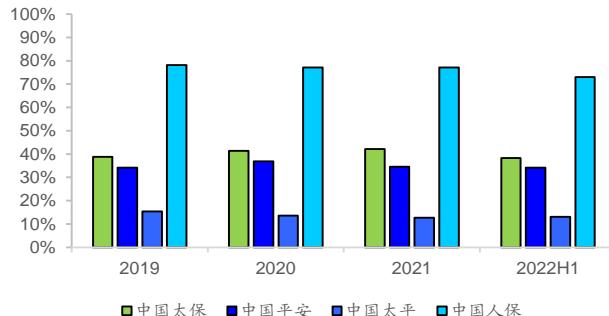


图9 2019-2022H1 同行业公司财险保险业务收入占比情况



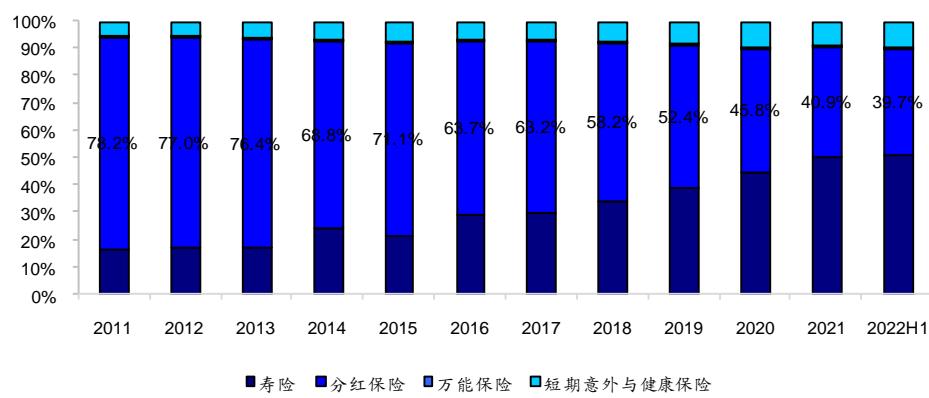
资料来源：各公司 2019-2021 年年报、2022 中报，HTI

资料来源：各公司 2019-2021 年报、2022 中报，HTI

人身险业务为保险业务收入主要增长点，财产险业务趋向多元化发展态势。

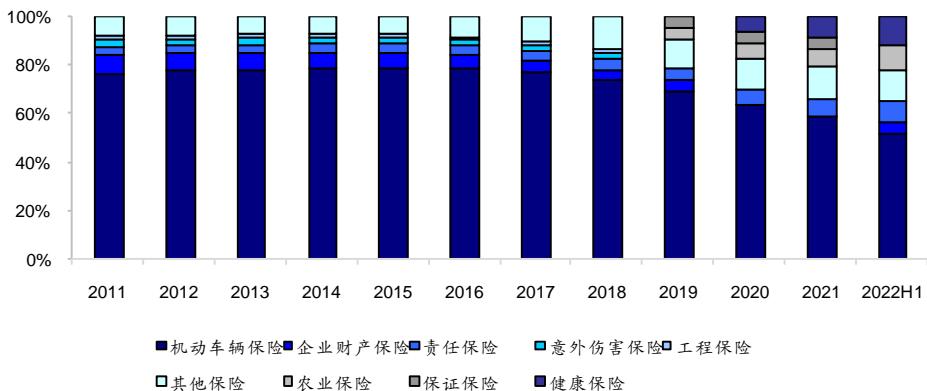
1) **人身险业务：**2011-2019 年，在转型 1.0 和 2.0 的支持下人身险保险业务收入始终保持正增长，复合增长率达 10.9%。受到疫情等因素影响，2019-2021 年人身险总保险业务收入自 2129 亿元降至 2122 亿元。2022 年 H1 实现人身险总保险业务收入 1496 亿元，占集团保险业务收入的 61.7%，人身险业务为集团的主要业务。在转型 1.0、2.0 和长航行动不断要求聚焦长期险的努力下，集团寿险业务占比不断提升。2021 年寿险保险业务收入、意外及健康险保险业务收入在人身险业务中的占比分别为 50.5%、8.6%，寿险在人身险中居于核心地位，意外及健康险占比相对较小。2) **财产险业务：**2011 年-2021 年财产险总保险业务收入自 618 亿元增至 1546 亿元，复合增长率为 9.6%。2022H1 实现财产险总保险业务收入 929 亿元，占集团总保险业务收入的 38.3%。近年来，财产险业务趋向多元化发展，非车险占比不断提升。2021 年车险与非车险保费收入相对财产险保费收入的占比分别为 59.4%、40.6%，非车险占比同比增长 4.7pct。但车险业务仍为太保财险业务主要板块。

图10 中国太保人身险保险业务收入结构 (%)



资料来源：公司 2011-2021 年年报、2022 年中报，HTI

图11 中国太保财产险保险业务收入结构 (%)

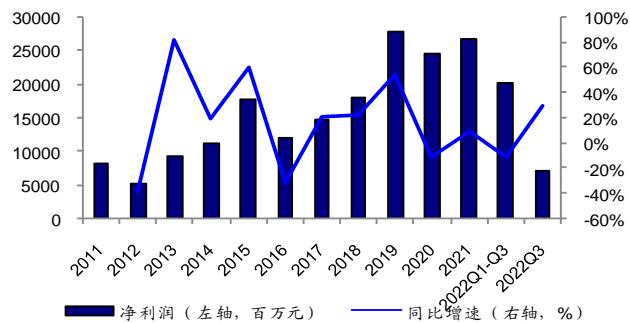


资料来源：公司 2011-2021 年年报、2022 年中报，HTI

2.4 净利润增速高于上市险企平均水平，ROE 仅次于中国平安

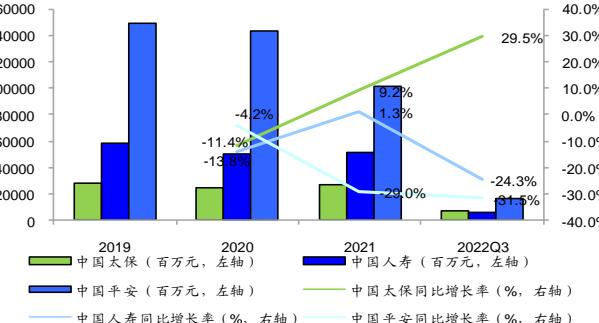
中国太保三季度净利润增速由负转正，远超其余同业上市公司。1) 2011-2019 年公司净利润增长迅速，复合增速达到 16.3%；2020 年，受新冠疫情的影响集团净利润大幅下滑，同比增速跌至 -11.4%；2021 年，公司净利润达 268 亿元，同比增速由负转正，实现 9.2% 的可观增长，优于上市险企平均水平；2022 年 Q1-Q3 实现归母净利润 202.7 亿元，较 2021 年 Q1-Q3 同比下降 10.6%。2022Q3 公司净利润达 69.7 亿元，同比上升 29.5%，远高于中国人寿、中国平安三季度净利润同比增速。

图12 中国太保净利润及同比增速



资料来源：2016-2021 年公司年报、2022 年公司三季报，HTI

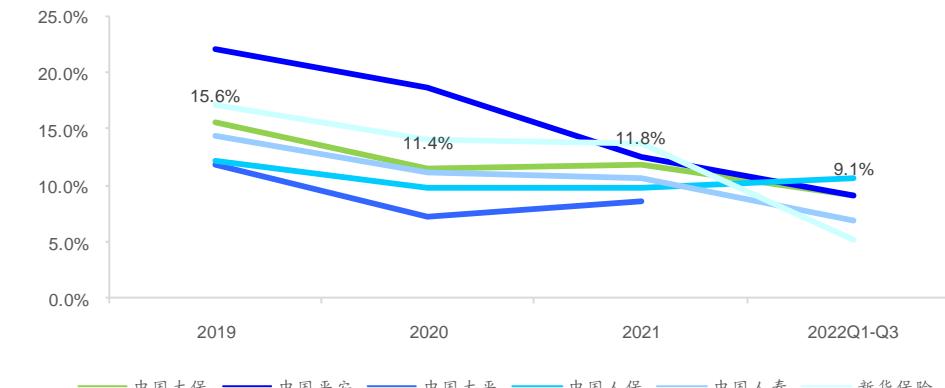
图13 归母净利润同比增速行业对比



资料来源：2019-2022 年公司年报，2022 年公司三季报，HTI

中国太保 ROE 仅次于中国平安，降幅逐渐收缓。2019-2021 年，中国太保 ROE 分别为 15.6%、11.4%、11.8%，2022 年前三季度年化 ROE 为 9.1%。2019-2021 年，中国太保 ROE 仅次于中国平安、新华保险，高于中国人寿、中国人保、中国太平，居于第三位。2022 年 Q1-Q3 中国太保年化 ROE 为 9.1%。从降幅来看，中国太保 ROE 下降幅度已逐渐放缓。

图14 2019-2022Q3 年中国太保与其他上市险企 ROE 对比 (%)

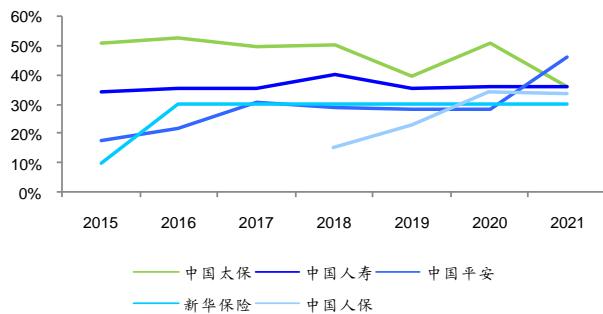


资料来源：2019-2021 年公司历年年报，2022 年公司三季报，HTI

2.5 公司重视投资者回报，历史分红可观

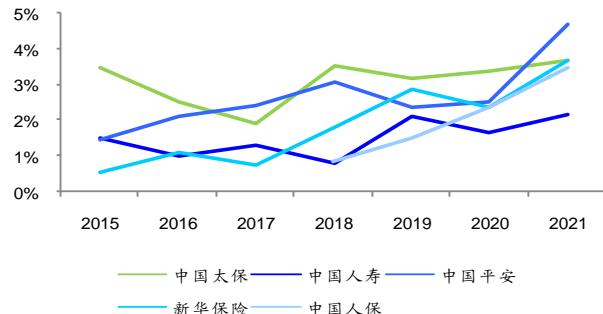
高股息、高分红率，股东回报可观。1) 太保集团与国际公司治理理念接轨，重视投资者的投资回报，始终延续稳健而丰厚的股利分红政策。上市以来年平均分红率高达 47.6%，在上市险企中一直处于较高水平。2) 2021 年分红水平稍有下降，分红率为 35.9%，同比下滑 15pct，但仍高于大多数上市险企。同时，公司 2021 年股息率为 3.7%，远超银行存款利率，提升了公司股票的吸引力。

图15 上市险企分红率趋势



资料来源：Wind, HTI

图16 上市险企股息率趋势



资料来源：Wind, HTI

3. 人身险业务：践行“长航行动”，做人身险的长期主义者

3.1 长航行动赋能转型，深化寿险改革

公司深化转型升级，逐步推进长航行动。1) 2011 年，公司启动了转型 1.0 战略，以客户需求为导向，提升可持续发展能力。2) 2017 年，公司实施转型 2.0 战略，以聚焦人才、协同、管控、数字、布局等五个关键词，实现新旧动能的转换升

级。3) 2021年, 太保成立30周年, 在转型2.0收官之际, 公司聚焦寿险转型, 发布了长航行动行动纲领, 确立长航行动一期施工图并逐步推进, 开启转型新篇章, 进一步落地长期主义。

图17 公司转型升级时间线



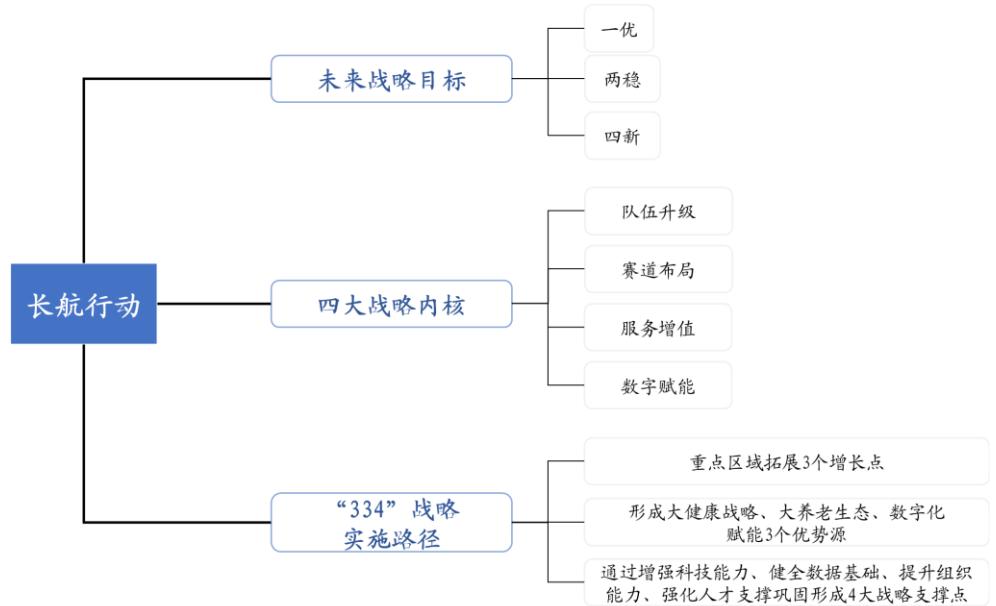
资料来源: HTI

长航行动明确一优、两稳、四新的未来战略目标。“一优”指瞄准客户体验最优; “两稳”则是追求价值稳定增长和市场地位稳固; “四新”即力争渠道多元化实现新突破、大康养生态迈出新步伐、数字化建设取得新提升和组织人才发展踏上新台阶。2022年1月1日, 太保寿险正式启动新基本法, 深化个险渠道作业模式系统化改革、驱动新的职业营销行为。

打造四大战略内核。在长航行动引领下, 公司寿险着力打造队伍升级、赛道布局、服务增值、数字赋能四大战略内核。1) 队伍升级方面, 2021年11月, 太保寿险正式启动“长航合伙人”全球招募计划, 推进代理人队伍职业化、专业化、数字化转型。2) 赛道布局方面, 公司探索多元赛道, 推动银保业务发展。2021年, 太保寿险联合战略合作银行, 开启了独家代理合作网点探索。2022年11月, 公司首家康复医院投资签约落地。3) 服务增值方面, 2021年, 公司寿险在集团统筹之下, 构建了由总至分的四级服务官组织架构, 发布服务官管理制度; 公司寿险在2022年4月中旬至7月底举办客户服务节, 吸引400余万人次参与。4) 数字赋能方面, 2022年3月, 公司成立太保科技, 加速数字化转型及科技赋能步伐。

布局“334”战略实施路径。公司立足近期业务增长、远期动能蓄势和底层能力支撑三个方面, 构建“334”战略实施着力点。公司寿险持续聚焦营销队伍升级、1+X渠道布局、重点区域拓展3个增长点, 形成大健康战略、大养老生态、数字化赋能3个优势源, 并通过增强科技能力、健全数据基础、提升组织能力、强化人才支撑巩固形成4大战略支撑点。2022年1月起, 太保寿险启动“芯”基本法, 通过改变队伍销售行为、主管经营行为、新人成长规划, 引导队伍提升业务品质和服务质量, 推动代理人队伍转型。

图18 “长航行动”行动纲领



资料来源：HTI

长航行动进度过半，各项计划稳步实施。截至 2022 年 2 月底，长航行动的 8 个子项目已全部启动。2022 年 3 月末，长航行动按既定计划推进，效果基本符合预期。五个个险营销的核心闭环正在逐步推出，包括优增、招募和育才闭环、一对销售闭环等。2022 年 8 月末，70% 的各项行动项目皆在执行中。

图19 “长航行动”进展时间线

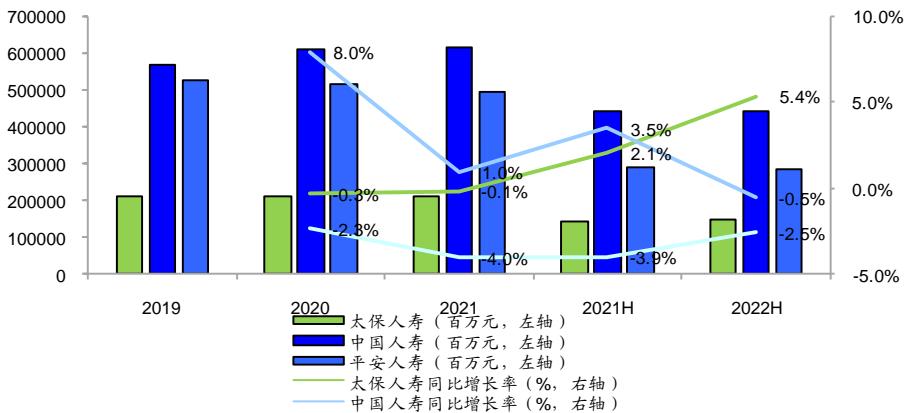


资料来源：HTI

3.2 保费收入逐渐企稳，传统型寿险占比不断提升

人身险业务总保费收入逐渐企稳。1) 受疫情影响，2019-2021 年太保寿险总保费收入由 2125 亿元微减至 2117 亿元，其中 2020 年、2021 年同比增速分别为 -0.3%，-0.1%。2) 今年以来，受全国疫情多点爆发的影响，经济增长整体承压，行业面临较大挑战。但在行业负债端低迷的情况下，公司经营保持稳定。2022 年上半年，太保寿险实现总保费收入 1491 亿元，同比增速提升至 5.4%，高于中国人寿、平安人寿总保费收入同期增速。

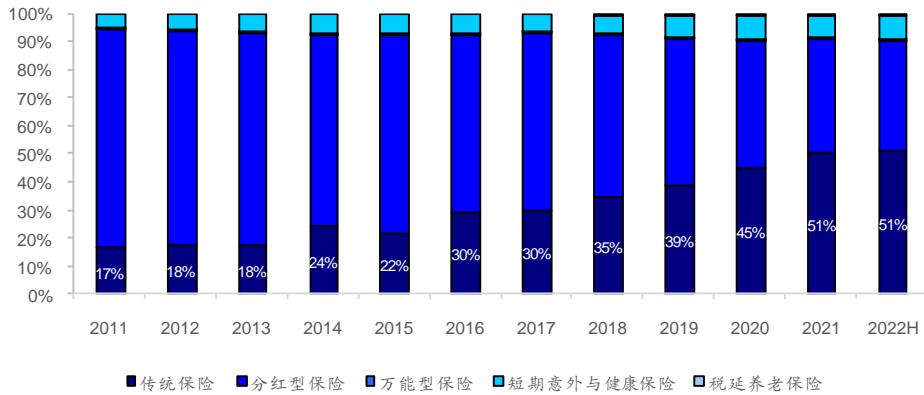
图20 太保寿险总保费收入及行业对比



资料来源：公司 2019-2022 年年报、半年报, HTI

夯实传统型业务，传统型人身险占比不断攀升。1) 目前公司保险业务收入主要来自传统型保险和分红型保险。2022年上半年，实现传统型保险业务收入763亿元，同比增长12.8%，其中长期健康型保险295亿元，同比下降3.7%；受利率下行等因素影响，分红型保险业务收入594.5亿元，同比下降1.9%。2) 自转型1.0实施以来，公司坚持做人身险行业的长期主义者，不断夯实传统型业务。传统型人身险占比不断提升，从2011年的17%逐年提升至了2022年中期的51%，转型效果显著。

图21 太保人寿分险种保费收入占比 (单位: %)



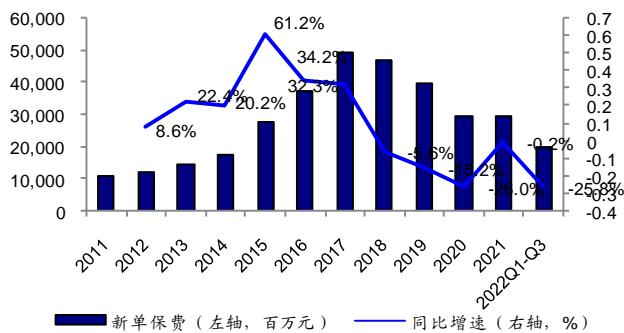
资料来源：公司 2011-2022 年年报, 2022 年中报, HTI

3.3 新单保费降幅收窄，新单保费结构持续优化

“长航行动”过半已初见成效，公司新单保费降幅逐渐收窄，新单期缴占比有所提升，保费结构持续优化。1) 2021年，太保寿险代理人渠道实现新单保费292亿元，同比-0.2%。2022年Q1-Q3公司寿险代理人渠道实现新单保费197亿元，同比-25.8%；2022Q3单季寿险代理人渠道实现新单保费为49亿元，同比上涨30.9%。新单保费降幅在不断收窄。2) 太保寿险自提出“聚焦营销，聚焦期缴”的战略转型以来，新单保费结构持续优化，2016-2018年，新单期缴占比均达90%以上，说明“聚焦期缴”转型成果显著。2020年由于疫情影响，保险行业承压，新单期缴占比下降至76%，但2021年新单期缴占比有所回升至85%。2022年Q1-Q3新单期缴占比为87%，其中三季度新单期缴占比重新达到86%。我们认为随着长航行动

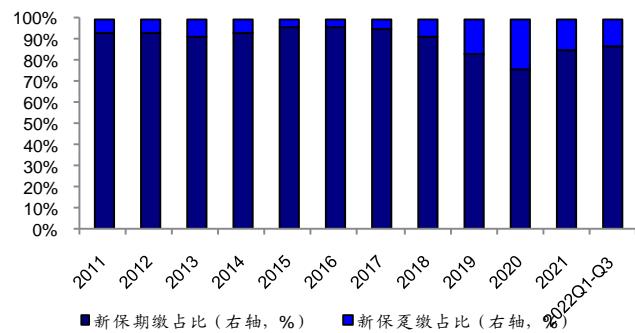
进入下半场，2022 年公司新单期缴占比有望重回 90%左右。3) 寿险期缴业务既是寿险持续增长的动力，也是公司销售渠道市场竞争力的体现，从寿险经营规律来看，期缴产品占比高可以降低资本金压力和出现偿付能力危机的几率，提高资本使用效率，从而为公司带来更多的利润。我们认为太保寿险期缴保费的稳定增长，将为该公司实现盈利、提升内含价值、实现可持续发展打下坚实基础。

图22 太保人寿代理人渠道新单保费及同比增速



资料来源：公司 2011-2022 年年报、2022 年三季报，HTI

图23 太保人寿代理人渠道新单保费结构



资料来源：公司 2011-2022 年年报、2022 年三季报，HTI

图24 新单保费增速同业对比

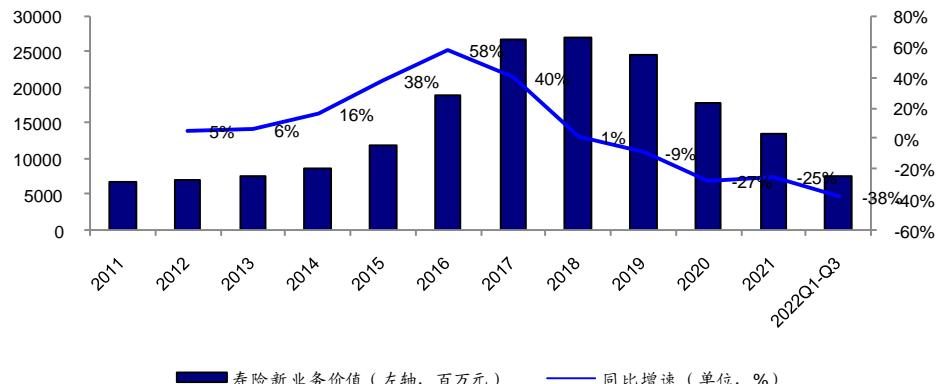


资料来源：各公司 2016-2021 年年报、HTI

3.4 新业务价值增长与新业务价值率承压，但已有转暖趋势

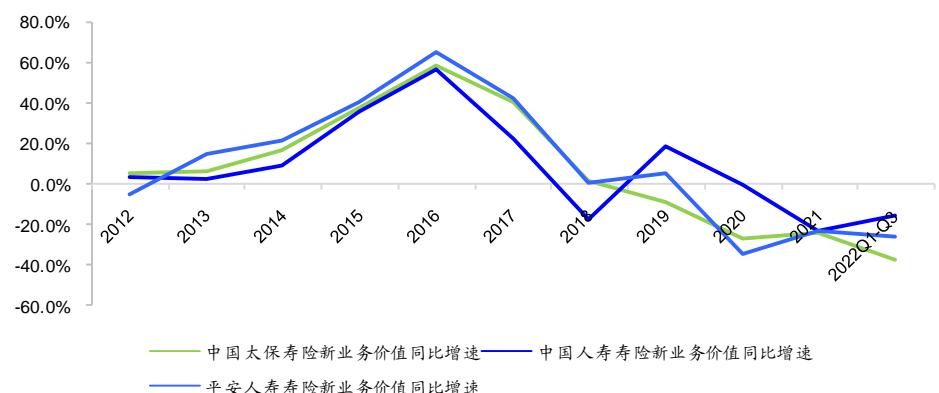
新业务价值增长明显承压，2022 年第三季度增速由负转正。1) 2011-2018 年，新业务价值不断增长，从 2011 年的 67.1 亿元增长至了 2018 年的 271 亿元，复合增长率高达 22.1%。2) 近年来因受疫情影响，保险业需求端受到较大影响并产生了连锁反应。2019-2021 年，太保人寿寿险新业务价值从 246 亿元降至 134 亿元。2022 年随着“长航行动”逐步推进，太保寿险新业务价值逐渐好转，前三季度实现新业务价值 75 亿元，同比下降 37.8%，前三季度新业务价值同比增速劣于中国人寿、平安人寿，但其第三季度单季新业务价值取得正增长，显著优于中国人寿、中国平安同期增速。

图25 中国太保寿险新业务价值及同比增速



资料来源：公司 2011-2021 年年报、2022 年三季报，HTI

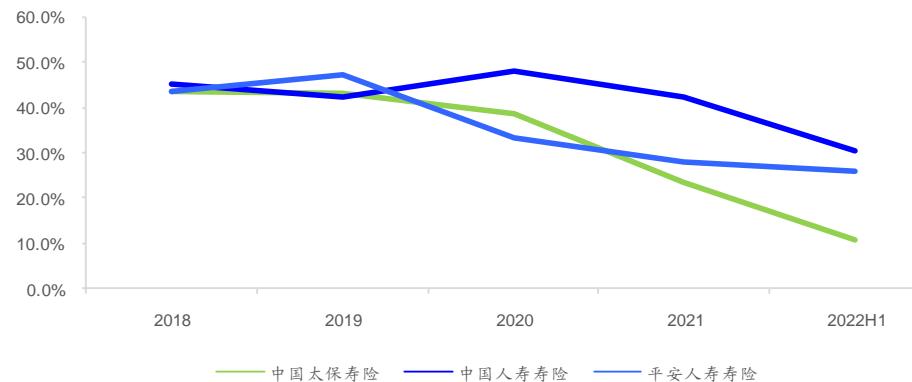
图26 新业务价值同比增速同业对比



资料来源：公司 2011-2021 年年报、2022 年三季报，HTI

新业务价值率呈走低趋势，有望向好发展。1) 2022年上半年，太保寿险的新业务价值率降低至10.7%，低于中国人寿新业务价值率30.4%，平安人寿新业务价值率25.7%。2) 2020-2022年，太保寿险整体新业务价值率呈下降趋势。但随着太保扎实推进长航行动坐实期缴业务，我们认为太保寿险的新业务价值率有望向好发展。

图27 新业务价值率同业对比



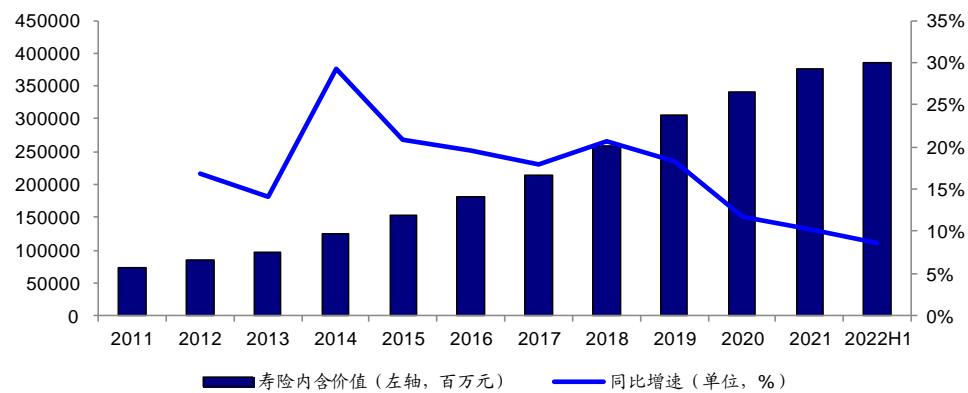
资料来源：各公司 2018-2021 年年报、2022 半年报、HTI

注：国寿采用代理人渠道新业务价值率，新业务价值率按首年年化保费计算。

3.5 内含价值稳定增长，增速下降趋势有所缓解

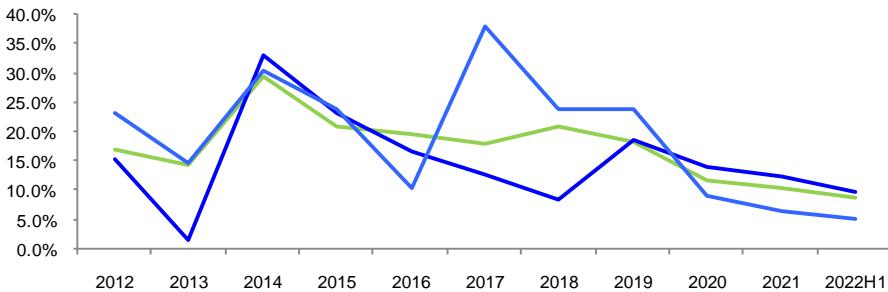
公司内含价值稳定增长，增速下降趋势有所放缓。1) 2011-2021 年，公司寿险业务内含价值从 730 亿元增长到 3766 亿元，复合增长率为 17.8%；2021 年，同比增长 10%，增速保持稳定。2) 2012-2022H1 公司寿险内含价值增速呈现波动下降趋势，但降幅逐渐放缓。3) 2020-2022 年中期，太保人寿内含价值增速始终高于平安人寿，但稍逊于中国人寿。

图28 太保人寿内含价值及同比增速



资料来源：公司 2011-2021 年年报、2022 年三季报，HTI

图29 内含价值同比增速同业对比



太保寿险内含价值同比增速 中国人寿内含价值同比增速 平安人寿内含价值同比增速

资料来源：公司 2011-2021 年年报、2022 年三季报，HTI

3.6 渠道：发展以高质量代理人渠道为主体的多元渠道格局

3.6.1 代理人渠道改革成效显著，核心人力快速成长

代理人转型阵痛不可避免，改革过程中保费增速将低于行业。1) 友邦中国早在 2010-2013 年期间就提出了“最优代理人”策略，对代理人队伍进行精简。转型初期颇为艰难，经历了 4 年人力脱落时间，在此期间，代理人人数从 2.5 万人下降到 1.5 万人，新业务价值从 4800 万美元缓慢增长到 1.7 亿美元，改革期间代理人增速及保费收入均低于同业。2) 但在 2013 年提前完成了首个“五年计划”目标之后，保费收入进入强劲增长态势阶段，2014 年实现新业务价值增长 55%，增长至 2009 年的 5 倍，远超预期及同业水平。3) 2010-2013 年期间，友邦中国年化新保费增速呈现下滑趋势，下滑趋势不断加大。2013 年因代理人减少幅度缩小，清虚进入尾声，代理人提质初有成效，年化新保费增速回升至 16%，在 2013 年后，友邦中国实现年化新保费迅速增长，并呈现稳定增长态势。4) 我们认为，目前太保寿险正处于代理人改革转型关键期，短期内各方面将会呈现下滑态势，但随着阵痛期的过去，人力清虚和高质量代理人的招募与培育，改革成效显现只是时间问题。

图30 友邦中国新业务价值及同比增速

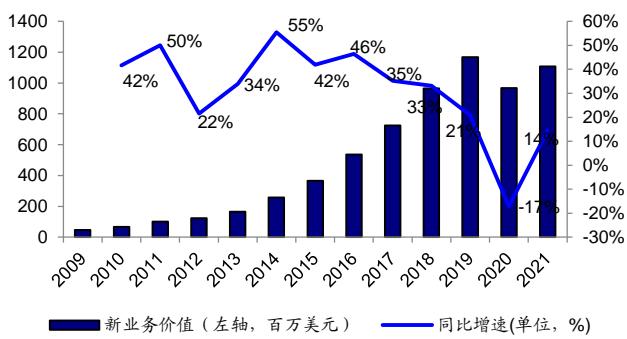
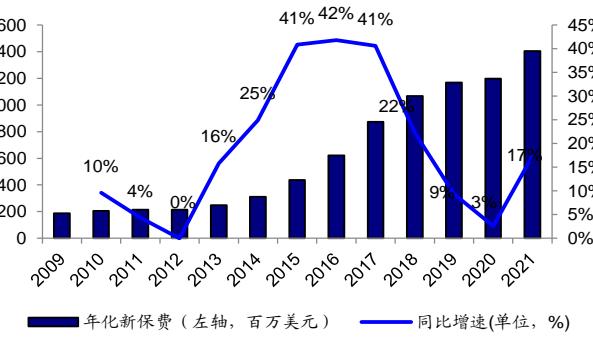


图31 友邦中国年化新保费及同比增速

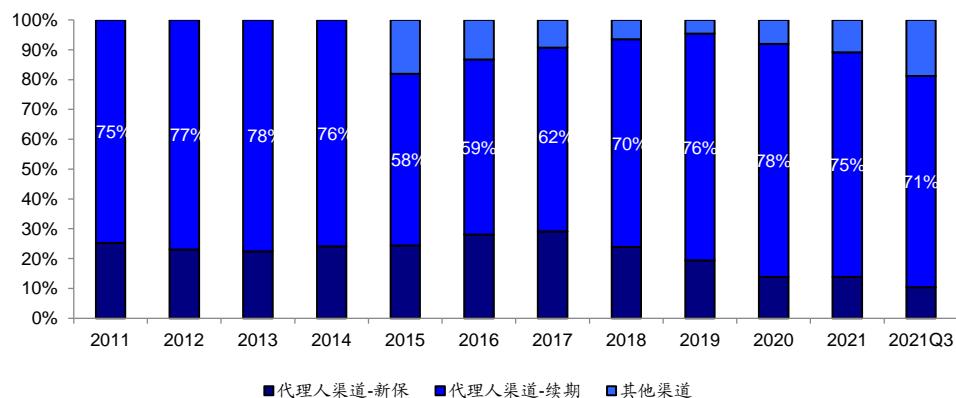


资料来源：公司 2009-2021 年年报，HTI

资料来源：公司 2009-2021 年年报，HTI

聚焦寿险改革，代理人队伍的产能和稳定性得到提升。1) 渠道结构上，2021年个险代理人渠道实现保费收入1886亿元，其中新保业务收入为292亿元。2022年上半年代理人渠道实现保险业务收入1194亿元，同比下降7.6%。2) 2015年公司保费中代理人渠道和其他渠道的占比分别为82%和18%，到2021年，公司保费中代理人渠道和其他渠道的占比分别为89.1%和10.9%。近年来，代理人渠道占比明显提升，个险渠道占比的提升将有助于公司销售价值率更高的保障型产品，对公司未来寿险产业和健康险产业将起到积极推动作用。3) 从2011年到2022上半年，中国太保代理人数量先增加后减少。因受2015年监管放开代理人资格考试政策影响，2015年至2017年代理人规模增长较快，公司2014年末个险代理人数量为34万人，到2017年末达到高峰87万人，3年翻一番。2017年公司启动转型2.0，推动营销队伍转型升级，2018年和2019年代理人数量小幅下滑。2021年初“长航行动”正式启动，进一步赋能营销队伍，经过一年的清虚向实，2021年底，代理人数量为53万人，同比下降29.9%，随着公司推出的“长航合伙人”全球招募计划，代理人队伍将继续向高素质、高质量、高产能方向转型。

图32 太保寿险按渠道保费收入结构



资料来源：公司2011-2021年年报，HTI

注：2013-2015参照个人业务的新保业务指标；2011-2012参照营销渠道的新保业务指标。

图33 太保人寿代理人数量

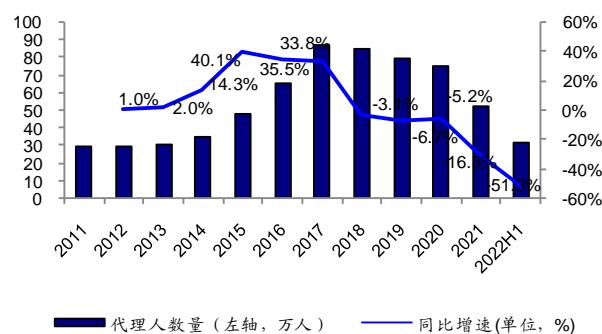
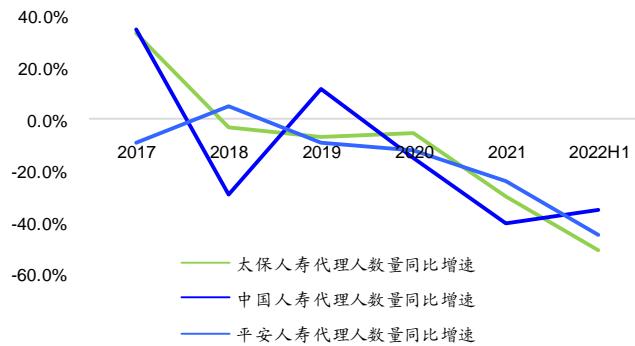


图34 代理人增速行业对比



资料来源：公司2011-2021年年报、2022年半年报，HTI

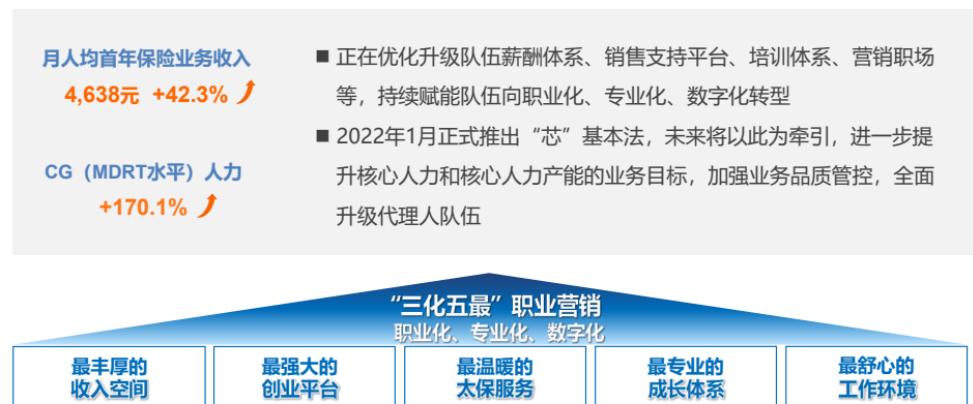
资料来源：公司2011-2021年年报、2022年半年报，HTI

太保寿险实施队伍分层分类画像与精细管理，建设“三支关键队伍”。1) 做大核心人力，提升核心人力规模和占比。公司的核心人力主要针对认同行业、寻求职业发展的专职代理人，具有一定的管理或销售能力，并且能长期稳定留存。2019年，公司3年以上留存的人力与连续达成健康人力标准的人力之和大约占比25%，

我们预计 2022 年核心人力占比提升至 40%，夯实整体队伍优化基本面。2) 做强顶尖绩优，实现示范引领。面向高净值客户市场，培育一批卓越的、具有行业公认专业资格认证的作战尖兵，并具备定制保险综合解决方案的专业能力。2019 年公司顶尖绩优人才（MDRT 入会代理人）600 人，我们预计 2022 年增至 2000 人。3) 培育新生代，打造“90 后”年轻化队伍。公司建设一支更了解新生代客户需求、更适应数字化销售服务模式的年轻队伍，形成面向未来的竞争力，我们预计 2022 年新生代队伍将达到公司代理人总数的 30%。

在“长航行动”指引下，公司正在打造“三化五最”的代理人队伍。“三化”即职业化、专业化、数字化，“五最”指最丰厚的收入空间、最强大的创业平台、最温暖的太保服务、最专业的成长体系、最舒心的工作环境。从 2022 年 1 月起，中国太保寿险正式启动“芯”基本法，“芯”基本法通过“队伍销售行为改变”、“主管经营行为改变”、“新人成长规划改变”三大举措，引导队伍提升业务品质和服务质量，助力新人稳定留存，推动代理人队伍转型。从 1、2 月“芯”法执行情况来看，队伍核心人力产能得到提升。

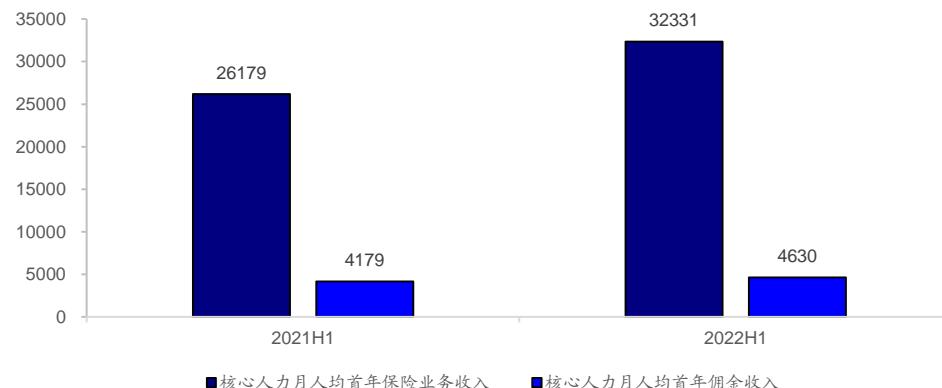
图35 中国太保打造关键队伍，推动队伍升级



资料来源：公司 2021 年业绩发布资料，HTI

长航行动开展以来，核心人力快速成长，业务质量显著提升。1) 公司聚焦核心人力，夯实队伍发展基础，坚持有质量的人力发展策略，通过强化新基本法运用、配套产品策略、加强培训赋能等举措，推动高产能队伍建设，提升队伍收入，努力实现增优留优。2022 年上半年代理人队伍月均总人力 31 万人，同比增速-51.3%。虽清虚力度虽大于中国人寿、平安人寿的代理人队伍，但太保人寿代理人队伍的产能、质量大幅提升，核心人力月人均首年保险业务收入 3 万元，同比增长 23.5%；核心人力月人均首年佣金收入 0.5 万元，同比增长 10.8%。2) 2022 年上半年，太保实现个人寿险客户 13 个月继续率 87.8%，同比增长 6.1%；退保率 0.8%，同比下降 0.1%。

图36 2021H1-2022H1 太保人寿核心人力月人均首年保险业务收入及月人均首年佣金收入



资料来源：公司 2022 年半年报, HTI

图37 2021H1-2022H1 太保个人寿险客户 13 个月继续率和退保率 (%)

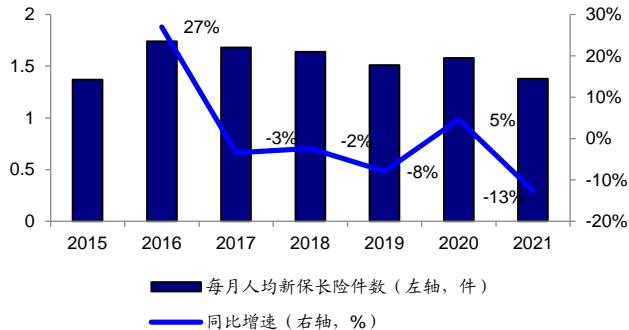


资料来源：公司 2022 年中期业绩推介材料, HTI

公司 MDRT 人数大幅增长，队伍产能提升，改革成效显著。1) 自 2019 年 10 月启动“CG20 太保引领者计划”(CPICGIANT)以来，“CG20 太保引领者”凝聚全司顶尖绩优的最头部力量，在全辖形成了强力引领绩优队伍增长的氛围，为拉动队伍转型升级打下了坚实基础。2021 年 CG (MDRI 水平) 人力同比提升 170.1%。顶尖绩优队伍实现潜力扩面、标杆引领，个人业务推动队伍转型升级取得阶段成果。由于寿险新单保费持续承压的影响，每月人均信保长险件数出现一定程度的下滑，但是 2020 年实现每月人均新保长险件数 1.58 件，同比增长 5%，改革初见成效。2021 年受疫情影响，保险业供给端和需求端均受到影响并产生了连锁反应，出现每月人均新保长险件数同比下降 13%，改革力度仍需进一步加强。2) 中国太保对代理人开展清虚工作，强化基础管理和考核机制。2018-2020 年，公司营销员人均产能持续小幅下滑，为提高从业积极性，公司加快转型步伐，构建个人业务增长新模式，从人力增长转向人均产能提升，2021 年，寿险业务实现人均产能 55670 元，同比增长

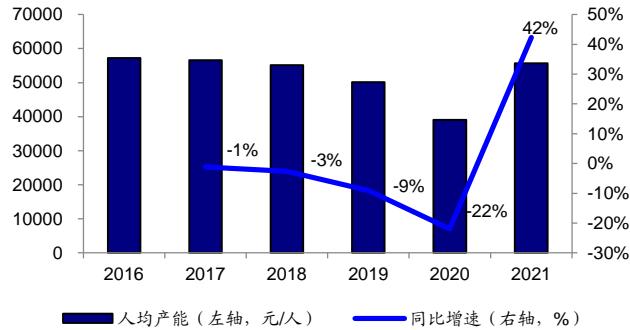
42%，实现人均产能大幅上涨。随着代理人改革持续推进，公司积极应对外部挑战，深入打造线上线下融合的经营方式，强化绩优牵引，大力推动营销队伍转型，将推动公司全年新保业务实现均衡发展。

图38 公司每月人均新保长险件数及增速



资料来源：公司 2015-2021 年年报，HTI

图39 公司代理人月均产能

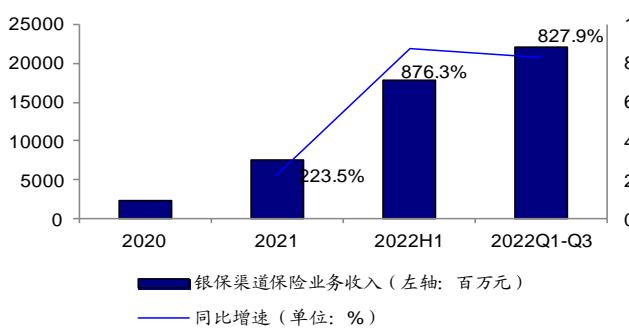


资料来源：公司 2016-2021 年年报，HTI

3.6.2 银保渠道增长迅速，大银保战略已初见成效

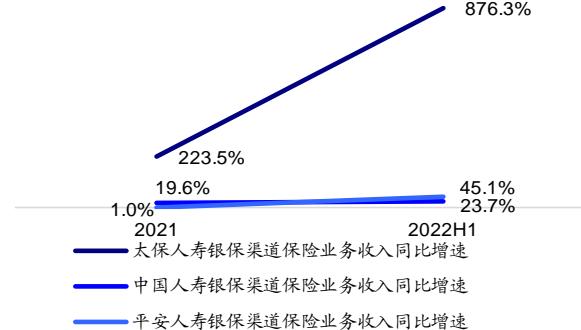
银保渠道发展迅猛，拓展多元化价值增长路径。1) 开展长航行动以来，太保寿险深入打造价值银保，实施价值网点、价值产品、高质量队伍三大价值策略，有序布局战略区域、战略渠道合作，同时加快建设底层支撑能力与体系，实现银保渠道保费收入较快增长。2) 同时，公司加快新模式探索实践，大力推动职团开拓业务发展，职团客户经营能力进一步提升。2021 年，银保渠道实现保险业务收入 75 亿元，同比增长 223.5%；团险渠道保险业务收入 135 亿元，同比增长 19.3%。2022 年上半年，太保寿险银保渠道实现保险业务收入 178 亿元，同比大幅增长 876.3%，其中新保业务收入 168 亿元，同比大幅增长 1125.5%，遥遥领先于同业。3) 太保寿险团险业务加快新模式塑形，2022 年上半年，太保寿险实现团险渠道保险业务收入 118 亿元，同比增长 13.6%。我们认为，随着长航行动深入推进，公司在长航行动的引领下，将深化转型升级，坚守长期主义，坚持高质量发展路径。

图40 中国太保银保渠道保险业务收入及同比增速



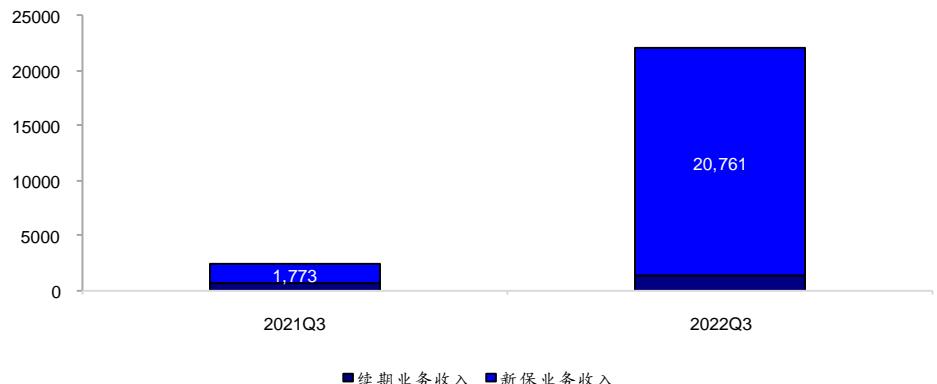
资料来源：公司 2020-2021 年年报、2021 年半年报、2022 年三季报，HTI

图41 银保渠道保险业务收入同比增速同业对比



资料来源：各公司 2021 年年报、2022 年半年报，HTI

图42 太保寿险银保渠道业务收入（百万元）



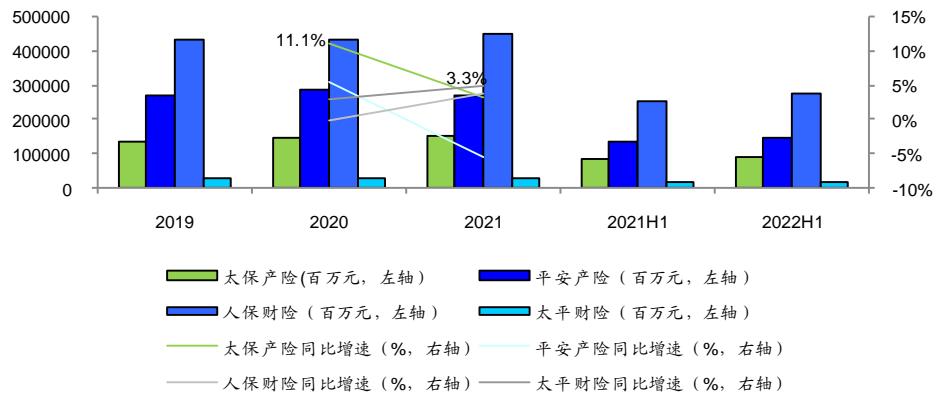
资料来源：公司官网，HTI

4. 财产险业务：积极应对车险综改，新兴领域快速增长

4.1 总保费收入连续增长，增速亮眼

太保产险收入连续增长，总保费收入同比增速亮眼。1) 2019 年至 2022 年上半年，太保产险总保费收入在太保产险、平安产险、人保财险、太平财险四大险企中均位居第三。2) 2019 年至 2021 年太保产险总保费收入从 1330 亿元增长至 1526 亿元，复合增长率 4.7%，2022 年 Q1-Q3，太保产险实现总保费收入 1339 亿元，同比增长 12.5%，高于平安产险 11.4%、人保财险 10.2%。

图43 太保产险总保费收入及行业对比

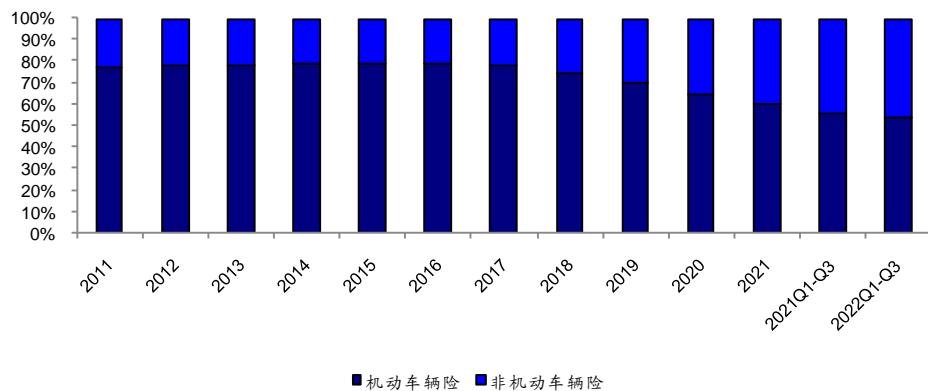


资料来源：各公司 2019-2021 年年报、2021-2022 半年报，HTI

4.2 车险业务受政策影响有所波动，非车险业务呈多元化发展趋势

车险业务保持高质量发展，非车险保费高速增长、占比不断提升。1) 车险保费收入自 2011 年 474 亿元增长至 2021 年 918 亿元，复合增长率 6.8%。2022 年 Q1-Q3 实现车险保险业务收入 717 亿元，同比增长 7.8%。虽然在车险综合期间太保产险收入受到波动，但其紧抓新能源车发展机遇，强化精细化管理，依旧实现了车险业务高质量发展。2) 车险业务占比自 2011 年 76.9% 下降至 2021 年 60.1%，截至 2022 年第三季度下降至 53.6%；非车险业务占比自 2011 年 23.1% 上升至 2021 年 39.9%，2022 年第三季度占比 46.4%。近年来，公司产险业务中非车险保险业务占比逐年提升，我们认为未来车险占比或将进一步下降，财险业务结构将更加趋于均衡发展。3) 非车险业务自 2011 年 143 亿元增长至 2021 年 608 亿元，复合增长率 15.6%。2022 年 Q1-Q3，太保产险实现非车险保险业务收入 622 亿元，同比增长 18.5%。我们认为太保产险在非车领域的发展将更好带动财险业务整体均衡的发展。

图44 财产险保费收入结构 (%)



资料来源：公司 2011-2021 年年报、2021-2022 年三季报，HTI

车险业务中商业险占比略微下降，交强险占比有所提升。1) 2011 年至 2021 年，机动车商业险保费收入由 360 亿元上升至 665 亿元，2022 年上半年实现机动车商业险保费收入 354 亿元，占车险总保费收入比例由 2017 年 78.3% 下降至 2022 年上半年 73.4%；2) 2011 年至 2021 年，交强险保费收入由 114 亿元上升至 253 亿元，2022 年上半年实现机动车交强险收入 128 亿元，占比从 21.7% 上升至 26.6%。3) 2022 年上半年，机动车商业险实现保费收入 354 亿元，交强险实现保费收入 128 亿元，分别占车险总保费收入的 73.4%、26.6%。

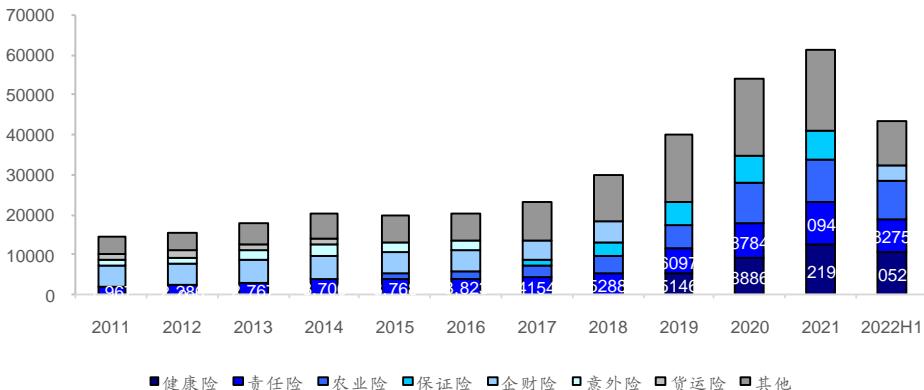
图45 车险保费收入结构 (%)



资料来源：公司 2011-2021 年年报、2022 年半年报，HTI

非机动车险产品创新源源不断。1) 在非车险的主要险种中，健康险、农业险等新兴领域业务保持较快增长势头。2) 健康险保费收入由 2019 年 51.5 亿元增加至 2022 年上半年 105 亿元，2022 年上半年同比增长 28.2%。健康险业务持续强化需求洞见，加强对大病保险、意外医疗、防贫脱贫等存量业务的深度拓展，充分挖掘慢病保险、长期护理保险、城市定制型商业保险等创新项目增长潜力，不断增强产品服务供给。3) 农业险保费收入由 2017 年 27.4 亿元增加至 2022 年上半年 92.9 亿，2022 年上半年同比增长 38.1%。农业险业务紧紧围绕乡村振兴战略，持续推进农险“扩面、增品、提标”，积极参与三大主粮作物、糖料蔗等完全成本保险和玉米大豆带状复合种植保险试点，保障国家粮食安全。4) 责任险保费收入由 2017 年 41.5 亿元增长至 2022 年上半年 82.8 亿元，2022 年上半年同比增长 23.2%。责任险业务聚焦新发展格局，围绕服务国家战略、服务社会治理，主动对接各地政府平台，在乡村振兴、智慧交通、健康养老、绿色环保、科技创新、网络安全、社会治理等国计民生重点领域提供专业化、差异化、定制化保险产品。

图46 非车险各险种保费收入 (百万元)

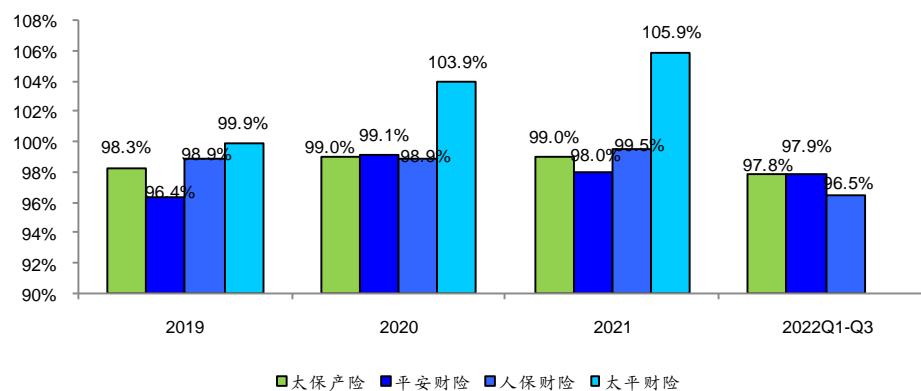


资料来源：公司 2011-2021 年年报、2022 年半年报，HTI

4.3 综合成本率持续优化，赔付率逐年上升，费用率逐年下降

公司综合成本率处于上市险企中游水平。1) 在太保、平安、人保、太平等四家上市险企中，太保产险的综合成本率与平安财险、人保财险仍有差距，但始终优于太平财险。2) 因车险综改等因素影响，2019-2021 年后太保产险的综合成本率由 98.3% 增长至了 99.0%，同期，平安财险、人保财险、太平产险三家综合成本率也略有提升，但太保产险始终处于中游水平。3) 2022 年受到静默等因素影响，Q1-Q3 三家综合成本率均有所回落。太保产险综合成本率 97.8%，同比下降 1.2 个百分点，与同业综合成本率变化趋势相同，但仍不及人保财险。4) 我们认为，太保产险综合成本率不及平安财险、人保财险的主要原因或是整体业务规模不及平安、人保。一般而言，财险规模越大，整体费用控制将会越好，规模效应也将越明显。

图47 综合成本率行业对比 (%)



资料来源：各公司 2019-2021 年年报、2022 年半年报，HTI

公司赔付率逐年上升，费用率逐年下降。1) 受车险综改影响，太保产险赔付率由 2019 年 60.2% 上升至 2021 年 69.6%，同期其他三家上市险企的赔付率也在不断上升，太保产险赔付率与平安产险基本持平，但优于人保财险。2022 上半年公司综合赔付率 69.7%，同比下降 0.4 个百分点。2) 车险综改后控费方面效果显著，费用率由 2019 年 38.1% 降低至 2021 年 29.4%，同期其他三家险企的费用率也在不断下降，太保产险费用率与平安产险基本持平，但不及人保财险。2022 上半年公司综合费用率 27.5%，同比下降 1.7 个百分点。3) 车险综改采取了扩大保险责任，调低附加费率水平的政策举措，从根本上压降了费用空间，从数据上可以看出，2021 年，公司费用率大幅下降，赔付率水平有所提升，在压降保险公司费用成本的同时，公司赔付水平不断提升，车险的保障更多惠及广大的消费者。2022 年上半年公司综合赔付率继续上涨，公司虽然对综合费用率和综合成本率控制较好，但综合赔付率上升的压力仍在。

图48 赔付率行业对比 (%)

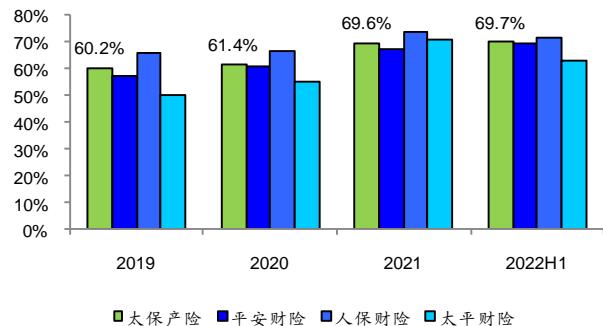
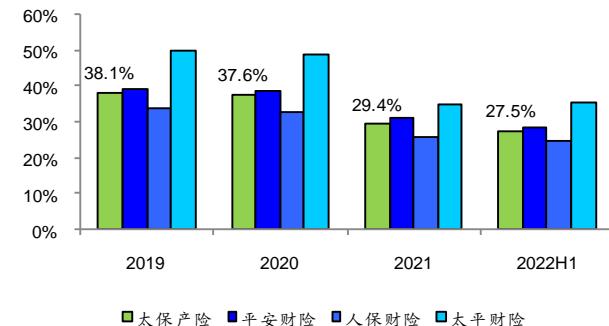


图49 费用率行业对比 (%)



资料来源：各公司 2019-2021 年年报、2022 年半年报, HTI

资料来源：各公司 2019-2021 年年报、2022 年半年报, HTI

5. 资产管理业务：投资规模稳步增长，投资收益稳定

5.1 管理资产稳步增长，投资资产规模位于上市险企中游

中国太保总管理资产规模稳步增长，市场竞争力持续提升。1) 公司始终坚持“价值投资、长期投资、稳健投资”的理念，持续优化资产负债管理体系，集团总管理资产规模保持稳健增长，市场竞争力稳步提升。2) 2013-2021 年，集团总管理资产规模从 7490 亿元增长至 26015 亿元，复合增长率高达 16.8%。3) 2022 上半年，集团总管理资产进一步增长，截至 2022 年 6 月 30 日，集团管理资产达到 27410 亿元。

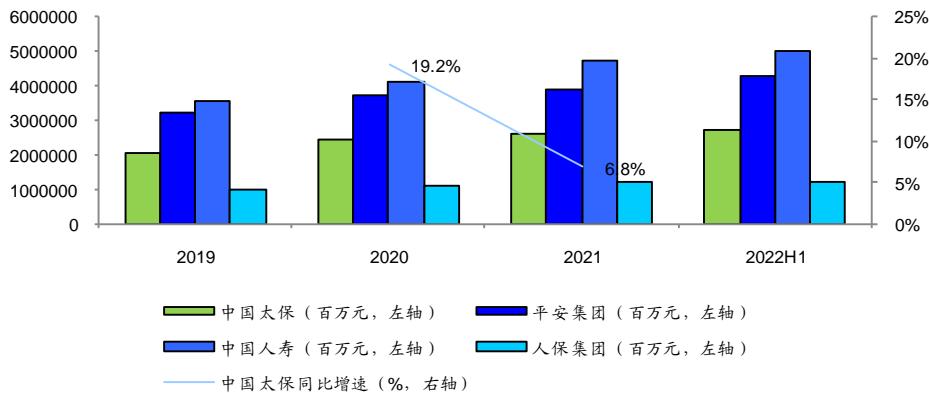
集团投资资产规模五年复合增长率 10.9%，投资资产规模位于行业中游。1) 集团投资资产自 2017 年 10812 亿元增长至 2021 年 18121 亿元，复合增长率 10.9%，2021 年同比增长 10%。2022 年上半年，集团总投资规模进一步增长，截至 2022 年 6 月 30 日，集团总投资规模达到 19412 亿元。2) 集团投资资产规模低于中国人寿和平安集团，略高于中国人保，处于行业中游水平。

图50 中国太保总投资资产规模增长情况



资料来源：公司 2013-2021 年年报、2022 年半年报, HTI

图51 中国太保投资资产规模同行业对比

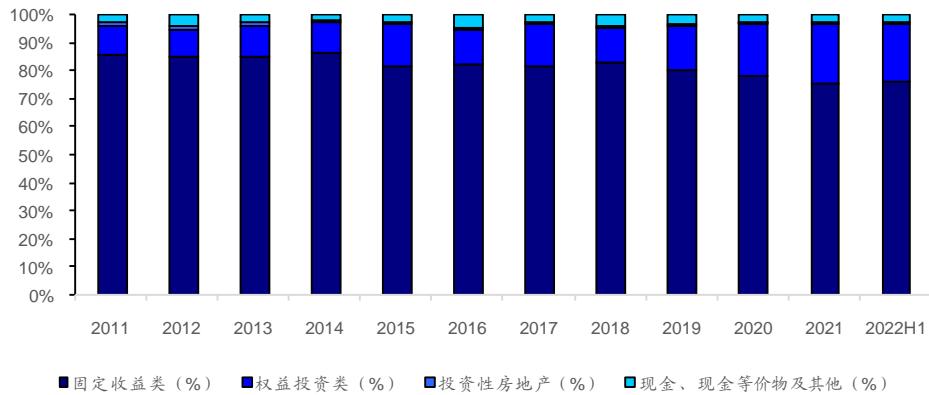


资料来源：各公司 2019-2021 年年报、2022 半年报，HTI

5.2 大类资产配置稳定，固定收益类资产配置比例较高

集团资产端坚持延展资产久期，固收类资产占比较大且稳定。1) 资产配置方面，固定收益类资产占比较高，2017-2019 年固收类投资占比均在 80%以上，2020 年以来固收类投资占比有所下降，2021 年公司固定收益类投资占比 75.7%，2022 年上半年固定收益类投资占比提升至 76.4%。2) 权益类投资占比呈现上升趋势，由 2017 年 14.6%上升至 2021 年 21.2%，2022 年上半年略有下降，占比为 20.4%。3) 截至 2022 年 6 月末，固定收益类资产久期为 7.9，较上年末增加 0.8。4) 固定收益类投资资产仍然是投资资产中占比最高的部分，从资本市场看，长期利率趋势仍不明显，市场违约风险仍在，我们认为在未来市场利率中枢下行的背景下公司将继续执行“哑铃型”策略，继续加强长期利率债产品配置，提高资产端抗风险能力。

图52 中国太保资产配置情况 (%)



资料来源：公司 2011-2021 年年报、2022 半年报，HTI

5.3 投资能力较强，投资收益率处于上市险企中游水平

投资收益率处于上市险企中游水平。1) 中国太保 2019 年、2020 年、2021 年、2022 年上半年净投资收益率依次为 4.9%、4.7%、4.5%、3.9% (经年化)，在中国太保、平安集团、中国人寿、人保集团、新华保险这五家上市险企中，中国太保净投资收益率在三四名中浮动。2) 2019、2020、2021 年以及 2022 年上半年总投资收益率分别为 5.4%、5.9%、5.7%、3.9% (经年化)，在中国太保、平安集团、中国人寿、人保集团、新华保险这五家上市险企中，中国太保总投资收益率处于中游水平。

图53 净投资收益率同业对比 (%)

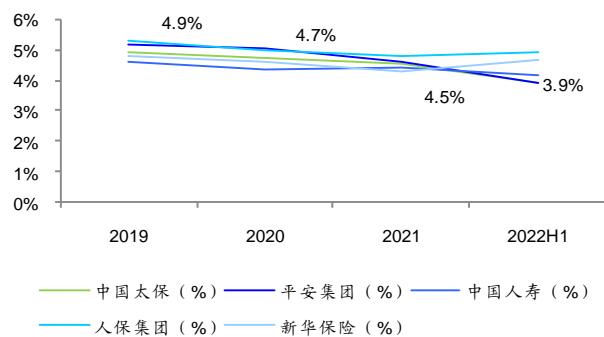
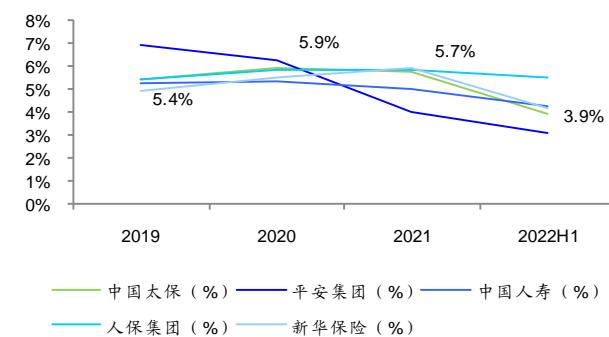


图54 总投资收益率同业对比 (%)



资料来源：各公司 2019-2021 年年报、2022 年半年报, HTI

资料来源：各公司 2019-2021 年年报、2022 年半年报, HTI

近年来市场条件恶化，公司投资收益趋势平稳，能较好的支持保险主业。1) 2022 年上半年受新冠肺炎疫情和地缘政治冲突等超预期因素影响，我国经济面临一定的下行压力，股票市场波动加剧，市场利率维持在低位震荡，信用违约风险有所上升。在此环境下，中国太保依旧保持了较为稳定收益水平。得益于权益类投资资产分红收入的增长，公司 2022 年上半年实现净投资收益 390 亿元，同比增长 10.2%。2) 我们认为，受益于稳定的投资收益水平，太保资产端能够很好地服务负债端的投资需求，能为集团整体收益提供有效助力。

5.4 坚守风控底线，实现稳健收益

近年来，公司坚守风控底线，实现稳健收益。1) 公司债权投资的比例维持在 40.0% 左右，债权投资中以政府债券为主。2022 年 6 月末，公司债券投资占投资资产的 40.5%，较上年末增加 2.3 个百分点，其中国债、地方政府债、政策性金融债占投资资产的 26.2%，较上年末增长 4.1 个百分点。2) 截至 2022 年 6 月，在企业债及非政策性银行金融债中债项或其发行人评级 AA/A-1 级及以上占比 98.2%，其中，AAA 级占比达 93.3%。3) 2022 年上半年，公司非公开市场融资工具投资规模为 3895 亿元，占投资资产的 20.1%，较上年末下降 1.6 个百分点。具有外部信用评级的非公开市场融资工具占 99.5%，其中 AAA 级占比达 95.8%，AA+ 级及以上占比达 99.6%。总体看，公司目前所投资的非公开市场融资工具整体信用风险管理良好，其中高等级免增信的主体融资占 54.3%，其他项目都有担保或抵质押等增信措施，信用风险总体可控。

图55 债券投资占比 (%)

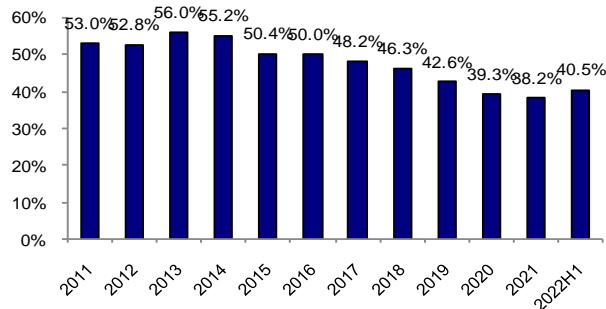
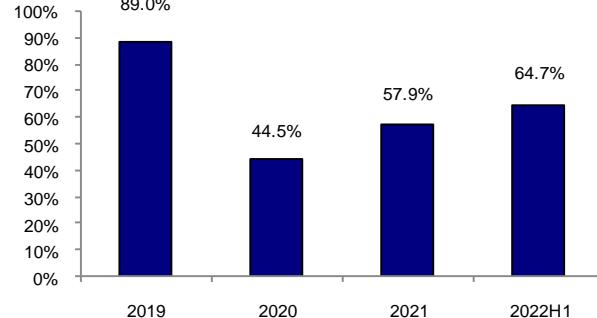


图56 政府债券在债券投资中的占比 (%)



资料来源：公司 2011-2021 年年报、2022 年半年报，HTI

资料来源：公司 2019-2021 年年报、2022 年半年报，HTI

6. 中国太保优势：科技赋能发展，养老产业加速布局

公司提前谋篇布局，实施转型战略，寻找穿越经济周期的保险发展模式。1) 六年前，推进“保险姓保”的监管组合拳，拉开了保险业的转型大幕。此后几年，利率持续下行、人口红利消退、代理人队伍规模锐减、疫情冲击传统线下营销模式、寿险新单增长承压等因素使保险业接连受到冲击。2) 中国太保在 2017 年已意识到深化转型，走高质量发展路线的重要性。3) 2018 年，公司全面启动 2.0 战略转型，推出百亿养老产业规划，同时开展公募基金管理业务，扩大产业布局。4) 2019 年明确“固守本源，以进固稳，将转型进行到底”，持续推动产寿险转型。5) 2021 年，公司引入友邦原 CEO 蔡强；启动 ESG 可持续发展顶层设计；太保私募基金管理有限公司成立，完成私募股权、创业投资基金经理人备案登记，标志着公司在股权投资专业化管理方面迈出重要一步；设立太保寿险香港公司并在沪港两地同步举行成立仪式，进一步完善公司在香港的业务战略布局，为推动粤港澳大湾区业务整合创新发展奠定重要基础；设立大健康产业基金，围绕医疗健康细分赛道稳步开展多元化的投资布局，不断打造高质量发展新高地。

表4 中国太保转型 2.0 里程碑事件

年份	事件
2017	公司提出围绕人才、数字、协同、管控、布局五大关键词实施转型
2018	全面启动 2.0 推出百亿养老产业规划
2019	推动太保寿险大刀阔斧改革和产险提质增效 完成 GDR 发行并登陆伦交所，成为首家上海、香港、伦敦三地上市的保险公司
2020	推出人才长期激励机制“长青计划” 制定大健康发展规划
2021	引进友邦中国原 CEO 蔡强 启动 ESG 可持续发展顶层设计

资料来源：公司 2017-2021 年年报，HTI

五年转型征程中，中国太保把长期主义理念融入实践，变成行动，整体业绩保持稳健增长，市场地位持续稳固，综合实力不断提升。太保 30 周年之际，公司《财富》世界 500 强排名大幅跃升位列第 158 位，成为全球排名第 5 的保险品牌，品牌价值 153.9 亿美元，同比增长 9.6%。在 2021 年凯度 BrandZ“最具价值中国品牌 100 强”榜单中，太保品牌价值同比增长达 57%，达 1.6 万亿美元。我们分析在个险价值持续放大、资产驱动负债遭遇瓶颈的环境下中，中国太保的战略逻辑、发展路径、实践经验有着更为独特的意义。

6.1 建立差异化“产品+服务”体系

保险业目前正处于高质量转型期，公司始终坚持以客户需求为导向，把握行业发展趋势，打造覆盖客户全生命周期健康生态圈，以客户为中心，持续向客户提供有温度的“太保服务”。2021年12月24日，中国银行保险信息技术管理有限公司发布2021年上半年保险服务质量指数，公司旗下太保产险以94.6分在参与的59家财产险公司中拔得头筹，太保寿险则以94.8分在参与的79家人身险公司（含7家专业健康险公司）中排名首位，太保健康险公司也在专业健康险公司中名列前茅，不断树立起以“责任、智慧、温度”为标签的太保服务品牌。

创建四级“服务官”制度，不断深化“太保服务”。1) 公司针对遍布全国各地的5800家分支机构，创新建立了从集团到中心支公司的四级“服务官”制度，来自不同层级机构的800名服务官走近客户、服务客户，切实承担起“将服务细胞渗透到转型经营中”这一重要使命，集团总客户数在一年内净增近2000万。2) 在集团和子公司总部层面，设置“首席服务官”。在分公司和中心支公司层面，设置“体验服务官”，“太保服务”成为“一把手”工程。3) 在各级服务官的引领与推动下，公司不断提高服务质量，优化服务供给。“太保蓝本”覆盖客户数已超过1800万人，覆盖全国400个城市，超过2800家公立医院，为客户提供更优质的三甲医院就诊体验；太医管家秉承“打造高品质可信赖的医疗健康平台，提供愿意托付全家健康的家庭医生服务”的使命，链接全球优质就医资源，建立互联网医院+线下医院的线上线下一体化的医疗服务新模式。不到一年时间，“太医管家”注册用户已超过100万人，服务会员超过13万人；普惠保险业务也是公司发力重点之一，惠民保承保项目参保率均超过30%，其中“沪惠保”首年参保率达到38.5%，覆盖739万人，太保寿险的“太惠保城市定制型普惠保险”项目在人民日报、证券时报主办的第六届“2021中国保险业方舟奖”评选中荣获“2021中国保险业创新方舟奖”。4) 随着消费者的保险意识和专业素养不断提升，消费者越来越重视服务体验，太保服务品牌有助于公司把服务打造成太保独特的标签，通过服务赋能发展。

太保连续四年服务进博会。公司为进博会提供“产、寿、健”一站式的综合保障，推出“全链条、全周期、数字化、多元化”的“太保服务+”保障模式，累计为四届进博会提供总保额2.6万亿的综合保险方案和全生命周期风险管理服务，并助力第四届进博会提供碳中和综合解决方案，探索打造中国会展业碳中和行业标杆。

图57 “太保服务”持续优化

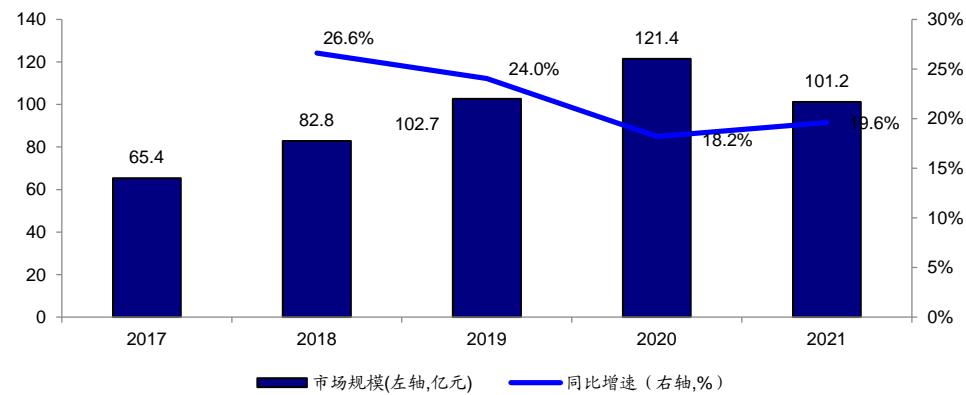


资料来源：公司2021年中期推介资料，HTI

6.2 “产品+科技”，打造“数字太保”

在 31 年的发展历程中，公司不断应对新的环境和新的技术变化，始终将数字化作为公司发展的关键词。1) 站在保险行业数字化转型的关键时点，近年来，银保监会发布了多项监管政策和指导意见，在鼓励和规范保险数字化转型进程的同时，也对行业数字化水平提出了更高的要求。2018 年，《中国保险服务标准体系监管制度框架（征求意见稿）》明确指出推进保险服务数字化转型升级，加快数字保险建设，更好的服务我国经济社会发展和人民生活改善；2019 年，《健康保险管理办法》鼓励保险公司采用大数据等新技术提升风险管理水平；2020 年，《推动财产保险业高质量发展三年行动方案（2020-2022 年）》鼓励财产保险公司利用大数据、云计算、区块链、人工智能等科技手段，对传统保险操作流程进行更新再造，提高数字化、线上化、智能化建设水平。2021 年，《关于银行业保险业支持高水平科技自立自强的指导意见》指出要充分发挥保险业服务科技创新的积极作用，为实现高水平科技自立自强提供有力支撑。2) 在政策引导以及市场发展的客观需求下，以移动互联网、大数据、人工智能、生物科技、区块链等为代表的技术不断成熟，推动了保险业加速数字化转型。在此背景下，我国保险业信息化建设保持较高速的增长，2021 年中国保险业 IT 解决方案市场规模为 101.2 亿元，同比增长 19.6%，中国太保意识到数字化建设在未来发展中的重要性和紧迫性。加快数字化转型升级，才能更好拥抱下一个发展时代。

图58 2017-2021 年中国保险业 IT 解决方案市场规模（单位：%）



资料来源：产业信息网，中文互联网数据资讯网，HTI

备注：2021 年度 IDC 对保险 IT 解决方案市场规模的计算口径进行了调整。2020 年及之前的保险 IT 解决方案报告的计算口径是基于各家厂商的订单金额。从 2021 年的报告开始，将所有参与企业的营收统一调整为按照新收入准则所确认的收入，与上市公司年度报告口径保持一致。故此图 21 年市场规模及同比增速有所出入。

大数据战略启动推进，数字化转型打造公司增长新动能。1) 公司重点打造客户线上化、作业线上化、伙伴线上化和管理线上化的科技赋能平台，提升平台线上化经营能力。建立线上运行协同业务管理新版系统，整合客户数据，完善工具支撑，持续推进有太保特色的客户综合经营模式。2) 公司于 2020 年成立太保金科，继续承载集团内各子公司的科技业务要求，激发数据活力并赋能主营业务。在理赔端，公司与上海保险交易所合作打造区块链智能理赔服务，利用区块链去中心化的特点，应用于保险理赔环节，不仅节省人工审核的时间，还保证理赔过程的真实性、透明性。3) 中国太保产险拥有自主研发的企业级防灾防损服务平台，基于 GIS 地理信息技术，开发了覆盖中国全境的多灾因风险地图，为风险防控提供可靠的“太保方案”。4) 2021 年，国内内首家云医院——“徐汇云医院”在太平洋健康险助力下顺利上线，将实体医院的功能迁至“云端”，为疫情期间患者就医提供便利，也是对智慧医疗未来发展的有益探索和创新实践。2021 年，公司推出数字化经营工具“太好管”，提升营销团队管理效率，体现数字化转型，赋能公司的企业管理。5) 此外公

司构建上海、成都、武汉三个研发中心，成立数智研究院，加大行业顶尖人才的引进与培养。目前已聘任七位首席专家，并组建大数据、AI、安全、互联网运营、云计算和区块链等六大领域的专业团队，承担核心技术攻坚任务，创新孵化机制正在形成。

图59 中国太保数字化转型时间线



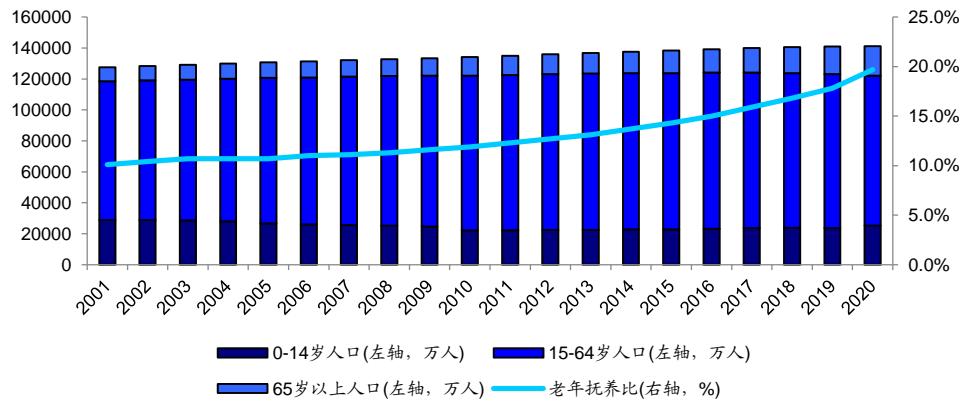
资料来源：零壹财经，HTI

6.3 “产品+康养”，大健康蓝图有序落地

6.3.1 加快养老产业布局，展现社会责任担当

因势而变，顺势而为。第七次全国人口普查结果显示，2020 年中国人口总量 14.1 亿人，其中 60 岁以上人口占比达 18.7%，比 2010 年（第六次全国人口普查数据）增加 5 个百分点，人口老龄化程度进一步加深。随着社会医疗卫生事业的发展，以及出生率的下降，更加加速人口结构转变的进程，人口老龄化是一个必然的结果。就老年人收入情况来说，老年人劳动参与率较低，收入水平相对有限，养老金收入是大多数老年人的主要收入来源，因此来自子女或其他亲属的经济支撑就十分必要，但老年人慢性疾病发病率高、住院频率高等因素使得老年人收支不平衡，加上老年人抚养比率的逐年提升使老年人这一整体的重要性越来越受到重视，这也对社会和市场提出新的需求，既给商业保险机构提供了机会，也是时代赋予商业保险机构的责任。

图60 中国人口年龄结构变化



资料来源：国家统计局，HTI

公司服务国家战略，积极应对老龄化问题。1) 作为保险业的中坚力量，公司自转型 2.0 启动以来，积极布局养老领域，发力康养产业，推进“大健康战略”，不断丰富大健康大养老服务供给，为全国 1117 万 60 以上老年客户提供“责任、智慧、温度”的“太保服务”。2) 2021 年，公司积极规划大健康布局，紧盯“十四五”时期主要发展目标，聚焦“大健康”、“大数据”和“大区域”三大重点领域，推进战略施工落地，转换发展动能：上海广慈太保互联网医院正式揭牌运营；“太医管家”注册用户数超 100 万人；大健康产业股权投资基金正式成立；养老产业“太保家园”实现 9 城 10 园，总床位超过 1.2 万张，构建“颐养、乐养、康养”全龄覆盖的产品体系，提供全龄覆盖的养老服务，带来应对老龄化时代的太保方案。3) 2018 年公司发布了首轮养老产业发展规划，明确提出“高品质养老社区与专业化养老服务相结合”的养老产业发展路径，目前已全面完成“做布局，打基础”的战略任务。同时公司结合“大数据战略”和“大区域战略”助力“大健康战略”蓝图有序落地。4) 中国太保不断推进大健康投资业务，太保家园养老社区对保险主业的协同赋能作用进一步凸显。截至 2022 年上半年，太保家园已新增落地北京、三亚 2 个项目，在全国的项目达到了 12 个。公司将持续提升服务品质，通过构建以太保家园为主体、配套多元化老年服务为补充的一站式大养老生态，强化主业协同赋能。

图61 中国太保全力实施“大健康战略”



资料来源：公司 2021 年中期推介资料，HTI

6.3.2 太保家园，绘制养老产业发展蓝图

太保家园为积极老龄化和健康老龄化提供可资借鉴的“太保样本”。1) 太保养老服务公司按照“南北呼应、东西并进、全国连锁、全龄覆盖”的发展思路，规划在长三角、大湾区、环渤海、成渝及中部地区落地 13-15 个颐养、康养、乐养型高端养老社区项目。2) 2021 年，公司旗下高品质养老社区——太保家园基本完成“东南西北中”全国布局。太保家园已经在成都、大理、杭州、上海、厦门、南京、武汉 7 个城市落地 8 个养老社区项目。3) 2022 年起，太保家园将形成全方位、全场景、全覆盖的“保险+健康+养老”生态圈，构筑起新一轮竞争发“护城河”，建立起颐养、康养、乐养“三位一体”的产品体系，构建“从 55 岁至 99 岁+”的全龄覆盖的养老服务能力。已落地项目的建设开发正在有序进行，累计已开工 63.7 万平方米，在建 4894 套养老公寓、7966 张床位。总投资储备床位数 1.1 万张，居国内上市保险公司第一。在公司创新型养老服务体系下，越来越多的老年人能够得到全面精心的服务，实现人生价值，乐享长寿好时光。

“三位一体”、全龄覆盖的创新养老模式。1) 中国太保于 2018 年首次在业内提出“颐养、乐养、康养”三位一体的养老产品线布局策略。2) 在安居方面，太保家园以全方位适老、灵活可变的居住空间为基础，提供星级酒店、国际标准的房务管理服务。更有以管家为触点的多专业生活团队，提供一站式生活协助，全天候悉心安排长者生活，为长者排忧解难。3) 在社区餐饮方面，太保家园有近 4000 种专为客户营养设计菜品库，每周 380+ 菜品不重样；自建专属有机菜蔬农场、营养师精心搭配、套餐+零点选餐模式，让营养、安全与个性化完美平衡。4) 在文娱方面，太保家园推出雅趣共赏、动静相宜、教学相长、少长咸集的特色项目。社区不仅组织丰富多彩的活动，也鼓励长者自发组建社团、兴趣小组。此外，通过开设“太学”，引入专业线上和线下精品课程，满足长者兴趣的培养和深造。5) 在智能方面，太保家园与华为、腾讯、小米、松下等主流科技厂商开展广泛合作。从快捷生活、安全保护、智能家居、亲情互通等多个维度入手，探索智能化应用场景，全方位打造 5G 时代的智慧养老社区。6) 公司不断优化迭代“保险产品+养老社区+专业服务”综合解决方案，助力长者实现人生价值追求，为我国养老事业全面协调可持续发展贡献太保智慧、太保方案、太保力量。

图62 “太保家园”布局图



资料来源：公司官网，HTI

6.3.3 产服融合，守护健康生活

公司围绕客户的需求和痛点创新了长期百万医疗险、康养结合的终身重疾险等产品，打造包含疾病预防、慢病管理、就医服务等健康管理服务生态。1) 比如“金典人生保险产品计划”在疾病的“前、轻、重”病程全周期提供贴心守护；“好事成双保险产品计划”实现康养两全，增至给付；“安享百万长期医疗保险”提供长达 15 年的百万医疗险，满足客户长期稳定的医疗保障需求，省去每年续保的麻烦。2) 同时，积极布局大健康战略，推进互联网医疗、线下实体医疗、专业健康险以及健康产业基金项目，以打通“医、药、险”闭环，构建健康管理、保险产品、医疗服务三位一体的医疗健康生态圈。比如太保蓝本是公司为客户用心打造的“健康服务+保险产品”一体化解决方案，内容覆盖诊前、诊中、诊后的健康管理与就医服务，以国内顶尖三甲医院专家资源为支撑，服务网点遍布全国，覆盖近 400 座城市、2800 多家公立医院。截至 2021 年 6 月，太保蓝本已温暖覆盖 1600 万客户；以家庭为单位的健康管理服务产品“太保管家”，以专业的服务团队、便捷的就医体验、主动服务管理健康、专病管理，全病程介入、科技赋能，动态追踪等优点，构建“所问即可见”的健康医疗服务体系，让健康服务走进千家万户。“适老化”的视频问诊及送药到家服务，真正做到足不出户也能享受优质医疗保障，让公司的养老产品和服务受到了社会和群众的认可。

图63 构建健康管理、保险产品、医疗服务三位一体的医疗健康生态圈



资料来源：居民养老规划与风险管理白皮书，HTI

7. 估值与投资建议

7.1 2022 年 Q3 起净利润开始转暖

2022 年 Q3 净利润显著优于上市险企。1) 2022 年三季度太保个险新单保费 197 亿元，同比-25.8%；Q3 单季同比+30.9%。新业务价值增速延续逐季向好趋势，前三季度新业务价值 75.5 亿元，同比-37.8%，Q3 单季同比+2.5%。我们预计在长航行动已初见成效的情况下，公司新单保费及新业务价值增速将迎来显著改善。2) 太保产险前三季度实现产险保险业务收入 1339 亿元，同比+12.5%；Q3 单季保费同比+13.0%。前三季度综合成本率为 97.8%，同比-1.9pct，其中综合赔付率同比-0.6pct 至 70.2%，综合费用率同比-1.3pct 至 27.6%。

我们预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 246/271/328 亿元，分别同比 -8%/+10%/+21%。

表 6 中国太保盈利预测（百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	440,643	451,321	523,674	620,501
已赚保费	339,535	384,841	454,766	541,439
投资收益	95,457	59,184	62,485	72,592
公允价值变动(损失)/收益	1,163	295	423	470
汇兑损失	-417	1,000	0	0
其他业务收入	4,905	6,000	6,000	6,000
营业支出	-409,849	-419,904	-487,678	-576,845
退保金	-22,330	-14,120	-15,484	-17,316
赔付支出	-148,749	-148,800	-161,639	-176,943
减：摊回赔付支出	13,960	12,001	12,962	13,998
提取保险责任准备金	-155,096	-123,687	-154,736	-202,212
减：摊回保险责任准备金	2,737	1,009	1,010	1,010
提取保费准备金	0	0	0	0
保单红利支出	-12,376	-22,136	-24,175	-26,847
分保费费用	-239	-200	-200	-200
营业税金及附加	-1,025	-200	-300	-300
手续费及佣金支出	-30,304	-66,445	-76,392	-88,442
业务及管理费	-50,240	-55,326	-64,223	-75,094
减：摊回分保费费用	8,141	3,000	3,000	3,000
利息支出	-3,441	-2,000	-3,000	-3,000
其他业务成本	-6,446	-2,000	-3,500	-3,500
计提资产减值准备	-4,441	-1,000	-1,000	-1,000
营业利润	30,794	31,416	35,996	43,656
加：营业外收入	248	300	300	300
减：营业外支出	-246	-100	-100	-100
利润总额	30,796	31,616	36,196	43,856
减：所得税	-3,178	-6,323	-8,325	-10,087
净利润	27,618	25,293	27,871	33,769
减：少数股东损益	784	718	791	959
归属于母公司所有者的净利润	26,834	24,574	27,079	32,810

资料来源：中国太保 2021 年年报，HTI

7.2 看好长航行动转型所带来的成效，估值低位，“优于大市”评级

我们认为，随着公司“长航行动”推进人身险板块深化转型，代理人质态的逐步改善，财产险板块聚焦体系化能力建设，资产板块坚持“价值投资、长期投资、稳健投资”，公司有望于激烈的行业竞争中突围。目前 A 股股价对应 2022E PEV 仅 0.43x，估值较低。因“长航行动”助力人身险业务转型已初见成效，代理人渠道清虚已经看到曙光，银保渠道增长超出预期，提升公司 2022 年 PEV 至 0.70 倍，目标价 40.05 元，重申“优于大市”评级。

风险提示：1) 长端利率趋势性下行，2) 股市大幅波动，3) 保障型产品保费增长不达预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					寿险保费	211685	243996	304160	380604
每股收益	2.79	2.55	2.81	3.41	非寿险保费	152643	164854	178043	192286
每股净资产	23.57	24.46	26.97	30.07	总保费及管理费收入	364328	408850	482202	572890
每股内含价值	51.80	57.21	64.69	73.11	减：分出保费	24934	29053	32482	36498
每股新业务价值	1.39	0.91	0.99	1.08	净保费收入	339394	379797	449720	536393
价值评估 (倍)					减：净提取未到期责任准备金	2313	(2289)	2394	2320
P/E	9.06	9.90	8.98	7.41	已赚净保费	337081	382086	447326	534073
P/B	1.07	1.03	0.94	0.84	投资收益	95457	59184	62485	72592
P/EV	0.49	0.44	0.39	0.35	营业收入	440643	451321	523674	620501
VNBX	-19.02	-35.24	-39.90	-44.42	赔付及保户利益	338551	308743	356034	423319
盈利能力指标 (%)					保险业务综合费用	71298	111161	131644	153527
净投资收益率	4.50%	4.33%	4.32%	4.49%	营业费用	409849	419904	487678	576845
总投资收益率	5.70%	5.10%	5.10%	5.10%	营业利润	30794	31416	35996	43656
净资产收益率	11.83%	10.44%	10.44%	11.34%	税前利润	30796	31616	36196	43856
总资产收益率	1.38%	1.27%	1.29%	1.41%	所得税	3178	6323	8325	10087
财险综合成本率	99.10%	98.00%	98.60%	98.40%	归属于母公司股东的净利润	26834	24575	27080	32810
财险赔付率	69.80%	70.50%	70.70%	70.60%	少数股东损益	784	718	791	959
财险费用率	29.30%	27.50%	27.90%	27.80%					
盈利增长 (%)									
净利润增长率	9.15%	-8.42%	10.19%	21.16%					
内含价值增长率	8.49%	10.45%	13.07%	13.01%					
新业务价值增长率	-24.82%	-35.00%	9.00%	9.00%	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
偿付能力充足率 (%)					现金及存款投资	245707	224439	245112	272201
偿付能力充足率 (集团)	266%	266%	266%	266%	债权投资	1142342	1034877	1130200	1255110
偿付能力充足率 (寿险)	218%	218%	218%	218%	股权投资	372728	290233	316966	351997
偿付能力充足率 (产险)	288%	288%	288%	288%	其他投资	38753	295152	322339	357964
内含价值 (百万元)					总资产	1799530	1844701	2014617	2237272
调整后净资产	261419	292790	327925	367276	分保资产	30872	6323	6454	6633
有效业务价值	236889	257595	294410	336052	其他资产	115762	76950	80174	84611
内含价值	498308	550385	622335	703327	资产总计	1946164	1927974	2101245	2328516
一年新业务价值	13412	8718	9502	10358	保险合同负债	1385333	1498421	1645269	1839580
核心内含价值回报率 (%)	10.28%	10.73%	10.73%	10.68%	投资合同负债	102843	42007	42008	42009
寿险新业务保费 (百万元)					次级债	9995	2000	2000	2000
趸缴新单保费	4466	4466	4466	4466	其他负债	215588	144336	146375	149047
期交新单保费	44440	27237	29961	32957	负债总计	1713759	1686764	1835652	2032636
新业务合计	48906	31703	34427	37423	实收资本	9620	9620	9620	9620
新业务保费增长率 (%)	17.08%	-35.18%	8.59%	8.70%	归属于母公司股东权益	226741	235338	259427	289248
标准保费	44887	27684	30407	33403	少数股东权益	5664	5871	6165	6633
标准保费增长率 (%)	97.89%	-38.33%	9.84%	9.85%	负债和所有者权益合计	1946164	1927974	2101245	2328516

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 10 日

资料来源：公司年报（2021），HTI

APPENDIX 1**Summary**

- To build a comprehensive insurance group with balanced development of multiple business sectors. 1) China Pacific Insurance was established in May 1991, and completed the reform of sub-business operation system in 2001. After years of accumulation, CPIC Group has owned life insurance companies, property insurance companies, asset management companies, pension insurance companies, agricultural insurance companies, and has realized the full license of covering insurance. 2) The shares of CPIC are scattered and there is no actual controller. We believe that the decentralized equity is conducive to the improvement of the group's operating efficiency and execution. 3) The company management team has rich experience. In 2021, John Cai, former regional CEO of AIA, was introduced as president of Pacific Life Insurance.
- Group: large customer base, the ROE is at the leading level of listed insurance companies, and the historical dividend is considerable.
- Life insurance business: "Long voyage action" to the half, numbers of indicators was picked up.
- Property insurance business: non-auto insurance business is growing rapidly, and the combined ratio continues to optimize.
- Asset management business: fixed income asset allocation is high, investment returns are stable.
- Valuations remain low, with an "outperform" rating. We believe that, with the company's "long voyage action" to promote the life insurance sector to deepen the transformation, gradually improve the hostage situation, the elderly care community on behalf of the big health blueprint orderly implementation; The property insurance sector focuses on systematic capacity building. The company is expected to break through the fierce competition in the industry. At present, A share price corresponds to 2022E PEV only 0.44x, the valuation is low. Our target price of Rmb40.05 is based on 0.7x 2022 PEV and is 40% higher than the previous on 0.5x 2022 PEV. We re-iterate the OUTPERFORM rating.
- Risks: 1) The long-term interest rate tends to decline; 2) the stock market fluctuates greatly; 3) the premium growth of protection products does not meet expectations.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL), Haitong Securities India Private Limited (HSIPL), Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，孙婷，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Ting Sun, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

我，Wangjie OU，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Wangjie OU, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去 12 个月内参与了 601319.CH 的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 601319.CH within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 601319.CH for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

601319.CH 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

601319.CH is/was an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

平安资产管理有限责任公司, 1299.HK, 601628.CH, 601601.CH, 601336.CH, 601319.CH 及 0966.HK 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

平安资产管理有限责任公司, 1299.HK, 601628.CH, 601601.CH, 601336.CH, 601319.CH and 0966.HK are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通在过去的 12 个月中从平安资产管理有限责任公司, 1299.HK, 601628.CH, 601601.CH, 601336.CH, 601319.CH 及 0966.HK 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 平安资产管理有限责任公司, 1299.HK, 601628.CH, 601601.CH, 601336.CH, 601319.CH and 0966.HK.

海通担任 601318.CH, 1299.HK, 601628.CH, 601601.CH 及 601336.CH 有关证券的做市商或流通量提供者。

Haitong acts as a market maker or liquidity provider in the securities of 601318.CH, 1299.HK, 601628.CH, 601601.CH and 601336.CH.

评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行) :

海通国际 (以下简称“HTI”) 采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

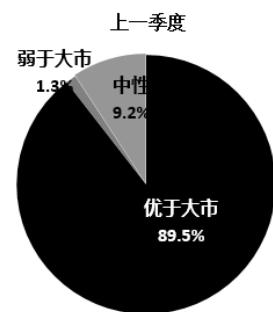
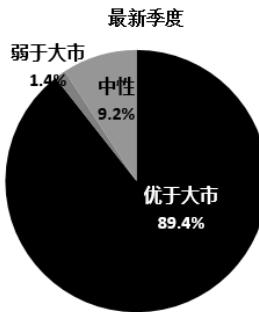
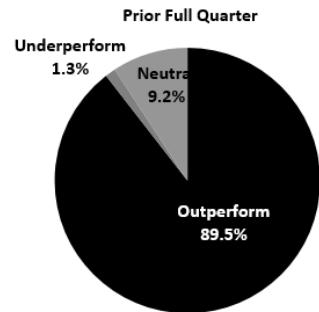
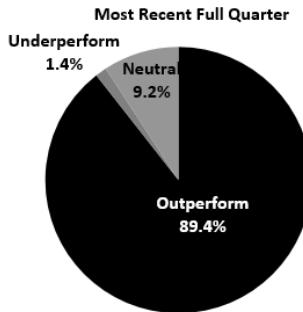
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

评级分布 Rating Distribution



截至 2022 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.4%	9.2%	1.4%
投资银行客户*	5.5%	6.8%	4.5%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义 (直至 2020 年 6 月 30 日) :

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of Sep 30, 2022

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.4%	9.2%	1.4%
IB clients*	5.5%	6.8%	4.5%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究: 海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖: 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH)，海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

MSCI ESG 评级免责声明条款: 尽管海通国际的信息供应商（包括但不限于 MSCI ESG Research LLC 及其联属公司（「ESG 方」）从其认为可靠的来源获取信息（「信息」），ESG 方均不担保或保证此处任何数据的原创性、准确性和/或完整性，并明确表示不作出任何明示或默示的担保，包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用，不得以任何形式复制或重新传播，并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外，信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券，或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害，ESG 方均不承担与此处任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任，也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿（包括利润损失）承担责任。

MSCI ESG Disclaimer: Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的所有直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他

协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication)* *Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明：

非印度证券的研究报告：本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第 571 章）持有第 4 类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息：本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies

or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.hitisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。 HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor") 和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。 HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。 HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。 HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research

analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor

New York, NY 10173

Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」 (“International Dealer Exemption”) 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」 (“Accredited Investor”)，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」 (“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) (“FAA”) 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券、集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd

50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623

电话: (65) 6536 1920

日本投资者的通知事项：本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法 (“FIEL”)）第 61 (1) 条，第 17-11 (1) 条的执行及相关条款）。

英国及欧盟投资者的通知事项：本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项：Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”)（统称为「印度交易所」）研究报告。

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report; the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106

Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISPL") [Co Reg No 201311400G. HTISPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.hxisec.com/x/legal.html>

Recommendation Chart

China Pacific Insurance - 601601 CH



1. 28 Jun 2019 Coverage Dropped at 36.25
2. 15 May 2020 Outperform at 28.42 target 55.37.
3. 26 Aug 2020 Outperform at 31.27 target 52.98.
4. 31 Aug 2020 Outperform at 32.27 target 52.98.
5. 2 Nov 2020 Outperform at 31.91 target 47.49.
6. 5 Nov 2020 Outperform at 31.91 target 47.49.
7. 20 Jan 2021 Outperform at 42.20 target 55.46.
8. 25 Jan 2021 Outperform at 42.20 target 55.46.
9. 29 Mar 2021 Outperform at 38.51 target 54.30.
10. 31 Mar 2021 Outperform at 38.51 target 54.30.
11. 29 Apr 2021 Outperform at 33.30 target 54.25.
12. 18 May 2021 Outperform at 33.30 target 54.25.
13. 30 Aug 2021 Outperform at 26.19 target 37.78.
14. 17 Sep 2021 Outperform at 26.19 target 37.78.
15. 1 Nov 2021 Outperform at 27.34 target 37.78.
16. 11 Nov 2021 Outperform at 27.34 target 37.78.
17. 20 Jan 2022 Outperform at 27.66 target 34.89.
18. 26 Jan 2022 Outperform at 27.66 target 34.89.
19. 29 Mar 2022 Outperform at 22.54 target 34.37.
20. 6 Apr 2022 Outperform at 22.54 target 34.37.
21. 29 Apr 2022 Outperform at 20.80 target 31.51.
22. 29 Aug 2022 Outperform at 20.17 target 31.47.
23. 1 Sep 2022 Outperform at 20.17 target 31.47.
24. 30 Oct 2022 Outperform at 18.01 target 28.61.
25. 1 Nov 2022 Outperform at 18.01 target 28.61.

Source: Bloomberg, HTI estimates