

中国太保 (601601) 重大事项点评

发行 GDR 彰显改革动力，预计套利空间有限

推荐 (维持)

目标区间: 47.8-49.8 元

当前价: 36.45 元

事项:

- 9月24日中国太保董事会决议发行全球存托凭证 GDR 并申请在伦敦证券交易所挂牌上市,以新增发的公司人民币普通股 A 股 (以下简称“A 股股票”) 作为基础证券。本次发行的 GDR 所代表的新增基础证券 A 股股票不超过 6.29 股,不超过本次发行前公司 A 股股份的 10%。发行价格按照 GDR 与 A 股股票转换率计算后的金额不低于公司最近一期经审计的每股净资产。GDR 自上市之日 120 日内不得转换为境内 A 股股票。

评论:

- 配合沪伦通西进,打造上海国金融改革标杆。**作为上海国资下的优质金融企业,此次发行是沪伦通业务的进一步扩容,有利于推进上交所国际化战略的落实。结合上海市不久前发布的《上海市开展区域性国资国企综合改革试验的实施方案》来看,太保有望成为上海国金融改革的排头兵,通过优化资本结构、加快创新力度来实现整体效率的提升。
- 预计太保 GDR 估值在 1.5 倍以上。**金融是伦交所市值占比最高的板块,平均 PB 估值 1 倍。其中保险类显著高于银行类估值,保诚 (1.9 倍)、英杰华 (0.87 倍),而汇丰控股和巴克莱分别只有 0.65 和 0.38 倍 PB。对于港股已经上市的标的,太保的 GDR 价格会以 H 股价格为支撑,同时包含 A 股价格的转换套利因子,最终平衡与 AH 股价格之间。当前太保 A/H 估值为 PEV0.9/0.68, PB2.09/1.42 倍,预计 GDR 价格会在 1.5 倍以上。
- 对 A 股是否构成利空?**A 股投资者的担心主要有两个,一是低价发行摊薄 EPS 和 EVPS,二是三个月后转换套利带来抛压,对标华泰证券近期疲弱走势。假设以 1.5 倍 PB 发行 10%A 股基础股票,则总股本增加 6.5%,对 EPS 的摊薄在 6%以内 (考虑募集资金的收益),BVPS 小幅增厚 3.2%,影响较小。至于转换套利,理论上如果存在较大价差,在转换日期前 GDR 将有较大的买盘,而 A 股有一定的抛盘,最终在到期日平衡在一个汇率均衡价格,而不会引起大规模的实操上的转换抛售。我们预计太保 GDR 与 A 股的差价小于华泰证券,套利的动力也更弱。此外,华泰证券近期较弱与 8 月定增解禁有较大关系。
- 投资建议:**我们维持预计 2019-2021 年中国太保 EPS 为 2.86/2.64/3.25 元,BPS 为 18.6/20.6/22.8。预期 2019 年 EV 增速为 15%-20%,继续给予 1.12 倍 PEV (2019),对应价格区间为 47.8-49.8 元/股,维持“推荐”评级。
- 风险提示:**新业务价值增长不及预期、权益市场动荡、经济下行压力加大。

主要财务指标

	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	354363	411697	469241	535953
同比增速(%)	10.80	16.18	13.98	14.22
归母净利润(百万)	18019	25898	23897	29412
同比增速(%)	22.90	43.73	-7.73	23.08
每股盈利(元)	1.99	2.86	2.64	3.25
市盈率(倍)	17.83	12.41	13.45	10.93
市净率(倍)	2.15	1.91	1.72	1.55

资料来源:公司公告,华创证券预测

注:股价为 2019 年 09 月 24 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 洪锦屏

电话: 0755-82755952

邮箱: hongjinping@hcyjs.com

执业编号: S0360516110002

联系人: 张经纬

电话: 0755-82756802

邮箱: zhangjingwei@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	906,200
已上市流通股(万股)	906,200
总市值(亿元)	3,303.1
流通市值(亿元)	2,291.5
资产负债率(%)	88.7
每股净资产(元)	17.9
12 个月内最高/最低价	40.4/26.34

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《中国太保 (601601) 2019 年一季报点评: 主动调整产品结构, 寿险新单负增长》

2019-04-28

《中国太保 (601601) 2019 年中期业绩预增点评: 净利润因 2018 汇算清缴大幅增长, 符合预期》

2019-07-31

《中国太保 (601601) 2019 年中报点评: 个险渠道压力显现, 投资端略显保守》

2019-08-26

图表 1 “伦交所”上市主要保险公司 PB 估值



资料来源: wind、华创证券

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2018A	2019E	2020E	2021E	单位：百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	15323	16854	18540	20396	营业收入	354363	411697	469241	535953
交易性金融资产	11835	13256	14581	15310	已赚保费	299723	339287	388969	445933
买入返售金融资产	23095	25866	31040	32592	保险业务收入	321895	362874	416009	476933
应收保费	12063	14476	17371	20845	减：分出保费	(17563)	(21772)	(24961)	(28616)
应收分保账款	6949	7296	8026	8427	提取未到期责任准备金	(4608)	(1814)	(2080)	(2385)
应收利息	19282	20247	22271	23384	投资收益	53478	65712	78854	94623
应收准备金	23467	26283	29438	31792	公允价值变动收益/(损失)	(2168)	2832	(3010)	(9679)
定期存款	128396	147655	162421	175415	汇兑收益/(损失)	53	122	123	124
可供出售金融资产	415868	478248	549985	604984	其他业务收入	3277	3744	4305	4952
持有至到期投资	284744	327456	366750	419929	营业支出	(326108)	(376132)	(436399)	(495607)
固定资产	15058	15510	15975	16452	退保金	(12641)	(12701)	(16640)	(19077)
其他资产	379879	396106	413921	431465	赔付支出	(97782)	(145150)	(162245)	(181235)
资产总计	1335959	1489253	1650319	1800991	提取保险责任准备金	(104758)	(90719)	(112321)	(124003)
卖出回购金融资产款	75075	78829	82770	86909	提取保费准备金	(22)	0	0	0
预收保费	16384	18842	21291	24485	保单红利支出	(11263)	(6571)	(8674)	(10409)
应付分保账款	6233	6545	6872	7353	营业税金及附加	(900)	(1046)	(1192)	(1361)
应付职工薪酬	4972	6214	7458	8204	手续费及佣金支出	(56251)	(54344)	(65694)	(80393)
应付赔付款	20789	25986	33003	37953	业务及管理费	(34625)	(61753)	(65694)	(75033)
应付保单红利	26501	34451	42031	52537	利息支出	(2959)	(3048)	(3139)	(3296)
保户储金及投资款	62325	71674	75257	81278	其他业务成本	(3805)	(800)	(800)	(800)
准备金	919671	1057622	1173960	1273747	计提/(转回)资产减值损失	(1102)	0	0	0
递延所得税负债	1168	1401	1471	1619	营业利润	28255	35565	32842	40346
其他负债	48793	13985	13985	13985	加：营业外收入	103	103	103	103
负债合计	1181911	1315549	1458098	1588070	减：营业外支出	(350)	(350)	(350)	(350)
股本	9062	9062	9062	9062	利润总额	28008	35318	32595	40099
资本公积	66635	66635	66635	66635	减：所得税费用	(9574)	(8891)	(8210)	(10086)

盈余公积	4835	5319	5850	6435	净利润	18434	26427	24385	30013
其他综合收益	13434	13401	199	(6430)	归属于母公司股东的净利润/(亏损)	18019	25898	23897	29412
未分配利润/(累计亏损)	54610	73044	103794	129938	少数股东损益	415	529	488	600
一般风险准备	1000	1200	1100	1101					
归属于母公司股东权益合计	149576	168661	186640	206741					
少数股东权益	4472	5043	5581	6180					
股东权益合计	154048	173704	192221	212921					
负债和股东权益总计	1335959	1489253	1650319	1800991					

资料来源：公司公告，华创证券预测

非银组团队介绍

组长、首席分析师：洪锦屏

华南理工大学管理学硕士。曾任职于招商证券。2016 年加入华创证券研究所。2010 年获得新财富非银行金融最佳分析师第二名（团队），2015 年金牛奖非银金融第五名，2017 年金牛奖非银金融第四名。

分析师：徐康

英国纽卡斯尔大学经济学硕士。曾任职于平安银行。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖非银金融第四名团队成员。

助理研究员：张径炜

西南财经大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：张慧

澳大利亚莫那什大学银行与金融专业硕士。2019 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500