

中国太保(601601.SH/02601.HK)

EV 与净利润超预期，最差时间点已经过去

核心观点：

- 公司披露 2020 半年报：归母净利润规模为 142 亿，同比-12%，归母营运利润 174 亿，同比+28%；归母净资产 1968 亿，环比年初+10.3%。
- **NBV 下滑符合预期，EV 穿越周期超预期增长。**（1）上半年 NBV 112 亿，同比-24.8%，主要是新冠疫情导致新单销售下滑的影响（年化新保费同比-20.7%），而产品结构的变化导致 NBV Margin 下滑 2 个百分点至 37%，预计全年 NBV 随新单的回暖而较中报略有改善，约为-16%左右；（2）上半年 EV4304 亿，环比年初+8.7%超出市场预期（寿险 EV+3.8%），集团 EV 超预期增长的原因在于上半年公司发行 GDR，导致调整后净资产环比年初增长 11.4%。全年考虑到内含价值预期回报及新业务价值的稳定贡献，且下半年权益市场的上行有望推动投资偏差贡献正向影响，预计 2020 全年 EV 增长 16.5%。
- **扣非后净利润稳定增长，略超预期。**上半年公司归母净利润 142.4 亿，同比-12%，下降的主要原因：去年同期一次性退税增厚利润 48.8 亿导致基数较高、750 曲线下移导致会计估计变更增提准备金 42 亿。扣非后净利润 141.6 亿，同比+24.8%，超出市场预期，主因公司税率下降（17.2%）及投资端表现相对亮眼（总投资收益同比+17.8%）。
- **投资建议：维持公司“买入”评级。**公司中报存在超预期点：（1）EV 环比+8.7%高于预期；（2）归母净利润同比-12%（扣非+28%），在高基数及增提准备金背景下展现业绩韧性；（3）总投资收益同比+17.8%。基于公司兑现浮盈、权益市场及长端利率上行改善投资，我们上调公司 2020-2022 EPS 至 2.83/3.24/4.48 元/股，采用 EV 估值法得到公司 A 股合理估值为 45.8 元/股（采用 EV 估值法得到 H 股合理估值为 51.3 港币/股），均对应 2020 年 PEV 估值为 0.9X，维持 A/H 股“买入”评级。
- **风险提示。**全年新单增速不达预期，宏观经济下行导致利率下行。

盈利预测：

CNY	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
内含价值（百万元）	336,141	395,988	461,443	540,283	637,672
增长率（%）	17.5%	17.8%	16.5%	17.1%	16.17%
新业务价值（百万元）	27,120	24,597	20,579	21,943	24,880
归母净利润（百万元）	18,019	27,741	25,660	29,397	40,630
增长率（%）	23%	54%	-8%	15%	38%
EPS（元/股）	1.99	3.06	2.83	3.24	4.48
PEV	0.87	0.74	0.63	0.54	0.47
ROE	12.05%	15.55%	12.79%	13.70%	15.53%

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

买入-A/买入-H

当前价格

32.27 元/23.7 港元

合理价值

45.8 元/51.3 港元

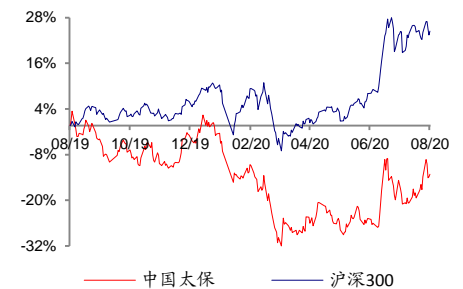
前次评级

买入/买入

报告日期

2020-08-24

相对市场表现



分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师：

刘洪



SAC 执证号：S0260520060001



liuqi@gf.com.cn

请注意，刘洪并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

中国太保 2020-06-04

(601601.SH/02601.HK):GD

R 靴子落地，当前公司价值

被低估

中国太保 2020-03-23

(601601.SH/02601.HK):业务

稳健发展，价值稳定提升

中国太保 2020-01-07

(601601.SH/02601.HK):老牌

优质险企，保持定力再出发

目录索引

一、价值：NBV 下滑符合预期，EV 穿越周期增长	4
（一）NBV：新冠疫情冲击，新单下滑拖累价值增长	4
（二）EV：上半年增长 8.7%，超出市场预期	5
二、利润：扣非后归母净利润稳定增长，略超预期	6
（一）高基数叠加会计估计变更，归母净利润同比-12%	6
（二）营运利润保持稳健增长	6
三、负债端：寿险受疫情冲击承压，财险刚需属性凸显	7
（一）寿险：新单受疫情冲击，队伍产能下滑	7
（二）财险：刚需属性凸显，综合成本率优化	9
四、资产端：配置结构保持稳定，投资收益率高于预期	10
五、盈利预测和投资建议	11
六、风险提示	12

图表索引

图 1: 中国太保 2020 上半年 NBV 同比-24.8%	4
图 2: 中国太保 2020 上半年新单保费同比-20.7%	4
图 3: 10 年期国债收益率 750 移动平均曲线 (%)	6
图 4: 公司会计估计变更导致增提准备金金额 (亿)	6
图 5: 中国太保 2020 上半年营运利润规模 (百万元)	7
图 6: 中国太保剩余边际余额规模及同比增速 (亿元)	7
图 7: 上半年个险单季度新单保费规模及同比增速 (亿)	8
图 8: 单季度个险新单期交保费规模及同比增速 (亿)	8
图 9: 中国太保月均代理人规模及同比增速	8
图 10: 中国太保代理人产能情况 (元/月)	8
图 11: 太保财险业务原保费同比增速	9
图 12: 太保财险结构	9
图 13: 太保财险综合成本率情况	10
图 14: 太保车险综合成本率情况	10
图 15: 中国太保净/总投资收益率	11
图 16: 中国太保综合投资收益率	11
表 1: 中国太保 2020 上半年首年保费、新业务价值及利润率情况	4
表 2: 中国太保内含价值环比增长 8.7%	5
表 3: 中国太保内含价值增长预测	5
表 4: 中国太保手续费及佣金支出降幅高于 NBV 降幅	9
表 5: 中国太保投资组合	11
表 6: 可比公司估值表	12

一、价值：NBV 下滑符合预期，EV 穿越周期增长

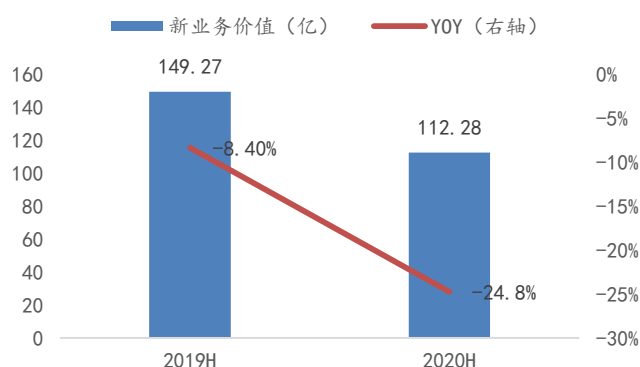
（一）NBV：新冠疫情冲击，新单下滑拖累价值增长

2020上半年公司新业务价值规模为112亿，同比下降24.8%，主要是新冠疫情导致新单销售下滑的影响。但不可否认的是新业务价值的降幅此前市场已有充分预期。

2020上半年年化新单保费规模为303亿，同比下降20.7%，是上半年新业务价值负增长的核心拖累项，其中个险渠道新单保费规模同比下降27.5%至191亿。新单下滑主因公司在2019年末力保当年业绩导致开门红预售节奏晚于同业，且开年来突发的新冠疫情导致线下社交受阻，直接冲击代理人的新单销售，拖累整体公司新业务价值的增长。

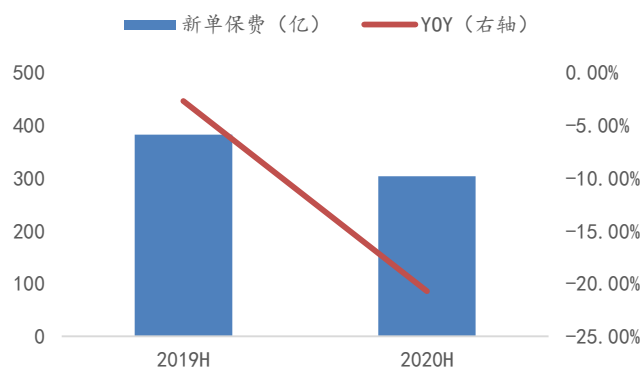
上半年新业务价值率为37%，较去年同期下降2个百分点，NBV Margin略微下滑主因产品结构的变化所致。从公司披露的分险种数据来看，利润率较高的“传统寿险”、“分红寿险”的NBV Margin并未有下滑，且“传统寿险”的利润率反而由去年的73%提升至目前的80%，预计为主力保障型产品价值率较去年同期有所提升所致。但由于疫情期间公司销售部分短期险，导致“其他寿险”的首年保费占总首年保费比重由去年同期的35%提升至45%，进而影响公司整体价值率水平。

图1：中国太保2020上半年NBV同比-24.8%(亿元)



数据来源：公司半年度报告，广发证券发展研究中心

图2：中国太保2020上半年新单保费同比-20.7%(亿元)



数据来源：公司半年度报告，广发证券发展研究中心

表1：中国太保2020 上半年首年保费、新业务价值及利润率情况（百万元）

	FYP		NBV		NBV Margin	
	2019H	2020H	2019H	2020H	2019H	2020H
传统寿险	16,987	12,035	12,405	9,596	73.0%	79.7%
分红寿险	7,821	4,566	1,913	1,106	24.5%	24.2%
其他	13,430	13,715	609	526	4.5%	3.8%
合计	38,238	30,316	14,927	11,228	39.0%	37.0%

数据来源：公司半年度报告，广发证券发展研究中心

展望全年，预计NBV增速有望较中报有所回暖，但整体依旧承压。下半年新业务价值基数相对较低(19H2 NBV占比39%)，随着经济的持续回暖，居民的消费能力提升

推动行业负债端持续改善，但整体维持着弱复苏的状态，且考虑到上半年的缺口较大，因此全年增速预计较中报的-24.8%有所改善，但整体承压，全年预计NBV增速为-16%左右。

（二）EV：上半年增长 8.7%，超出市场预期

上半年公司EV规模为4304亿，环比年初增长8.7%，超出市场预期，其中寿险业务EV 3171亿，环比增长3.8%。公司内含价值在新业务价值大幅负增长的背景下依旧能够实现超预期增长主因上半年公司在伦交所发行GDR，导致调整后净资产大幅增长。2020上半年调整后净资产2322亿，较年初增长11.4%，而当期净利润下降12%，得益于公司上半年发行GDR增厚公司净资产规模，同时公司投资端表现优异导致投资回报未出现大幅负偏差而拖累内含价值增长，超出市场预期。而寿险业务内含价值仅较年初增长3.8%预计主要受新业务价值负增长的拖累。

表2：中国太保内含价值环比增长8.7%（百万元）

	2019A	2020H	环比增速
集团经调整的净资产	208,402	232,174	11.4%
有效业务价值	187,585	198,247	5.7%
EV	395,987	430,421	8.7%
寿险 EV	305,521	317,141	3.8%

数据来源：公司半年度报告，广发证券发展研究中心

展望全年，考虑到内含价值预期回报、新业务价值持续推动公司内含价值的稳定增长，同时公司发行GDR推动净资产增长，且下半年权益市场的上行有望推动投资偏差贡献正向影响，预计2020全年EV增长16.5%。

表3：中国太保内含价值增长预测

	2018	2019	2020E	2021E
年初内含价值预计回报	7.27%	7.12%	6.96%	6.81%
新业务价值	9.48%	7.32%	5.20%	4.76%
分散效应	0.99%	0.77%	0.55%	0.50%
投资收益差异	0.08%	1.50%	0.21%	0.07%
营运经验差异	-0.06%	1.13%	1.08%	1.08%
假设及模型变动	-0.38%	-0.15%	0.00%	0.00%
市场价值调整	1.39%	0.15%	0.17%	0.16%
集团对寿险子公司资本注入	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
股东股息	-2.94%	-3.76%	-3.83%	-3.94%
其他	0.03%	0.01%	0.00%	0.00%
利润分配前净资产变化	4.75%	6.69%	9.65%	11.59%
子公司注资	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
利润分配	-2.61%	-2.70%	-2.86%	-3.07%
少数股东权益调整	-0.53%	-0.28%	-0.60%	-0.75%
合计增速	17.46%	17.80%	16.53%	17.20%

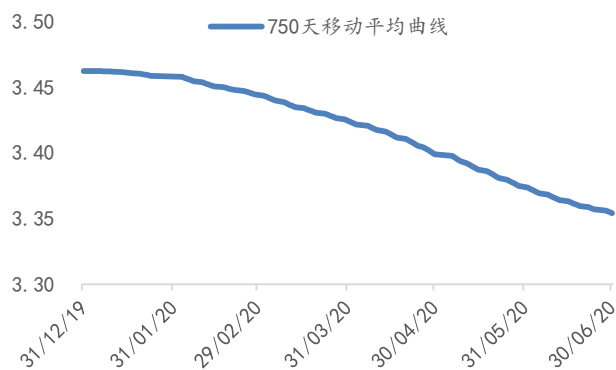
数据来源：公司半年度报告，广发证券发展研究中心

二、利润：扣非后归母净利润稳定增长，略超预期

（一）高基数叠加会计估计变更，归母净利润同比-12%

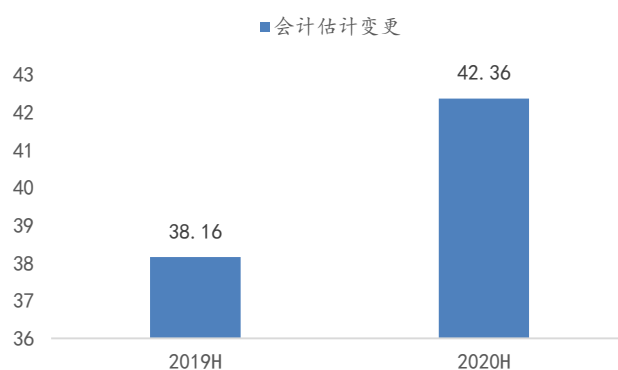
上半年公司归母净利润为142.4亿，同比-12%，略超预期。净利润下降的主要原因在于两方面：去年同期一次性退税导致利润高基数、750曲线下移导致会计估计变更减少利润。2019年5月份监管出台《保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策》，追溯调整2018年多缴纳的48.8亿税一次性返还给公司，极大增厚净利润基数；另外上半年由于利率下行，导致750天移动平均曲线下移（10年期750天曲线下移10.8BP），导致公司增提准备金，会计估计变更减少公司税前净利润42.36亿，而去年同期为38.16亿，增提准备金导致公司净利润下滑。

图3：10年期国债收益率750移动平均曲线（%）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图4：公司会计估计变更导致增提准备金金额（亿元）



数据来源：公司半年度报告，广发证券发展研究中心

但公司归母净利润下降幅度仅12%，且扣非后净利润141.6亿，同比增长24.8%，超出市场预期，主因公司税率下降及投资端表现相对亮眼。上半年公司整体税率仅17.2%，其中寿险、财险业务税率分别为12.6%、25.2%，受益于手续费及佣金税前扣除比例的放松；另外，公司上半年总投资收益384.3亿，同比增长17.8%，得益于公司证券买卖价差翻倍增长及权益资产分红收入的提升，预计为公司上半年兑现部分浮盈的资产所致。从公司上半年的投资收益情况也可以看出利率的下行短期对保险公司投资收益的影响相对有限，短期保险公司投资收益的波动更多是来自于权益市场的变化。

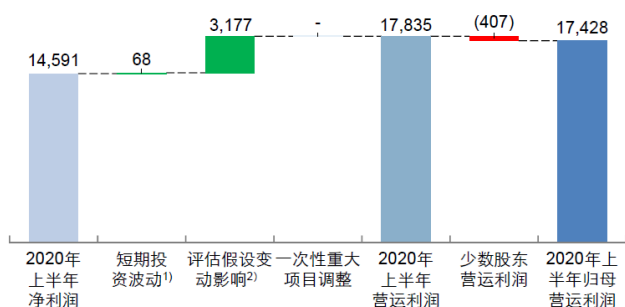
（二）营运利润保持稳健增长

上半年公司归母营运利润174.3亿，同比增长28.1%，保持稳健增长。从公司披露的营运利润数据来看，寿险业务投资收益率预计略低于假设（5%）导致短期投资波动为-0.7亿，同时750曲线变动导致折现率假设下移减少税后净利润31.8亿。寿险业务营运利润增长20.7%，得益于公司寿险业务剩余边际的稳定释放，而上半年寿险营运利润增速相较于去年同期的18.9%进一步扩大的原因在于税率的下降；而财险业务营运利润增长58%，涨幅较大，原因在于手续费及佣金比例税前扣除比例放开至18%，同时公司财险业务费用率下降0.8个百分点至38.6%，财险业务整体税率下降至

25.2%，较过去有明显改善。公司未来有望将分红与营运利润挂钩，而营运利润时剔除短期投资波动及会计估计变更的影响，较归母净利润更为稳定，为公司未来的分红保持稳定向上奠定基础，有利于吸引长期价值投资者。

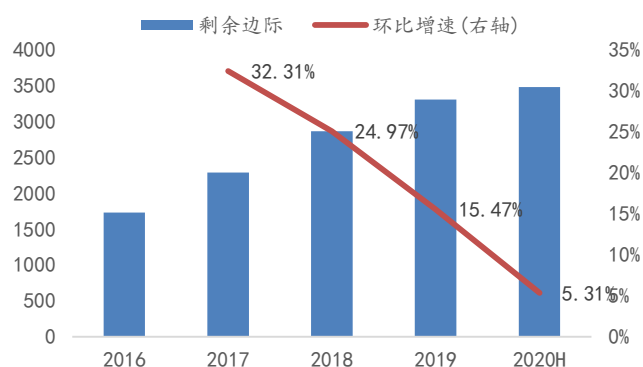
剩余边际余额是寿险业务营运利润释放源泉。公司2020上半年剩余边际余额为3470.6亿，环比年初增长5.3%，增速放缓主要受累于新冠疫情导致新单增速的放缓，预计同业剩余边际余额增速均有不同程度的下滑。展望未来新单的逐步回暖，剩余边际余额的增长也有望随之修复，为寿险业务营运利润的稳定增长奠定储备余粮，拉长周期来看，剩余边际的稳定增长及公司费用投入相对保守的策略，中国太保营运利润增长中枢有望在20%左右。

图5：中国太保2020上半年营运利润规模（百万元）



数据来源：公司半年度报告，广发证券发展研究中心

图6：中国太保剩余边际余额规模及同比增速（亿元）



数据来源：公司半年度报告，广发证券发展研究中心

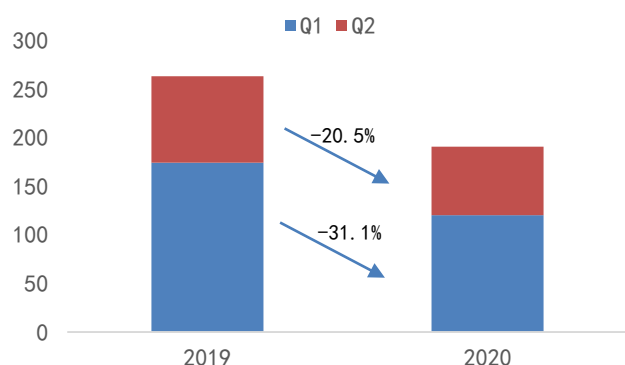
三、负债端：寿险受疫情冲击承压，财险刚需属性凸显

（一）寿险：新单受疫情冲击，队伍产能下滑

公司寿险原保费规模1385.9亿，同比去年持平，但年化新保费仅303亿，同比下降20.7%，拖累公司总保费的增长。个险渠道新单保费190.7亿，同比下降27.5%，个险渠道新单销售主要依赖于代理人与投保人线下面对面的交流，并且代理人的管理及培训均依赖于线下的早会等，而年初新冠疫情导致线下社交受阻，虽然公司采取有效的措施进行线上管理及展业，但仍无法代替线下交流的作用，导致新单销售出现较大幅度的下滑。但随着疫情得到较好的控制，线下活动的恢复及经济的逐步回暖推动保险销售逐步回暖，20Q2单季度个险渠道新单增速为-20.5%，较Q1的-31.1%有所缩窄。

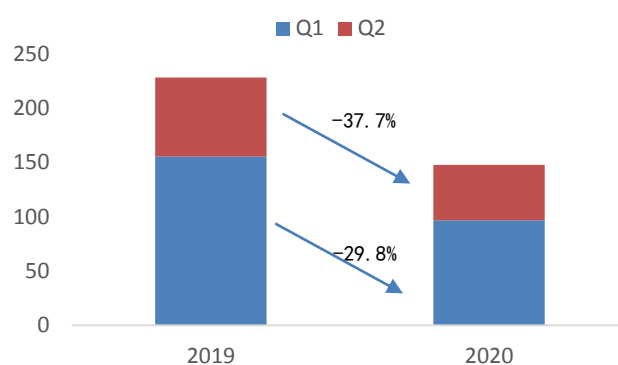
从缴费期限结构来看，公司上半年代理人渠道新单期交保费147.4亿，同比下降35.3%，20Q1、20Q2单季度代理人渠道新单期交增速分别为-37.7%、-30.2%，如新单保费一样，期交保费也呈现出逐季改善的趋势。

图7: 个险单季度新单保费规模及同比增速 (亿元)



数据来源: 公司半年度报告, 广发证券发展研究中心

图8: 单季度个险新单期交保费规模及同比增速 (亿元)

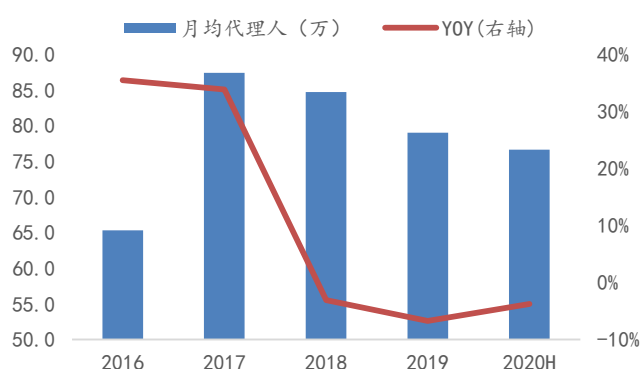


数据来源: 公司半年度报告, 广发证券发展研究中心

上半年公司月均代理人规模76.6万, 同比下降3.8%, 符合预期, 上半年代理人产能4183元/月, 较去年同期下降28.9%, 与新单保费下降幅度保持相对一致; 代理人月均首年佣金857元, 同比下降31.3%, 无论是队伍的规模还是产能指标均随着新单的下滑而有所下滑。当前公司仍处于营销队伍转型升级的过程中, 公司正积极探索绩优队伍支持体系, 围绕绩优标准、绩优文化、绩优赋能, 升级绩优培养体系, 逐步扭转过去依靠拉人头的销售模式, 着力提高队伍的素质和产能, 但提升队伍的质量是一个相对较长的过程, 短期因为大环境的变化导致新单的下滑势必拖累队伍的核心指标。

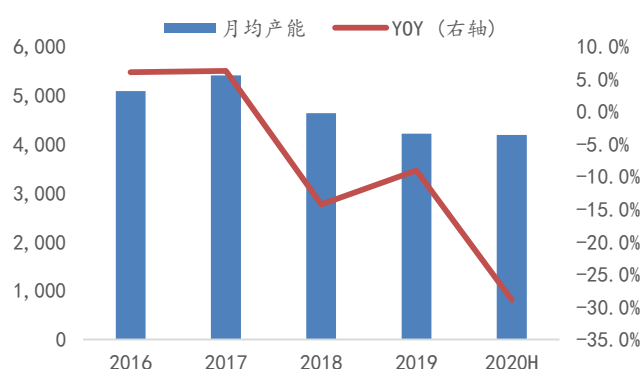
展望未来, 公司继续深化队伍转型升级战略, 并且减少逆周期的调整手段 (手续费及佣金支出同比-28.2%, 降幅大于-24.8%的NBV降幅), 降低队伍对费用的依赖程度, 经历短期阵痛而有望在长周期里夯实队伍基础。

图9: 中国太保月均代理人规模及同比增速



数据来源: 公司半年度报告, 广发证券发展研究中心

图10: 中国太保代理人产能情况 (元/月)



数据来源: 公司半年度报告, 广发证券发展研究中心

表4: 中国太保手续费及佣金支出降幅高于NBV降幅

手续费及佣金支出增速	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H
中国人寿	0.7%	1.2%	-7.4%	5.7%	31.0%	46.3%	24.5%	-3.2%	29.8%	-
平安人寿	29.1%	11.7%	24.6%	44.3%	52.8%	61.5%	38.2%	8.2%	-4.9%	-
太平洋人寿	16.7%	5.4%	5.1%	15.0%	39.7%	53.6%	34.9%	9.0%	-12.1%	-28.2%
新华人寿	1.2%	-4.2%	-11.0%	22.9%	40.1%	26.8%	17.6%	5.0%	1.0%	-

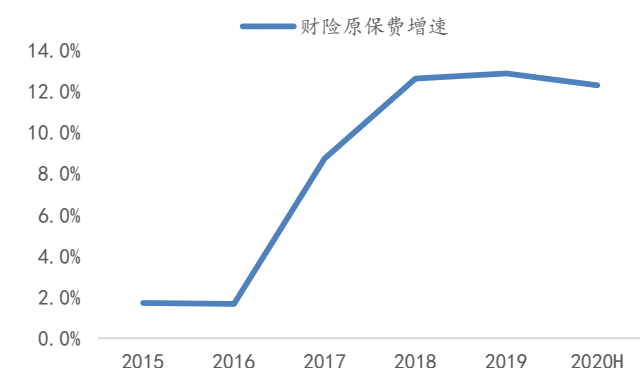
手续费及佣金支出增速- NBV 增速	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H
中国人寿	-1.2%	-2.0%	-9.7%	-3.5%	-4.6%	-10.1%	2.6%	14.4%	11.3%	-
平安人寿	20.7%	17.1%	10.5%	23.4%	12.4%	-3.2%	5.7%	0.9%	-9.9%	-
太平洋人寿	6.7%	0.2%	-1.2%	-1.4%	2.0%	-4.8%	-5.4%	7.5%	-2.8%	-3.4%
新华人寿	9.2%	0.1%	-12.5%	6.9%	5.3%	-31.0%	2.1%	3.8%	20.9%	-

数据来源: 公司半年度报告, 广发证券发展研究中心

(二) 财险: 刚需属性凸显, 综合成本率优化

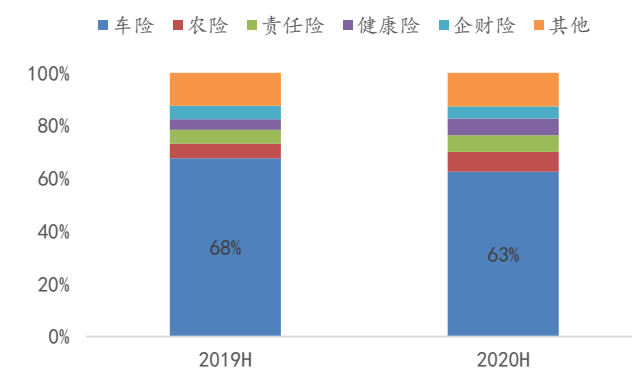
上半年太保财险业务总保费766.7亿, 同比增长12.3%, 增速高于寿险业务得益于财险业务的刚需属性, 其中车险、非车险增速分别为4%、29.8%, 车险维持个位数增长在于新车销售受疫情影响下滑, 但非车险保持着相对较高的增长是公司财险业务增长的核心动能。在非车险中, 农业险、责任险、健康险增速分别为50.7%、34.1%、77.2%, 农险是公司非车险业务着力发展的领域, 公司不断加大产品、服务和技术创新力度, 持续提升三农服务水平。健康险受益于疫情对居民保险意识的教育所推动实现大幅增长。展望全年, 新车销售的回暖有望带动车险增速回暖, 但考虑到综合车险改革的推动导致车均保费的下降, 因此预计车险增速回暖但整体维持个位数增长。而非车险方面, 公司作为大型国有财险公司, 与地方政府保持相对紧密的关系, 在农险的拓展方面大有所为。

图11: 太保财险业务原保费同比增速



数据来源: 公司半年度报告, 广发证券发展研究中心

图12: 太保财险结构

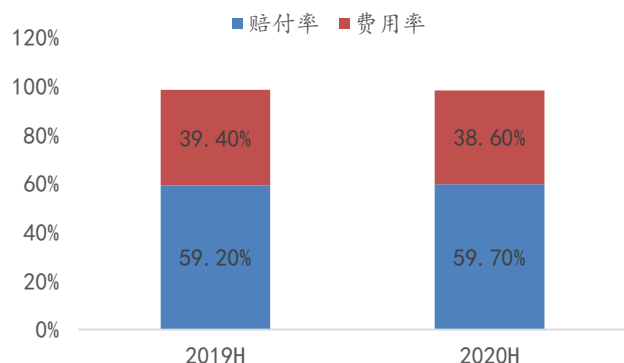


数据来源: 公司半年度报告, 广发证券发展研究中心

上半年财险业务综合成本率为98.3%, 较去年同期下降0.3个百分点, 符合预期。其中赔付率、费用率分别为59.7%、38.6%, 较去年同期变化+0.5pt、-0.8pt, 赔付率上

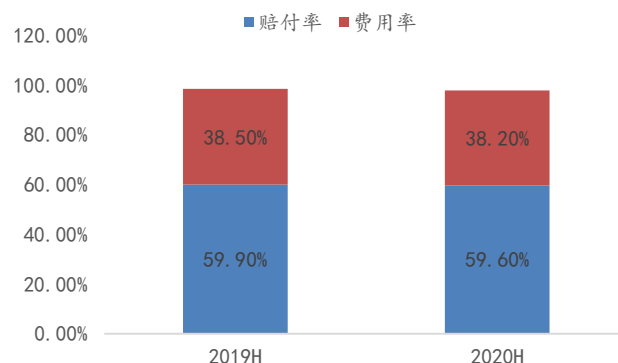
行预计和上半年南方水灾相关，整体赔付率提升而费用率下降符合当前监管引导的方向。车险业务方面，综合成本率下降0.6个百分点至97.8%，低于财险业务整体综合成本率，其中赔付率下降0.3个百分点，费用率下降0.3个百分点，赔付率下降的原因在于上半年疫情影响导致汽车出行下降而降低出险概率。

图13: 太保财险综合成本率情况



数据来源: 公司半年度报告, 广发证券发展研究中心

图14: 太保车险综合成本率情况



数据来源: 公司半年度报告, 广发证券发展研究中心

四、资产端: 配置结构保持稳定, 投资收益率高于预期

公司资产配置风格相对谨慎。上半年公司投资资产规模为1.55万亿, 环比年初增长9.4%, 其中配置在固收类资产的占比为79.5%, 较年初下降0.9个百分点, 主要是债券配置比重下降3.1个百分点至39.5%, 由于上半年长端国债收益率下行幅度较大, 导致公司减少对债券的配置; 权益类资产配置占比为15.5%, 较上年末下降0.2个百分点, 保持相对稳定。

公司保险资金配置非公开市场融资工具比重为22.5%, 较年初增长1.6个百分点, 其中主要配置与基建、非银金融、交运、不动产等方面。非标类资产整体投资收益率为5.2%, 较上年末的5.6%略有下滑。

投资收益率随利率及权益市场的下行而有所下滑, 但整体高于市场预期。上半年公司总投资收益率、净投资收益率分别为4.8%、4.4%, 相比较去年同期变动0pt、-0.2pt, 总投资收益率持平去年同期在于公司兑现部分浮盈资产导致证券买卖收益增长221%至81亿, 但权益市场下滑导致公允价值变动损益由正转负(19H1=9亿、20H1=-4亿)。公司披露大类资产总投资收益率的数据来看, 固收类、权益类、现金及等价物类总投资收益率分别为4.9%、4.1%、9.6%, 较去年同期分别变动-0.2pt、+1pt、+0.5pt。

考虑到可供出售金融资产变动的综合投资收益率为5.3%, 较去年同期下降0.6个百分点, 主因权益市场下滑导致可供出售金融变动额同比下降所致, 但整体仍处高于5%的投资收益率假设, 高于市场预期, 表明在利率短暂下行的背景下保险公司投资收益率存在较强的韧性。

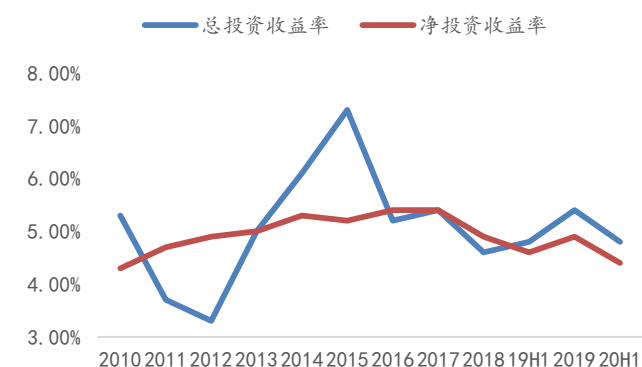
展望全年, 下半年长端利率随着经济的修复而逐步修复, 同时权益市场上行也有望推动全年投资收益率上行, 利好全年利润降幅的缩窄和内含价值中的投资偏差。

表5: 中国太保投资组合

	2017	18H1	2018	19H1	2019	20H1
固定收益类	81.8%	83.3%	83.1%	82.6%	80.4%	79.5%
债券投资	48.2%	46.7%	46.3%	43.8%	42.6%	39.5%
定期存款	9.6%	10.6%	10.4%	11.0%	10.4%	11.4%
债券投资计划	8.6%	10.5%	10.9%	11.1%	10.7%	11.4%
理财产品	8.3%	8.4%	8.4%	9.8%	10.0%	10.8%
优先股	3.0%	2.7%	2.6%	2.4%	2.3%	2.1%
其他固定收益投资	4.2%	4.4%	4.5%	4.4%	4.5%	4.3%
权益投资类	14.6%	13.2%	12.5%	13.7%	15.7%	15.5%
基金	3.4%	3.1%	2.7%	2.7%	3.1%	3.1%
权益型基金	1.9%	1.9%	1.5%	1.7%	1.9%	1.9%
债券型基金	1.5%	1.2%	1.2%	1.1%	1.3%	1.1%
股票	5.5%	4.8%	4.1%	5.7%	6.4%	6.3%
理财产品	1.9%	1.0%	0.6%	0.0%	0.1%	0.1%
优先股	0.7%	0.7%	0.6%	0.9%	1.0%	0.9%
其他权益投资	3.1%	3.7%	4.5%	4.4%	5.1%	5.1%
投资性房地产	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%
现金及现金等价物	2.8%	2.8%	3.7%	3.1%	3.3%	4.5%

数据来源: 公司半年度报告, 广发证券发展研究中心

图15: 中国太保净/总投资收益率



数据来源: 公司半年度报告, 广发证券发展研究中心

图16: 中国太保综合投资收益率



数据来源: 公司半年度报告, 广发证券发展研究中心

五、盈利预测和投资建议

公司当前估值已被明显低估, 看好公司长期趋势, 较大后续行业资产负债端景气度回暖时估值修复空间预计, 维持公司A/H股“买入”评级。

公司2020年中报存在超预期的亮点: (1) EV环比增长8.7%高于市场预期, 得益于公司上半年发行GDR增厚公司净资产; (2) 归母净利润同比-12%, 在高基数及750曲线下移的背景下业绩韧性超出市场预期, 受益于公司税率的下降和投资受益

超预期的增长，扣非后归母净利润同比+24.8%，归母营运利润+28.1%保持稳定增长；（3）财险综合成本率98.3%，同比下降0.3个百分点；（4）总投资收益384.3亿，同比增长17.8%，在利率下滑和权益市场并未上涨的背景下仍实现两位数增长。

展望全年，考虑到公司兑现浮盈资产，且下半年权益市场及长端利率的上行有望改善公司投资收益率情况，我们上调公司2020-2022 EPS至2.83/3.24/4.48元/股，对应当前的PE估值分别为11/10/7倍，采用内含价值估值法得到公司A股合理估值为45.83元/股（采用内含价值估值法得到H股合理估值为51.34元/股），均对应2020年PEV估值为0.9X，维持公司A/H股“买入”评级。

表6：可比公司估值表

股票简称	股票代码	货币	最新收盘价	EPS(元)		PE(x)		P/EV(x)	
				2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
中国平安	601318.SH	CNY	78.25	9.44	10.62	8.29	7.37	1.03	0.89
新华保险	601336.SH	CNY	63.35	5.13	5.94	12.35	10.66	0.85	0.74
中国人寿	601628.SH	CNY	44.70	1.61	2.14	27.76	20.89	1.17	1.02
中国平安	02318.HK	HKD	84.00	9.44	10.62	8.90	7.91	0.99	0.85
新华保险	01336.HK	HKD	35.40	5.13	5.94	6.90	5.96	0.42	0.37
中国人寿	02628.HK	HKD	18.84	1.61	2.14	11.70	8.80	0.44	0.39

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

注：盈利预测与广发非银最新外发报告一致

六、风险提示

（一）新单销售不达预期

下半年代理人增速不达预期，导致新单销售持续低于预期，传导至全年新业务价值增速低于市场预期。

（二）长端利率趋势性下行

下半年新冠疫苗的推出进度不达预期，导致宏观经济增长较弱，10年期国债收益率下行趋势超出预期。

资产负债表						现金流量表					
单位: 亿元人民币						单位: 亿元人民币					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	153	149	524	577	664	营业收入	3,544	3,855	3,385	4,143	4,770
定期存款	1,284	1,478	1,668	1,861	2,147	已赚保费	2,997	3,132	2,535	3,175	3,689
交易类金融资产	118	49	47	53	61	投资净收益	535	678	816	917	1,025
可供出售	4,159	5,118	5,448	6,162	7,045	公允价值变动净收益	-22	8	-6	7	8
持有至到期	2,847	2,952	3,447	3,817	4,408	汇兑净收益	1	1	1	1	1
其他可投资资产	3,930	4,570	4,587	5,130	5,904	其他业务收入	31	35	38	42	47
投资资产	12,491	14,317	15,721	17,599	20,227	营业支出	-3,261	-3,574	-3,076	-3,789	-4,282
非投资资产	868	967	1,054	1,025	1,037	退保金	-126	-111	-151	-151	-108
资产总计	13,360	15,283	16,776	18,624	21,265	赔付支出	-1,072	-1,285	-1,288	-1,558	-1,620
未决赔款准备金	389	425	499	847	1,509	提取保险责任准备金	-1,051	-1,228	-758	-952	-1,317
未到期责任准备金	495	620	1,546	2,336	3,200	保户红利支出	-113	-108	-122	-141	-158
寿险责任准备金	7,873	8,912	8,507	8,053	7,482	手续费及佣金支出	-563	-469	-487	-627	-674
长期健康险责任准备金	441	723	868	1,136	1,498	管理费用	-399	-454	-374	-506	-572
准备金负债	9,197	10,680	11,420	12,372	13,689	其他业务成本	-68	-80	-94	-98	-116
应付保单红利	265	254	269	287	305	营业利润	283	281	309	353	489
保户储金及投资款	623	756	763	907	1,037	利润总额	280	280	309	353	489
其他负债	1,734	1,760	2,269	2,863	3,568	净利润	184	284	262	300	415
负债	11,819	13,450	14,721	16,429	18,599	归属于母公司股东净利	180	277	257	294	406
股本	91	91	91	91	91						
资本公积	666	667	667	667	667						
未分配利润	546	706	1,032	1,142	1,572						
一般风险准备	116	143	169	198	239						
归属于母公司股东权益	1,496	1,784	2,006	2,146	2,616						
股东权益	1,540	1,833	2,055	2,195	2,665						
负债及股东权益	13,360	15,283	16,776	18,624	21,265						

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	10.80%	8.78%	-12.20%	22.40%	15.15%
归母净利润增长	22.90%	53.95%	-7.50%	14.56%	38.21%
归母净资产增长	8.78%	19.29%	12.44%	6.96%	21.94%
获利能力					
ROE	12.05%	15.55%	12.79%	13.70%	15.53%
ROA	1.35%	1.82%	1.53%	1.58%	1.91%
每股指标					
EPS	1.99	3.06	2.83	3.24	4.48
BPS	16.51	19.69	22.14	23.68	28.87
估值比率					
P/E	16.22	10.55	11.40	9.95	7.20
P/B	1.96	1.64	1.46	1.36	1.12

广发非银金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心，带领团队荣获2019年新财富非银行金融行业第三名。
- 陈 卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 韵 杨：资深分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 刘 洪：资深分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 思 宇：研究助理，西安交通大学硕士，2019年进入广发证券战略发展部，2020年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。