

新业务价值负增长，但单季增速已转正

——中国太保（601601）点评报告

事件：

2019年8月25日晚间，中国太保公布2019年上半年业绩，新业务价值149亿，同比下降8.4%，归母营运利润136亿（首次披露），同比增长14.7%。

投资要点：

- 减税推升利润增速，首次披露营运利润实现较快增长：**集团上半年归母净利润162亿，同比增长96.1%，主要受减税新政驱动，所得税从52.6亿降至-20.4亿（其中2018年税收返还48.8亿），税前利润仅增长5.6%，主要是利润表投资收益改善有限和精算假设变动增提准备金。从首次披露的营运利润数据看，集团上半年归母营运利润136亿，同比增长14.7%，其中寿险增长18.9%至111亿，是集团价值的主要来源，财险仅微正增长。由于太保寿险剩余边际仍保持快速增长（较年初增长10.5%），预计未来几年寿险营运利润仍有望保持两位数增长。
- Q2NBV增速转正，EV增长主要受净资产驱动：**太保寿险上半年新业务价值149亿，同比下降8.4%，主要是受新单保费下降（-2.7%）和新业务价值率下滑（-2.4pct）两方面影响，但从季度趋势看，已有明显好转迹象，其中一季度89.9亿（-13.5%），二季度59.4亿（+0.8%），增速实现转正。由于NBV增速不理想，上半年太保寿险有效业务价值较年初仅增长6.5%，但因利润快速增长，集团调整净资产较年初增长10.7%，最终集团整体内含价值较年初增长8.6%，慢于国寿和平安。
- 投资资产快速增长，投资收益率同比均改善：**截至6月末，集团投资资产较年初增长10.0%至1.36万亿，其中股票+权益型基金占比7.4%，较年初提升1.8pct，风格依旧稳健，非标占比21.4%，名义投资收益率5.6%保持在较高水平，对投资收益率假设形成较强支撑。投资收益率方面，净投资收益率、总投资收益率、净值增长率分别为4.6%、4.8%、5.9%，同比提升0.1pct、0.3pct、1.1pct。
- 盈利预测与投资建议：**5%投资收益率假设下，预测2019-2021年EPS为3.08/2.98/3.40元，对应PE为12.99/13.42/11.76倍，EVPS为42.96/47.67/53.04元，对应PEV为0.93/0.84/0.75倍，当前估值仍处于合理偏低水平，维持“买入”评级。
- 风险因素：**新单销售不及预期、人力继续下滑、利率下行超预期。

	2018年	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	3,543.63	3,910.90	4,280.63	4,644.99
增长比率(%)	10.80	10.36	9.45	8.51
净利润(亿元)	180.19	279.14	270.30	308.27
增长比率(%)	22.90	54.92	-3.17	14.04
每股收益(元)	1.99	3.08	2.98	3.40
市盈率(倍)	20.13	12.99	13.42	11.76

数据来源：WIND，万联证券研究所

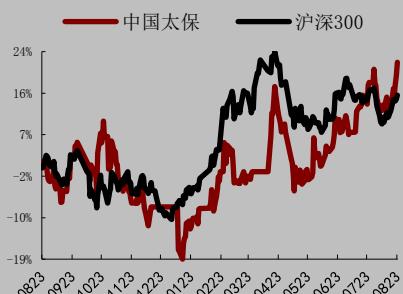
买入（维持）

日期：2019年08月26日

基础数据

行业	非银金融
公司网址	
大股东/持股	香港中央结算（代理人）有限公司/30.59%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	9,062.00
流通A股(百万股)	6,286.70
收盘价(元)	40.02
总市值(亿元)	3,626.61
流通A股市值(亿元)	2,515.94

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2019年08月23日

相关研究

万联证券研究所 20190429_公司季报点评
_AAA_中国太保 2019年一季报点评

分析师：缴文超

执业证书编号:0270518030001
电话：010-56508503
邮箱：jiaowc@wlzq.com

研究助理：喻刚

电话：010-56508503
邮箱：yugang@wlzq.com

分析师：张译从

执业证书编号: S0270518090001
电话：010-56508503
邮箱：zhangyc1@wlzq.com

研究助理：孔文彬

电话：021-60883489
邮箱：kongwb@wlzq.com

利润表
单位: 百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	354,363	391,090	428,063	464,499
保费业务收入	321,895	347,879	378,957	409,706
投资净收益	53,477	65,975	73,961	81,714
营业支出	326,108	361,588	393,593	425,148
退保金	12,641	14,327	16,072	17,873
赔付支出	107,216	121,516	136,318	151,595
提取保险责任准备金	105,078	124,709	130,557	135,428
保户红利支出	11,263	14,137	15,999	17,930
手续费及佣金支出	56,251	52,182	56,844	61,456
管理费用	39,943	41,745	45,475	49,165
利润总额	28,008	29,450	34,397	39,228
所得税	9,574	893	6,744	7,691
净利润	18,434	28,557	27,653	31,537
归母净利润	18,019	27,914	27,030	30,827
每股收益	1.99	3.08	2.98	3.40

资产负债表
单位: 百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
交易性金融资产	11,835	17,122	16,971	19,770
可供出售金融资产	415,868	472,772	524,633	576,639
持有至到期投资	284,744	346,224	371,745	415,453
长期股权投资	17,472	13,271	18,373	18,188
投资性房地产	8,542	10,452	11,189	12,524
定期存款	128,396	139,586	158,427	172,189
总资产	1,335,959	1,509,898	1,680,429	1,844,311
保户储金及投资款	62,325	70,145	78,427	86,129
未到期责任准备金	49,455	56,192	63,422	70,303
未决赔款准备金	38,864	44,272	50,095	55,667
寿险责任准备金	787,284	890,993	998,530	1,111,244
长期健康险责任准备金	44,068	52,923	62,890	73,149
总负债	1,181,911	1,330,201	1,487,268	1,633,321
归母所有者权益	149,576	174,481	187,554	204,865
所有者权益合计	154,048	179,697	193,161	210,990

内含价值
单位: 百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
新业务价值	27,120	26,667	29,332	32,196
内含价值	336,141	389,346	431,991	480,636
每股内含价值 (元)	37.09	42.96	47.67	53.04

资料来源：公司公告、万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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提供。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场