新时代证券 New Times Securities

人力及保费规模修复明显，仍待业务质量持续改善

——2020 年中报点评

公司点评

● 事件

公司公布 2020 年中报，公司实现归属于母公司股东净利润 82.18 亿元，同比下降 22.1%。截至 2020 年中期，公司总资产规模达 9,393.51 亿元，较上年末增长 6.9%；归属于母公司股东权益 911.65 亿元，较上年末增长 8.0%；公司内含价值为 2,247.57 亿元，较上年末增长 9.61%（公司在 2020 年中期对内含价值假设进行调整，将风险贴现率由 11.5%调整为 11%）。

截至 2020 年 6 月 30 日，公司个险队伍达 52.6 万人，同比增长 36.5%；月均人均综合产能 3,578 元，同比下降 20.0%。公司加大银保渠道和趸交产品的投放，2020 上半年，银保渠道保费收入同比增长 133.8%；新单保费在总保费中的占比为 35.29%，同比上升 14.21 个百分点；代理人渠道保费占比为 68.39%，同比下降 12.68 个百分点。

受产品结构变化影响，公司上半年实现新业务价值 52.21 亿元，同比下降 11.36%；按首年保费计算新业务价值率为 15.27%，同比下降 22.64 个百分点。

● 我们对公司的观点

短期内公司仍将面临人均产能提升、产品结构优化、新业务价值率改善等考验，但为了维护销售相对优势、稳定队伍规模、推动持续发展，公司实施规模与价值并重的策略具有必要性，最终仍要落实到高质量的发展。

● 盈利预测及投资建议

假设公司业务整体平稳增长，剩余边际长期摊销稳定贡献利润，投资成果与市场表现相吻合。预计公司 2020 至 2022 年 EPS 分别为 5.24、6.36、8.13 元，对应 2020 年 8 月 25 日收盘价 PE 分别为 11.8、9.7、7.6 倍；预计公司 2020 至 2022 年 EVPS 分别为 74.27、81.66、90.56 元，相应 P/EV 分别为 0.83、0.76、0.68 倍。

采用保险评估价值法测算，得到公司 A 股的合理价值为 **69.58** 元每股，对应 2020 年 P/EV 为 0.94 倍。**维持“强烈推荐”评级。**

● 风险提示：外部金融环境、国际关系等发生重大变化带来系统性风险传导。保险风险发生率发生重大变化带来的损失风险、巨灾风险、利率风险、行业政策风险等。受经济、公司决策，以及资本市场波动等影响带来的经营成果不达预期风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
内含价值(百万元)	173,151	205,043	231,731	254,775	282,551
增长率(%)	12.82	18.42	13.02	9.94	10.90
新业务价值(百万元)	12,210	9,779	10,083	11,375	12,741
增长率(%)	1.22	-19.91	3.11	12.81	12.01
归母净利润(百万元)	7,922	14,559	16,342	19,833	25,352
增长率(%)	47.17	83.78	12.25	21.36	27.82
EPS(元/股)	2.54	4.67	5.24	6.36	8.13
P/E	24.39	13.27	11.83	9.74	7.62
P/EV	1.12	0.94	0.83	0.76	0.68
P/B	2.95	2.29	2.02	1.80	1.58

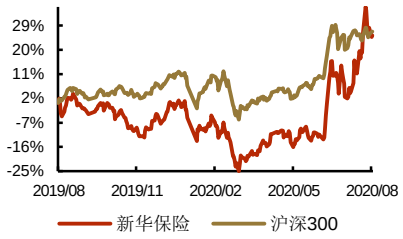
资料来源：Wind、新时代证券研究所预测（股价为 2020 年 8 月 25 日收盘价）

强烈推荐（维持评级）

鲍淼（分析师）
baomiao@xsdzq.cn
证书编号：S0280520050001

市场数据	时间 2020.08.25
收盘价(元):	61.94
一年最低/最高(元):	37.88/68.75
总股本(亿股):	20.85
总市值(亿元):	1,291.72
流通股本(亿股):	20.85
流通市值(亿元):	1,291.72
近 3 月换手率:	65.33%

股价一年走势



相关报告

《资产负债双驱动，规模价值共发展》2020-07-26

1、 多因素导致利润短期同比下滑，转型中保持价值稳定增长

公司公布 2020 年中报，公司实现归属于母公司股东净利润 82.18 亿元，同比下降 22.1%。截至 2020 年中期，公司总资产规模达 9,393.51 亿元，较上年末增长 6.9%；归属于母公司股东权益 911.65 亿元，较上年末增长 8.0%；公司内含价值为 2,247.57 亿元，较上年末增长 9.61%。

受会计估计变更增加寿险及长期健康险责任准备金影响，公司税前利润减少 24.81 亿元。受上年同期手续费及佣金支出税前扣除政策一次性调整影响，公司 2020 年中期所得税费用支出恢复正常，当期金额为支出 10.35 亿元，上年同期为收入 6.54 亿元。2020 年中期，公司实现投资收益 252.96 亿元，同比增长 46.0%；公允价值变动损益金额为-19.48 亿元，去年同期为 5.53 亿元；资产减值损失金额为-23.79 亿元，去年同期为-10.20 亿元。在多重因素共同影响下，公司上半年净利润出现同比下降。

公司在 2020 年中期对内含价值假设进行调整，将风险贴现率由 11.5%调整为 11%。

2、 人力规模站稳新平台，产品结构变化拉低新业务价值率

截至 2020 年 6 月 30 日，公司个险队伍达 52.6 万人，同比增长 36.5%，站稳 50 万人平台。但同时受疫情冲击及新人占比较高影响，上半年月均合格人力为 13.5 万人，同比下降 3.5%；月均人均综合产能 3,578 元，同比下降 20.0%。

出于恢复保费规模的需要，公司加大银保渠道和趸交产品的投放，2020 上半年，银保渠道实现保费收入 291.43 亿元，同比增长 133.8%；其中，趸交保费 158.48 亿元，同比增长 7,923 倍。新单保费在总保费中的占比为 35.29%，同比上升 14.21 个百分点；代理人渠道保费占比为 68.39%，同比下降 12.68 个百分点。

从产品类型来看，公司上半年加大分红险销售力度，保费收入同比增长 55.95%，保费占比达 41.34%，同比提升 6.63 个百分点；健康险保持了 14.44%的同比增长，保费占比下降 4.76 个百分点。

受产品结构变化影响，公司上半年实现新业务价值 52.21 亿元，同比下降 11.36%；按首年保费计算新业务价值率为 15.27%，同比下降 22.64 个百分点。

3、 资产配置结构总体稳定，投资收益率有所改善

公司上半年资产配置结构总体保持稳定，定期存款占比较 2019 年末提升 3 个百分点，达 10.6%；债权型金融资产占比达 61.6%，较 2019 年末下降 4 个百分点；基金占比为 5.2%，较上年末下降 0.3 个百分点；股票占比为 7.4%，较上年末提升 0.8 个百分点。

年化净投资收益率为 4.6%，同比下降 0.4 个百分点；年化总投资收益率为 5.1%，同比提升 0.4 个百分点。

4、 盈利预测与投资建议

公司整体经营稳健，处于战略调整的新阶段，在坚守保险本元的同时，注重质量和规模的平衡，实现负债资产双轮驱动。

假设公司业务整体平稳增长，剩余边际长期摊销稳定贡献利润，投资成果与市

场表现相吻合，预计公司 2020 至 2022 年 EPS 分别为 5.24、6.36、8.13 元，对应 2020 年 8 月 25 日收盘价 PE 分别为 11.8、9.7、7.6 倍。

公司短期内趸交产品和银保渠道的保费收入增幅扩大，一定程度上拉低保险产品整体新业务价值率。同时，一方面公司前期大幅增员，但短期内还没有达到理想的销售效果；另一方面，年内突发的疫情对线下业务开展以及居民的保险购买能力产生了负面影响。总体来看，人力规模扩充带来新单保费和新业务价值的增长，但受负面因素影响短期内二者增速有所弱化。考虑目前上述情况以及未来改善的预期，采用保险评估价值法测算，得到公司 A 股的合理价值为 **69.58** 元每股，对应 2020 年 P/EV 为 0.94 倍；公司 2020 至 2022 年 P/EV 估值对应 2020 年 8 月 25 日收盘价分别为 0.83、0.76、0.68 倍。**维持“强烈推荐”评级。**

表1： 盈利预测与估值

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
内含价值(百万元)	173,151	205,043	231,731	254,775	282,551
新业务价值(百万元)	12,210	9,779	10,083	11,375	12,741
归属于母公司股东净利润(百万元)	7,922	14,559	16,342	19,833	25,352
归属于母公司股东净资产(百万元)	65,587	84,451	95,830	107,492	122,519
EVPS（元）	55.50	65.72	74.27	81.66	90.56
VNBPS（元）	3.91	3.13	3.23	3.65	4.08
BVPS（元）	21.02	27.07	30.71	34.45	39.27
EPS（元）	2.54	4.67	5.24	6.36	8.13
P/EV（倍）	1.12	0.94	0.83	0.76	0.68
PB（倍）	2.9	2.3	2.0	1.8	1.6
PE（倍）	24.4	13.3	11.8	9.7	7.6

资料来源：Wind、新时代证券研究所（股价为 2020 年 8 月 25 日收盘价）

5、 风险分析

外部金融环境、国际关系等发生重大变化带来系统性风险传导。保险风险发生率发生重大变化带来的损失风险、巨灾风险、利率风险、行业政策风险等。受经济、公司决策，以及资本市场波动等影响带来的经营成果不达预期风险。

附：财务预测摘要

资产负债表（亿元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	89	118	162	176	178
定期存款	647	640	792	850	897
交易性金融资产	99	244	207	238	274
可供出售金融资产	3009	3873	4417	4820	5168
持有至到期投资	2145	2462	2899	3140	3348
贷款	313	351	414	450	479
应收保费	23	22	47	48	46
长期股权投资	48	49	59	63	68
投资性房地产	70	91	99	112	119
固定资产	75	102	113	124	133
其他资产	9	19	19	22	24
资产总计	7339	8790	10157	11046	11817
应付手续费及佣金	22	24	32	34	35
应付赔付款	53	57	72	77	80
寿险责任准备金	5275	5680	6768	7303	7707
长期健康险责任准备金	643	865	980	1080	1143
未到期责任准备金	18	21	29	31	31
其他应付款	21	25	38	43	41
保户储金及投资款	404	464	554	599	631
其他负债	1	1	3	3	3
负债合计	6683	7945	9198	9971	10592
股本	31	31	31	31	31
资本公积	239	239	221	221	217
未分配利润	314	401	517	594	698
归属母公司股东权益	656	845	958	1075	1225
少数股东权益	0.09	0.10	0.16	0.23	0.32
负债和股东权益	7339	8790	10157	11046	11817

利润表（亿元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1542	1746	2018	2309	2603
已赚保费	1199	1354	1619	1832	2064
投资收益	338	357	386	454	525
公允价值变动损益	-4	26	7	19	9
其他业务收入	7	7	5	5	5
营业支出	-1436	-1613	-1869	-2128	-2372
退保金	-330	-130	-392	-528	-530
赔付支出	-511	-606	-524	-802	-917
提取寿险责任准备金	-268	-537	-542	-309	-396
手续费及佣金支出	-167	-169	-208	-244	-265
业务及管理费	-126	-138	-154	-188	-199
其他业务成本	-29	-32	-34	-40	-48
营业利润	106	133	149	181	231
利润总额	105	132	148	180	230
净利润	79	146	163	198	254
归属母公司股东净利润	79	146	163	198	254
其他综合收益	-44	68	-18	0	-4
综合收益总额	35	213	146	198	250

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力(%)					
营业收入增长	6.96	13.23	15.60	14.44	12.71
归属母公司净利润增长	47.17	83.78	12.25	21.36	27.82
归属母公司净资产增长	2.94	28.76	13.47	12.17	13.98
获利能力(%)					
ROE	12.08	17.24	17.06	18.45	20.69
ROA	1.08	1.66	1.61	1.80	2.15
每股指标（元）					
每股收益	2.54	4.67	5.24	6.36	8.13
每股净资产	21.02	27.07	30.71	34.45	39.27
估值比率					
P/E	24.39	13.27	11.83	9.74	7.62
P/B	2.95	2.29	2.02	1.80	1.58

资料来源：Wind、公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

鲍淼，非银首席分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2020 年 5 月进入新时代证券研究所。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	**吕荻琪　销售总监**
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	**吴林蔓　销售总监**
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/