

新华保险(601336.SH/01336.HK)

投资端略超预期，人力队伍逆势增长

核心观点：

- 公司披露 2020 半年报：归母净利润规模为 82 亿，同比-22%；归母净资产 912 亿，环比年初+8%；EV 2248 亿，环比+9.6%。
- 公司“规模与价值并重”战略调整，NBV Margin 下降拖累 NBV 增速，EV 得益于假设调整及偏差正贡献超预期增长。（1）上半年 NBV 52.2 亿，同比-11.4%，若追溯调整同期基数则 NBV 同比-15.4%，基本符合市场的预期。公司 NBV 下滑的主要原因在于产品策略的调整，在开门红阶段重点推动年金险产品的销售，并且突发疫情打乱公司保障性产品销售节奏，导致 NBV Margin 下滑至 15.3%；（2）上半年 EV 2247.6 亿，环比年初+9.6%（追溯后 EV 增速为+7.7%），营运偏差和投资偏差分别拉动 EV 增长 1.52%、1.26%，超出预期。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 15%。
- 保费“规模与价值并重”、队伍“做大做强”。上半年总保费 968.8 亿，同比+30.9%，市场份额同比提升 0.92pt 至 4.85%。公司实施“二次腾飞”战略，在开门红阶段调整产品策略，银保渠道放开趸交限制，原保费规模同比+133.8%至 291 亿。上半年首年保费 341.8 亿，同比+119%，其中个险/银保新单保费增速分别为 16%/629%，占新单保费比重为 38.5%/57.2%。上半年代理人规模 52.6 万，同比+36.5%，但受累于疫情对销售的影响和人力高增速，质量指标呈现不同程度的下滑。
- 投资建议：维持公司“买入”评级。未来公司聚焦保障型产品销售及人力队伍的增长，NBV 增速有望回暖，采用 EV 估值法得到公司 A 股合理估值为 75.6 元/股（EV 估值法得到 H 股合理估值为 50.8 港币/股），对应 2020 年 PEV 估值为 1X（A 股），维持公司 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。

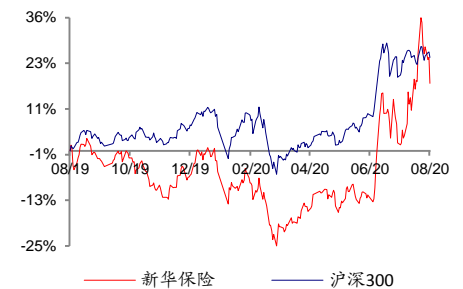
盈利预测：

CNY	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
内含价值（百万元）	173,151	205,043	235,852	271,093	313,251
增长率（%）	12.8%	18.4%	15.0%	14.9%	15.6%
新业务价值（百万元）	26,426	32,310	51,415	55,646	60,354
归母净利润（百万元）	7,922	14,559	12,515	18,578	22,484
增长率（%）	47.17%	83.78%	-14.04%	48.44%	21.03%
EPS（元/股）	2.54	4.67	4.01	5.95	7.21
PEV	1.12	0.94	0.82	0.71	0.62
ROE	12.1%	17.2%	13.9%	17.6%	20.9%

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	58.5 元/31.8 港元
合理价值	75.6 元/50.8 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2020-08-27

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：

刘淇



SAC 执证号：S0260520060001



liuqi@gf.com.cn

请注意，刘淇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：

新华保险 2020-03-26

(601336.SH/01336.HK):规模

质量再平衡，负债资产双驱

动

新华保险 2019-11-26

(601336.SH/01336.HK):新华

保险(601336.SH/01336.HK)

新华保险 2019-10-31

(601336.SH/01336.HK):新单

降幅收窄，产品结构再平衡

目录索引

一、价值：利润率拖累 NBV，假设及偏差拔高 EV	4
（一）NBV：产品策略调整导致利润率下滑	4
（二）EV：风险贴现率假设变更、投资偏差正向贡献超出市场预期	5
二、高基数叠加会计估计变更，业绩下滑预期之中	6
三、负债端：战略转型，二次腾飞	7
四、资产端：权益资产比例提升，投资收益率高于预期	9
五、盈利预测和投资建议	10
六、风险提示	10

图表索引

图 1: 新华保险新业务价值规模及同比增速 (百万元)	4
图 2: 公司新业务价值率	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 (亿元)	6
图 5: 新华保险剩余边际余额与环比增速 (百万元)	7
图 6: 新华保险总保费规模及同比增速 (百万元)	8
图 7: 新华保险市场份额	8
图 8: 新华保险代理人规模及同比增速 (万)	8
图 9: 新华保险代理人产能及同比增速 (元/月)	8
图 10: 新华保险净投资收益率	9
图 11: 新华保险总投资收益率	9

表 1: 新华保险分渠道新业务价值率 (百万元)	4
表 2: 新华保险 NBV 半年度结构 (百万元)	5
表 3: 新华保险内含价值变动分析 (百万元)	5
表 4: 新华保险内含价值增速预测	6
表 5: 上市保险公司历年会计估计变更对准备金的实际影响 (百万元)	7
表 6: 2020 上半年年 750 曲线下移税前净利润影响的敏感性测算	7
表 7: 新华保险手续费及佣金支出降幅高于 NBV 降幅	9
表 8: 可比公司估值表	10

一、价值：利润率拖累 NBV，假设及偏差抬高 EV

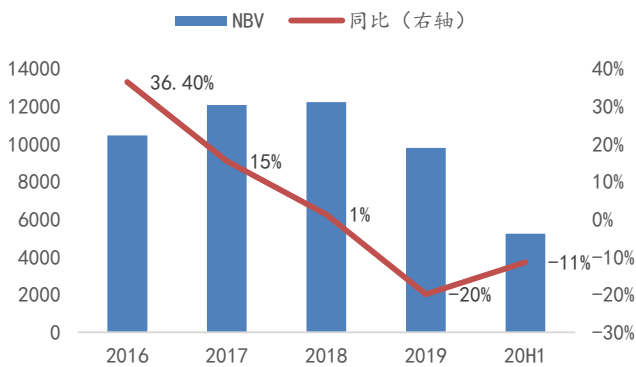
（一）NBV：产品策略调整导致利润率下滑

2020上半年公司新业务价值52.21亿，同比下降11.4%，但必须看到公司计算新业务价值的风险贴现率由11.5%下调至11%，若追溯调整同期基数（19H用11%风险贴现率计算的NBV为61.75亿），则NBV同比增速下滑至-15.4%，基本符合市场的预期。

公司NBV下滑的主要原因在于产品策略的调整，强调规模价值齐头并进全面发展，因此个险和银保渠道均投放性价比高的产品，因此上半年公司首年保费同比大增119%，但新业务价值率明显下滑至15.3%（首年保费口径，下同），相较于去年同期（37.9%）下滑22.6个百分点。

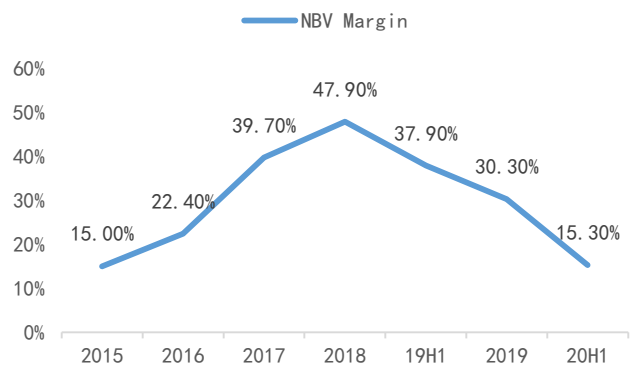
从各渠道的价值分析来看，个险、银保、团险NBV分别为51.53亿、2亿、-1.32亿，同比增速分别为-10.6%、5.3%、-94.1%，占比分别为99%、4%、-3%，个险仍是公司价值的主要贡献渠道，而银保渠道虽然趸交保费大幅增长，但期交保费同样增长38%，推动银保渠道价值实现正增长。

图1：新华保险新业务价值规模及同比增速（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2：公司新业务价值率



数据来源：公司半年度报告，广发证券发展研究中心

从各渠道NBV Margin来看，个险NBV Margin下滑11.5个百分点至39.2%，下滑幅度低于整体水平核心原因在于公司对个险渠道的定位仍是价值主要贡献者，二季度后公司个险渠道全面转向高价值率产品的销售，但由于开门红阶段销售高预定利率的年金产品“惠添富”，导致上半年利润率有所下滑；银保渠道NBV Margin下滑6.1个百分点至1%，下滑的原因在于银保渠道的定位是公司规模的主要贡献者，趸交保费由去年同期的0.02亿扩大至158.48亿。

表1：新华保险分渠道新业务价值率（百万元）

	FYP			NBV			NBV Margin		
	2019H1	2020H1	YOY	2019H1	2020H1	YOY	2019H1	2020H1	YOY
个险渠道	11377	13,159	16%	5767	5,153	-10.6%	50.7%	39.2%	-11.5%
银保渠道	2681	19,551	629%	190	200	5.3%	7.1%	1.0%	-6.1%
团险渠道	1537	1,474	-4%	-68	-132	94.1%	-4.4%	-9.0%	-4.5%

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，下半年基数较低叠加公司发力保障性产品的销售，预计全年NBV增速较中报有明显回暖，优于同业水平。一方面，2019年下半年由于公司管理层换届导致业务层面出现一定扰动，2019年下半年NBV仅38.89亿，同比下降32%，因此下半年价值基数相对较低；另一方面，公司产品逐步聚焦长期保障性产品，同时人力的增长也为公司下半年的销售回暖打下队伍基础，因此我们保守预计公司全年NBV增速-4%，有望明显优于上市同业公司。

表2: 新华保险NBV半年度结构 (百万元)

	NBV				NBV 占比			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
1H	5,553	7,080	6,451	5,890	53.1%	58.7%	52.8%	60.2%
2H	4,896	4,983	5,759	3,889	46.9%	41.3%	47.2%	39.8%
合计	10,449	12,063	12,210	9,779	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源: 公司半年度报告, 广发证券发展研究中心

(二) EV: 风险贴现率假设变更、投资偏差正向贡献超出市场预期

新华保险上半年EV 2247.57%，环比年初增长9.6%，在新业务价值下滑的背景下实现高增长超出市场预期。从公司内含价值变动分析来看：一方面，公司调整风险贴现率假设，由去年的11.5%下调至11%，与上市同业公司的平安和太保保持一致，因此增厚内含价值39.54亿，拉动1.93%的内含价值增长，若剔除假设调整，公司真实的内含价值增速为7.7%；另外，偏差正贡献拉动EV增长，上半年公司营运偏差和投资偏差分别为31.07亿、25.88亿，贡献EV增长分别为1.52%、1.26%，在上半年轻益市场保持稳定而长端利率下行的背景下能够实现正向的投资偏差实属难得；最后，期望收益和新业务价值分别贡献4.31%、2.55%的内含价值增长，去年同期为的4.52%、3.4%，期望收益保持相对稳定，而新业务价值下滑导致对内含价值的增厚水平下降。

表3: 新华保险内含价值变动分析 (百万元)

	规模		增速贡献		
	2019H1	2020H1	2019H1	2020H1	变动
期望收益	7,821	8,832	4.5%	4.3%	-0.2%
一年新业务价值的影响	5,890	5,221	3.4%	2.5%	-0.9%
运营经验偏差	1,655	3,107	1.0%	1.5%	0.6%
经济经验偏差	2,744	2,588	1.6%	1.3%	-0.3%
运营假设变动	0	0	0.0%	0.0%	0.0%
经济假设变动	0	0	0.0%	0.0%	0.0%
风险贴现率假设	0	3,954	0.0%	1.9%	1.9%
注资及股东红利分配	-2,402	-4,399	-1.4%	-2.1%	-0.8%
其他	2,298	311	1.3%	0.2%	-1.2%
寿险业务以外的其他股东价值变化	246	100	0.1%	0.0%	-0.1%
合计	191,403	224,757	10.5%	9.6%	-0.9%

数据来源: 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，且下半年权益市场的上行有望推动投资偏差贡献持续扩大正向影响，预计2020全年EV增长15%。

表4: 新华保险内含价值增速预测

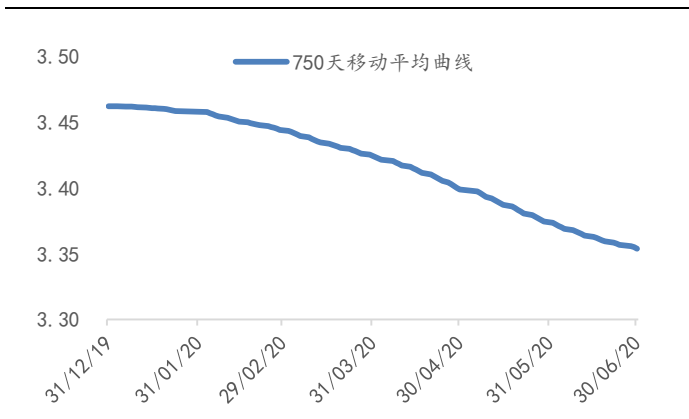
分项增速贡献	2018	2019	2020E	2021E
期望收益	9.21%	9.24%	8.63%	9.19%
一年新业务价值的影响	7.96%	5.65%	4.57%	4.47%
运营经验偏差	2.03%	0.88%	0.75%	0.00%
经济经验偏差	-3.84%	4.77%	1.25%	2.85%
运营假设变动	-0.91%	-1.86%	0.00%	0.00%
经济假设变动	-0.71%	-0.70%	0.00%	0.00%
风险贴现率假设	0.00%	0.00%	1.93%	0.00%
注资及股东红利分配	-1.06%	-1.39%	-2.15%	-1.60%
其他	0.09%	1.18%	0.05%	0.04%
寿险业务以外的其他股东价值变化	0.06%	0.65%	0.00%	0.00%
合计增速	12.82%	18.42%	15.03%	14.94%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

二、高基数叠加会计估计变更，业绩下滑预期之中

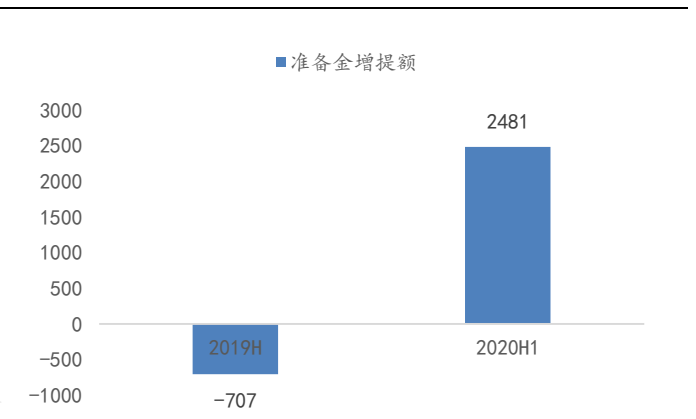
上半年公司归母净利润为82.18亿，同比-22.1%，基本符合预期，扣非后净利润81.86亿，同比-4.7%。一方面，2019年上半年监管调整保险公司税收政策导致2018年多缴纳的18.5亿税一次性返还给公司，增厚上半年净利润基数；另外，上半年10年期国债750天移动平均收益率曲线下移10.8个BP，导致公司增提准备金24.81亿，而去年同期为释放准备金7.07亿。但从公司的2019年报披露的弹性来看，上半年公司实际增提的准备金24.81亿明显低于10.8个BP所计算的准备金增提额（如表6），考虑到公司在2018-2019年750曲线上移的背景增提准备金提前平滑业绩，我们预计公司在上半年逆向调整准备金计算的折现率中的综合溢价因子。公司总投资收益率同比提升0.4个百分点，推动总投资收益同比增长24.6%至210亿，对业绩形成正面影响。

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

表5: 上市保险公司历年会计估计变更对准备金的实际影响 (百万元)

	750 天曲线变动幅度 (BP)	会计估计变更对准备金的影响 (正数表示增提)			
		中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险
2015	-3.00	23,175	8,510	4,844	4,489
2016	-32.39	17,652	14,262	9,292	6,245
2017	-19.20	21,213	6,599	9,024	8,282
2018	8.82	-265	-6,020	-497	5,038
2019	10.60	20,774	2,402	8,077	6,249

数据来源: 公司年度报告, 广发证券发展研究中心

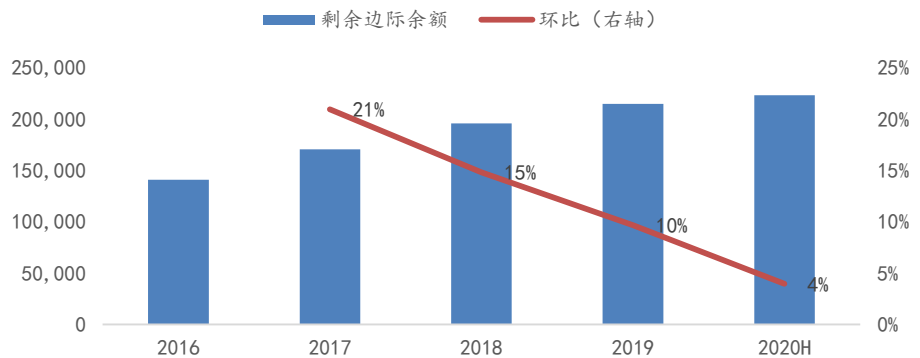
表6: 2020上半年750曲线下移税前净利润影响的敏感性测算 (百万)

2019 年报披露折现率变动对税前净利润的影响		2020 上半年 10 年期国债 750 曲线变动幅度 (BP)	对税前净利润的影响测算
变动 BP	对税前净利润的影响		
-50	-32,859	-10.8	-7,098

数据来源: 公司年度报告, 广发证券发展研究中心

剩余边际增速放缓, 上半年公司剩余边际余额2230亿, 环比年初增长4%, 增速较2019全年放缓5.7个百分点, 主因公司上半年产品结构的变化导致新业务价值下滑, 而高价值率的产品剩余边际余额更高, 因此产品结构的变化影响到剩余边际的积累的速度。随着下半年公司个险渠道持续聚焦高价值率的保障性产品的销售, 新单逐步回暖推动剩余边际余额的增速有望回暖, 为公司未来利润的增长奠定基础。

图5: 新华保险剩余边际余额与环比增速 (百万元)



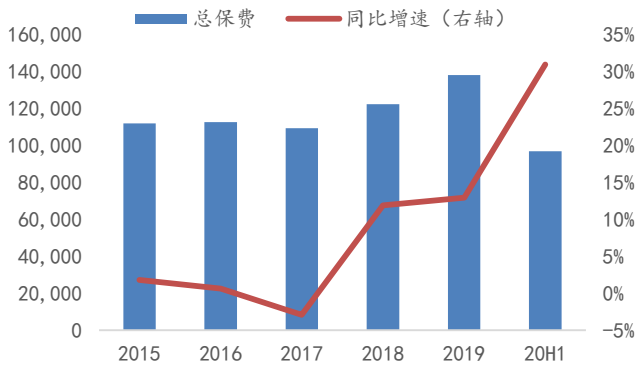
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

三、负债端: 战略转型, 二次腾飞

公司寿险原保费968.79亿, 同比大增30.9%, 预计为上市同业最高增速, 市场份额同比提升0.92个百分点至4.85%。在上半年突发新冠疫情导致线下销售受阻的背景下总保费大幅增长的原因在于公司实施“二次腾飞”战略, 强调“规模与价值并重”(来源于2019年投资者开放日报告), 在开门红阶段调整产品策略, 一方面个险渠

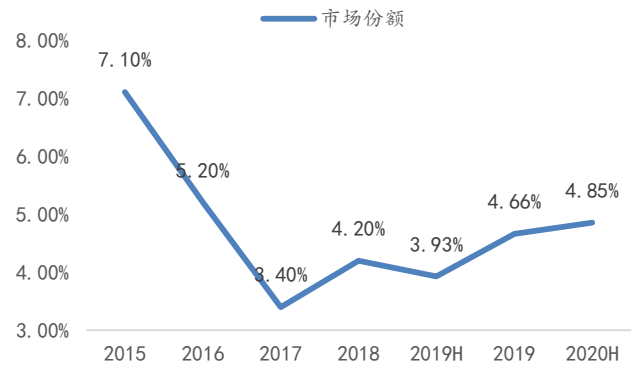
道围绕“规模增长，价值提升”两大主题，开门红推动年金险产品销售，而去年同期开门红聚焦于低件均高利润率的健康险产品销售；另外，银保渠道为确保规模贡献，放开趸交限制，原保费规模同比大增133.8%至291.43亿。上半年首年保费341.8亿，同比增长119%，其中个险、银保新单保费分别为131.6亿、195.5亿，增速分别为16%、629%，占新单保费比重为38.5%、57.2%。

图6：新华保险总保费规模及同比增速（百万元）



数据来源：公司年度报告，广发证券发展研究中心

图7：新华保险市场份额



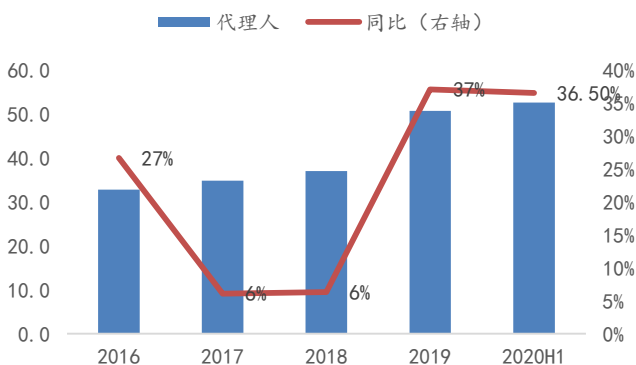
数据来源：银保监会，广发证券发展研究中心

代理人逆势增长，截至6月底公司队伍规模52.6万，同比、环比增长分别为36.5%、3.7%，队伍的大幅增长源自于公司去年开始坚持“做大做强队伍”的战略，投入部分费用进行组织发展，且开门红销售较为理想的背景下提升队伍收入，有利于队伍的留存。公司将继续坚持做大做强队伍的战略，并且在三季度初调整代理人基本法，聚焦新增和晋升，预计公司人力队伍将进一步提升。

队伍规模迅速扩张叠加疫情加大展业难度，队伍质量指标下滑。据半年报告显示，上半年月均合格人力(FYC>800)13.5万，同比下降3.5%，月均产能下滑20%至3578元，低于个险新单16%的增速，主因队伍短期扩张增速相对较高，降低人均产能水平；月人均NBV为1663元，同比下降35%。

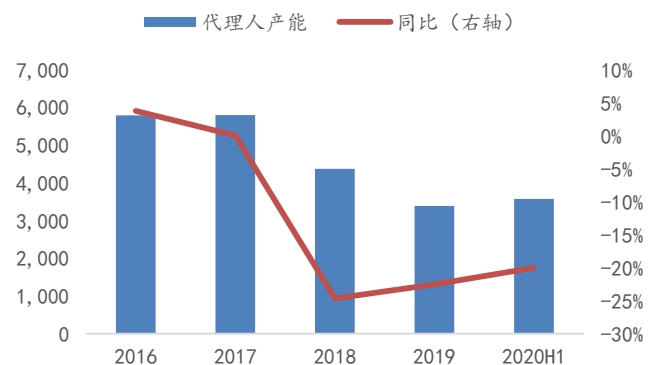
公司手续费及佣金支出同比增长7.5%，相较于NBV-11.4%的增速明显增长，预计主要为公司逆周期调整稳定队伍，在增员及队伍的留存方面投入部分费用导致。

图8：新华保险代理人规模及同比增速（万）



数据来源：公司半年度报告，广发证券发展研究中心

图9：新华保险代理人产能及同比增速（元/月）



数据来源：公司半年度报告，广发证券发展研究中心

表7: 新华保险手续费及佣金支出增速高于NBV增速

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%	7.5%

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%	18.9%

数据来源: 公司半年度报告, 广发证券发展研究中心

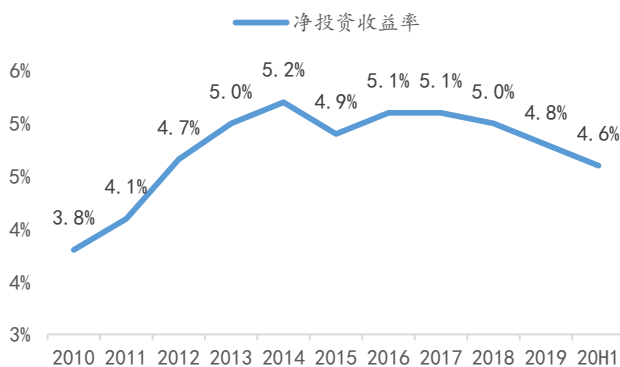
四、资产端: 权益资产比例提升, 投资收益率高于预期

上半年公司投资资产规模为9003亿, 环比年初增长20%, 其中固定收益类资产占比72.2%, 较上年末下降1个百分点, 而债券的比例保持相对平稳, 公司从战略配置的角度加大对长久期地方债、国债等配置; 权益类资产(包含长期股权投资)比重为21%, 较上年末提升1.75个百分点, 主要是公司择机加大对优质低估值的股票投资。公司保险资金配置非标类资产的比重为26.6%, 较年初下降2.8个百分点。

总投资收益率提升0.4个百分点至5.1%略超市场预期。上半年公司净投资收益率、总投资收益率分别为4.6%、5.1%, 相比较去年同期变动-0.4pt、+0.4pt。总投资收益当中, 买卖证券价差由负转正(19H1=-5.15亿、20H1=59.12亿), 增速高达64.27亿, 超出市场预期, 且公司其他综合收益仍增长1%至29亿。

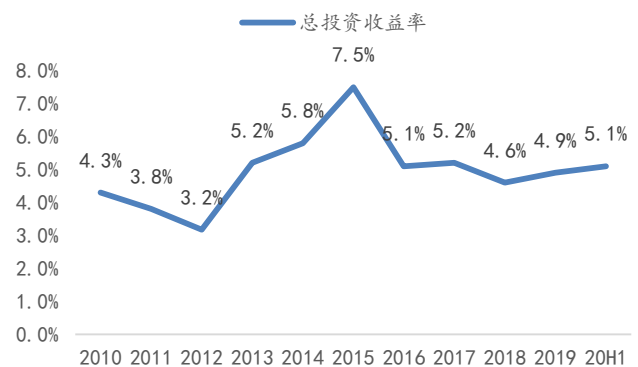
展望全年, 下半年长端利率随着经济的修复而逐步修复, 同时权益市场上行也有望推动全年投资收益率上行, 利好全年利润降幅的缩窄和内含价值中的投资偏差。

图10: 新华保险净投资收益率



数据来源: 公司半年度报告, 广发证券发展研究中心

图11: 新华保险总投资收益率



数据来源: 公司半年度报告, 广发证券发展研究中心

五、盈利预测和投资建议

公司中报业绩基本上符合预期，考虑到后续公司基本面的持续改善，及行业景气度的回暖，且当前估值仍处于相对较低水平，我们维持公司A/H股“买入”评级。

公司2020年中报业绩情况：（1）EV环比增长9.6%略高于市场预期，但追溯假设调整后的增速为7.7%；（2）归母净利润同比-22%，扣非后-4.7%，主因去年同期基数较高及750曲线下移增提准备金；（3）总投资收益率提升0.4个百分点至5.1%，且其他综合收益保持持平，在利率下滑和权益市场并未上涨的背景下仍实能保持稳定。

展望全年，负债端方面，下半年基数较低、人力增长及公司调整产品策略，聚焦长期保障型产品，我们预计下半年公司负债端持续改善，全年新业务价值将较上半年大幅改善；资产端方面，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，业绩增速有望回暖，我们预计公司2020-2022 EPS至4.01/5.95/7.21元/股，对应当前的PE估值分别为15/10/9倍，采用内含价值估值法得到公司A股合理估值为75.6元/股（EV估值法得到H股合理估值为50.8港币/股），对应2020年PEV估值为1X（A股），维持公司A/H股“买入”评级。

表8：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	76.80	9.44	10.62	8.14	7.23	1.01	0.87
中国太保	601601.SH	CNY	30.61	2.83	3.24	10.81	9.44	0.60	0.51
中国人寿	601628.SH	CNY	43.05	1.61	2.14	26.74	20.12	1.12	0.98
中国平安	02318.HK	HKD	84.15	9.44	10.62	8.91	7.92	0.99	0.85
中国太保	02601.HK	HKD	23.05	3.18	3.65	7.24	6.32	0.40	0.34
中国人寿	02628.HK	HKD	18.84	1.61	2.14	11.70	8.80	0.44	0.38

数据来源：wind，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: 百万人名币						单位: 百万元人名币					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	8,945	11,768	10,911	11,920	13,063	营业收入	154,167	174,566	197,975	228,227	252,935
定期存款	64,690	64,040	68,195	71,518	78,377	已赚保费	119,947	135,403	163,869	182,287	207,918
交易类金融资产	9,940	24,409	23,987	25,492	27,741	投资净收益	33,803	35,729	35,432	42,784	46,715
可供出售	300,949	387,296	416,918	454,750	498,166	公允价值变动净收	-379	2,647	-2,118	2,329	-2,562
持有至到期	214,531	246,212	268,671	294,047	322,394	汇兑净收益	95	40	40	40	40
其他可投资资产	103,599	109,837	120,578	135,581	148,823	其他收益	68	66	36	36	36
投资资产	702,654	843,562	909,260	993,308	1,088,564	其他业务收入	633	681	715	751	788
非投资资产	31,275	35,408	45,804	46,400	32,329	营业支出	-143,552	-161,280	-183,120	-206,240	-226,353
资产总计	733,929	878,970	955,065	1,039,708	1,120,894	退保金	-33,039	-12,990	-7,807	-11,520	-8,296
未决赔款准备金	1,064	1,611	1,824	1,797	1,077	赔付支出	-51,135	-60,648	-59,923	-65,684	-71,980
未到期责任准备金	1,805	2,102	1,946	5,548	9,301	提取保险责任准备	754	1,045	1,150	1,264	1,391
寿险责任准备金	527,494	567,985	607,015	642,430	684,508	减: 摊回保险	-26,752	-53,734	-56,531	-63,750	-70,492
长期健康险责任准备金	64,257	86,493	103,937	128,697	154,078	保户红利支出	-126	-42	-42	-42	-42
准备金负债	594,620	658,191	714,722	778,472	848,964	分保费用	0	0	0	0	0
应付保单红利	0	0	0	0	0	税金及附加	-166	-192	-218	-251	-278
保户储金及投资款	40,359	46,366	48,684	41,219	34,898	手续费及佣金支出	-16,708	-16,871	-29,949	-33,989	-38,682
其他负债	33,354	89,952	101,492	114,512	129,203	管理费用	-12,561	-13,783	-24,957	-28,324	-32,235
负债	668,333	794,509	864,898	934,203	1,013,064	其他业务成本	-2,945	-3,174	-3,823	-2,783	-4,421
股本	3,120	3,120	3,120	3,120	3,120	资产减值损失	-1,797	-2,036	-2,240	-2,464	-2,710
资本公积	23,914	23,870	23,870	23,870	23,870	营业利润	10,615	13,286	14,854	21,987	26,582
盈余公积	5,226	7,357	8,609	10,466	10,466	利润总额	10,510	13,221	14,725	21,858	26,453
未分配利润	31,411	40,077	46,308	55,557	55,557	减: 所得税	-2,587	1,339	-2,209	-3,279	-3,968
一般风险准备	4,707	6,067	7,319	9,176	9,176	净利润	7,923	14,560	12,516	18,579	22,485
其他综合收益	-2,791	3,960	931	3,306	5,630	归母净利润	7,922	14,559	12,515	18,578	22,484
外币报表折算额	0	0	0	0	0						
归属于母公司股东权益	65,587	84,451	90,156	105,496	107,819						
所有者权益	65,596	84,461	90,166	105,506	107,829						
负债及所有者权益	733,929	878,970	955,064	1,039,709	1,120,894						

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	6.96%	13.23%	13.41%	15.28%	10.83%
归母净利润增长	47.17%	83.78%	-14.04%	48.44%	21.03%
归母净资产增长	2.94%	28.76%	6.76%	17.01%	0.00%
获利能力					
ROE	12.1%	17.2%	13.9%	17.6%	20.9%
ROA	1.1%	1.8%	1.3%	1.8%	2.0%
每股指标					
EPS	2.54	4.67	4.01	5.95	7.21
BPS	21.0	27.1	28.9	33.8	34.6
估值比率					
P/E	23.04	12.54	14.58	9.82	8.12
P/B	2.78	2.16	2.02	1.73	1.69

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。
- 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 淇：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 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
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。