

审慎增持 (维持)

01336.HK 新华保险

港股通 (沪、深)

目标价: 33.08 (港元)

现价: 25.75 (港元)

## 银保趸交业务发展, 归属股东净利润增长

2020年04月29日

预期升幅: 28.5%

## 主要财务指标

## 市场数据

日期 2020.04.28

收盘价(港元)	25.75
港股股本(亿股)	10.34
总股本(亿股)	31.20
港股市值(亿港元)	266.3
总市值(亿港元)	1,257.3
净资产(亿元)	876.6
总资产(亿元)	9,390.4
每股净资产(元)	28.09

数据来源: Wind

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	1,721	1,878	2,096	2,332
同比增长(%)	13.3	9.1	11.6	11.3
归属股东净利润(亿元)	145.6	157.3	181.0	211.2
同比增长(%)	83.8	8.0	15.1	16.7
新业务价值(亿元)	98	98	118	138
同比增长(%)	-19.9	-0.3	21.4	16.5
内涵价值(亿元)	2,050	2,353	2,704	3,108
同比增长(%)	18.4	14.7	14.9	14.9
每股收益(元)	4.67	5.04	5.80	6.77
每股派息(元)	1.41	1.41	1.53	1.76

数据来源: 新华保险财报、兴业证券经济与金融研究院预测

## 相关报告

《价值、规模走向平衡, 新业务价值短期承压》20200326 海外跟踪报告

《保险业务平稳发展, 退保率降低》20191030 海外跟踪报告

《新业务价值率下降, 坚持以健康险为核心》20190829 海外跟踪报告

《坚持以健康险为核心的发展战略》20190428 海外跟踪报告

《优化业务结构, 市场份额提升》20190321 海外跟踪报告

## 海外金融研究

分析师:

张博

zhangboyjs@xyzq.com.cn

SFC:BMM189

SAC: S0190519060002

## 投资要点

- **我们的观点:** 新华保险新任管理层兼顾业绩质量和规模, 恢复银保渠道长险趸交业务, 并坚持代理人队伍建设, 在公共卫生事件冲击下保费收入逆势高增长。预期公司全年保费收入增速高于同业。我们维持公司“审慎增持”评级, 并维持公司目标价 33.08 港元, 公司目标价较现价有 28.5% 的涨幅。2020-2022 年, 新华保险目标价对应的集团每股内含价值分别为 0.40、0.35 及 0.30 倍, 建议投资者积极关注。
- **2020Q1 归属股东净利润大幅增长:** 公司 2020 年第一季度营业收入 681 亿元 (人民币, 下同), 同比增长 37.5%; 归属公司股东净利润 46.4 亿元, 同比上升 37.7%。业绩增长的主要原因一是公司恢复银保趸交渠道致使一季度保费大幅增长; 二是投资收益低基数高增长。
- **银保趸交渠道展业, 保费收入大幅提升:** 2020Q1, 公司实现保费收入 582 亿元, 同比上升 34.9%。分渠道来看, 2020Q1 年个险、银保和团体保险保费收入分别同比变动 11.5%、145.3%、-4.0%; 占总保费比例分别为 66.0%、32.3% 和 1.7%, 分别较上年同期下降 13.8、上升 14.5 和下降 0.7 个百分点。银保渠道的高增长主要由于恢复趸交业务并取得 111 亿元趸交保费; 个险渠道的稳定增长主要由于续期拉动效应及长期首年期交保费的稳健增长。从新单保费来看, 银保趸交业务的恢复推动公司全渠道长险首年保费同比增长 174.3% 至 196 亿元。
- **投资资产规模增长, 总投资收益率显著提升:** 截止至 2020 年 3 月 31 日, 公司投资资产规模 8,979 亿元, 同比增长 22.9%, 较上年末增长 7.0%。2020 年第一季度, 公司实现年化总投资收益率 5.1%, 同比提升 0.9 个百分点。由此带来利润表投资收益科目同比增长 79.9% 至 123.9 亿元。

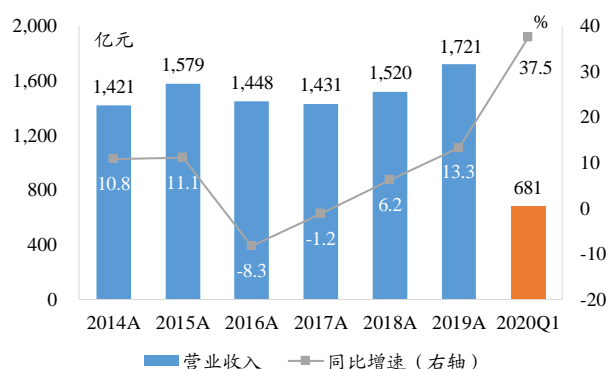
**风险提示:** 1、资本市场波动; 2、保费收入增长不达预期; 3、保险行业政策改变; 4、外资进入导致的经营风险



## 报告正文

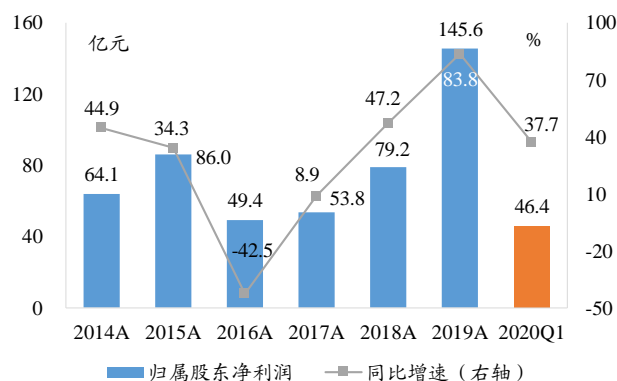
- **2020Q1 归属股东净利润大幅增长:** 截至2020年3月31日, 公司2020年第一季度实现营业收入681亿元(人民币, 下同), 同比增长37.5%; 实现归属公司股东净利润46.4亿元, 同比增长37.7%; 公司总资产达9,390亿元, 较2019年末提升6.8%。2020Q1公司业绩增长的主要原因一是恢复银保趸交渠道致使一季度保费大幅增长; 二是投资收益低基数高增长。

图1、新华保险历年营业收入及同比增速



资料来源：新华保险财报，兴业证券经济与金融研究院整理

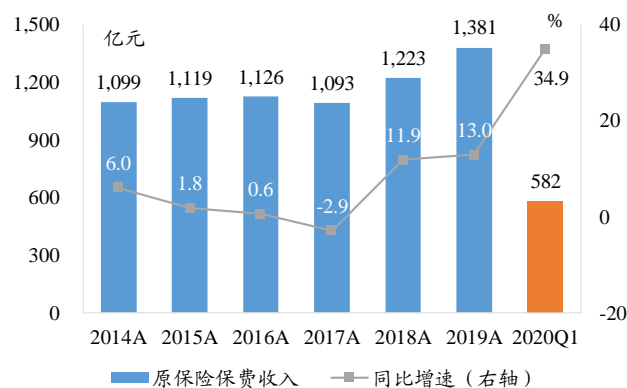
图2、新华保险历年归属股东净利润及同比增速



资料来源：新华保险财报，兴业证券经济与金融研究院整理

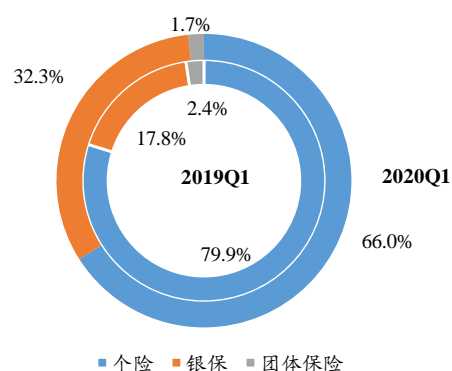
- **银保趸交渠道展业，保费收入大幅提升:** 新华保险主要从事人寿保险业务。2020Q1, 公司实现保费收入582亿元, 同比上升34.9%。分渠道来看, 2020Q1年个险、银保和团体保险保费收入分别为385、188、10亿元, 分别同比变动11.5%、145.3%、-4.0%; 占总保费比例分别为66.0%、32.3%和1.7%, 分别较上年同期下降13.8、上升14.5和下降0.7个百分点。银保渠道的高增长主要由于恢复趸交业务并取得111亿元趸交保费; 个险渠道的稳定增长主要由于续期拉动效应及长期首年期交保费的稳健增长。从新单保费来看, 银保趸交业务的恢复推动公司全渠道长险首年保费同比增长174.3%至196亿元。

图3、新华保险历年原保费收入及同比增速



资料来源：新华保险财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、新华保险2019Q1、2020Q1业务渠道构成



资料来源：新华保险财报，兴业证券经济与金融研究院整理

- **退保率维持低位，准备金计提大幅增长：**2020Q1，公司退保率下降 0.3 个百分点至 0.3%，维持较低水平，退保金下降 41.2% 至 22.9 亿元。新华保险曾在 2019 年三季报及年报里调整会计估计，对折现率、死亡率和发病率、费用、保单红利、退保率等精算假设进行调整，保险合同准备金计提增加；受此影响，2020Q1 公司提取保险责任准备金 341.8 亿元，同比提升 172.6%。
- **投资资产规模增长，总投资收益率显著提升：**截止至 2020 年 3 月 31 日，公司投资资产规模 8,979 亿元，同比增长 22.9%，较上年末增长 7.0%。2020 年第一季度，公司实现年化总投资收益率 5.1%，同比提升 0.9 个百分点。由此带来利润表投资收益科目同比增长 79.9% 至 123.9 亿元。同期，投资收益与公允价值变动损益之和为 108.9 亿元，同比增长 45.4%。

图5、新华保险历年总投资收益率（年化）

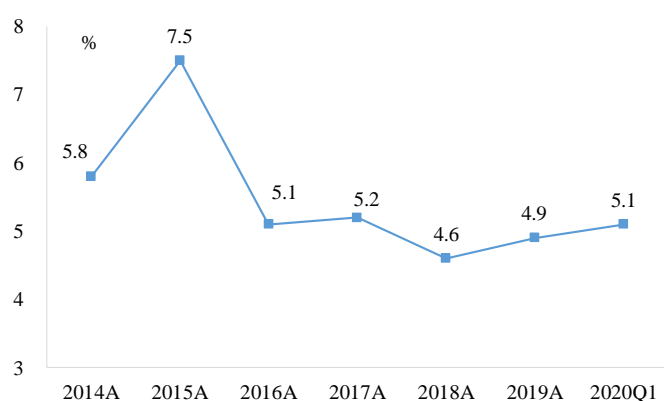
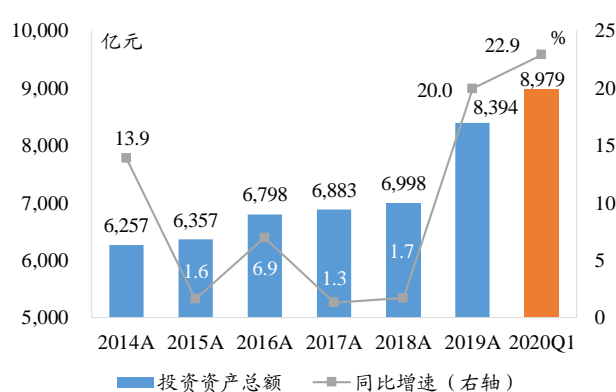


图6、新华保险历年投资资产规模及同比增速



资料来源：新华保险财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：新华保险财报，兴业证券经济与金融研究院整理

- **我们的观点：**新华保险新任管理层兼顾业绩质量和规模，恢复银保渠道长险趸交业务，并坚持代理人队伍建设，在公共卫生事件冲击下保费收入逆势高速增长。预期公司全年保费收入增速高于同业。我们维持公司“审慎增持”评级，并维持公司目标价 33.08 港元，公司目标价较现价有 28.5% 的涨幅。2020-2022 年，新华保险目标价对应的集团每股内含价值分别为 0.40、0.35 及 0.30 倍，建议投资者积极关注。
- **风险提示：**资本市场波动，保费增速不达预期，公司经营风险，保险行业政策改变。

**附表**

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>资产</b>	<b>8,790</b>	<b>9,398</b>	<b>10,281</b>	<b>11,303</b>
联营企业和合营企业投资	49.2	62.6	67.0	71.6
现金及现金等价物	118	23	224	520
债权型金融资产	5,505	6,034	6,456	6,908
股权型金融资产	1,570	1,555	1,664	1,781
定期存款	640	805	861	921
保户质押贷款	351	322	344	368
应收保费	22.3	28.5	30.5	33.6
物业及设备	143.4	163.9	184.8	208.0
投资性房地产	90.5	106.1	119.2	133.7
<b>总负债</b>	<b>7,945</b>	<b>8,439</b>	<b>9,189</b>	<b>10,054</b>
长期保险合同负债	6,545	7,170	7,869	8,653
投资合同	465	520	582	652
卖出回购金融资产款	682	447	392	358
预收保费	41.8	31.7	37.3	46.5
其他负债	95.6	98.8	113.5	132.2
未决赔款准备金	16.1	21.5	27.7	34.9
未到期责任准备金	21.0	23.8	27.0	30.7
应付保险给付和赔付	57.0	57.4	69.4	76.2
储备	413	441	474	514
少数股东权益	0.10	0.13	0.16	0.20
<b>总权益</b>	<b>845</b>	<b>958</b>	<b>1,092</b>	<b>1,249</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>8,790</b>	<b>9,398</b>	<b>10,281</b>	<b>11,303</b>

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
年度税前溢利	132	197	226	264
投资收益	-358	-384	-419	-452
提取长期保险合同负债	528	491	548	590
财务费用	10.4	24.1	20.1	18.6
已付税项	-1.6	-29.9	-46.3	-53.8
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>421.0</b>	<b>484.6</b>	<b>562.8</b>	<b>649.2</b>
投资活动所产生的现金净额	-856	-276	-240	-247
融资活动所产生的现金流净额	463	-303	-122	-107
现金及现金等价物增加净额	28	-95	201	295
年初现金及现金等价物	90	118	23	224
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>118</b>	<b>23</b>	<b>224</b>	<b>520</b>

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>1,721</b>	<b>1,878</b>	<b>2,096</b>	<b>2,332</b>
保险业务收入	1,382	1,513	1,698	1,905
分出保费	-24	-27	-31	-34
投资收入	358	384	419	452
提取长期保险合同负债	-528	-491	-548	-590
寿险死亡和其他给付	-697	-772	-879	-987
手续费及佣金支出	-169	-183	-204	-229
行政及管理费用	-130	-148	-161	-179
<b>税前溢利</b>	<b>132.2</b>	<b>196.6</b>	<b>226.3</b>	<b>264.1</b>
税项支出	13.4	-39.3	-45.3	-52.8
<b>年度溢利</b>	<b>145.6</b>	<b>157.3</b>	<b>181.1</b>	<b>211.3</b>
非控股股东应占溢利	0.01	0.03	0.03	0.04
<b>归属公司股东年度溢利</b>	<b>145.59</b>	<b>157.26</b>	<b>181.04</b>	<b>211.24</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>4.67</b>	<b>5.04</b>	<b>5.80</b>	<b>6.77</b>

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长性(%)</b>				
保险业务收入同比增速	12.9	9.5	12.2	12.2
投资收益同比增速	14.9	7.0	9.3	7.7
手续费及佣金收入同比增速	1.0	8.5	11.3	12.2
归属股东净利润同比增速	83.8	8.0	15.1	16.7
内涵价值增长率	18.4	14.7	14.9	14.9
新业务价值增长率	-19.9	-0.3	21.4	16.5
<b>偿债能力(%)</b>				
资产负债率	90.4	89.8	89.4	88.9
<b>营运能力(%)</b>				
ROE	17.2	16.4	16.6	16.9
<b>每股资料(港元)</b>				
每股收益(EPS)	4.67	5.04	5.80	6.77
每股净资产	27.1	30.7	35.0	40.0
<b>估值比率(倍)</b>				
PEV	0.46	0.40	0.35	0.30
PB	1.1	1.0	0.9	0.8

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度，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收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyq.com.cn](http://www.xyq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰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收到任何形式的补偿。本人确认并没有在发表报告之前 30 日内交易或买卖该等证券。本人及本人之有联系者并不是任职该等上市公司之高级职员。本人及本人之有联系者并没有持有本报告覆盖之证券之任何权益。

## 【有关财务权益及商务关系的披露】

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

## 【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构



投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司及/或兴证国际证券有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或兴证国际证券有限公司其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。