

公司评级：推荐（维持）

报告日期：2020年03月27日

市场数据

目前股价	40.52
总市值（亿元）	1,264.04
流通市值（亿元）	845.02
总股本（万股）	311,955
流通股本（万股）	208,544
12个月最高/最低	64.02/37.88

分析师

分析师：刘文强 S1070517110001

☎ 021-31829700

✉ liuwq@cgws.com

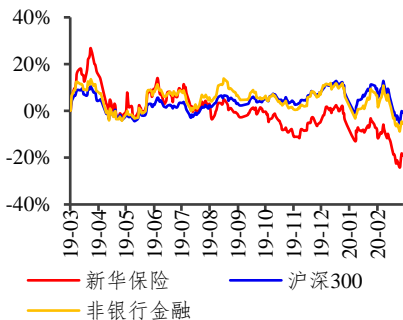
联系人（研究助理）：张永

S1070118090027

☎ 010-88366060-8865

✉ zhangyong@cgws.com

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<代理人队伍迅速发展，蓄势“二次腾飞”>> 2020-02-04

<<准备金大幅增长拖累业绩，尚需提高代理人质量>> 2019-10-31

<<NMargin 拖累 NBV 增速，产品结构有待改善>> 2019-08-28

新业务价值承压，预期规模与价值均衡发展

——新华保险（601336）2019年业绩点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	154167.00	174566.00	184,570.53	202,252.36	232,179.67
(+/-%)	7.0	13.2	5.7	9.6	14.8
净利润	7922.00	14559.00	15,338.21	17,175.25	22,198.96
(+/-%)	47.2	83.8	5.4	12.0	29.2
摊薄 EPS	2.54	4.67	4.92	5.51	7.12
PE	15.96	8.68	8.24	7.36	5.69

资料来源：长城证券研究所

核心观点

■ 投资要点

■ 1. 业绩增长基本符合预期，NBV 和 NBV margin 下行压力较大

2019 年公司营业收入为 1745.7 亿元（YoY+13.2%），其中保费业务收入 1381.3 亿元（YoY+13.0%）。季度保费增速分别为 9.5%、8.4%、5.5% 和 35.7%。归母净利润 145.6 亿元（YoY+83.8%），Q4 净利润 15.6 亿元，环比-36.7%，同比大增 607.3%。扣非归母净利润 127.6 亿元（YoY+60.2%），主要因为公司整体盈利能力稳步提高、税优新政导致非经常性损益增加 18.5 亿元、准备金补提拖累税前利润 62.5 亿元，以及投资收益的大幅增长，业绩基本符合预期。

集团内含价值为 2050.4 亿元（YoY+18.4%），其中有效业务价值为 821.2 亿元（YoY+10.6%）。EV 增长来源来看，NBV 贡献、期望收益以及依靠公司较好投资表现带来的经济经验偏差，分别助力 EV 增长约 6%、9% 和 5%。2019 年公司实现 NBV97.8 亿元（YoY-19.9%），上半年 NBV58.9 亿元（YoY-8.7%），下半年 NBV38.89 亿元（YoY-32.5%）。首年保费口径下 NBV margin 为 30.3%（2018 年同口径 NBV 为 47.9%，下降 17.6pct），标准保费口径下 NBV margin 为 36.5%。NBV 和 NBV margin 大幅下行，归因于公司战略和产品结构调整，一是公司销售预定利率 4.025% 的年金产品，具备市场竞争力销量增加；二是加大趸交产品销售，长期险首年保费中趸交保费收入达 60.6 亿元，是 2018 年的 77.6 倍，占比提升 23.4pct 至 23.8%。

■ 2. 个险、银保渠道拉动业务增长，期趸联动优势显著

公司产品结构方面，分红型保险、健康保险和传统保险是主要险种，保费增速分别为 3.7%、24% 和 12.7%，占总保费比重分别为 37.3%、38.2% 和

22.9。其中长期险首年保费中，健康险贡献最高，分红型保险和传统型保险增速最快。

渠道结构方面，个险渠道实施“健康险+年金险+附加险”产品策略，保费收入1084.5亿元（YoY+9.4%），占比78.5%，较同期下降2.6pct。其中续期和趸期保费增速分别达到11.2%和36.6%，长期险首年保费占个险保费比重下滑5.5pct至14.0%；银保渠道不断完善产品体系，业务规模快速提升，实现保费收入272.9亿元（YoY+31.2%），占比提升2.8pct至19.8%，其中长期险首年保费和续期保费增速分别达到116.1%和6.2%，占银保渠道比重37.4%（较同期上升14.7pct）和62.4%（较同期下降14.8pct）。

保费结构方面，公司续期保费收入1,058.2亿元（YoY+10.4%），占总保费比重为76.6%，保持高位稳定，拉动总保费收入增长。长期险首年保费中，趸交保费收入达60.6亿元，是2018年的77.6倍。其主要来源为银保渠道。由于银保渠道中短存续期产品退保支出大幅减少，导致2019年公司退保金同比下降60.7%。退保率下降3pct至1.8%，业务品质保持优良。

■ 3. 个险队伍规模跃升尚需提质，坚持做好三高队伍建设

公司确立“业务增长，队伍先行”的经营策略，通过实施“赢在新华”专项组织发展方案，队伍规模大幅提升。2019年，集团营销人力总数达50.7万（YoY+37.0%），月均合格人力为13.3万（YoY+3.5%），队伍规模实现跃升。但月均合格率为33.1%，同比下降5.7pct；月均人均综合产能3,387元，同比下降22.5%。原因在于一是个险营销队伍螺旋式增长，需要沉淀绩优人力；二是2019年人力增长主要在三四季度，培养形成产能时间较短。

公司2020年的战略目标是规模与价值全面发展、人力为先，继续坚持“赢在新华”新人扩张计划，逐渐做强队伍。代理人渠道建设上，对销售队伍精兵简政，提倡培训师和公关师精兵简政；在财富渠道上，进行队伍扩张和提高产能收入。坚持做好三高队伍的建设（高产能、高留存、高素质）。具体计划体现在：1）以晋升文化为抓手促进队伍稳增长。赋予“高素质”年轻化的新含义，提升80、90后在队伍中的比重；2）夯实架构，实现绩优人力；3）科技赋能。疫情对代理人策略实现了“倒逼”，队伍在展业线、招募线、管理线和培训线上都发生了变化，利用科技赋能提高队伍生产力；4）加强政策支持，成立个险销售中心。四大销售区域，能够有效提升客户服务、缩短管理半径；5）加强对两条生产线绩优人力的培训，即针对代理人和经理人加强培训。

■ 4. 资产配置结构稳定，总投资收益率稳健增长

2019年末，集团投资资产突破8394.5亿元（YoY+20.0%），主要得益于公司业务资产的主动积累以及投资节奏安排上大幅采用短融手段。净投资收益同比+3.3%至354.5亿元，总投资收益同比+15.1%至363.4亿元，其中1）公允价值变动净收益26.5亿元（上年同期-3.8亿元），2）买卖价差损益-2.3亿元，同比-75.6%。其他综合收益净额67.5亿元（上年同期为-43.9亿元），其中其他综合收益中可供出售金融资产税后浮盈净额68.4亿元（上年同期-42.9亿元），随着浮盈的兑现有望贡献投资收益。净投资收

益率 4.8%，同比下降 0.2 个百分点。总投资收益率为 4.9%，同比上升 0.3 个百分点。

投资组合来看，公司在利率下行阶段提前布局长久期国债及地方债，权益投资则坚持价值投资、稳健投资的理念，选择低估值、高分红、低波动的品种进行布局。1) 债权型资产方面，加大利率债配置，战略性地加大长久期地方债等符合配置标准的资产配比；2) 股权型资产方面，权益类投资提升 2.1pct 至 18.7%，其中加大股票+基金投资，占比提升 1.4pct 至 12.1%；3) 公司整体非标资产 2465.9 亿元，占总资产比重 29.4%，较上年末降低近 3pct。非标股权类占比提升 3.6pct 至 21.9%。非标债权类投资占比下降 3.6pct 至 78.1%。非标配置风险、收益符合要求的集合信托计划和不动产投资计划，非标资产的质量较高，风险较小。

■ 5. 估值与投资建议

未来公司在保障型、理财型产品发展的思路与策略可能会发生变化，预计会采取规模与价值均衡发展的策略。但我们认为，并非重回仅看规模、忽略价值的发展战略。公司可能会对储蓄险销售制定合理规模要求，不会大规模销售以走量。从当前时点来看公司 P/EV 处于相对低位，并有望继续受益于业务转型和高现金价值产品所带来的产品收入保费的提升，期待新一届管理层带领公司不断砥砺前行，业绩更上一层楼。我们预计 2020-2022 年的摊薄 EPS 分别为 4.92/5.51/7.12 元，P/EV 分别为 0.54/0.48/0.42 倍，维持对于公司的“推荐”评级。

- 风险提示：中美贸易摩擦波动风险；股票市场大幅下跌；业绩不及预期风险；利率波动风险；宏观经济下行风险；肺炎疫情持续蔓延风险

附：图表

表 1：新华保险 2019 细分保费数据 单位：百万元

截至 12 月 31 日止	2019 年	增减变化	2018 年
个险渠道			
长期险首年保费	15,196	-5.50%	16,078
期交	15,175	-5.30%	16,020
趸交	21	-63.80%	58
续期保费	88,775	11.20%	79,808
短期险保费	4,479	36.60%	3,280
个险渠道保费收入合计	108,450	9.40%	99,166
银保渠道			
长期险首年保费	10,194	116.1%	4,718
期交	4,166	-11.6%	4,714
趸交	6,028	150600.0%	4
续期保费	17,036	6.2%	16,043
短期险保费	56	75.0%	32
银保渠道保费收入合计	27,286	31.2%	20,793
团体保险			
长期险首年保费	6	-60.0%	15
续期保费	10	11.1%	9
短期险保费	2,379	3.3%	2,303
团体保险保费收入合计	2,395	2.9%	2,327
总保费收入	138,131	13.0%	122,286

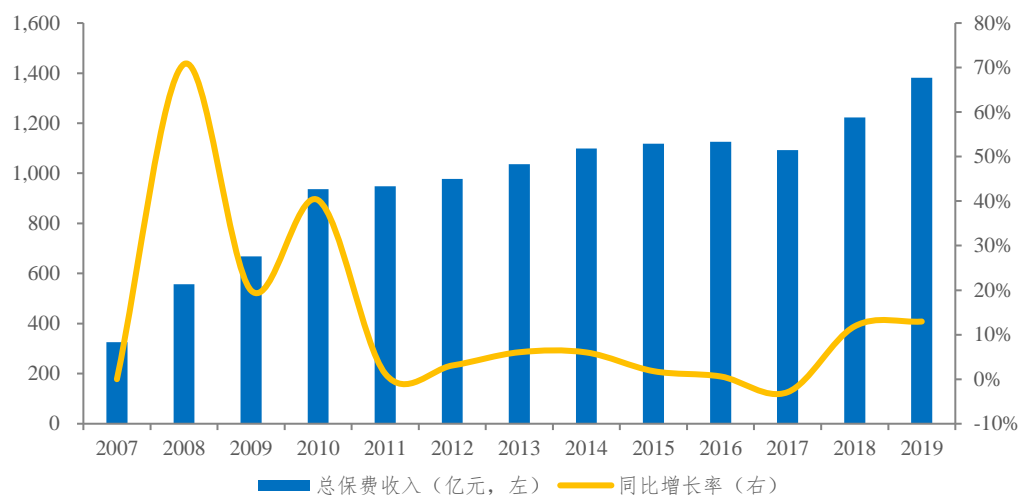
资料来源：公司财报，长城证券研究所

表 2：新华保险 2019 保费数据 单位：百万元

截至 12 月 31 日	2019	增减变化	2018
总保费收入	138,131	13.0%	122,286
长期险首年保费	25,396	22.0%	20,811
趸交	6,055	7763.6%	77
期交	19,341	-6.7%	20,734
十年期及以上期交保费	10,726	-14.9%	12,603
续期保费	105,821	10.4%	95,860
短期险保费	6,914	23.1%	5,615

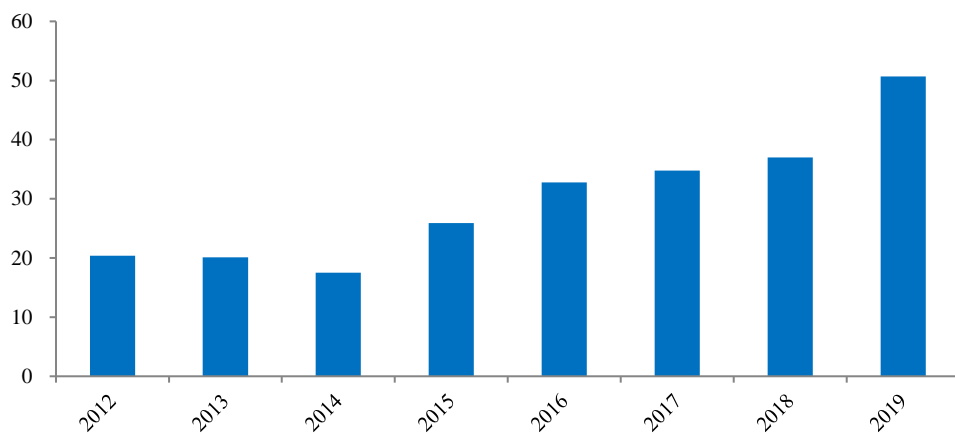
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 1: 新华保险总保费收入及增速 单位: 亿元



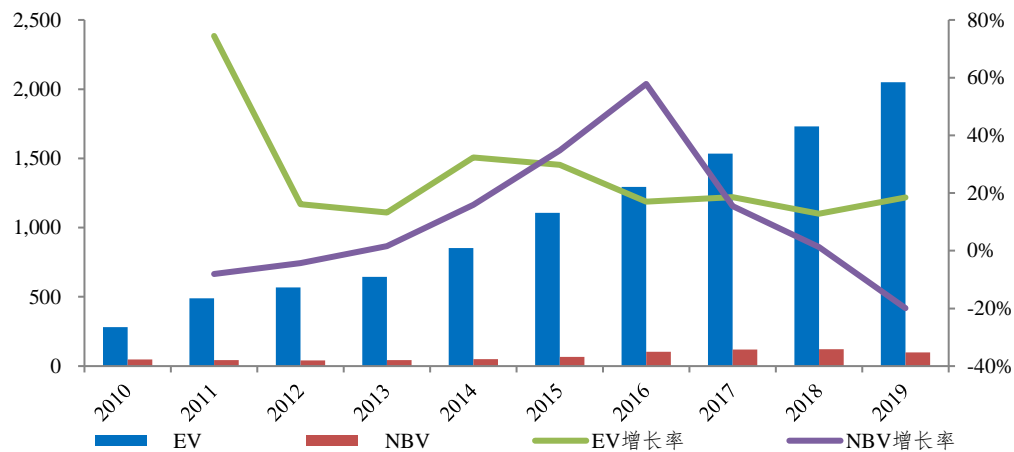
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 2: 新华保险代理人数量 单位: 万人



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 3: 新华保险内含价值、新业务价值及同比增速 单位: 亿元



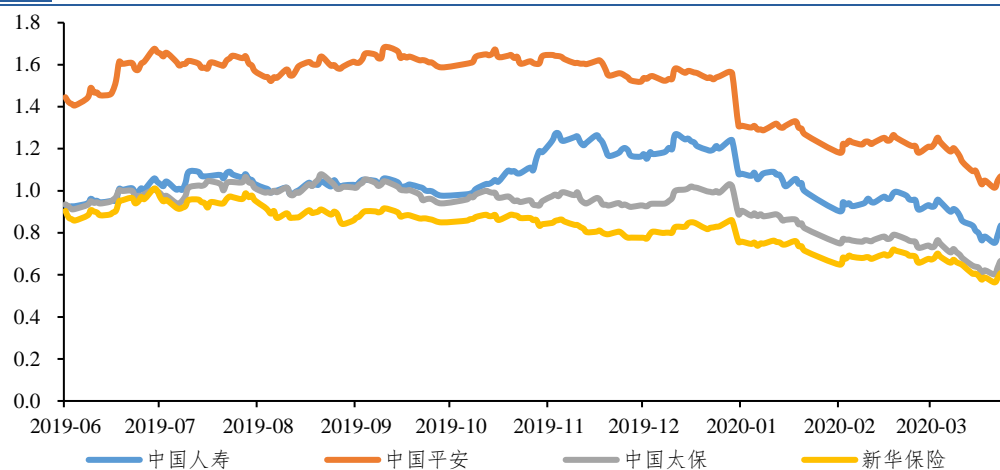
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 4: 中债国债到期收益率 750 日移动平均线: 10 年



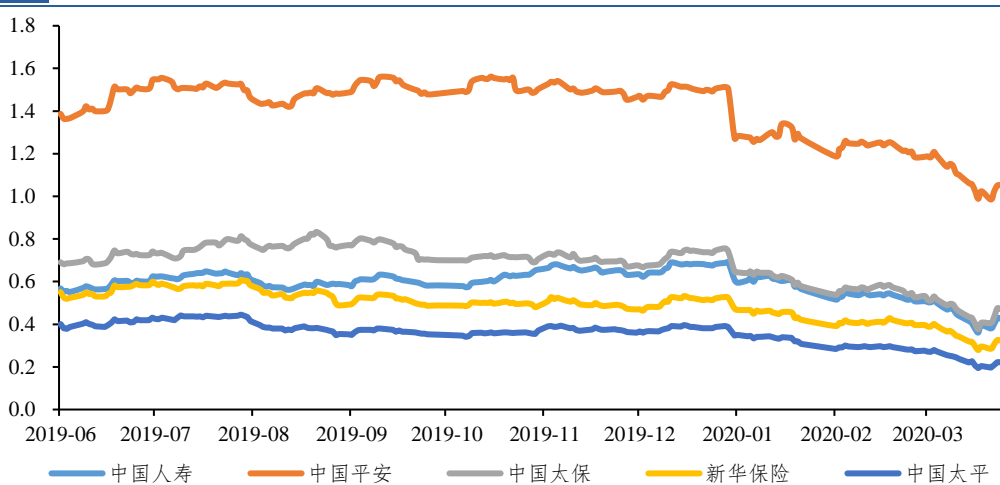
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 5: 新华保险等 A 股 PEV 估值图



资料来源: wind, 公司财报, 长城证券研究所

图 6: 新华保险等 H 股 PEV 估值图



资料来源: wind, 长城证券研究所

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入合计	174,566.00	184,570.53	202,252.36	232,179.67	净利润构成				
营业支出合计	-161,280.00	-161,748.20	-176,677.76	-199,112.37	保险业务	100%	100%	100%	100%
营业利润	13,286.00	22,822.33	25,574.60	33,067.31	银行业务	-	-	-	-
加：营业外收入	71.00	99.60	91.72	61.72	投资业务 (信托、证券)	-	-	-	-
减：营业外支出	-136.00	-125.20	-139.24	-135.36	成长性				
利润/(亏损)总额	13,221.00	22,796.73	25,527.08	32,993.67	营业收入增长	13.23%	5.73%	9.58%	14.80%
减：所得税费用	1,339.00	-7,457.47	-8,350.64	-10,793.18	营业成本增长	12.35%	0.29%	9.23%	12.70%
净利润	14,560.00	15,339.26	17,176.43	22,200.49	净利润增长	83.77%	5.35%	11.98%	29.25%
归属于母公司股东的净利润	14,559.00	15,338.21	17,175.25	22,198.96	综合收益总额增长	502.86%	-64.14%	76.36%	45.74%
少数股东损益	1.00	1.05	1.18	1.52	投资资产增长率	22.05%	4.14%	9.12%	10.17%
其它综合收益	6,751.00	-7,696.50	-3,697.88	-2,556.34	净资产增长率	28.76%	4.42%	10.32%	14.38%
综合收益总额	21,311.00	7,642.76	13,478.56	19,644.14	总资产增长率	19.76%	6.13%	9.12%	10.17%
归属母公司股东的综合收益总额	21,310.00	7,642.40	13,477.93	19,643.22	盈利能力				
归属少数股东的综合收益总额	1.00	0.36	0.63	0.92	ROE	17.24%	17.39%	17.65%	19.95%
资产负债表	2019A	2020E	2021E	2022E	ROA	1.66%	1.64%	1.69%	1.98%
投资资产	785321.00	817825.57	892393.33	983184.65	营运效率				
非投资资产	93486.00	114813.53	125282.01	138028.09	综合成本率	-	-	-	-
资产合计	878970.00	932815.77	1017868.12	1121425.12	净投资收益率	4.55%	4.70%	4.60%	5.07%
保险合同准备金	658191.00	716844.05	781303.67	857322.90	总投资收益率	4.63%	4.39%	4.27%	4.78%
保户储金及投资款	46366.00	39350.49	42888.94	47061.95	保单继续率 (13 个月)	90.70%	90.70%	90.70%	90.70%
应付保单红利	-	-	-	-	偿付能力				
其他负债	89952.00	53623.33	58976.44	67517.26	寿险偿付能力充足率	289.52%	289.52%	289.52%	289.52%
负债合计	794509.00	844618.34	920567.61	1010136.94	产险偿付能力充足率	-	-	-	-
股本	3120.00	3120.00	3120.00	3120.00	银行资本充足率	-	-	-	-
资本公积	23870.00	23870.00	23870.00	23870.00	集团偿付能力	-	-	-	-
盈余公积	7357.00	8123.91	8982.67	10092.62	每股指标 (元)				
一般风险准备	6067.00	7600.82	9318.35	11538.24	摊薄 EPS	4.67	4.92	5.51	7.12
未分配利润	40077.00	49206.81	59430.09	72643.65	每股净资产	27.07	28.27	31.19	35.67
外币报表折算差额	-	-	-	-	每股经营现金流	-	-	-	-
归属于母公司股东权益合计	84451.00	88185.57	97287.52	111274.76	每股经营现金/EPS	-	-	-	-
少数股东权益	10.00	11.86	12.98	13.43	每股内含价值	65.73	74.58	84.42	95.44
负债及股东权益	878970.00	932815.77	1017868.12	1121425.12	每股一年新业务价值	3.13	3.29	3.55	3.91
现金流量表	2019A	2020E	2021E	2022E	估值	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-	-	-	-	P/EV	0.62	0.54	0.48	0.42
投资活动现金流	-	-	-	-	VNBX	-8.04	-10.35	-12.35	-14.05
融资活动现金流	-	-	-	-	PE	8.68	8.24	7.36	5.69
净现金总变化	-	-	-	-	PB	1.50	1.43	1.30	1.14

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

