

2020年3月26日

廖晨凯

C0069@capital.com.tw

目标价(元) (RMB/ HK\$) 50.0/30.0

新华保险(601336.SH/1336.HK)

Buy 买入

2019年业绩点评：人力增长+重启趸交业务带来新单大幅增长

结论与建议：

新华保险发布年报，2019年营收增13.2%至1746亿，净利增84%至146亿，之前业绩快报披露一致。从保费数据来看，公司在4Q2019重启了银保趸交渠道，带来新单快速增长。投资方面，受益于权益市场向好，投资收益率同比有所提升。看好新华保险在疫情好转之后保费端的扩量，继续给予“买入”的投资建议。

公司基本资讯

產業別	非银金融
A 股价(2020/3/25)	40.90
上证指数(2020/3/25)	2781.59
股價 12 個月高/低	64.02/37.88
總發行股數(百萬)	3119.55
A 股數(百萬)	2085.44
A 市值(億元)	852.94
主要股東	香港中央結算(代理人)有限公司(33.14%)
每股淨值(元)	27.07
股價/賬面淨值	1.51
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-11.9 -13.9 -18.7

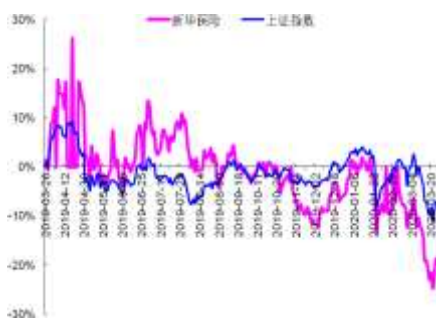
产品组合

保險	77.6%
投資	22.0%
其他	0.4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	6.9%
一般法人	75.1%

股价相对大盘走势



- **业绩与之前快报披露一致：**新华保险 2019 年营收增 13.2%至 1746 亿，净利增 84%至 146 亿，其中 4Q 营收增 36.0%至 417 亿，净利增 607%至 16 亿（去年基期较低，本季度已因精算假设调整减少净利 43 亿），业绩和之前业绩快报披露一致。另外，公司公布分红预案，每股分红 1.41 元，对应派息率 30.2%，目前股价对应分红率 3.4%。
- **重启银保趸交渠道，叠加人力规模增加，推升全年新单增两成：**从保费端来看，2019 年公司新单 YOY 增 22.3%至 323 亿，主要为 4Q2019 重启银保趸交渠道所致，趸交保费收入为 61 亿（前三季度为 0.24 亿，去年同期为 0.77 亿），另外首年期缴保费 YOY 降 6.7%至 193 亿，增速与前三季度相比基本相当。从续期保费来看，YOY 增 10.4%至 1058 亿。2019 年整体保费 YOY 增 13.0%至 1381 亿。营销员方面，个险渠道代理人在 2019 年底已达 51 万，较 2018 年同期增 37%。
- **投资收益率有所回升：**从投资端来看，2019 年公司总投资收益率为 4.9%，YOY 提升 0.3pct，较前三季度提升 0.2pct，主要源于权益市场向好；净投资收益率为 4.8%，与去年同期下降 0.2pct，利率下行及信用风险增加了资产配置的压力。截止 4Q2019 公司总投资资产较 2018 年底增 20.0%至 8394 亿。
- **内含价值实现近两成增长：**从内含价值的增长来看，源于权益市场向好及手续费新政的一次性税收提振，内含价值增 18.4%至 2050 亿。不过新业务价值方面，受到价值率走低影响（健康险竞争加大，产品结构调整），在价值推动中贡献率有所降低。
- **盈利预测和投资建议：**疫情因素的确影响了保险公司负债端扩张及资产端配置，具体体现在：代理人展业和增员存在困难，带来新单保费增长乏力，投资方面受到资本市场波动带来的不确定性及利率走低困扰。不过目前股价调整后公司估值已处于历史地位，我们预计目前股价对应 2020、2021 年 PEV 分别为 0.54X、0.47X。从前 2 月保费数据来看，新华保费表现好于同业，我们看好后续疫情好转带来公司负债端和资产端的提振，依旧给予“买入”的投资建议。
- **风险提示：**疫情因素带来的不确定性

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019	2020E	2021E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	5,383	7,922	14,559	15,443	17,882
每股盈余 (EPS)	RMB 元	8.9%	47.2%	83.8%	6.1%	15.8%
A 股市盈率 (P/E)	X	1.73	2.54	4.67	4.95	5.74
每股净资产 (BVPS)	RMB 元	23.6	16.1	8.8	8.3	7.1
A 股市净率 (P/B)	X	20.4	21.0	27.1	32.0	37.7
每股内含价值	RMB 元	2.00	1.95	1.51	1.28	1.08
A 股 PEV	X	49.2	55.5	65.7	75.7	87.2
股利 (DPS)	RMB 元	0.83	0.74	0.62	0.54	0.47
股息率 (Yield)	%	0.52	0.77	1.41	1.49	1.72

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一: 合并损益表

百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入	144,132	154,167	174,566	188,588	206,480
已赚保费	107,928	119,947	135,403	145,829	158,370
投资净收益	35,452	33,519	38,416	41,904	47,248
营业支出	136,631	143,552	161,280	171,326	186,502
退保金	33,906	33,039	12,990	29,166	31,674
赔付支出	38,379	51,135	60,648	66,601	73,032
提取保险责任准备金	30,876	26,752	53,734	36,457	39,593
保险手续费及佣金支出	15,905	16,708	16,871	20,416	22,172
净利润	5,383	7,922	14,559	15,443	17,882

附二: 合并资产负债表

百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E
总投资资产	680,931	691,713	830,621	899,091	973,205
资产合计	710,275	733,929	878,970	946,411	1,024,426
保险责任准备金	573,997	592,815	656,089	692,388	731,809
卖出回购金融资产款	19,925	12,959	68,190	16,414	17,580
负债合计	646,552	668,333	794,509	846,504	906,633
股本	3,120	3,120	3,120	3,120	3,120
股东权益总额	63,723	65,596	84,461	99,908	117,793
负债和所有者权益总计	710,275	733,929	878,970	946,411	1,024,426

附三: 合并现金流量表

百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E
经营活动产生的现金流量净额	7,865	13,768	42,102	21,245	25,705
投资活动产生的现金流量净额	19,285	-3,246	-85,636	-23,199	-37,360
筹资活动产生的现金流量净额	-32,362	-10,443	46,263	1,153	12,324
现金及现金等价物净增加额	-5,418	193	2,760	-822	710

1

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫, 群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務, 不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信以編寫此份報告之資料可靠, 但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司, 不對此報告之準確性及完整性作任何保證, 或代表或作出任何書面保證, 而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司, 及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券@持意見或立場, 或會買入, 沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口, 或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券@。此份報告, 不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。