

公司评级：推荐（维持）

报告日期：2019年10月31日

市场数据

目前股价	47.72
总市值（亿元）	1,488.65
流通市值（亿元）	995.17
总股本（万股）	311,955
流通股本（万股）	208,544
12个月最高/最低	64.02/38.43

分析师

分析师：刘文强 S1070517110001

☎ 021-31829700

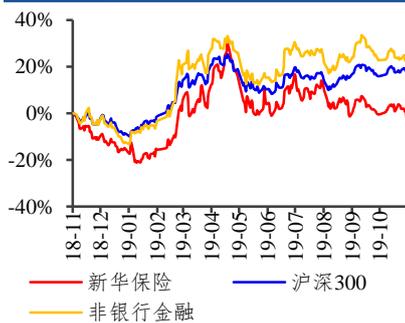
✉ liuwq@cgws.com

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

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

<<代理人规模稳健发展，关注未来战略调整方向>> 2019-08-01

<<管理层人事逐步敲定，关注未来公司经营战略可能的调整方向>> 2019-06-28

准备金大幅增长拖累业绩，尚需提高代理人质量

——新华保险（601336）2019年三季度报业绩点评

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	169,990.58	189,640.03	209,427.51
(+/-%)	10.26	11.56	10.43
净利润	13,072.72	14,922.26	17,509.19
(+/-%)	65.00	14.15	17.34
摊薄 EPS	4.19	4.78	5.61
PE	11.39	9.98	8.50

资料来源：长城证券研究所

核心观点

■ 事件

新华保险发布 2019 年三季度报告，营业收入为 1328.42 亿元，同比增速为 7.6%，归母净利润 130.03 亿元，同比增长 68.8%；扣非归母净利润 111.78 亿元，同比增长 44.3%；加权 ROE17.41%，同比提升 5.64pct。保险业务收入 1079.12 亿元，同比增长 7.9%。年化总投资收益率 4.7%，较去年同期下降 0.1pct，持平于上半年末的总投资收益率。Q3 营业收入 426.10 亿元，同比增长 6.99%，环比增长 4.78%。Q3 归母净利润 24.58 亿元，同比增长 29.16%，环比下降 65.76%；扣非归母净利润约 24.84 亿元，同比增长 29.44%，环比下降 53.53%。Q3 保险业务收入 339.18 亿元，同比增长 5.54%，环比增长 10.03%。

■ 投资要点

■ 1.Q3 提取保险责任准备金净额大幅增长拖累 Q3 环比增速

公司 Q3 归母净利润环比下降 65.76%，主要因会计估计变更、保费增长等原因导致 Q3 保险责任准备金净额增长较快。Q3 提取保险责任准备金净额 149.80 亿元，环比增长 49%。主要原因在于公司重新厘定精算假设，会计估计的变更导致寿险责任准备金人民币减少 7.83 亿元，长期健康险责任准备金人民币增加 27.65 百万元，合计减少 2019 年前三季度税前利润 19.82 亿元。除此之外，保费收入增长及退保支出减少也是导致保险责任准备金净额增长的原因。

■ 2.续期保费拉动增长，着力寻找规模与价值的平衡

公司实现总保费收入 1079.12 亿元，同比增长 7.9%。Q3 总保费同比增速 5.54%，环比增速 10.03%。前三季度公司续期业务实现保费 862.80 亿元，同比增长 10.2%，成为拉动保费增长的主要动力。短期险业务快速提升，

实现保费 56.11 亿元，同比增长 24.6%。Q1、Q2、Q3 公司新单保费同比增速分别为 23.98%、-11.18%、-15.79%；Q3 新单保费环比增速-3.45%，呈现企稳迹象。Q1-Q3 十年期及以上期交保费同比增速分别为 10.13%、-34.66%、-16%，Q3 环比增速为 10.50%，一定程度上减缓全年新业务价值的下降。

公司表示，希望按照规模与价值发展平衡的这种目标，重点是采取资产负债双轮驱动的模式，来推动寿险主业的持续健康的发展。公司希望通过以资产来助力负债，来发挥资产端的优势，在确保风险可控的前提下，满足客户财富管理的需求，适当发展趸交业务。公司将继续坚持以期交为核心，但是同时对战略进行了丰富，就是要期交和规模并重，主要是考虑在明年会投放一定额度的趸交产品。从规模线上主要是限额投放，额度卖完即止，期交线是按照银保的作业规律，要确保一季度开门红达到全年期交目标的 40% 左右。

■ 3. 大力发展代理人，产能恢复需要时间

二季度以来，公司着重提升代理人规模，代理人数量逆市而上。截至 10 月底，公司代理人数量约 46 万人，创历史新高。三季度末新单保费/长险新单保费环比增速-3.45%/-5.28%。人均产能较二季度有所下降，主要原因在于，1) 公司新领导班子是在 8 月份确认，成立以后对业务发展定了新的调整，个险队伍有一定的适应期。2) 新增人员主要是新人，作业时间短，技能还有待于提升。3) 队伍的增员是螺旋式的发展，增员以后有一定的消化过程，也期待通过开门红的产品的销售队伍的培训，财务投入的加大来夯实我们这支队伍。

公司表示个险队伍的人力现在来看已经达到 46 万，到年底想往 50 万人力上面靠，要比去年同比增长 30%。

■ 4. 投资端边际改善显著，资产配置风格稳健不改权益资产弹性

前三季度，公司投资资产规模为 7849 亿元，较上年末增长 12.2%。截至 2019 年 9 月 30 日止九个月期间，公司年化总率为 4.7%。投资收益并未完全释放，大部分归于可供出售金融资产，金融资产处置较上市同业更少。与上年末相比，新华 FVPL 同比+36%、AFS 同比+18%，增幅高于上市同业平均。公司表示抓住上半年利率高点加配长久期固收类资产，考虑到长端利率和权益市场持续震荡。

■ 5. 明确健康险销售计划

就明年而言，公司表示更多从两个角度来开展这样工作。一是进一步的来优化现有的产品线，发挥产品品牌的作用，包括健康无忧等。四季度会对于健康无忧的一些新的需要迭代的点，都在研究之中，四季度也会投放新的多倍保障的产品。另外明年还会围绕着加一个家庭保障的概念，推出健康无忧与家庭相关的保全家的一些产品线。公司对于健康险，还是有非常的信心来完善产品体系，通过产品创新来提高市场竞争力。

■ 6. 备战“开门红”，抢占市场先机

针对明年的开门红，公司已经着手准备，预计明年的开门红从 12 月 1 日

开始录入，抢占市场先机。产品方面，年金和健康险并举，规模与价值并重。队伍方面，首先是加大考核力度，加强问责力度，对各个机构基层的管理人员加强考核。其次是以培训助力，一是在培训架构上改变以往的大而全的培训，确定为只针对个人营销队伍的培训，尤其是新人成长线和主管成长线的落地和扎实的推进；二是启动营业部经理的轮训，三是组训班，加强我们的基层营销基础管理干部培养。四季度公司将投入新产品，产品的结构亦将发生变化，整体的产品结构变化将进一步影响新业务价值率。

对于明年的开门红目标，公司表示预计是要完成明年全年计划的 35% 左右。

■ 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，预计会采取更为均衡的发展道路。但我们认为，并非重回仅看规模、忽略价值的发展战略。预计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，期待新一届管理层交出一份靓丽的成绩。我们预计 2019-2021 的摊薄 EPS 分别为 4.19/4.78/5.61 元，P/EV 分别为 0.74/ 0.63/0.53 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。

附：图表

表 1：新华保险 2019 前三季度细分保费数据 单位：百万元

截至 9 月 30 日止 9 个月	2019 前三季度	增减变化	2018 前三季度
个险渠道			
长期险首年保费	12,476	-5.60%	13,216
期交	12,457	-5.45%	13,175
趸交	19	-53.66%	41
续期保费	71,686	11.00%	64,582
短期险保费	3,572	39.15%	2,567
个险渠道保费收入合计	87,734	9.17%	80,365
银保渠道			
长期险首年保费	3,544	-11.86%	4,021
期交	3,540	-11.87%	4,017
趸交	4	0.00%	4
续期保费	14,586	6.65%	13,676
短期险保费	46	91.67%	24
银保渠道保费收入合计	18,176	2.57%	17,721
团体保险			
长期险首年保费	1	-75.00%	4
续期保费	8	33.33%	6
短期险保费	1,993	4.24%	1,912
团体保险保费收入合计	2,002	4.16%	1,922
总保费收入	107,912	7.90%	100,008

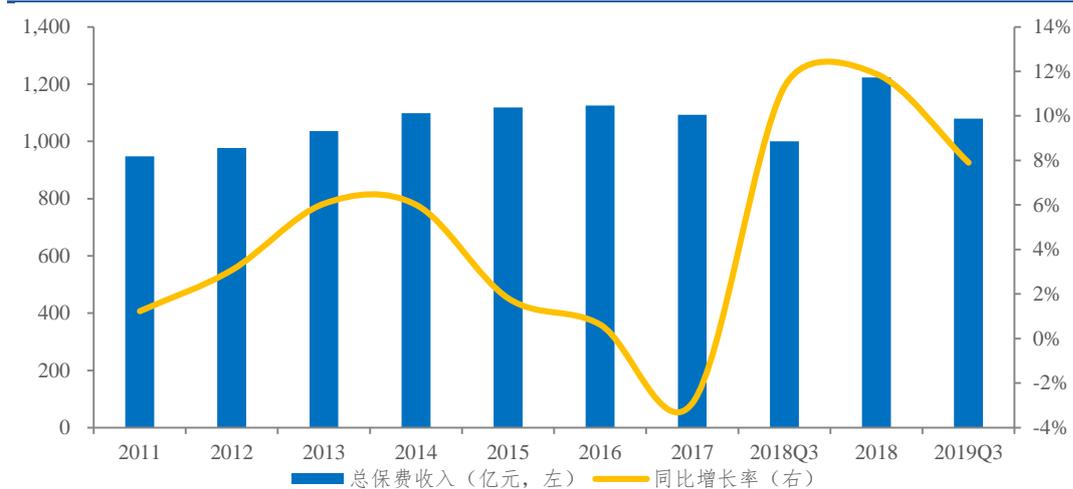
资料来源：公司财报，长城证券研究所

表 2：新华保险 2019 前三季度保费数据 单位：百万元

截至 9 月 30 日止 9 个月	2019	增减变化	2018
总保费收入	107912	7.90%	100008
长期险首年保费	16021	-7.08%	17241
趸交	24	-52.00%	50
期交	15997	-6.95%	17191
十年期及以上期交保费	8885	-15.43%	10506
续期保费	86280	10.24%	78264
短期险保费	5611	24.61%	4503

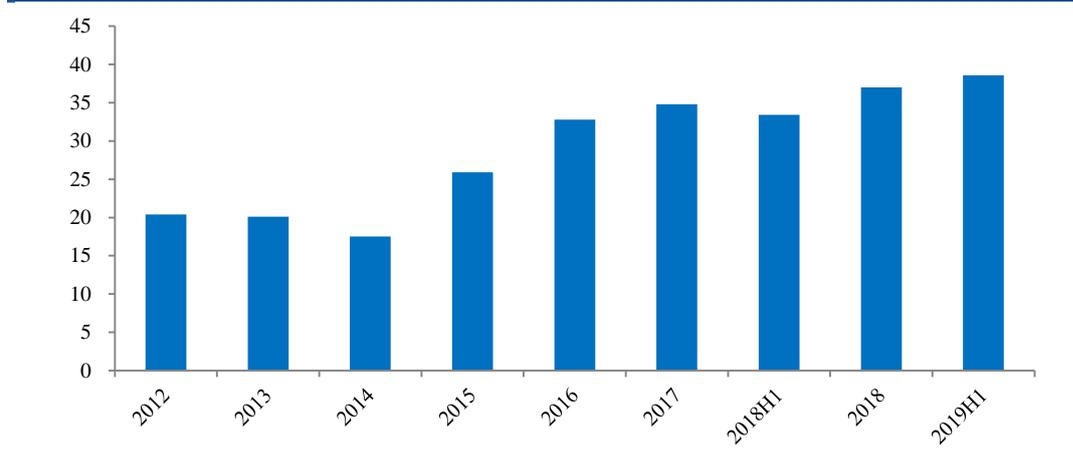
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 1: 新华保险总保费收入及增速 单位: 亿元



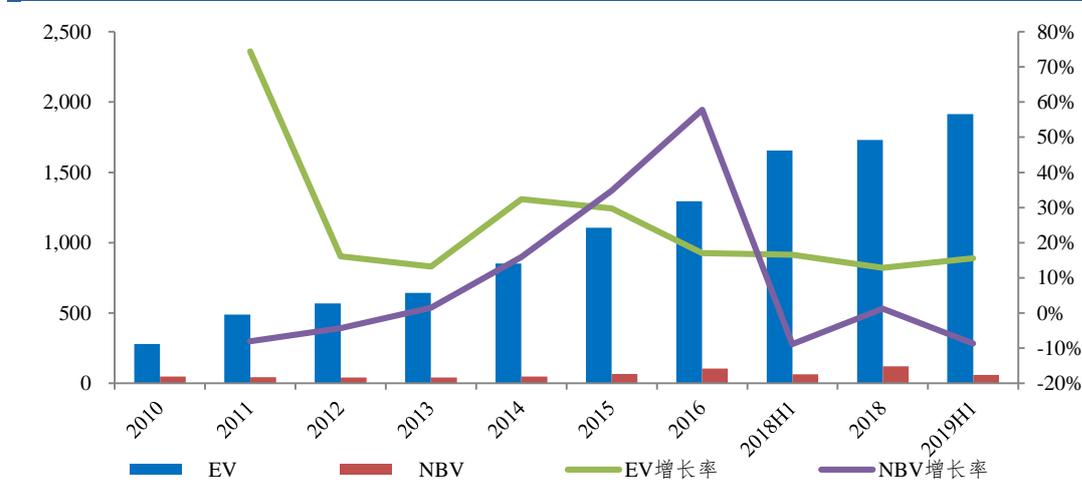
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 2: 新华保险代理人数量 单位: 万人



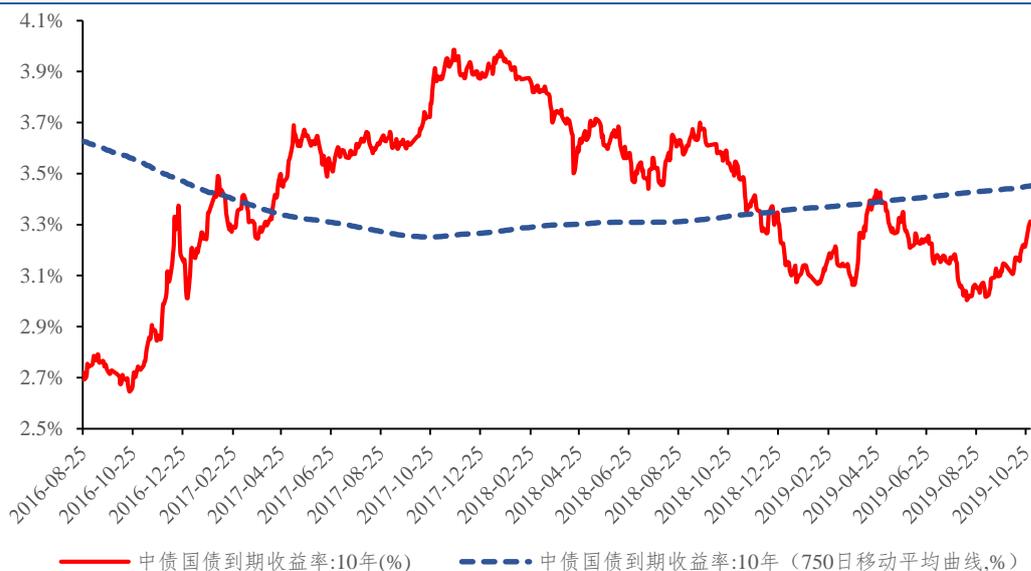
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 3: 新华保险内含价值、新业务价值及同比增速 单位: 亿元



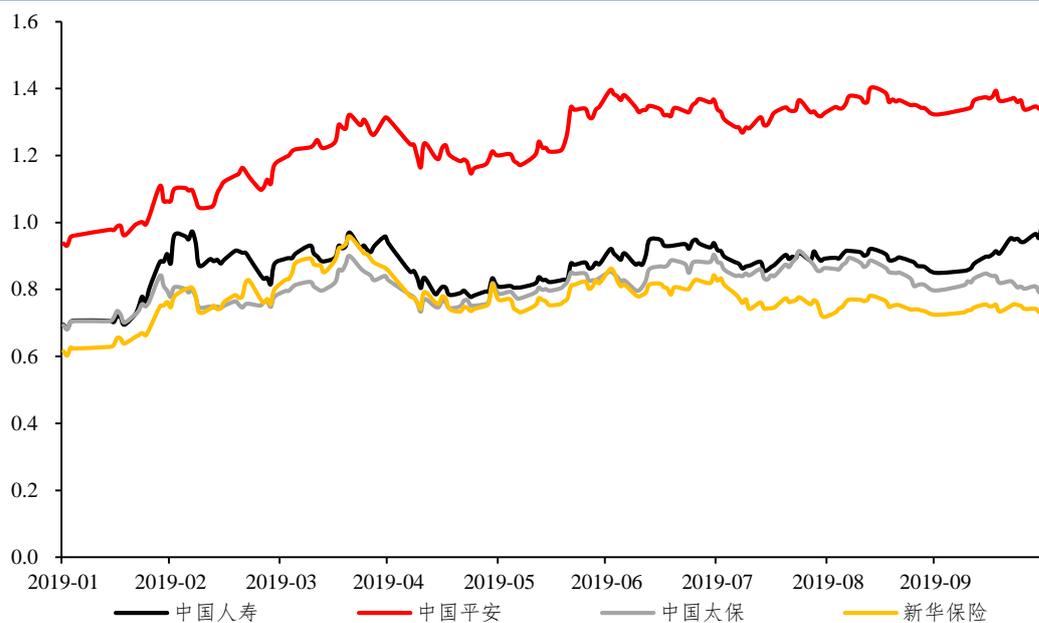
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 4：中债国债到期收益率 750 日移动平均线：10 年



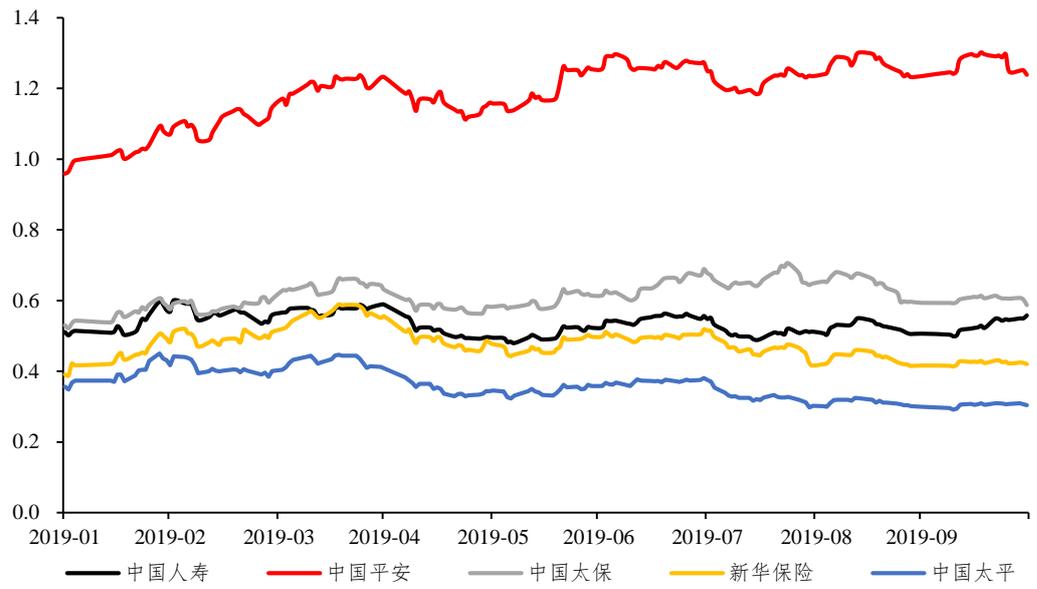
资料来源: wind, 长城证券研究所

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, 公司财报, 长城证券研究所

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入合计	154,167.00	169,990.58	189,640.03	209,427.51	净利润构成				
营业支出合计	-143,552.00	-157,565.79	-171,715.47	-188,378.43	保险业务	100%	100%	100%	100%
营业利润	10,615.00	12,424.79	17,924.57	21,049.08	银行业务	-	-	-	-
加：营业外收入	36.00	114.60	108.32	102.18	投资业务 (信托、证券)	-	-	-	-
减：营业外支出	-141.00	-109.20	-119.84	-132.81	成长性				
利润(亏损)总额	10,510.00	12,430.19	17,913.05	21,018.45	营业收入增长	6.96%	10.26%	11.56%	10.43%
减：所得税费用	-2,587.00	642.53	-2,990.78	-3,509.27	营业成本增长	5.07%	9.76%	8.98%	9.70%
净利润	7,923.00	13,072.72	14,922.26	17,509.19	净利润增长	47.16%	65.00%	14.15%	17.34%
归属于母公司股东的净利润	7,922.00	13,071.07	14,920.38	17,506.98	综合收益总额增长	-41.67%	235.71%	18.82%	14.00%
少数股东损益	1.00	1.65	1.88	2.21	投资资产增长率	3.92%	13.32%	8.51%	8.66%
其它综合收益	-4,388.00	-1,205.25	-821.31	-1,434.64	净资产增长率	2.94%	11.74%	12.76%	12.70%
综合收益总额	3,535.00	11,867.47	14,100.95	16,074.55	总资产增长率	3.33%	13.32%	8.51%	8.66%
归属母公司股东的综合收益总额	3,534.00	11,864.11	14,096.96	16,070.00	盈利能力				
归属少数股东的综合收益总额	1.00	3.36	3.99	4.55	ROE	12.08%	17.83%	18.05%	18.80%
					ROA	1.08%	1.57%	1.65%	1.79%
资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E	营运效率				
投资资产	643456.00	729182.68	791249.60	859772.55	综合成本率	-	-	-	-
非投资资产	90334.00	102369.06	111082.56	120702.42	净投资收益率	5.25%	5.08%	5.34%	5.37%
资产合计	733929.00	831709.26	902503.08	980660.69	总投资收益率	4.92%	4.89%	5.12%	5.13%
保险合同准备金	594620.00	643676.69	695825.47	753248.92	保单继续率 (13 个月)	90.70%	90.70%	90.70%	90.70%
保户储金及投资款	40359.00	35334.04	38196.70	41348.90	偿付能力				
应付保单红利	-	-	-	-	寿险偿付能力充足率	274.51%	289.52%	289.52%	289.52%
其他负债	33354.00	23776.33	31564.78	29565.04	产险偿付能力充足率	-	-	-	-
负债合计	668333.00	758409.23	819853.30	887512.23	银行资本充足率	-	-	-	-
股本	3120.00	3120.00	3120.00	3120.00	集团偿付能力	-	-	-	-
资本公积	23914.00	23914.00	23914.00	23914.00	每股指标 (元)				
盈余公积	5226.00	5879.55	6625.57	7500.92	摊薄 EPS	2.54	4.19	4.78	5.61
一般风险准备	4707.00	6014.11	7506.14	9256.84	每股净资产	21.03	23.50	26.49	29.86
未分配利润	31411.00	38359.03	46290.07	55596.04	每股经营现金流	-	-	-	-
外币报表折算差额	-	-	-	-	每股经营现金/EPS	-	-	-	-
归属于母公司股东权益合计	65587.00	73290.59	82638.48	93136.03	每股内含价值	55.51	64.72	76.00	90.51
少数股东权益	9.00	9.45	11.30	12.43	每股一年新业务价值	3.91	3.99	4.31	4.74
负债及股东权益	733929.00	831709.26	902503.08	980660.69	估值				
					P/EV	0.86	0.74	0.63	0.53
现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E	VNBX	-1.99	-4.26	-6.56	-9.02
经营活动现金流	-	-	-	-	PE	18.79	11.39	9.98	8.50
投资活动现金流	-	-	-	-	PB	2.27	2.03	1.80	1.60
融资活动现金流	-	-	-	-					
净现金总变化	-	-	-	-					

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：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 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>

