

2019年04月26日

新单增速同业领先，价值转型成效显现

买入（维持）

事件：公司发布2019年一季报，实现归属于母公司股东净利润33.67亿元，同比增长29.1%，对应EPS为1.08元/股；归属于母公司股东净资产731.95亿元，较年初增长11.6%，对应BVPS为23.46元/股，2019年Q1非年化加权平均ROE为4.85%，较去年同期增加0.81%。

投资要点

- 新单同比+24%增速领先，预计健康险驱动新单结构优于同业，全年NBV有望保持两位数正增长：**公司Q1总新单保费93.4亿，同比+24.0%，其中个险渠道贡献71.3%，个险长险期交新单55.1亿，同比+16.3%，短期险保费11.4亿，同比+61%，源于“以附促主”的产品策略持续推进，两者合计的个险新单同比+21.9%至66.6亿，高于其他上市同业。从新单产品结构来看，一季度长险新单同比+18%至71.6亿，占总新单的比例达76.7%，其中以长期保障型产品为主的十年期及以上期交新单保费33.9亿，同比+10.1%，预计健康险新单强劲增长，高NBV的健康险占比提升将驱动新单结构持续优化，新业务价值率预计高于去年同期，Q1NBV增速预计超20%，全年NBV也有望保持两位数正增长。
- 净利润同比+29.1%略低于预期，主要系投资端表现不及同业：**公司一季度净利润同比+29.1%至33.67亿，增速低于上市同业，主要源于：1)投资端表现不及同业，Q1公司利润表总投资收益74.8亿，相较去年同期基本持平，总投资收益率4.2%，同比下降0.1pct.，主要系公司权益类资产中可供出售金融资产占比相对较高，资产负债表“其他综合收益”项浮盈14.5亿（年末浮亏27.9亿），若考虑浮盈/浮亏，则公司Q1的综合投资收益率预计为6.57%，相较于去年同期提升2.76%，但表现仍弱于同业；2)赔付支出同比大幅+68.6%至210.5亿，主要系前期银保渠道销售的部分年金分红产品满期给付，预计后期将逐步恢复平稳。
- 负债端业务品质优化，预计后续保障转型将持续兑现：**公司转型战略成效显著，业务品质持续优化，Q1退保率同比大幅下降2.5%，至0.6%，主要系银保渠道转型，高现金价值产品退保支出同比大幅减少。此外，银保渠道Q1新单保费+25.6%至16.6亿，连续三年下滑后重回正增长，主要源于期交新单同比+25%（去年同期-26.9%）。二季度起，公司战略加大增员力度，预计后续代理人规模有望增长，考虑公司强调队伍质态，举绩率保持较高水平，健康险战略持续推进，预计保障转型将持续兑现。
- 盈利预测与投资评级：**公司一季度新单增速高于上市同业，预计源于健康险新单强劲增长，新单结构已领先同业，二季度起公司加大增员力度，在健康险战略持续推进下，公司全年新业务价值有望保持双位数增长，预计2019年、2020年NBV增速分别为18.9%、14.5%，目前A股、H股估值分别仅为0.89、0.57倍2019PEV，维持公司“买入”评级。
- 风险提示：**1)保障型产品后续销售不及预期；2)长端利率大幅下行影响投资端；3)投资收益大幅下行；4)管理层机制变革的不确定性。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	59.10
一年最低/最高价	39.01/64.99
市净率(倍)	2.52
流通A股市值(百万元)	123249.46

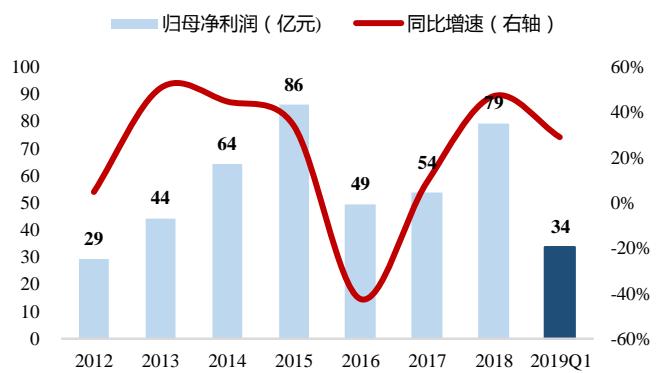
基础数据

每股净资产(元)	23.46
资产负债率(%)	91.06
总股本(百万股)	3119.55
流通A股(百万股)	2085.44

相关研究

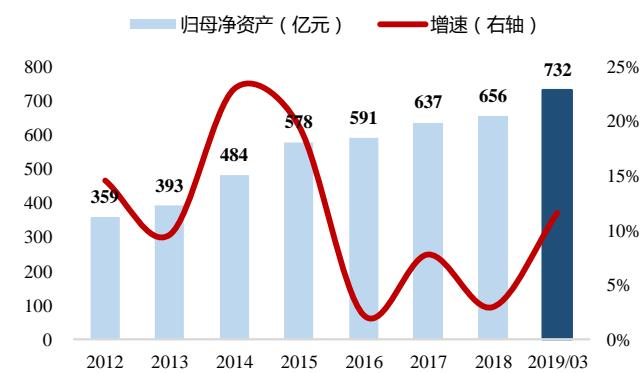
- 1、《新华保险(601336)：NBV转正，保障转型持续兑现》
2019-03-21
- 2、《新华保险(601336)：2018年三季报点评：盈利高增长，四季度保费基数走低》2018-10-28
- 3、《新华保险(601336)：2018年中报点评：NBV优于预期，价值率创新高》2018-08-29

图 1: 2012~2019Q1 公司归母净利润及同比增速



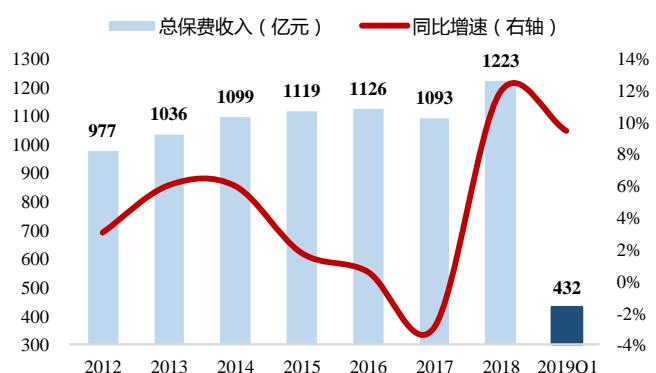
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 2: 2012~2019/03 公司归母净资产及增速



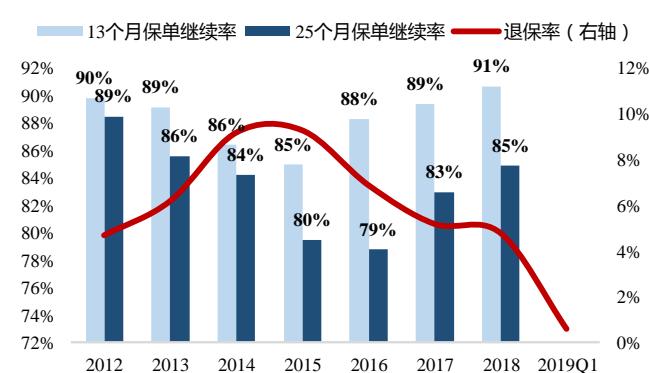
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 3: 2012~2019Q1 公司总保费收入及同比增速



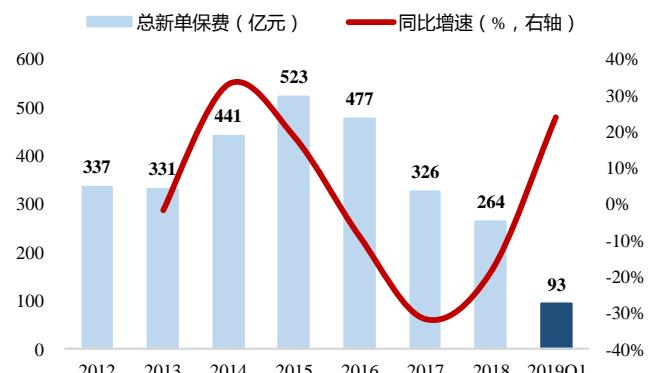
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 4: 2012~2019Q1 公司保单继续率及退保率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 5: 2012~2019Q1 公司新单保费及同比增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 6: 2017~2019Q1 公司长险首年保费及同比增速



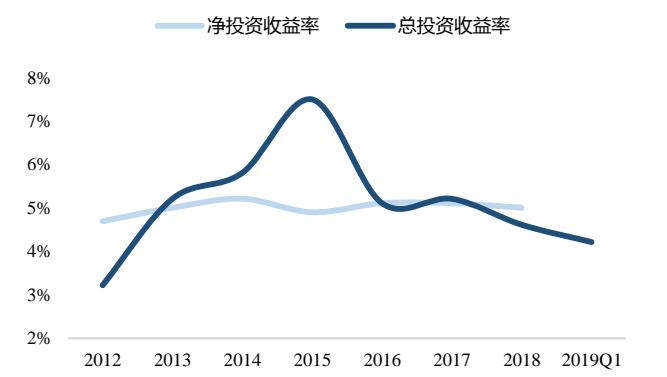
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 7：2012~2019Q1 公司个险渠道新单保费及同比增速



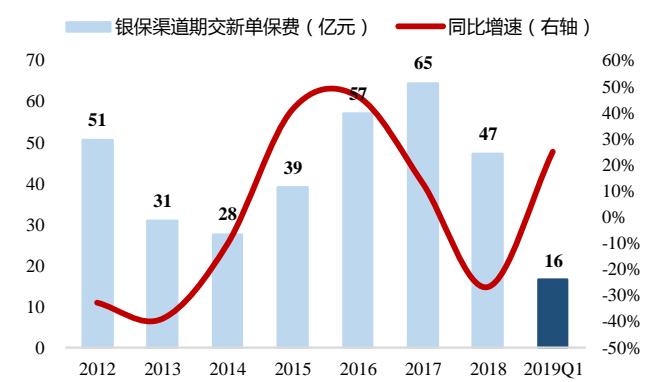
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 9：2012~2019Q1 公司净投资收益率及总投资收益率



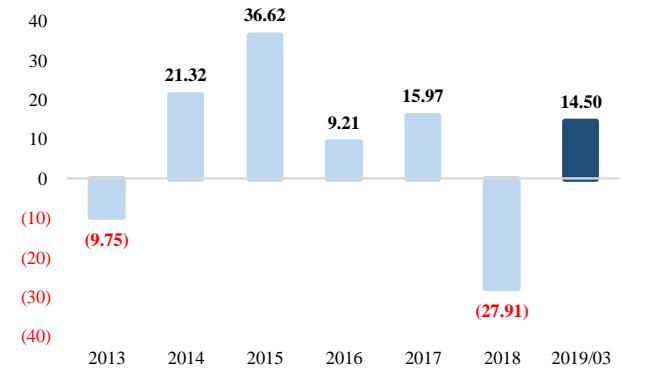
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 8：2012~2019Q1 公司银保渠道期交新单及同比增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 10：2013~2019/03 公司资产负债表“其他综合收益”



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

表1：新华保险盈利预测及估值（调整）

单位：百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总保费收入	112,560	109,294	122,286	141,240	166,381	198,160
首年保费收入	47,680	31,826	26,426	29,809	34,369	40,281
归属于母公司股东净利润	4,942	5,383	7,922	9,958	11,591	13,782
归属于母公司股东净资产	59,118	63,715	65,587	77,458	89,774	100,906
新业务价值（NBV）	10,449	12,062	12,210	14,518	16,623	19,399
内含价值（EV）	129,450	153,474	173,151	207,435	244,981	291,772
总保费收入增速	0.6%	-2.9%	11.9%	15.5%	17.8%	19.1%
首年保费收入增速	-8.9%	-33.3%	-17.0%	12.8%	15.3%	17.2%
归属于母公司股东净利润增速	-42.5%	8.9%	47.2%	25.7%	16.4%	18.9%
归属于母公司股东净资产增速	2.2%	7.8%	2.9%	18.1%	15.9%	12.4%
新业务价值（NBV）增速	36.4%	15.4%	1.2%	18.9%	14.5%	16.7%
内含价值（EV）增速	25.3%	18.6%	12.8%	19.8%	18.1%	19.1%
EPS	1.58	1.73	2.54	3.19	3.72	4.42
BVPS	18.95	20.42	21.02	24.83	28.78	32.35
VNPS	3.35	3.87	3.91	4.65	5.33	6.22
EVPS	41.50	49.20	55.51	66.50	78.53	93.53
P/E (A)	33.01	30.31	20.59	18.51	15.91	13.38
P/B (A)	2.76	2.56	2.49	2.38	2.05	1.83
VNBX (A)	15.61	13.53	13.36	12.70	11.09	9.50
P/EV (A)	1.26	1.06	0.94	0.89	0.75	0.63
P/E (H)	21.17	19.43	13.21	11.86	10.19	8.57
P/B (H)	1.77	1.64	1.60	1.53	1.32	1.17
VNBX (H)	10.01	8.67	8.57	8.14	7.11	6.09
P/EV (H)	0.81	0.68	0.60	0.57	0.48	0.40

数据来源：Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出自为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>