

负债驱动净利润增长，转型红利逐渐释放

——新华保险（601336）点评报告

事件：

2019年4月26日晚间，新华保险公布2019年一季度业绩，保费收入432亿，同比增长9.5%，归母净利润33.7亿，同比增长29.1%，归母综合收益76.1亿，同比增长323%。

投资要点：

- 负债驱动净利润增长，负债成本有望持续下行：**新华一季度归母净利润33.7亿，同比增长29.1%，但年化总投资收益率仅为4.2%，同比下降0.1pct，说明利润增长主要由负债端驱动，预计负债成本仍在继续下降。受益于股市上涨，实现归母综合收益76.1亿，同比增长323%。价值方面，归母净资产732亿，较年初增长11.6%，推动核心资本较年初增长6.2%。
- 新单驱动保费增长，预计新业务价值保持较快增速：**一季度总保费432亿，同比增长9.5%，其中新单保费93.4亿，同比增长24.0%，续期增速仅为6.0%。新单保费中，新单期交71.5亿，同比增速达到18.2%，其中十年期保持两位数增长。由于新华坚持健康险为核心，预计新业务价值率保持较高水平，Q1新业务价值增速有望达到两位数。
- 投资资产较快增长，投资收益率略低于预期：**期末总投资资产7308亿，较年初增长4.4%，增速明显回升主要得益于转型带来的退保率快速下降（从3.1%降至0.6%）。一季度年化总投资收益率4.2%，同比小幅下滑，预计与股票基金分红下降有关，而股市上涨带来的投资收益主要通过其他综合收益反映，使得综合收益同比有大幅增长。
- 盈利预测与投资建议：**5%投资收益率假设下，预测2019-2021年EPS为3.30/3.94/4.71元，对应PE为17.9/15.0/12.5倍，EVPS为65.58/75.90/87.61元，对应PEV为0.90/0.78/0.67倍，当前估值仍处于较低水平，我们看好新华保险健康险转型带来的价值创造和盈利能力持续提升，维持“买入”评级。
- 风险因素：**健康险销售不及预期、权益市场大跌、系统性风险。

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	1,541.67	1,710.43	1,883.49	2,085.81
增长比率(%)	6.96	10.95	10.12	10.74
净利润(亿元)	79.22	102.89	122.83	147.01
增长比率(%)	47.17	29.87	19.38	19.69
每股收益(元)	2.54	3.30	3.94	4.71
市盈率(倍)	23.28	17.92	15.01	12.54

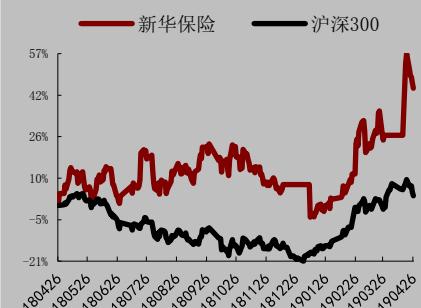
买入（维持）

日期：2019年04月29日

基础数据

行业	非银金融
公司网址	
大股东/持股	中央汇金投资有限责任公司/31.23%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	3,119.55
流通A股(百万股)	2,085.44
收盘价(元)	59.10
总市值(亿元)	1,843.65
流通A股市值(亿元)	1,232.49

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2019年04月26日

相关研究

万联证券研究所 20190408_公司深度报告
_AAA_我们为什么上调新华保险评级?
万联证券研究所 20190321_公司年报点评
_AAA_新华保险 2018年年报点评

分析师：缴文超

执业证书编号:0270518030001
电话：010-56508503
邮箱：jiaowc@wlzq.com

研究助理：喻刚

电话：010-56508503
邮箱：yugang@wlzq.com

分析师：张译从

执业证书编号: S0270518090001
电话：010-56508503
邮箱：zhangyc1@wlzq.com

研究助理：孔文彬

电话：021-60883489
邮箱：kongwb@wlzq.com

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	154,167	171,043	188,349	208,581
保费业务收入	122,286	135,073	150,259	167,736
投资净收益	33,803	38,070	40,420	43,441
营业支出	143,552	157,307	171,933	188,974
退保金	33,039	34,529	36,760	39,337
赔付支出	51,135	53,441	56,894	60,883
提取保险责任准备金	26,752	32,460	37,583	43,600
保户红利支出	126	138	144	150
手续费及佣金支出	16,708	17,568	19,543	21,816
管理费用	12,561	15,519	17,264	19,272
利润总额	10,510	13,650	16,295	19,504
所得税	2,587	3,360	4,011	4,801
净利润	7,923	10,290	12,284	14,703
归母净利润	7,922	10,289	12,283	14,701
每股收益	2.54	3.30	3.94	4.71

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2020E
交易性金融资产	9,940	8,691	10,241	10,553
可供出售金融资产	300,949	333,449	347,611	380,396
持有至到期投资	214,531	225,669	241,371	260,749
长期股权投资	4,792	5,197	5,475	5,960
投资性房地产	7,044	6,301	7,333	7,602
定期存款	64,690	56,924	66,843	68,994
总资产	733,929	774,451	827,042	894,136
保户储金及投资款	40,359	42,147	44,767	48,154
未到期责任准备金	1,805	2,164	2,595	3,111
未决赔款准备金	1,064	1,390	1,773	2,226
寿险责任准备金	527,494	549,442	574,192	602,336
长期健康险责任准备金	64,257	74,083	86,103	100,590
总负债	668,333	697,942	741,336	797,413
归母所有者权益	65,587	76,499	85,695	96,711
所有者权益合计	65,596	76,509	85,706	96,724

内含价值

单位：百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2020E
新业务价值	12,210	13,960	15,994	18,085
内含价值	173,151	204,624	236,822	273,348
每股内含价值 (元)	55.50	65.58	75.90	87.61

资料来源：公司公告、万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，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受到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场