

2019年08月28日

新华保险 (601336.SH)

公司快报

业务调整期，关注代理人规模提升下 NBV 修复

投资要点

◆ **中报业绩与预告基本一致：**H119 公司实现营收 902.32 亿元，同比+7.84%，归母扣非净利润 86.94 亿元，同比+49.13%（扣非前+81.84%）。Q2 营收 406.67 亿元，同比+8.42%，归母扣非净利润 53.45 亿元，同比+66.72%（扣非前+125.02%）。EV 较上年末同比+10.50%至 1914 亿元，NBV 同比-8.70%（去年同期-8.88%）

此次业绩大幅增长主要系（1）手续费及佣金税优惠政策下所得税同比减少 26.02 亿元；（2）业务转型下银保高现金价值产品退保支出减少 188.83 亿元（同比-73.31%）。

◆ **管理层变动叠加行业调整期使得量价承压：**H119 公司个险长险新单同比-2.39%，其中期交-2.14%，从而拖累个险 NBV 同比-3.11%，主要系行业处于调整期个险新单承压（平安-11.7%）。银保长险首年期交保费同比+14.02%，但受产品结构调整波动影响导致 NBV 同比-64.22%，成为公司本期整体 NBV 下滑的主因。此外公司管理层变动或对经营产生短期扰动，综合影响下 NBVM 同比-12.54pct 至 37.91%。

◆ **看好个险规模人力增长下半年负债端修复：**H119 公司个险规模人力达 38.6 万人，同比+15.5%。个险代理人逆市增长将对下半年负债端产生修复，我们预计 NBVM 有望企稳回升，进而带动 NBV 增速改善。此外，续期保费占比略提升至 79%，而长险首年保费中期交占比 99.89%，基本延续之前“期交+续期”策略。此外公司持续发力健康险优质赛道，保费首超分红险占比 38%（同比+26%），值得注意的是分红险同比-10%（长险首年-88%）对 NBV 及 NBVM 产生负面影响。

◆ **投资建议：**我们认为保险回归保障本源主基调下，即便管理层变更对经营带来短期扰动，但不改公司长期+期交+保障方向。看好个险代理人逆市增长带来的个险新单修复，继而传导至 NBVM 及 NBV，基于公司聚焦健康险+转型坚决+精算假设保守，给予公司 2019 年 1xP/EV，买入-A 建议，但仍持续关注管理层变更扰动影响。

◆ **风险提示：**健康险销售不及预期，管理层变动影响，长端利率下行，监管政策变化

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	144,132	154,167	168,500	184,924	206,953
同比增长(%)	-1.4%	7.0%	9.3%	9.7%	11.9%
营业利润(百万元)	7,501	10,615	15,839	19,369	22,290
同比增长(%)	16.0%	41.5%	49.2%	22.3%	15.1%
净利润(百万元)	5,384	7,923	12,042	14,918	17,167
同比增长(%)	8.9%	47.2%	52.0%	23.9%	15.1%
每股收益(元)	1.7	2.5	3.9	4.8	5.5
PE	29.5	20.1	13.2	10.7	9.3
PB	2.5	2.4	2.1	1.9	1.6

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

非银行金融 | 保险 III

投资评级

买入-A(维持)

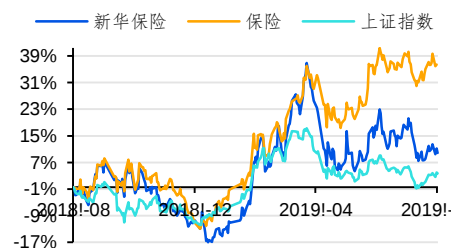
股价(2019-08-28)

50.99 元

交易数据

总市值(百万元)	159,065.68
流通市值(百万元)	106,336.55
总股本(百万股)	3,119.55
流通股本(百万股)	2,085.44
12 个月价格区间	39.01/64.99 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.25	1.44	5.05
绝对收益	-5.98	1.49	9.11

分析师

崔晓雁
SAC 执业证书编号：S0910519020001
021-20377098

报告联系人

范清林
fanqinglin1@huajinsc.cn
021-20377065

相关报告

新华保险：淡化规模，价值先行者
2017-05-23

新华保险：2017 仍聚焦转型 2016-12-17

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	144,132	154,167	168,500	184,924	206,953	年增长率					
减:营业成本	136,631	143,552	152,661	165,555	184,662	营业收入增长率	-1.4%	7.0%	9.3%	9.7%	11.9%
营业税费	169	166	169	185	207	营业利润增长率	16.0%	41.5%	49.2%	22.3%	15.1%
销售费用						净利润增长率	8.9%	47.2%	52.0%	23.9%	15.1%
管理费用	14,050	12,561	13,480	13,869	14,487	EBITDA 增长率					
财务费用						EBIT 增长率					
资产减值损失	1,101	1,797	1,468	1,604	1,700	NOPLAT 增长率					
加:公允价值变动收益						投资资本增长率					
投资和汇兑收益						净资产增长率					
营业利润	7,501	10,615	15,839	19,369	22,290	盈利能力					
加:营业外净收支	-171	-105	5	5	5	毛利率	5.2%	6.9%	9.4%	10.5%	10.8%
利润总额	7,330	10,510	15,844	19,374	22,295	营业利润率	5.2%	6.9%	9.4%	10.5%	10.8%
减:所得税	1,946	2,587	3,803	4,456	5,128	净利润率	3.7%	5.1%	7.1%	8.1%	8.3%
净利润	5,384	7,923	12,042	14,918	17,167	EBITDA/营业收入					
						EBIT/营业收入					
						偿债能力					
						资产负债率					
						负债权益比					
						流动比率					
						速动比率					
						利息保障倍数					
						营运能力					
						固定资产周转天数					
						流动营业资本周转天数					
						流动资产周转天数					
						应收帐款周转天数					
						存货周转天数					
						总资产周转天数					
						投资资本周转天数					
						费用率					
						销售费用率					
						管理费用率					
						财务费用率					
						三费/营业收入					
						投资回报率					
						ROE					
						ROA					
						ROIC					
						分红指标					
						DPS(元)	0.52	0.77	1.35	1.67	1.93
						分红比率	30.1%	30.3%	35.0%	35.0%	35.0%
						股息收益率					
资产负债表						业绩和估值指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	8,813	8,945	9,188	9,721	10,219	EPS(元)	1.7	2.5	3.9	4.8	5.5
交易性金融资产	6,322	9,940	13,782	12,151	12,773	BVPS(元)	20.4	21.0	24.7	27.4	31.0
应收帐款						PE(X)	29.5	20.1	13.2	10.7	9.3
应收票据						PB(X)	2.5	2.4	2.1	1.9	1.6
预付帐款						P/FCF					
存货						P/S					
其他流动资产						EV/EBITDA					
可供出售金融资产	320,385	300,949	326,950	344,275	357,649	CAGR(%)					
持有至到期投资	206,321	214,531	237,364	267,319	298,041	PEG					
长期股权投资	4,896	4,792	5,360	4,860	4,258	ROIC/WACC					
投资性房地产	4,741	7,044	5,360	5,670	5,961						
固定资产	8,517	7,455	9,612	9,708	9,805						
在建工程	-	4,339	3,861	4,054	4,257						
无形资产	1,831	3,665	3,630	3,812	4,002						
其他非流动资产											
资产总额	710,275	733,929	802,068	849,873	896,372						
短期债务											
应付帐款											
应付票据											
其他流动负债											
长期借款											
其他非流动负债											
负债总额	646,552	668,333	721,418	756,072	785,843						
少数股东权益	8	9	10	10	10						
股本	3,120	3,120	3,120	3,120	3,120						
留存收益											
股东权益	63,723	65,596	77,165	85,555	96,715						
现金流量表											
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E						
净利润											
加:折旧和摊销											
资产减值准备											
公允价值变动损失											
财务费用											
投资损失											
少数股东损益											
营运资金的变动											
经营活动产生现金流量											
投资活动产生现金流量											
融资活动产生现金流量											

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn