

减税推升净利润增速，NBV 增长短期承压

——新华保险（601336）点评报告

事件：

2019年8月28日晚间，新华保险公布2019年上半年业绩，新业务价值58.9亿，同比下降8.7%，归母净利润105亿，同比增长81.8%。

投资要点：

- 减税新政推升净利润增速，投资驱动综合收益倍增：**受益于减税新政实施，新华上半年归母净利润105亿，同比增长81.8%，所得税从19.5亿大幅降至-6.5亿，主因亦是2018年和2019年上半年减税效应集中体现，经测算合计约为25亿。另外，由于AFS类资产的良好表现，其他综合收益由-21.0亿大幅转正至28.9亿，使得归母综合收益同比增长263.5%至134亿。
- 十年期业务负增长，新业务价值率大幅下降：**上半年新单期交117亿，同比增长1.1%，其中十年及以上新单期交60.0亿，同比下降15.2%，占新单期交比例下降9.7pct至51.2%，期限结构有所恶化，健康险新单保费达到91.2亿，同比增长11.3%，但主要由短期健康险拉动，长险增速仅为3.4%。业务结构恶化以及长期健康险增长不理想使得公司新业务价值率同比下降12.6pct至37.9%，导致上半年新业务价值仅为58.9亿，同比下降8.7%。有效业务价值和剩余边际较年初分别增长9.1%、6.5%，期末内含价值1914亿，较年初增长10.5%。
- 投资资产快速增长，总投资收益率略低于预期：**受益于保费稳健增长和退保率大幅下降（趸交业务退保高峰褪去），公司投资资产较年初大幅增长10.5%至7732亿，其中债权型金融资产占比提升1.7pct至67.4%，股权型金融资产占比下降0.8pct至15.8%，股基占比从10.7%降至10.0%。上半年公司净投资收益率5.0%，同比持平，总投资收益率4.7%，同比下降0.1pct，略低于预期。
- 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4.88/4.95/5.57元，对应PE为9.99/9.86/8.76倍，EVPS为65.08/73.66/83.43元，对应PEV为0.75/0.66/0.58倍，虽然NBV增长短期承压，但综合考虑长期成长空间与当前估值水平，维持“买入”评级。
- 风险因素：**新单销售不及预期、队伍产能继续下滑、权益市场下跌。

	2018 年	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	1,541.67	1,706.14	1,877.15	2,067.43
增长比率(%)	6.96	10.67	10.02	10.14
净利润(亿元)	79.22	152.41	154.41	173.82
增长比率(%)	47.17	92.38	1.32	12.57
每股收益(元)	2.54	4.88	4.95	5.57
市盈率(倍)	19.22	9.99	9.86	8.76

数据来源：WIND，万联证券研究所

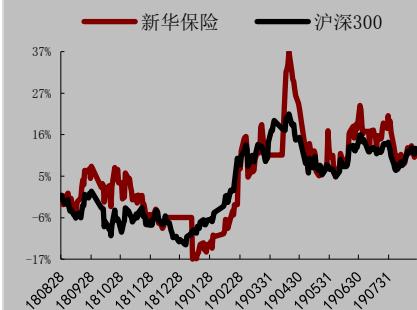
买入（维持）

日期：2019年08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)	48.80
总市值(亿元)	1,522.34
流通A股市值(亿元)	1,017.69

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08月29日

相关研究

万联证券研究所 20190429_公司季报点评
_AAA_新华保险 2019年一季报点评

分析师：缴文超

执业证书编号: S0270518030001
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	170, 614	187, 715	206, 743
保费业务收入	122, 286	133, 626	147, 057	162, 827
投资净收益	33, 803	39, 071	42, 950	46, 450
营业支出	143, 552	155, 309	170, 045	186, 884
退保金	33, 039	14, 508	15, 781	17, 203
赔付支出	51, 135	53, 335	58, 018	63, 243
提取保险责任准备金	26, 752	51, 117	56, 255	62, 288
保户红利支出	126	138	148	158
手续费及佣金支出	16, 708	17, 380	19, 127	21, 178
管理费用	12, 561	15, 353	16, 896	18, 708
利润总额	10, 510	15, 219	17, 549	19, 755
所得税	2, 587	-24	2, 106	2, 371
净利润	7, 923	15, 242	15, 443	17, 385
归母净利润	7, 922	15, 241	15, 441	17, 382
每股收益	2. 54	4. 88	4. 95	5. 57

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	9, 136	10, 991	11, 245
可供出售金融资产	300, 949	350, 522	373, 078	405, 338
持有至到期投资	214, 531	237, 224	259, 055	277, 846
长期股权投资	4, 792	5, 464	5, 876	6, 351
投资性房地产	7, 044	6, 624	7, 871	8, 100
定期存款	64, 690	59, 839	71, 741	73, 518
总资产	733, 929	814, 105	887, 633	952, 764
保户储金及投资款	40, 359	44, 243	48, 026	51, 189
未到期责任准备金	1, 805	2, 272	2, 784	3, 307
未决赔款准备金	1, 064	1, 459	1, 902	2, 367
寿险责任准备金	527, 494	564, 240	604, 935	651, 676
长期健康险责任准备金	64, 257	77, 767	92, 370	106, 931
总负债	668, 333	732, 643	795, 301	847, 680
归母所有者权益	65, 587	81, 451	92, 320	105, 070
所有者权益合计	65, 596	81, 461	92, 332	105, 083

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	11, 668	13, 444	15, 280
内含价值	173, 151	203, 065	229, 810	260, 288
每股内含价值 (元)	55. 50	65. 08	73. 66	83. 43

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提供。

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。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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