



601336.SH

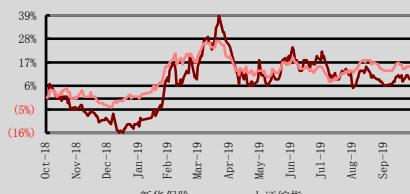
增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 51.60

板块评级: 强于大市

股价表现



(% / 月)	今年 至今	1	3	12
		个月	个月	个月
绝对	27.5	(5.7)	3.9	10.4
相对上证指数	9.8	(4.2)	3.5	6.1
发行股数(百万)	3,120			
流通股(%)	67			
总市值(人民币百万)	160,969			
3个月日均交易额(人民币百万)	847			
净负债比率%(2019E)				
主要股东(%)				
HKSCC Nominees Limited(香港中央结算(代理人)有限公司)	33			

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以 2019 年 8 月 27 日收市价为标准

相关研究报告

《新华保险》20190428

《新华保险》20190322

《新华保险半年报点评: 仍处于转型期, 整体发展平稳》20160831

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融: 保险

王维逸

021-20328592

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518050001

新华保险

新单降幅扩大, 新增人力有望在开门红发力

公司 2019 年前三季度实现归母净利润 130.0 亿元, 同比+68.8%, Q3 单季实现归母净利润 24.5 亿元, 同比+28.9%; 前三季度公司实现保费收入为 1,079.1 亿元, 同比+7.9%。

- **前三季度归母利润同比+68.8%, 会计估计变更减少税前利润:** 1) 2019 年前三季度公司实现归母净利润 130.0 亿元, 同比+68.8%, Q3 单季实现归母净利润 24.5 亿元, 同比+28.9%; 前三季度利润主要来源于投资净收益+减税新政下所得税费用减少+公司调整业务经营策略, 银保渠道高现价产品退保大幅减少(退保金同比-66.6%); 2) 公司变更会计估计, 减少寿险准备金 7.8 亿元, 增加长期健康险 27.7 亿元, 导致前三季度税前利润减少 19.8 亿元。
- **高基数前提下保费收入依然实现高速增长, 前三季度新单增速放缓:** 1) 2019 年前三季度公司实现保费收入 1,079.1 亿元, 同比+7.9%。在去年高基数情况下(首次破千亿), 2019 年前三季度保费依然保持持续增长; 2) 前三季度个险长险新单保费 125 亿元, 同比下降 5.45%, 降幅较中期进一步扩大, 其中 Q3 单季下降 13.4%, 预计受管理层变动对业务的调整以及三季度新增人力举绩仍需时间影响。3) 公司未来重点工作仍在代理人增员, 随着新增代理人营销能力增加, 有望在明年开门红贡献新单保费。
- **年化总投资收益率 4.7%:** 2019 年前三季度公司总年化投资收益率为 4.7%, 前三季度投资资产实现 7,849.7 亿元, 同比+12.2%, 较 18 年末+9.0%。

投资建议

- 公司 Q3 受长期险首年保费同比下滑影响, 新单增速不及预期。公司新任管理层就位, 2020 年开门红预售在即, 4.025% 定期年金产品市场吸引力或将提升, 新增代理人有望逐步释放产能。我们预计公司 2019/2020/2021 年 NBV 增速-2.9%/1.2%/3.0%, EV 增速分别为 13.9%/13.6%/15.0%。公司目前 2019PEV 为 0.81, 维持**增持**评级。

风险提示

- 保障型保险产品保费增速不及预期; 市场波动对行业业绩、估值的双重影响; 利率下行带来的险企投资不确定性。

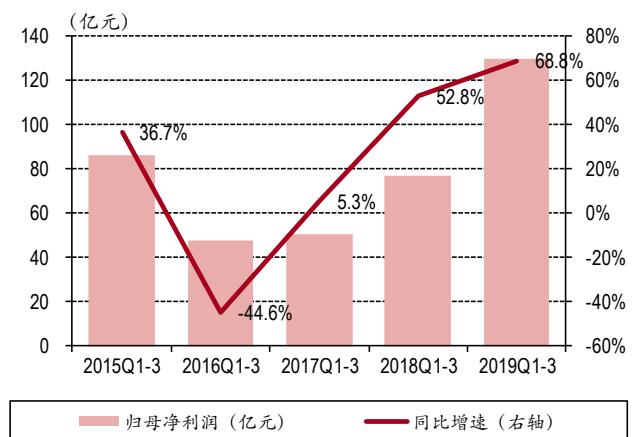
投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (人民币百万)	144,132	154,167	171,657	183,732	219,381
变动 (%)	(1.4)	7.0	11.3	7.0	19.4
归母净利润 (人民币百万)	5,383	7,922	14,792	18,186	20,162
变动 (%)	8.9	47.17	86.7	22.9	10.9
EV (人民币百万)	153,474	173,151	197,224	223,999	257,608
EV 增速(%)	18.6	12.8	13.9	13.6	15.0
NBV (人民币百万)	12,063	12,210	11,855	11,994	12,351
NBV 增速(%)	15.4	1.2	(2.9)	1.2	3.0
P/EV	1.02	0.94	0.81	0.71	0.62
EPS(元)	1.73	2.54	4.74	5.83	6.46

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

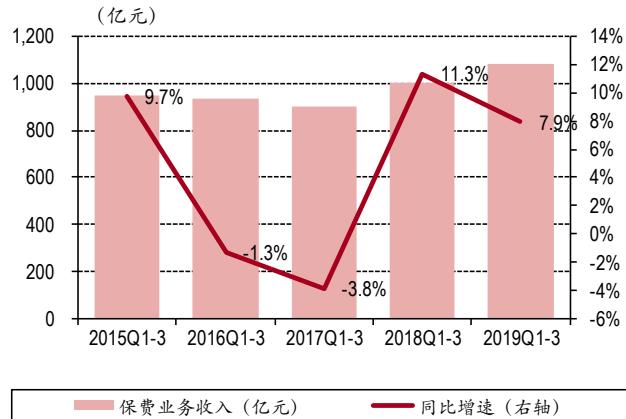


图表 1. 2015-2019 前三季度归母净利润及同比增长



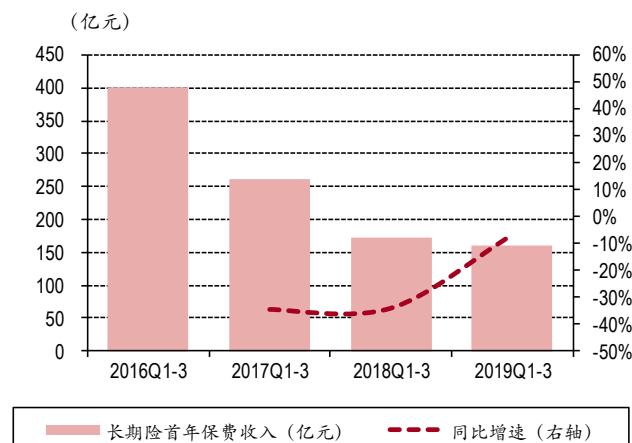
资料来源：新华保险公司公告，中银国际证券

图表 2. 2015-2019 前三季度保费收入及同比增长



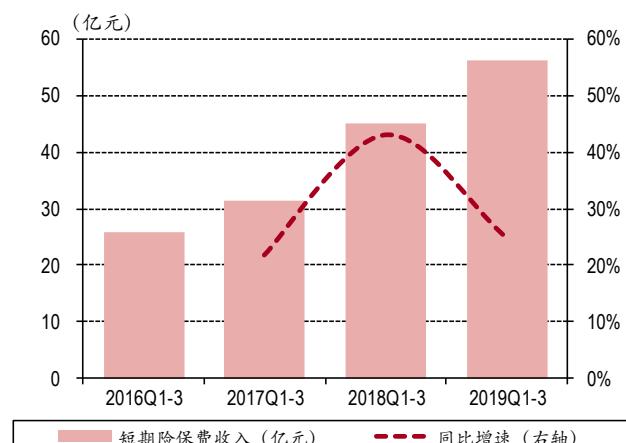
资料来源：新华保险公司公告，中银国际证券

图表 3. 2016-2019 前三季度长期险首年保费及同比增速



资料来源：新华保险公司公告，中银国际证券

图表 4. 2016-2019 前三季度短期险首年保费及同比增速



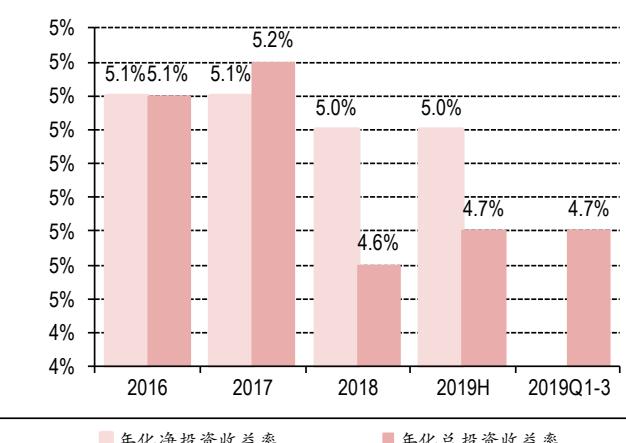
资料来源：新华保险公司公告，中银国际证券

图表 5. 2016-2019Q3 保险资金投资组合规模



资料来源：新华保险公司公告，中银国际证券

图表 6. 2014-2019H 年化总/净投资收益率¹



资料来源：新华保险公司公告，中银国际证券

¹ 公司 2019 年三季报未公布年化净投资收益率



图表 7. 2019Q1-3 业绩摘要

单位: 亿元	2018Q1-3	2019Q1-3	同比 (%)
已赚保费	976.0	1,052.2	7.8
保费业务收入	1,000.1	1,079.1	7.9
其中: 分保费收入	-	-	-
减: 分出保费	15.1	19.4	28.5
提取未到期责任准备金	9.0	7.5	(16.2)
投资净收益	253.2	263.8	4.2
公允价值变动净收益	(0.6)	6.3	1250.9
其他收益	0.5	0.4	(20.8)
其他业务收入	4.7	4.7	0.9
资产处置收益	-	-	-
营业支出	1,131.9	1,204.9	6.5
退保金	298.7	99.8	(66.6)
赔付支出	381.9	485.3	27.1
减: 摊回赔付支出	5.0	7.1	42.2
提取保险责任准备金	214.8	376.0	75.0
减: 摊回保险责任准备金	2.6	3.9	48.5
保户红利支出	1.1	0.4	(65.1)
税金及附加	1.0	1.1	9.6
手续费及佣金支出	130.8	130.3	(0.4)
管理费用	86.9	89.5	3.0
减: 摊回分保费用	4.1	5.4	32.0
其他业务成本	21.0	22.2	5.7
信用减值损失	-	-	-
营业利润	103.0	123.5	19.8
利润总额	102.5	123.2	20.3
净利润	77.0	130.0	68.8

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

损益表 (人民币百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
一、营业收入	144,132	154,167	171,657	183,732	219,381
已赚保费	107,928	119,947	125,488	132,676	139,725
保险业务收入	109,294	122,286	127,544	134,304	141,422
减: 分出保费	(1,264)	(1,932)	(1,913)	(1,477)	(1,556)
提取未到期责任准备金	(102)	(407)	(143)	(151)	(141)
投资收益	35,649	33,803	44,838	49,686	76,935
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	296	404	404	404	404
公允价值变动收益	124	(379)	300	300	300
汇兑损失	(321)	95	300	300	300
其他业务收入	726	701	731	770	2,121
二、营业支出	(136,631)	(143,552)	(155,053)	(163,176)	(194,767)
退保金	(33,906)	(33,039)	(50,129)	(52,195)	(41,519)
赔付支出	(38,379)	(51,135)	(53,752)	(55,968)	(47,545)
减: 摊回赔付支出	670	754	602	627	523
提取保险责任准备金	(30,876)	(26,752)	(32,899)	(35,798)	(86,454)
减: 摊回保险责任准备金	10	330	346	361	670
营业税金及附加	(169)	(166)	(173)	(182)	(283)
手续费及佣金支出	(15,905)	(16,708)	(8,290)	(8,730)	(8,485)
业务及管理费	(14,050)	(12,561)	(7,653)	(8,058)	(8,485)
减: 摊回分保费用	273	593	145	153	339
其他业务成本	(3,194)	(2,945)	(2,551)	(2,686)	(2,828)
资产减值(损失)/转回	(1,101)	(1,797)	(700)	(699)	(699)
三、营业利润	7,501	10,615	16,604	20,556	24,614
加: 营业外收入	22	36	800	800	800
其中: 非流动资产处置利得			800	800	800
减: 营业外支出	(193)	(141)	(200)	(200)	(200)
其中: 非流动资产处置损失					
四、利润总额	7,330	10,510	17,204	21,156	25,214
减: 所得税(费用)/	(1,946)	(2,587)	(2,409)	(2,962)	(5,043)
五、净利润	5,384	7,923	14,795	18,194	20,172
六、利润归属	8.9%	47.2%	86.7%	23.0%	10.9%
归属于母公司股东	5,383	7,922	14,792	18,186	20,162
少数股东收益	1	1	3	3	0
七、每股收益					
基本每股收益	1.73	2.54	4.74	5.83	6.46
稀释每股收益	1.73				
八、其他综合收益	1.73	2.54	4.74	5.83	6.46
九、综合收益总额	676	(4,388)	2,125	2,353	0
归属于母公司股东	6,060	3,535	16,920	20,548	20,172
归属于少数股东的综合收益总额	6,059	3,534	16,917	20,538	20,162
归属于少数股东的综合收益总额	1	1	2	2	2

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表 (人民币百万)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
资产					
货币资金	8,813	8,945	9,663	11,623	11,787
交易性金融资产	6,322	9,940	11,099	21,793	22,101
定期存款	41,809	64,690	69,880	128,058	129,658
可供出售金融资产	320,385	300,949	325,092	610,202	633,554
持有至到期投资	206,321	214,531	229,914	424,236	430,227
归入贷款及应收款的投资	61,600	50,509	54,561	99,986	101,663
长期股权投资	4,896	4,792	5,176	9,486	9,620
投资性房地产	4,741	7,044	7,609	13,944	14,141
其他投资资产	44,428	33,027	35,676	62,4736,335,537	
投资资产					
买入返售金融资产	699,315	694,427	750,1371,380,2181,443,913		
应收利息	2,870	4,315	4,661	8,542	8,662
应收保费	7,164	7,999	8,641	15,835	16,058
应收分保账款	2,338	2,307	2,492	4,567	4,631
应收分保未到期责任准备金	71	189	79	436	442
应收分保未决赔款准备金	22	16	17	32	32
应收分保寿险责任准备金	1,292	1,348	1,456	2,668	2,706
应收分保长期健康险责任准备金	612	892	793	1,453	1,768
保户质押贷款	27,000	31,327	29,015	53,171	53,922
固定资产	5,954	7,455	8,053	14,758	14,966
在建工程	2,563	4,339	4,687	8,589	8,711
无形资产	1,831	3,665	2,061	3,777	3,831
递延所得税资产	36	1,777	159	291	295
其他应收款	1,435	3,897	4,266	7,817	7,927
存出资本保证金	915	1,715	872	1,598	1,915
其他非投资资产	10,649	39,181	26,338	48,266	48,947
独立账户资产	230	139	347	636	645
资产总计	710,275	733,929	792,8081,452,8611,473,381		
负债和股东权益					
负债					
卖出回购金融资产	19,925	12,959	30,610	664,454	673,513
预收保费	1,941	1,808	500	500	500
应付手续费及佣金	1,801	2,188	700	700	700
应付分保账款	237	462	100	100	100
应付职工薪酬	2,522	2,629	1,000	1,000	1,000
应交税费	1,551	1,460	100	100	100
应付股利					
应付赔付款	3,176	5,318	400	400	400
保险合同准备金	575,277	603,958	612,200	632,814	641,441
未到期责任准备金	1,280	1,805	1,362	1,408	0
未决赔款准备金	827	1,064	880	633	641
寿险责任准备金	523,016	527,494	556,584	575,326	583,169
长期健康险责任准备金	50,154	64,257	53,373	55,447	57,630
保户储金及投资款	33,711	40,359	30,610	31,641	32,072
应付债券	4,000	4,000	12,000	12,000	12,000
预计负债	29	29	554	554	554
递延所得税负债	54	59	900	900	900
其他负债	130	133	36,732	37,969	38,486
负债合计	646,552	668,333	724,2181,380,9641,399,608		
股东权益					
股东权益合计	63,723	65,596	68,590	71,897	73,773
负债及股东权益总计	710,275	733,929	792,8081,452,8611,473,381		

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371