

业务端规模扩张，但长期价值有待提升

——新华保险（601336）点评报告

事件：

2020年4月28日晚间，新华保险公布2020年一季度业绩，归母净利润46.4亿，同比增长37.7%。

投资要点：

- 投资驱动净利润增长，股市表现拖累综合收益：**公司一季度归母净利润46.4亿，同比增长37.7%，主要原因是投资端表现较好，估算总投资收益（投资收益+公允价值变动-资产减值）为103亿，同比增长41.7%，年化总投资收益率5.1%，同比提升0.9个百分点。但由于一季度权益市场有所下行，其他综合收益由正（42.4亿）转负（-15.3亿），使得综合收益总额同比下降59.1%至31.1亿。
- 业务端规模扩张，但长期价值有待提升：**一季度总保费增速高达34.9%，领跑主要同业，主要由价值贡献较低的银保趸交业务贡献。新单期交虽然增长13.4%，但高价值的十年期同比降幅高达40.4%，说明增长主要来自短期期交业务，我们判断一季度的新业务价值表现并不理想。预计公司二季度开始将更加重视高价值业务的销售，新业务价值增速有望逐季改善。内含价值方面，我们在季报中重点关注核心资本（曾通过专题报告研究二者的内在逻辑一致性），一季度核心资本较上年末增长1.97%，也说明一季度的长期价值增长相对有限。
- 重启趸交业务推升投资资产增速，但也使得最低资本增长较快：**受益于保费高速增长和退保率继续下降（0.6%降至0.3%），公司一季度投资资产较上年末增长7.0%至8979亿。但由于趸交业务价值率较低、资本占用较高，一季度最低资本较上年末增长6.1%至977亿，导致偿付能力充足率环比下降11个百分点。
- 盈利预测与投资建议：**5%投资收益率假设下，预测2020-2022年EPS为5.13/5.74/6.24元，对应PE为8.46/7.55/6.95倍，EVPS为73.63/82.29/91.54元，对应PEV为0.59/0.53/0.47倍，估值仍处于历史低位。虽然公司一季度新业务价值并不理想，长期价值指标尚未明显改善，但综合考虑长期盈利能力及当前估值，维持“买入”评级。
- 风险因素：**疫情影响超预期、价值业务销售不及预期、权益市场下跌。

	2019 年	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	1,745.66	1,939.01	2,124.19	2,322.47
增长比率(%)	13.23	11.08	9.55	9.33
净利润(亿元)	145.59	159.91	179.17	194.60
增长比率(%)	83.78	9.84	12.04	8.61
每股收益(元)	4.67	5.13	5.74	6.24
市盈率(倍)	9.29	8.46	7.55	6.95

数据来源：WIND，万联证券研究所

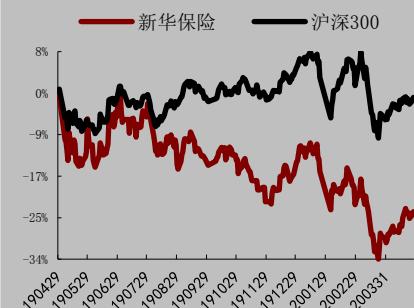
买入（维持）

日期：2020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)	43.35
总市值(亿元)	1,352.32
流通A股市值(亿元)	904.04

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：2020年04月28日

相关研究

万联证券研究所 20200326_公司年报点评
_AAA_新华保险 2019 年年报点评

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

利润表

单位:百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	174,566	193,901	212,419	232,247
保费业务收入	138,131	151,156	165,668	181,953
投资净收益	35,729	41,817	45,742	49,262
营业支出	161,280	176,018	192,415	210,532
退保金	12,990	14,338	15,624	17,041
赔付支出	60,648	66,942	72,945	79,559
提取保险责任准备金	53,734	58,801	64,446	70,781
保户红利支出	42	46	49	53
手续费及佣金支出	16,871	18,284	20,039	22,009
管理费用	13,783	13,745	15,065	16,546
利润总额	13,221	17,769	19,909	21,624
所得税	-1,339	1,777	1,991	2,162
净利润	14,560	15,992	17,919	19,461
归母净利润	14,559	15,991	17,917	19,460
每股收益	4.67	5.13	5.74	6.24

资产负债表

单位:百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
交易性金融资产	24,409	20,030	25,485	25,246
可供出售金融资产	387,296	412,435	455,712	482,925
持有至到期投资	246,212	277,527	298,027	320,351
长期股权投资	4,917	5,878	6,134	6,689
投资性房地产	9,051	9,646	10,654	11,292
定期存款	64,040	78,058	80,704	88,435
总资产	878,970	969,664	1,052,498	1,125,279
保户储金及投资款	46,366	50,980	55,049	58,474
未到期责任准备金	2,102	2,661	3,250	3,853
未决赔款准备金	1,611	2,121	2,667	3,234
寿险责任准备金	567,985	608,374	653,965	705,993
长期健康险责任准备金	86,493	103,837	121,556	139,139
总负债	794,509	873,578	943,290	1,001,985
归母所有者权益	84,451	96,075	109,194	123,279
所有者权益合计	84,461	96,086	109,207	123,294

内含价值

单位:百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
新业务价值	9,779	10,004	11,023	12,137
内含价值	205,043	229,732	256,744	285,620
每股内含价值(元)	65.72	73.63	82.29	91.54

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。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