

2020年8月26日

廖晨凯

C0069@capital.com.tw

目标价(元) (RMB/ HK\$)

67.5/37.0

公司基本资讯

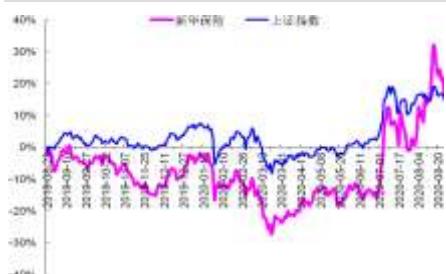
產業別	非銀金融
A 股價(2020/8/26)	58.50
上证指數(2020/8/26)	3329.74
股價 12 個月高/低	68.75/36.96
總發行股數(百萬)	3119.55
A 股數(百萬)	2085.44
A 市值(億元)	1219.98
主要股東	香港中央結算 (代理人)有限公司(33.13%)
每股淨值(元)	29.22
股價/賬面淨值	2.00
股价涨跌(%)	一个月 15.5 三个月 30.5 一年 14.9

产品组合

保险	79.9%
投资	19.7%
其他	0.4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	1.9%
一般法人	73.6%

股价相对大盘走势

新华保险(601336.SH/1336.HK)

Buy 买进

**1H2020 业绩点评：趸交渠道推升保费，投资端受权益市场向好提振
结论与建议：**

新华保险发布2020年上半年业绩，公司1H2020营收增32%至1187亿，净利降22%至82亿，扣非（去年同期受到税收返还）后净利降4.7%至83亿。另外，公司公布1H2020会计估计变更情况，源于精算假设调整，增提寿险及健康险25亿，对应减少1H2020税前净利25亿。保费端方面，源于公司趸交渠道保费放量，推动总保费实现三成以上的增长。投资端来看，主要为权益市场向好推动，推动总投资收益率同比上升。公司目前股价对应2020年PEV为0.77X，估值具备吸引力。综上而言，我们给与“买进”的投资建议。

- **1H2020 扣非净利降 4.7%，源于高基期及准备金增提：**新华保险 1H2020 营收增 32%至 1187 亿，净利降 22%至 82 亿，扣非（去年同期受到税收返还）后净利降 4.7%至 83 亿。另外，公司公布 1H2020 会计估计变更情况，源于精算假设调整，增提寿险及健康险准备金 25 亿，对应减少 1H2020 税前净利 25 亿。
- **趸交渠道贡献主要增量，代理人逆势扩张：**从保费端来看，1H2020 新华寿险 YOY 增 31%至 969 亿，体现极强的负债端扩张能力。从拉动保费的结构来看，新单为主要贡献：长期险首年保费 YOY 增 155%至 299 亿（增量主要为趸交保费）。续期保费方面，表现稳健：1H2020 续期保费 YOY 增 7.4%至 627 亿。代理人方面，截止 1H2020 公司个险规模人力 53 万，创历史新高，YOY 增 37%。
- **权益市场向好提振投资，择机加大权益类资产配置：**投资方面，截止 1H2020 公司总投资资产较上年末增 7.3%至 9003 亿。资产配置方面，公司增加了长期国债、地方债等利率债配置，并择机加大权益型资产配置。1H2020 公司总投资收益率 5.1%，YOY 提升 0.4pct；不过净投资收益率为 4.6%，YOY 下降 0.4pct，指向上半年长端利率回落带来一定配置压力。
- **内含价值较快增长：**从内含价值方面来看，截止 1H2020 公司内含价值为 2248 亿，较年初增长 9.6%，实现快速增长。公司调整了风险贴现率（从 11.5%调降至 11.0%），贡献内含价值增量的 20.1%；虽然价值率承压，不过在新单放量背景下新业务价值影响贡献增量的 26.5%；另外，投资端及运营端表现好于假设，分别贡献增量 13.1%、15.8%。
- **盈利预测和投资建议：**结合此次半年报业绩，我们预计公司 2020、2021 年净利分别增 2.8%、23.1%至 150 亿、184 亿（此前预计 159 亿、184 亿），下半年看好长端利率的企稳和加大保障险销售带来的价值率回升，目前股价对应 PE12.2X、9.9X，PEV0.77X、0.67X，估值较低，给与“买进”的投资建议。
- **风险提示：**长端利率下行超预期

.....接续下页.....

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019	2020E	2021E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	5,383	7,922	14,559	14,971	18,435
每股盈余 (EPS)	RMB 元	8.9%	47.2%	83.8%	2.8%	23.1%
A 股市盈率 (P/E)	X	1.73	2.54	4.67	4.80	5.91
每股净资产 (BVPS)	RMB 元	33.8	23.0	12.5	12.2	9.9
A 股市净率 (P/B)	X	20.4	21.0	27.1	31.9	37.8
每股内含价值	RMB 元	2.86	2.78	2.16	1.84	1.55
A 股 PEV	X	49.2	55.5	65.7	75.7	87.2
股利 (DPS)	RMB 元	1.19	1.05	0.89	0.77	0.67
股息率 (Yield)	%	0.52	0.77	1.41	1.44	1.77

投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入	144,132	154,167	174,566	207,951	223,213
已赚保费	107,928	119,947	135,403	165,192	175,103
投资净收益	35,452	33,519	38,416	41,904	47,248
营业支出	136,631	143,552	161,280	191,212	202,620
退保金	33,906	33,039	12,990	16,519	17,510
赔付支出	38,379	51,135	60,648	69,738	74,547
提取保险责任准备金	30,876	26,752	53,734	67,328	70,280
保险手续费及佣金支出	15,905	16,708	16,871	18,569	20,137
净利润	5,383	7,922	14,559	14,971	18,435

附二：合并资产负债表

百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E
总投资资产	680,931	691,713	830,621	899,091	973,205
资产合计	710,275	733,929	878,970	946,411	1,024,426
保险责任准备金	573,997	592,815	656,089	723,141	793,133
卖出回购金融资产款	19,925	12,959	68,190	16,423	17,578
负债合计	646,552	668,333	794,509	846,975	906,551
股本	3,120	3,120	3,120	3,120	3,120
股东权益总额	63,723	65,596	84,461	99,436	117,875
负债和所有者权益总计	710,275	733,929	878,970	946,411	1,024,426

附三：合并现金流量表

百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E
经营活动产生的现金流量净额	7,865	13,768	42,102	21,245	25,705
投资活动产生的现金流量净额	19,285	-3,246	-85,636	-23,199	-37,360
筹资活动产生的现金流量净额	-32,362	-10,443	46,263	1,153	12,324
现金及现金等价物净增加额	-5,418	193	2,760	-822	710

1

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群證益券(香港)有限公司提供的投資服務，不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券@持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券@。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。