

资产负债双驱动，规模价值共发展

公司深度

● 全国领先的寿险公司，致力于转型发展中实现二次腾飞

公司确立了以寿险业务为主体、以财富管理和康养产业为两翼、以科技赋能为支撑的“1+2+1”战略，坚守寿险发展本质，着力打造“中国最优秀的以全方位寿险业务为核心的金融服务集团”。

● 资产负债双轮驱动，规模价值全面发展

经过前期转型，公司产品结构得到优化，打下良好价值基础；在新阶段重塑发展格局，进一步打通负债端与资产端连接，实现规模与价值全面发展。

● 代理人队伍规模站上新平台，银保渠道新阶段发力传统优势

2019年末公司代理人队伍超过50万人，个险渠道保费占比达79%；传统优势银保渠道重整发力，趸交业务激增，渠道保费快速增长。

● 保障型储蓄型产品共同发展，康养布局协同延伸保险产业链

公司近年来健康险业务快速发展，产品价值率显著提升，长期储蓄型产品同样受到重视。多样化的养老产业和医疗、健康服务协同主业发展。

● 保险资金运用稳健积极，第三方资管业务具备发展潜力

权益投资主动管理略有强化，债权类投资利率敏感性有所回升，非标投资平稳安全。资管公司与养老公司在第三方资产管理业务方面大有可为。

● 盈利预测、估值与评级

假设公司业务整体平稳增长，剩余边际长期摊销稳定贡献利润，投资成果与市场表现相吻合。预计公司2020至2022年EPS分别为5.24、6.36、8.13元，对应2020年7月24日收盘价PE分别为9.9、8.2、6.4倍；预计公司2020至2022年EVPS分别为74.27、81.66、90.56元，相应P/EV分别为0.70、0.64、0.57倍。

采用保险评估价值法测算，得到公司A股的合理价值为**69.58**元每股，对应2020年P/EV为0.94倍。首次覆盖给予“**强烈推荐**”评级。

● **风险提示：**外部金融环境、国际关系等发生重大变化带来系统性风险传导。保险风险发生率发生重大变化带来的损失风险、巨灾风险、利率风险、行业政策风险等。受经济、公司决策，以及资本市场波动等影响带来的经营成果不达预期风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
内含价值(百万元)	173,151	205,043	231,731	254,775	282,551
增长率(%)	12.82	18.42	13.02	9.94	10.90
新业务价值(百万元)	12,210	9,779	10,083	11,375	12,741
增长率(%)	1.22	-19.91	3.11	12.81	12.01
归母净利润(百万元)	7,922	14,559	16,342	19,833	25,352
增长率(%)	47.17	83.78	12.25	21.36	27.82
EPS(元/股)	2.54	4.67	5.24	6.36	8.13
P/E	20.4	11.1	9.9	8.2	6.4
P/EV	0.94	0.79	0.70	0.64	0.57
P/B	2.5	1.9	1.7	1.5	1.3

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测（股价为2020年7月24日收盘价）

强烈推荐（首次评级）

鲍淼（分析师）

baomiao@xsdzq.cn

证书编号：S0280520050001

市场数据 时间 2020.07.24

收盘价(元):	51.89
一年最低/最高(元):	37.88/61.45
总股本(亿股):	20.85
总市值(亿元):	1,082.13
流通股本(亿股):	20.85
流通市值(亿元):	1,082.13
近3月换手率:	46.26%

股价一年走势



相关报告

盈利预测、估值与目标价、评级

预计公司 2020 至 2022 年 EPS 分别为 5.24、6.36、8.13 元，对应 2020 年 7 月 24 日收盘价 PE 分别为 9.9、8.2、6.4 倍；预计公司 2020 至 2022 年 EVPS 分别为 74.27、81.66、90.56 元，相应 P/EV 分别为 0.70、0.64、0.57 倍。

采用保险评估价值法测算，得到公司 A 股的合理价值为 **69.58** 元每股，对应 2020 年 P/EV 为 0.94 倍。**首次覆盖给予“强烈推荐”评级。**

关键假设

假设公司业务整体平稳增长，剩余边际长期摊销稳定贡献利润，投资成果与市场表现相吻合。公司短期内趸交产品和银保渠道的保费收入增幅扩大，一定程度上拉低保险产品整体新业务价值率。同时，一方面公司前期大幅增员，但短期内还没有达到理想的销售效果；另一方面，年内突发的疫情对线下业务开展以及居民的保险购买能力产生了负面影响。总体来看，人力规模扩充带来新单保费和新业务价值的增长，但受负面因素影响短期内二者增速有所弱化，中长期存在改善预期。

我们与市场的观点的差异

当前人身险市场集中度依然较高，大型公司凭借品牌、网点、销售人员数量等优势占据着大部分线下市场，对保险客户覆盖和转化的渠道优势是大型公司可以维持销售高价值产品的重要因素。

规模型产品件均高、相对易销售，有助于保险代理人获取客户并获得收入，提升留存意愿并进一步销售长期复杂产品，帮助公司实现保费规模和价值总量的提升。

能够根据宏观环境、市场变化、公司发展的具体情况，及时、适度的调整经营策略，阶段性的选择规模 and 价值的侧重方向，从而达到动态平衡和公司经营成果的最大化，也是公司决策水平和自我调节能力的体现。

股价上涨的催化因素

代理人队伍产能提升，产品结构优化，新业务价值率回升，新业务价值增速转正并持续改善，资产再配置收益率环境改善等。

投资风险

外部金融环境、国际关系等发生重大变化带来系统性风险传导。保险风险发生率发生重大变化带来的损失风险、巨灾风险、利率风险、行业政策风险等。受经济、公司决策，以及资本市场波动等影响带来的经营成果不达预期风险。

目 录

1、 公司简介	5
2、 人身险市场环境及行业发展概况.....	6
2.1、 市场集中度近年来有所回升，大型公司仍具备相对竞争优势.....	6
2.2、 健康险快速发展、份额显著提升，保险市场仍有较大提升空间.....	6
3、 新华保险：坚守寿险主业，负债资产协同发展.....	7
3.1、 寿险业务：健康险稳定价值，人力增长带动规模.....	7
3.1.1、 代理人规模站上新平台，银保渠道具备传统优势	7
3.1.2、 近年来健康险业务快速发展，产品价值率显著提升	9
3.2、 康养布局：多样化的养老产业和医疗、健康服务.....	10
3.2.1、 南北呼应的多产品养老产业布局	10
3.2.2、 覆盖广泛的健康管理平台和专业康复医院	10
3.3、 资产管理：保险资金运用积极稳健，协同负债实现双轮驱动.....	11
3.3.1、 类固收资产配置相对积极，投资收益率表现稳健	11
3.3.2、 债权类投资利率敏感性有所回升，权益类投资主动管理再强化	12
3.3.3、 非标投资严控信用评级，投资占比稳中有降	14
3.3.4、 资产管理公司管理规模上万亿平台，财富管理功能仍待扩展强化	14
4、 财务及价值分析.....	15
4.1、 盈利水平整体保持高增长，股东回报稳步提升.....	15
4.2、 内含价值稳健成长，偿付能力保持充足	16
5、 盈利预测与投资建议.....	17
5.1、 盈利预测与投资评级	17
5.2、 同类公司估值及盈利情况比较	17
6、 风险分析	19
附：财务预测摘要.....	20

图表目录

图 1： 大型人身险公司规模保费市场份额情况.....	6
图 2： 大型人身险公司及行业规模保费同比增速.....	6
图 3： 人身险公司产品结构.....	7
图 4： 我国人身险保险密度（元/人）及保险深度（%）	7
图 5： 公司代理人渠道保费收入占比.....	8
图 6： 公司代理人渠道保费规模（百万元）及同比增速.....	8
图 7： 公司营销员数量（万人）及同比增速.....	8
图 8： 大型上市险企寿险代理人规模同比增速.....	8
图 9： 公司代理人新单保费规模（百万元）及同比增速.....	9
图 10： 公司续期业务保费收入占比.....	9
图 11： 公司健康险保费规模（百万元）及同比增速.....	9
图 12： 公司保费产品结构.....	9
图 13： 公司产品新业务价值率情况.....	10
图 14： 公司新业务价值规模（百万元）及同比增速.....	10
图 15： 公司投资资产规模（百万元）及同比增速.....	12

图 16: 公司投资资产大类配置结构.....	12
图 17: 公司投资收益率情况 (%).....	12
图 18: 公司债券投资中主要金融资产分类情况.....	13
图 19: 公司债权型投资利率敏感性 (市场利率-50BP).....	13
图 20: 公司基金及股票在投资资产中占比.....	13
图 21: 平安资产管理资产中第三方资产占比 (%).....	15
图 22: 长江养老及太保资产第三方资产集团占比 (%).....	15
图 23: 公司净利润 (百万元) 及现金分红水平.....	15
图 24: 公司总资产规模 (百万元).....	16
图 25: 公司 ROE 及 ROA 水平 (%).....	16
图 26: 公司内含价值 (百万元) 及结构.....	16
图 27: A 股险企 P/EV 估值情况 (倍).....	18
图 28: A 股上市险企现金分红水平 (%).....	19
图 29: A 股上市险企 ROE 水平 (%).....	19
表 1: 公司主要子公司及联营合营企业.....	5
表 2: 公司主要国家及法人股东 (2020 年 1 季度末).....	5
表 3: 公司非标投资组合结构.....	14
表 4: 盈利预测与估值.....	17
表 5: 可比公司比较.....	18

1、公司简介

新华人寿保险股份有限公司成立于1996年9月，总部位于北京，是全国性大型寿险企业，共设立1,767家分支机构，拥有36,504名内勤员工及50.7万名营销员，为3,226.2万个人及8.6万机构客户提供寿险产品和服务。2011年，新华保险在上海证券交易所和香港联合交易所同步上市，连续多年入围《财富》中国和《福布斯》世界500强。

当前，新华已经确立了以寿险业务为主体、以财富管理和康养产业为两翼、以科技赋能为支撑的“1+2+1”战略，坚守寿险发展本质，着力打造“中国最优秀的以全方位寿险业务为核心的金融服务集团”。

表1：公司主要子公司及联合合营企业

子公司	业务性质	持股比例	联营企业	业务性质	持股比例
新华资产管理股份有限公司	资产管理	99.40%	中国金茂控股集团有限公司	房地产开发	9.04%
新华资产管理（香港）有限公司	资产管理	99.64%	北京紫金世纪置业有限责任公司	房地产开发等	24%
新华养老保险股份有限公司	保险服务	100%	南京卫元舟实业有限公司	教育投资等	20.14%
新华家园养老服务公司（北京）	服务	100%	新华资本国际管理有限公司	投资管理	39.86%
新华家园尚谷置业公司（北京）	房地产开发	100%	北京美兆健康体检中心有限公司	体检服务等	30%
新华家园健康科技公司（北京）	房地产开发、培训	100%			
新华家园养老投资管理（海南）	房地产开发、培训	100%	合营企业	业务性质	持股比例
北京新华卓越康复医院有限公司	医疗服务	100%	新华卓越健康投资管理有限公司	投资管理等	45%
新华人寿保险合肥后援中心	房地产投资及管理	100%			
新华浩然建筑科技有限公司	房产租赁、物业管理	100%			
广州粤融项目建设管理有限公司	房地产投资及管理	100%			
新华世纪电子商务有限公司	电子科技	100%			

资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

本公司控股股东为汇金公司。汇金公司依法对国有重点金融企业行使出资人权利和履行出资人义务，实现国有金融资产保值增值，不参与公司的日常经营活动；公司亦无其他能够实际支配公司行为的人；因此，公司无实际控制人。

表2：公司主要国家及法人股东（2020年1季度末）

股东名称	股东性质	持股比例	股份种类
HKSCC Nominees Limited	境外法人股	33.13%	H
中央汇金投资有限责任公司	国家股	31.34%	A
中国宝武钢铁集团有限公司	国有法人股	12.09%	A
中国证券金融股份有限公司	国有法人股	2.99%	A
香港中央结算有限公司	境外法人股	1.24%	A
中央汇金资产管理有限责任公司	国有法人股	0.91%	A
北京市太极华青信息系统有限公司	境内法人股	0.58%	A

资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

注：HKSCC Nominees Limited（香港中央结算（代理人）有限公司）所持股份为代香港各股票行客户及香港中央结算系统其他参与者持有。香港中央结算有限公司为沪港通股票的名义持有人。

2、人身险市场环境及行业发展概况

2.1、市场集中度近年来有所回升，大型公司仍具备相对竞争优势

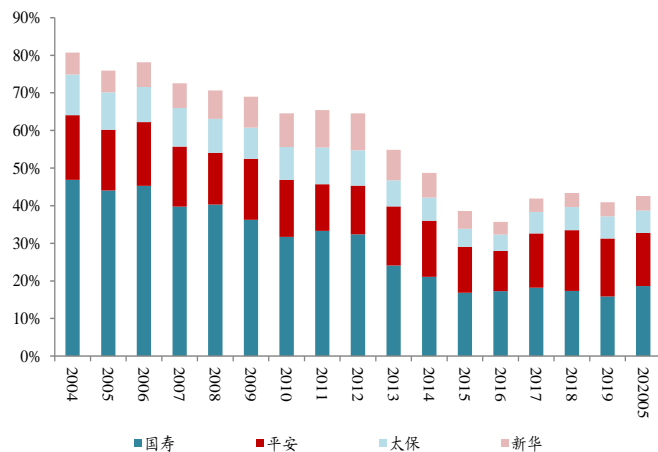
在我国人身险行业发展过程中，随着鼓励行业发展政策不断推出、市场主体增加、费率市场化改革推进等因素的变化，市场集中度整体呈下降趋势，但大型公司长期保持相对竞争优势。

一方面，大型公司在具备市场份额优势后放弃单纯规模发展的思路，逐步追求产品的利润率和公司价值的成长。另一方面，中小公司数量在过去一个阶段有明显增长（人身险公司数量从2006年的45家增长至2020年5月末的91家）；同时，中小公司积极把握人身险费率市场化改革和互联网机遇，通过相对高收益率的储蓄型产品和性价比较高的重疾险、寿险等产品打开了市场。

在这一过程中，大型公司的市场份额从2004年的超过80%下降至当前的42%左右；特别是2015和2016年，中小公司中短存续期理财型产品爆发式增长，抢占了大量规模保费份额，大型公司的市场份额下降至40%以下。随着2017年4季度保监134号文的正式施行，中小公司快速扩张的模式难以延续，行业朝着回归保险本原的长期业务和保障型业务发展；大型公司凭借代理人渠道积累下来的规模和质量优势，在行业保费增长承压的环境下，依然重拾了部分市场份额。

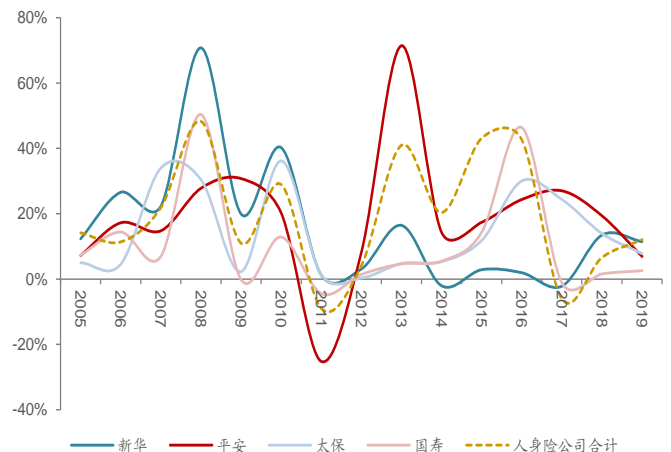
新华人寿在2016年着重推动了保障型产品的进一步转型，市场份额出现一定程度的下降；随着公司在2019年确立了价值规模共同发展的思路，以及保险代理人队伍的大幅扩充，公司的市场份额在2020年有所回升。

图1：大型人身险公司规模保费市场份额情况



资料来源：银保监会、新时代证券研究所

图2：大型人身险公司及行业规模保费同比增速



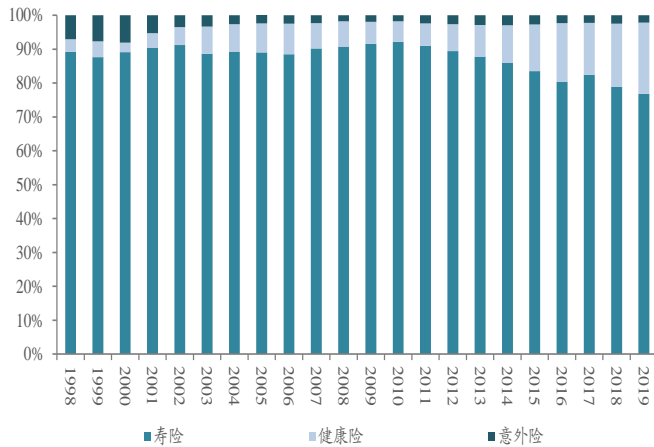
资料来源：银保监会、新时代证券研究所

2.2、健康险快速发展、份额显著提升，保险市场仍有较大提升空间

在行业政策鼓励、监管导向保险回归保障、公司追求价值、消费者健康保障意识提升等多重因素影响下，健康险业务近年来取得了快速发展；在2014年保险“新国十条”发布后，健康险在人身险公司业务的占比从11.17%提升至2019年的21.01%。

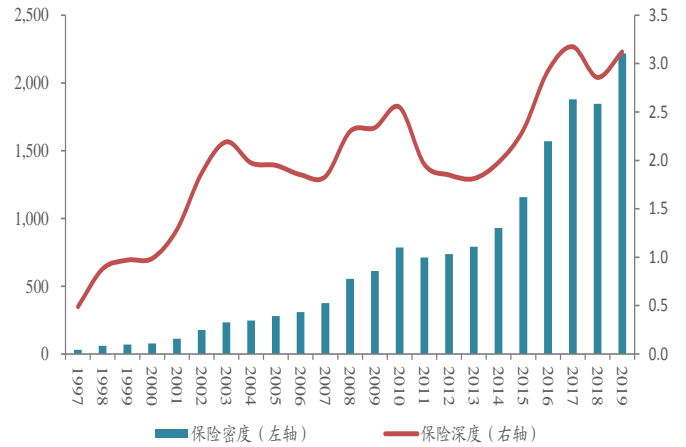
我国人身险保险密度自 2014 至 2019 年出现了大幅增长，在 2019 年达人均 2,217.63 元，但距发达国家水平仍有数倍成长空间；2019 年人身险保险深度达 3.12%，发展水平相对更优。

图3：人身险公司产品结构



资料来源：Wind、新时代证券研究所

图4：我国人身险保险密度(元/人)及保险深度(%)



资料来源：Wind、新时代证券研究所

3、新华保险：坚守寿险主业，负债资产协同发展

作为全国领先的寿险公司，新华保险在近年来价值转型的良好基础之上，拓展销售队伍、重视业务发展，在已有布局的财富管理和康养产业上进一步耕耘，确立了“资产负债双轮驱动，规模价值全面发展”的模式。

3.1、寿险业务：健康险稳定价值，人力增长带动规模

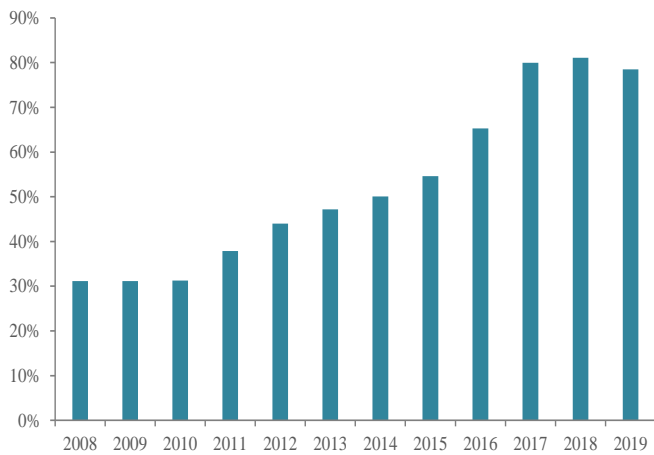
3.1.1、代理人规模站上新平台，银保渠道具备传统优势

新华人寿早期业务以银保渠道为主，年度保费收入占比曾接近 70%。

由于市场竞争激烈、大量公司追求保费规模快速增长，行业中普遍存在银行保险销售误导的现象，引发消费者不满和舆论关注。原银监和保监部门联合发力整治银保销售乱象，如 2010 年 11 月，原银监会发布《中国银监会关于进一步加强商业银行代理保险业务合规销售与风险管理的通知》(银监发[2010]90 号)，要求商业银行“不得将保险产品与储蓄存款、基金、银行理财产品等产品混淆销售”、“不得允许保险公司人员派驻银行网点”、“每个网点原则上只能与不超过 3 家保险公司开展合作，销售合作公司的保险产品”等；2011 年 4 月，原保监会、银监会联合印发《商业银行代理保险业务监管指引》(保监发[2011]10 号)，要求“各保险公司要坚持调整和优化银保业务结构”、“各商业银行要加强对代理保险业务销售行为的管控”。在行业规范化发展的过程中，银保业务的增长受到一定限制。

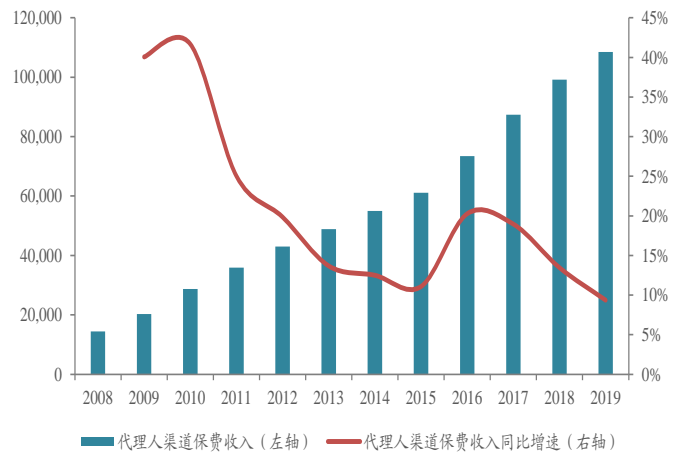
同时，由于早期银保渠道产品期限短、负债成本高，对保险公司利润贡献较低，具备渠道优势的大型寿险公司也在追求利润，主动寻求长期、价值转型。新华人寿在 2011 年上市之后更加重视业务发展和战略转型，坚持价值和回归本原，银保渠道保费收入的占比下降明显，代理人渠道的贡献显著提升。

图5：公司代理人渠道保费收入占比



资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

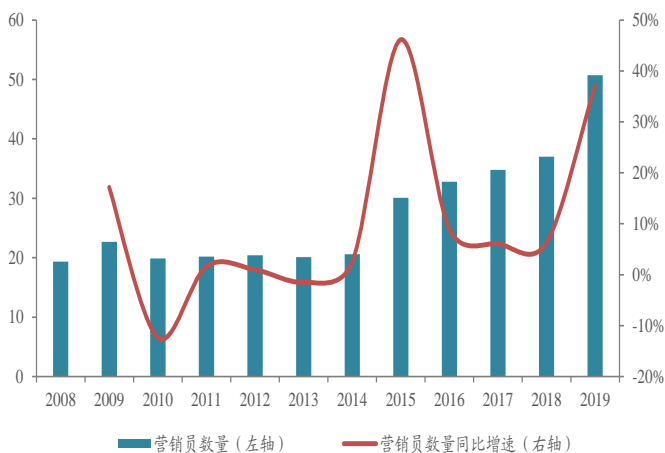
图6：公司代理人渠道保费规模（百万元）及同比增速



资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

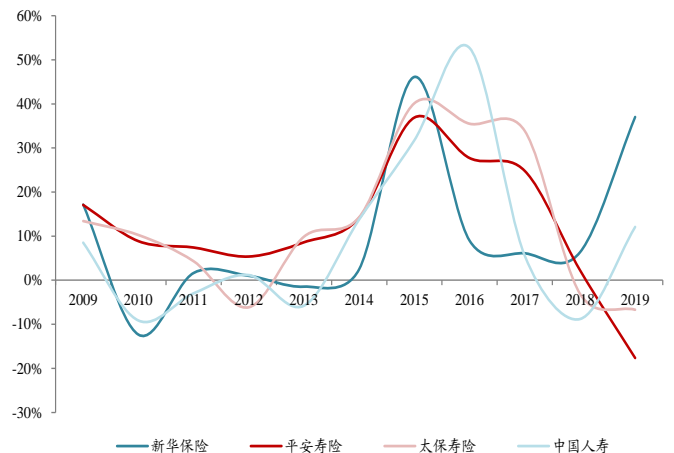
新华人寿保险营销员数量，在行业发展带动、保险销售从业人员资格核准审批取消（《中国保监会关于保险中介从业人员管理有关问题的通知》，保监中介〔2015〕139号）和公司个险转型的推动下，在2015年有了一次较大飞跃，个人代理及服务经营营销队伍人数首次超过30万人，同比增长46.12%。此后，公司在“健康人海”的基础上，进行“自主经营”改革，建立了以预算管理为基础的机构自主经营体系，压缩费差损、优化费用结构，人力规模保持了相对稳定的增长。2018年，寿险行业在经济深化调整以及寿险产品监管政策（134号文）等综合影响下，新单保费出现较大幅度负增长，代理人收入下降明显，行业人员流失较为严重；新华人寿做强销售队伍，在人力同比增速方面优于同类型公司（新华6.32%、平安寿险2.27%、太保寿险-3.09%、中国人寿-8.81%）。2019年，大型寿险公司人力增速依然存在明显分化；公司确立“业务增长，队伍先行”的经营策略，在2019年下半年快速实现人力扩充，代理人队伍站上50万人新平台，同时也为“规模价值全面发展”的模式打下了充分的基础。

图7：公司营销员数量（万人）及同比增速



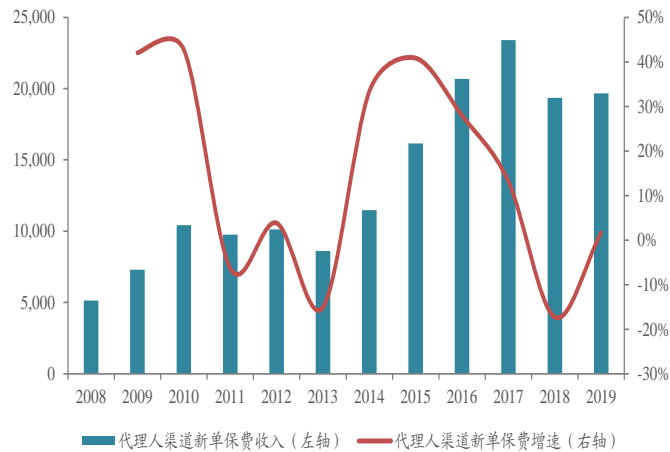
资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

图8：大型上市险企寿险代理人规模同比增速

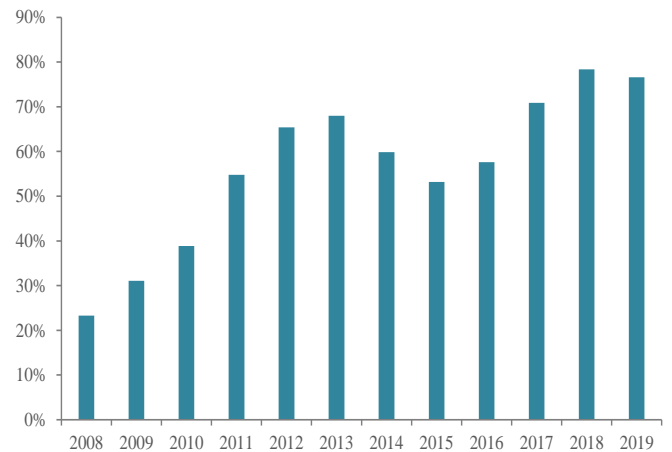


资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

在经历营销员数量持续上升，续期拉动增长的转型发展路径后，代理人渠道新单保费增速逐渐走出低谷，长期业务的积累也使续期业务的占比在近年来保持在70%以上。

图9： 公司代理人新单保费规模（百万元）及同比增速


资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

图10： 公司续期业务保费收入占比


资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

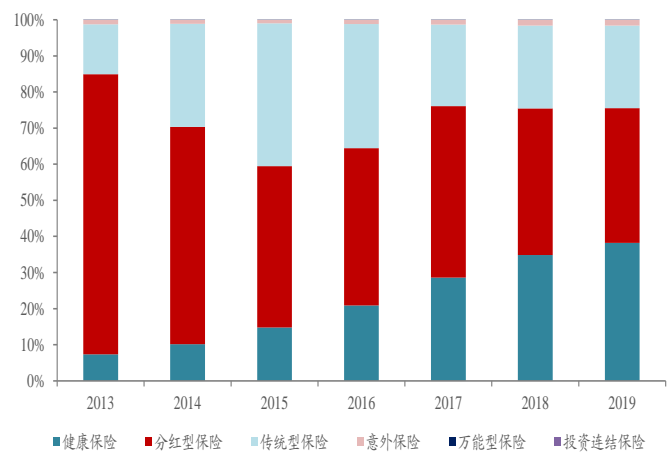
由于公司在2019年确立了规模和价值并重的发展策略，预计银保渠道的重要性将有所加强，渠道和期限保费结构将发生细微变化；2019年，银保趸交保费从2018年的4百万元激增至60.28亿元。

3.1.2、近年来健康险业务快速发展，产品价值率显著提升

公司在调整销售渠道的同时，也重视产品结构的优化和价值的提升。2016年，公司更加明确了“转型发展”的主题，在回归保险本原的基础上，坚持实施“寿险为核心、保障为特色”的发展战略；公司集中开发了一系列市场领先的保障类产品，“健康无忧”系列产品和“多倍保”产品在市场众多重疾险产品中占有一席之地，并将附加险作为新的业务增长点。在公司的大力推动下，近年来健康险业务取得快速发展，保费占比显著提升，且在同类型公司中属于领先水平。

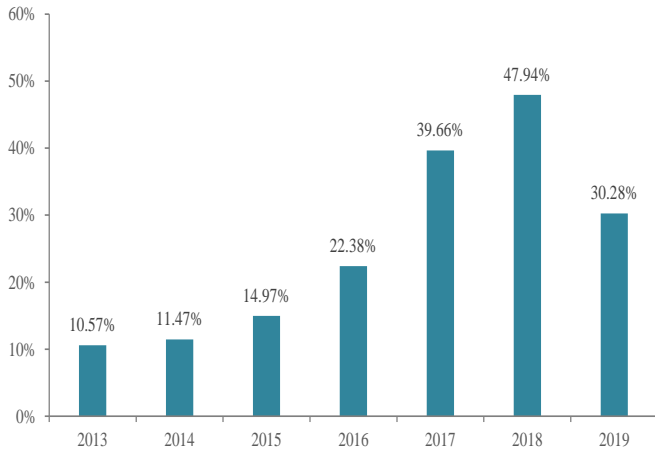
图11： 公司健康险保费规模（百万元）及同比增速


资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

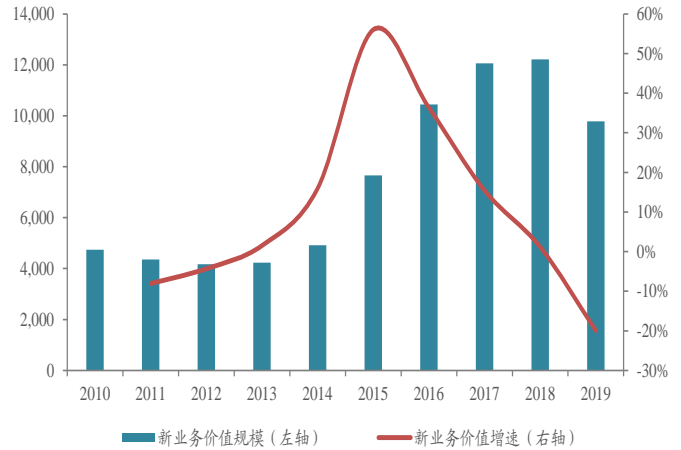
图12： 公司保费产品结构


资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

同时，由于长期重疾险新业务价值率较高，公司产品价值率也得到明显改善；2019年，由于公司趸交及规模型业务占比提升，以及短期附加健康险价值率较低，产品整体的新业务价值率有所下滑。

图13: 公司产品新业务价值率情况


资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

图14: 公司新业务价值规模(百万元)及同比增速


资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

3.2、康养布局：多样化的养老产业和医疗、健康服务

3.2.1、南北呼应的多产品养老产业布局

养老产业作为公司“一体两翼”发展战略的关键之一，经过大约四年时间、通过三个典型项目，形成了城郊结合、南北呼应的多产品布局。

■ 护理型

北京莲花池持续照料型尊享公寓，项目定位为高端介护型养老公寓，配备 206 套房间、约 360 张床位，由新华家园养老服务(北京)有限公司运营。该项目的指导思想是“医养合一”，特点在于突出的区位优势和所在城市功能拓展区内高端养老项目的稀缺性。

■ 自理型

北京延庆自理活跃型养老社区，由新华家园健康科技(北京)有限公司管理；该公司包括新华家园延庆养老住区项目和新华保险延庆培训中心两部分业务。

■ 旅居型

海南博鳌养生养老休闲度假社区，建成后共计约 2,700 套养老居住房屋；由新华家园养老投资管理(海南)有限公司管理。

3.2.2、覆盖广泛的健康管理平台和专业康复医院

■ 新华健康

新华卓越健康投资管理有限公司作为保险公司健康管理投资平台，以健康管理、

医疗服务、护理服务、医疗投资为主要业务，凭借“保险保障+健康管理”的核心优势，依托连锁化的健康管理机构，为个人、家庭和团体提供从健康保险、健康检查、健康评估到健康干预、健康支付的一站式健康管理服务。2016年，新华健康成功引入爱康集团和莱蒙国际两家战略投资者，完成增资扩股。

新华健康自营服务网络覆盖华北、华中、华东、华南、西北、西南地区，已在全国19个城市设立健康管理中心；整合股东及第三方资源后，有可为客户提供健康管理服务的健康体检机构近300家。

■ 康复医院

北京新华卓越康复医院有限公司位于北京市核心功能区，定位于“大康复、小综合、健康体检”，是一所集“医、教、研”为一体的专业二级康复医院；致力于构建“康复养老、健康体检、保险服务”的保障体系，达到“深度融合、横向协作、全面发展”的创新目标，为客户提供完善的医康养服务。

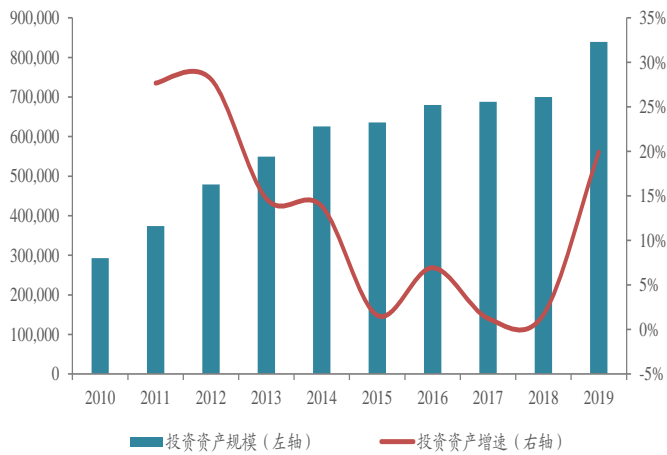
在康养产业未来的发展中，公司将提高已建项目入住率，改善盈利情况；搭建养老健康投资平台，发起大健康私募股权基金投资；增加健康管理中心数量，改善利润情况，并推动战略合作；康复医院取得医保资格后，提高床位使用率，改善盈利。

3.3、资产管理：保险资金运用积极稳健，协同负债实现双轮驱动

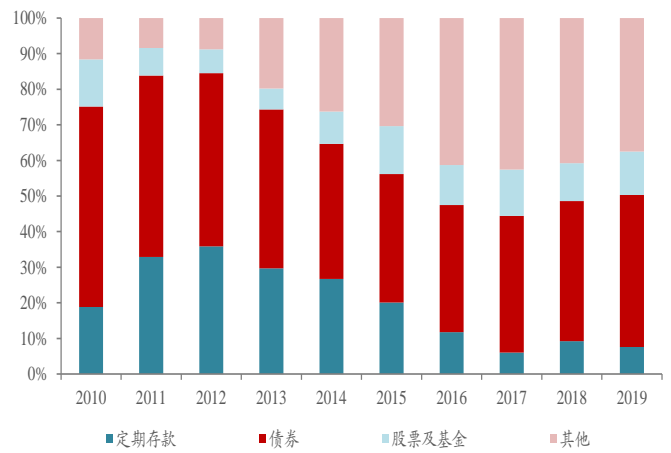
3.3.1、类固收资产配置相对积极，投资收益率表现稳健

伴随保费收入的持续增长和投资资产的积累扩张，公司投资资产规模在2019年末达到8,394.47亿元，较2010年末增长186.63%。投资资产规模同比增速一方面受资本市场表现影响，另一方面也与保费收入的规模有较强的相关性；公司保费收入自2016年起在公司自身改革和行业环境变化的共同影响下步入低增长，投资资产规模增速放缓；2018年资本市场经受了较大冲击，投资资产的增速步入低谷；进入2019年，随着资本市场以及公司负债端规模的修复，投资资产规模重拾较快增长。

公司投资资产以固收和类固收为主，并保持相对积极的配置选择。2012年，保险监管部门进一步放开保险资金运用政策，允许保险资金投资于“境内依法发行的商业银行理财产品、银行业金融机构信贷资产支持证券、信托公司集合资金信托计划、证券公司专项资产管理计划、保险资产管理公司基础设施投资计划、不动产投资计划和项目资产支持计划等金融产品”（《关于保险资金投资有关金融产品的通知》，保监发〔2012〕91号）。同时，2009年之后的一段时期，金融产品的收益率维持在较高水平。银行理财产品的平均预期年收益率在2015年之前总体保持在5%左右。2013年底，3至5年的房地产信托预期年收益率在8.75%左右，5年以上的在9.5%左右；3至5年的金融机构信托预期年收益率在9%左右；3至5年的基础设施信托预期年收益率为9.1%左右，5年以上的在9.5%左右。公司把握政策和金融产品高收益率机遇，自2013年起较为积极的配置非标资产，金融产品及其他投资在投资资产中的占比保持在相对较高水平。

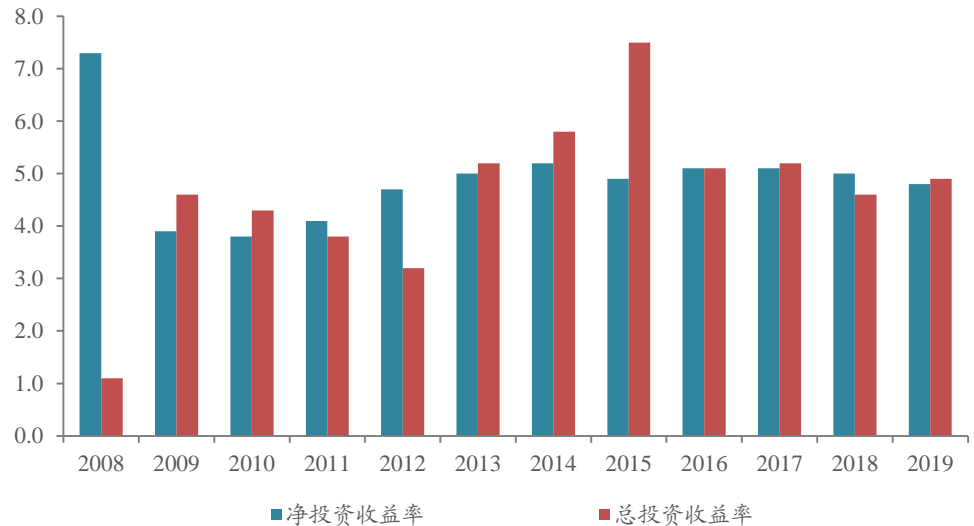
图15: 公司投资资产规模(百万元)及同比增速

资料来源: 上市公司财报、新时代证券研究所

图16: 公司投资资产大类配置结构

资料来源: 上市公司财报、新时代证券研究所

在上述大类资产配置的基础之上,公司的净投资收益率近年来保持在5%左右,但随着利率下行、前期非标项目陆续到期,固定收益类的资产再配置将面临一定压力;总投资收益率受股市波动影响较大,整体表现稳定。

图17: 公司投资收益率情况 (%)

资料来源: 上市公司财报、新时代证券研究所

3.3.2、债权类投资利率敏感性有所回升,权益类投资主动管理再强化

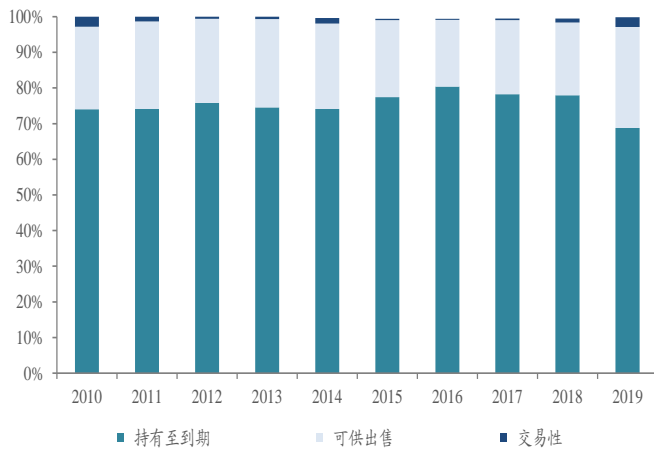
公司投资资产中债券占比在2014至2018年低于40%,与类固收的金融产品有此消彼长的关系;随着非标产品到期、收益率下行、整体信用风险提升,债券投资的占比在2019年有所回升,2019年末占比回升至42.65%。

债券投资中以持有至到期投资类为主体,在过往年份的占比总体保持在75%左

右，2019年这一占比下降到68.76%，同比下降9.19个百分点。2019年，交易性金融资产和可供出售金融资产类的债券占比分别为2.77%和28.32%，分别同比上升1.65和7.90个百分点。

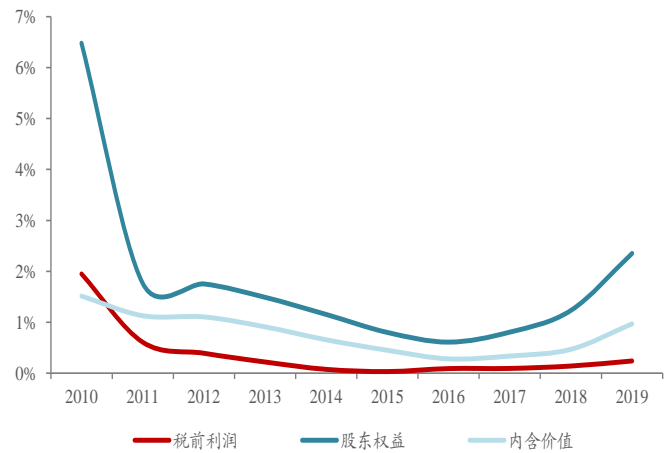
主要受债券投资金融资产分类变化影响，公司投资组合中债权型投资的利率敏感性在2019年有相对较大幅度回升，利率水平变化带来债权型投资公允价值变动对公司税前利润、股东权益及内含价值的影响在2019年有所扩大。

图18: 公司债券投资中主要金融资产分类情况



资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

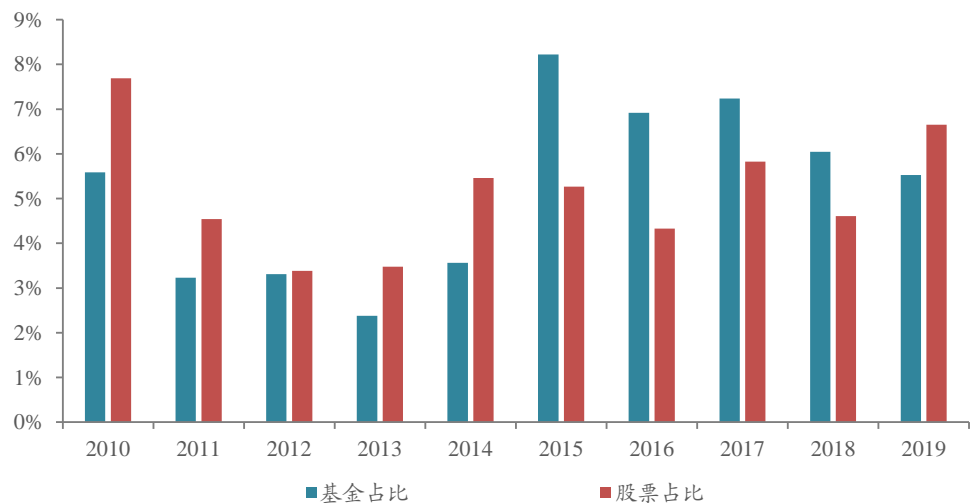
图19: 公司债券型投资利率敏感性 (市场利率-50BP)



资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

在权益投资方面，公司根据市场环境变化和自身投资策略，对基金和股票的配置比例进行动态调整，自2015年起加大基金的配置，基金和股票在投资资产中的占比近年来保持在至少10%以上；2019年，公司加强了权益投资的主动管理和对股票市场的投入，股票投资的占比在2014年之后首次超过了基金配置占比。

图20: 公司基金及股票在投资资产中占比



资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

3.3.3、非标投资严控信用评级，投资占比稳中有降

截至 2019 年末，公司非标资产投资金额为 2,465.94 亿元，在总投资资产中占比 29.38%，近年来首次下降到 30% 以下。从投资领域来看，存量非标资产投向主要集中在金融机构、房地产、基础设施和一般工商业企业等行业，占比约 80%。从投资产品类型来看，债权型投资占非标投资的主体，但股权型投资保持逐年上升趋势；信托计划、理财产品、债权计划、资产管理产品和未上市股权投资是主要的非标投资方式。

表3： 公司非标投资组合结构

非标投资品种	2016	2017	2018	2019
非标债权投资	86.13%	82.87%	81.69%	78.05%
- 信托计划	27.74%	26.46%	29.32%	31.33%
- 债权计划	14.57%	16.68%	17.30%	15.79%
- 项目资产支持计划	8.87%	8.30%	4.42%	4.06%
- 理财产品	31.55%	29.35%	28.44%	24.83%
- 永续债	2.22%	2.08%	2.21%	2.03%
- 资产管理计划	1.18%	-	-	0.02%
非标股权投资	13.87%	17.13%	18.31%	21.95%
- 资产管理计划	6.11%	7.41%	6.00%	9.05%
- 私募股权	1.21%	1.71%	1.97%	2.86%
- 未上市股权	4.91%	6.05%	8.21%	7.57%
- 股权投资计划	1.64%	1.95%	2.08%	1.91%
- 衍生金融资产	-	-	-	0.56%
- 理财产品	-	-	0.05%	-

资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

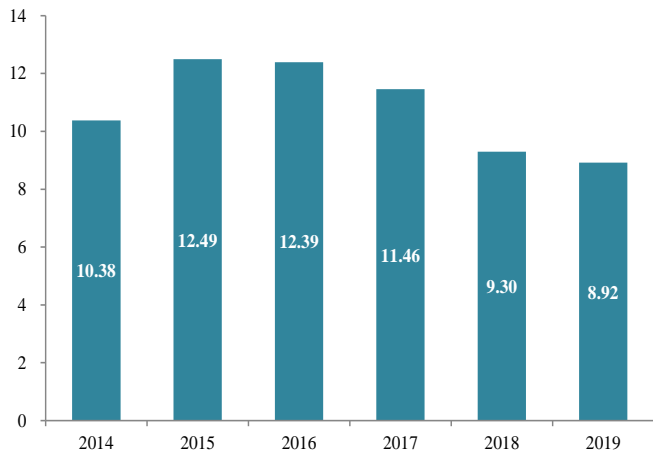
2019 年末，存量非标资产中 AAA 评级的占比达 94.8%（扣除商业银行理财产品、无需外部评级的权益类金融产品和组合类保险资管产品），这一占比近年来有小幅下降，但仍严格控制了金融产品的信用风险，维持了很高的安全性。

3.3.4、资产管理公司管理规模上万亿平台，财富管理功能仍待扩展强化

作为公司“一体两翼”发展战略的另一重要组成部分，财富管理职能主要由新华资产管理公司承载。据官方网站信息，2020 年上半年，新华资产管理的资产规模突破万亿元人民币。2019 年末，公司保险投资资产规模为 8,394.47 亿元；一方面随着新增保费带来投资资产的增长以及整体投资资产的增值，另一方面新华养老保险公司随着业务的开展加大了对资产公司的委托，共同助力资产管理公司管理规模登上万亿平台。

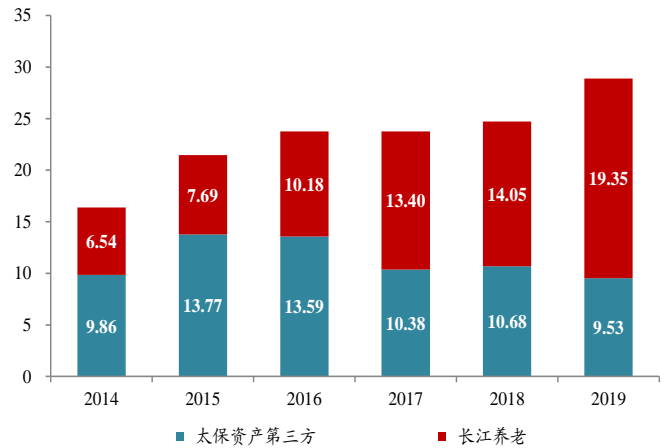
从国内同类型公司管理资产的构成来看，平安资产管理的第三方资产规模在其总管理资产中占比约为 10%，近两年略有下降；太保资产管理的第三方资产占集团管理资产的约 10%，长江养老投资管理资产在集团管理资产中的占比逐年提升，2019 年占比接近 20%。目前新华资产管理公司依然以管理母公司委托的保险资金为主，在第三方资产管理业务方面仍有较大发展空间。

图21: 平安资产管理资产中第三方资产占比 (%)



资料来源: 上市公司财报、新时代证券研究所

图22: 长江养老及太保资产第三方资产集团占比 (%)



资料来源: 上市公司财报、新时代证券研究所

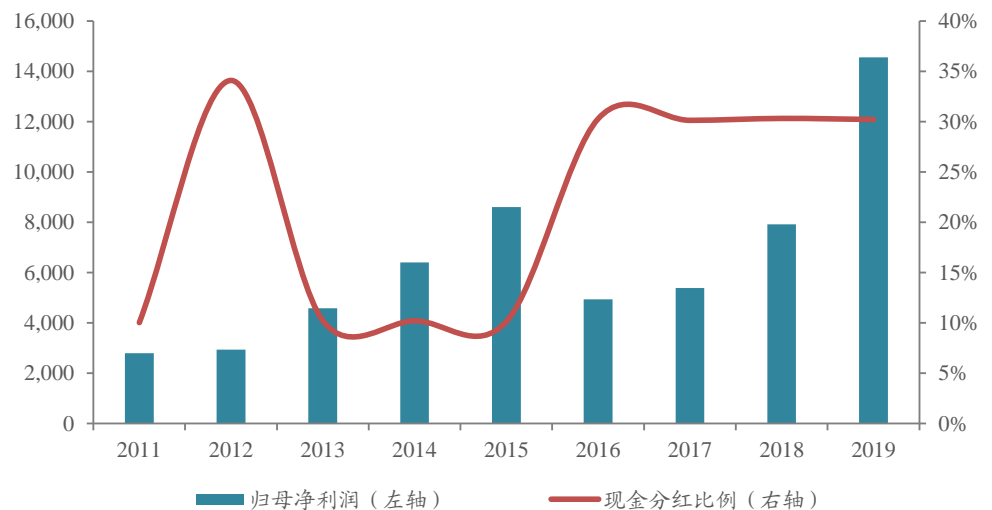
4、财务及价值分析

4.1、盈利水平整体保持高增长, 股东回报稳步提升

由于寿险公司经营以长期负债和资产为主, 盈利水平受到较多因素制约, 如产品本身价值水平、产品结构、市场需求、税收政策变化对费用的影响、投资市场波动, 以及利率水平变化带来对相关业务负债评估的调整等, 都会给寿险公司的盈利水平带来波动性影响。

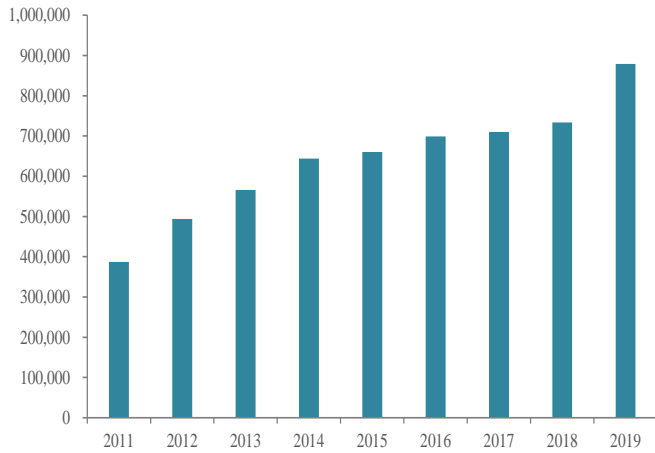
整体来看, 公司自上市以来保持了年平均接近 30% 的净利润增速, 现金分红水平近年来有明显改善, 保持在 30% 左右的水平。

图23: 公司净利润 (百万元) 及现金分红水平

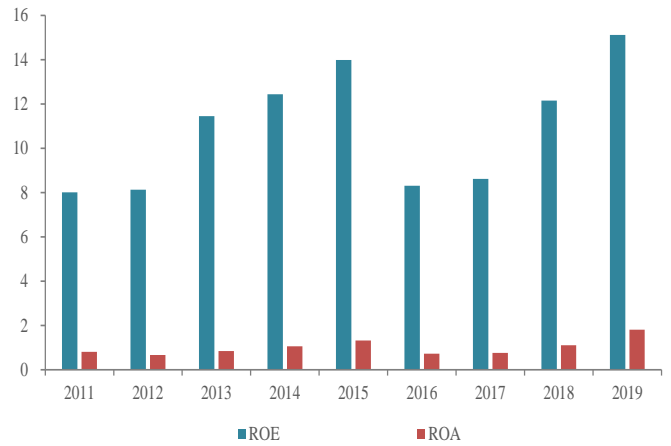


资料来源: 上市公司财报、新时代证券研究所

公司总资产规模在 2019 年末为 8,789.70 亿元，是上市之初的 2.9 倍。在资产和股东回报方面，经过上市后业务转型和发展、以及对价值的持续追求，近年来公司资本回报水平稳步提升。

图24: 公司总资产规模 (百万元)


资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

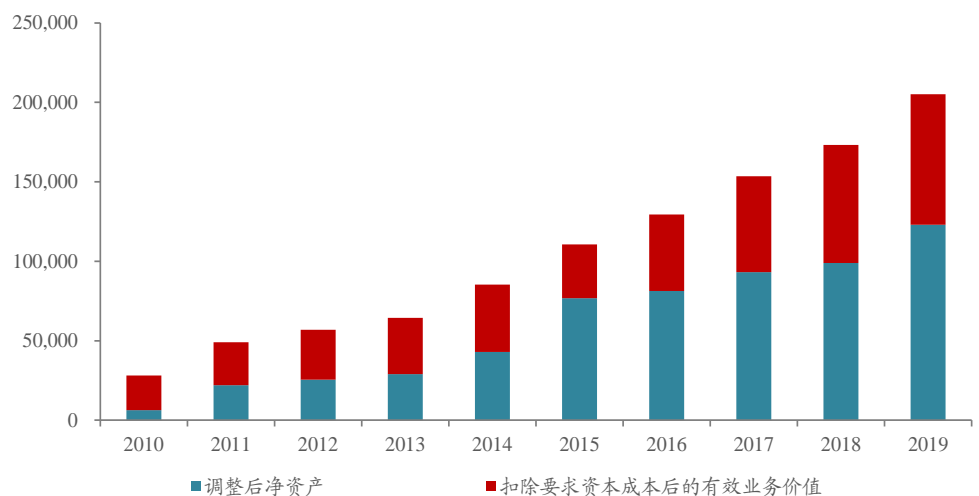
图25: 公司 ROE 及 ROA 水平 (%)


资料来源：Wind、上市公司财报、新时代证券研究所

4.2、内含价值稳健成长，偿付能力保持充足

公司内含价值在 2019 年末达 2,050.43 亿元，较上年末增加 18.4%，是 2011 年末的 4.2 倍，年复合增长 19.6%。近年来，调整后净资产在内含价值中的占比约 60%，较 2015 年之前的年份有一定提升（有“偿二代”实施后计算标准变化的影响）；如果公司持续侧重发展规模型产品，预计这一比例仍将有所上升。

公司偿付能力充足，在“偿二代”实施前，2015 年末公司偿付能力充足率为 227.43%；“偿二代”实施后，2019 年末，公司综合及核心偿付能力充足率达 283.64%。

图26: 公司内含价值 (百万元) 及结构


资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、盈利预测与投资评级

公司整体经营稳健，处于战略调整的新阶段，在坚守保险本元的同时，注重质量和规模的平衡，实现负债资产双轮驱动。

假设公司业务整体平稳增长，剩余边际长期摊销稳定贡献利润，投资成果与市场表现相吻合，预计公司 2020 至 2022 年 EPS 分别为 5.24、6.36、8.13 元，对应 2020 年 7 月 24 日收盘价 PE 分别为 9.9、8.2、6.4 倍。

公司短期内趸交产品和银保渠道的保费收入增幅扩大，一定程度上拉低保险产品整体新业务价值率。同时，一方面公司前期大幅增员，但短期内还没有达到理想的销售效果；另一方面，年内突发的疫情对线下业务开展以及居民的保险购买能力产生了负面影响。总体来看，人力规模扩充带来新单保费和新业务价值的增长，但受负面因素影响短期内二者增速有所弱化。考虑目前上述情况以及未来改善的预期，采用保险评估价值法测算，得到公司 A 股的合理价值为 **69.58** 元每股，对应 2020 年 P/EV 为 0.94 倍；公司 2020 至 2022 年 P/EV 估值对应 2020 年 7 月 24 日收盘价分别为 0.70、0.64、0.57 倍。**首次覆盖给予“强烈推荐”评级。**

表4：盈利预测与估值

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
内含价值(百万元)	173,151	205,043	231,731	254,775	282,551
新业务价值(百万元)	12,210	9,779	10,083	11,375	12,741
归属于母公司股东净利润(百万元)	7,922	14,559	16,342	19,833	25,352
归属于母公司股东净资产(百万元)	65,587	84,451	95,830	107,492	122,519
EVPS (元)	55.50	65.72	74.27	81.66	90.56
VNBPS (元)	3.91	3.13	3.23	3.65	4.08
BVPS (元)	21.02	27.07	30.71	34.45	39.27
EPS (元)	2.54	4.67	5.24	6.36	8.13
P/EV (倍)	0.94	0.79	0.70	0.64	0.57
PB (倍)	2.5	1.9	1.7	1.5	1.3
PE (倍)	20.4	11.1	9.9	8.2	6.4

资料来源：Wind、新时代证券研究所（股价为 2020 年 7 月 24 日收盘价）

5.2、同类公司估值及盈利情况比较

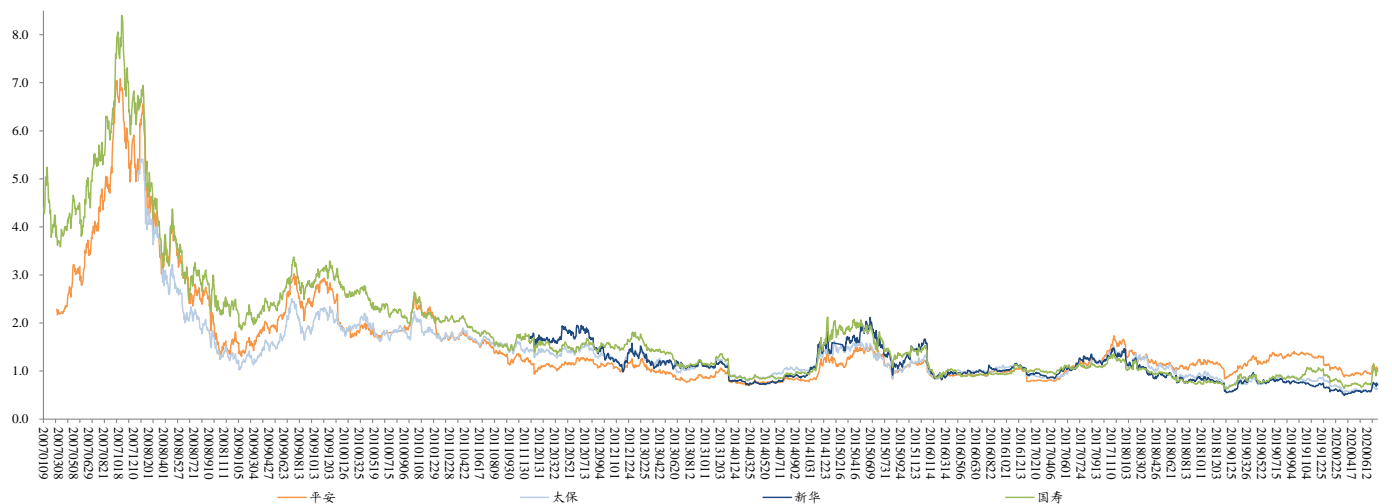
A 股保险板块 P/EV 估值水平主要受行业成长、利率水平、行业政策及资本市场环境影响。

在 2007 年上市之初，叠加牛市效应，板块估值达到历史最高位置；此后，受行业景气度低迷、险资投资收益率不振、估值回归常态等因素影响，板块估值呈下行趋势。在 2014 年二级市场回暖、保险资金运用收益率大幅提振，以及新国十条政策刺激下，板块估值水平有所反弹。随着 2015 年股市大幅下挫，板块估值亦有所回调。2016 年，10 年期国债到期收益率持续走低，板块估值受到明显压制。随着 2017 年 10 年期国债到期收益率回升，以及保险负债端规模和价值高速增长，板

块估值水平再次得到提振。受人身险产品监管政策及经济环境影响，自 2018 年起寿险新单增长受挫，板块估值受到较大影响。

在 2020 年初，受疫情冲击保费增长、利率下行、市场调整等多方面影响，保险板块估值下行。随着疫情的改善，保险线下业务逐步恢复，保费增速从 2 季度起逐步回暖；10 年期国债到期收益率在 6 月份开始企稳回升；A 股市场在 7 月份出现了大幅快速上涨，保险板块在行业负债和资产端持续改善的支撑以及贝塔属性的带动下出现明显反弹，估值得到一定修复，但仍处于相对较低水平；同时，相关公司基本经营情况和贝塔属性存在差异，估值水平仍存在较明显分化，新华的估值水平仍有待提升。

图27: A股险企 P/EV 估值情况 (倍)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

从 A 股市场上市保险公司来看，**中国人寿**经营特性与新华最为相似，直接可比；**中国平安**是综合性金融服务和金融科技集团，业务广泛涵盖人身保险、财产保险、银行、信托、证券等传统金融业务，以及多种科技类业务，由于寿险业务在集团利润贡献中占主体地位，同时平安寿险也是国内人身险市场领先公司，所以中国平安对于新华保险有一定的对比参考价值；**中国太保**属于综合性保险集团，业务涵盖全面的保险种类，同时旗下太保资产和长江养老开展资产管理业务，太保寿险在集团中属于相对主体地位，也是国内人身险市场具有影响力的寿险公司之一，故中国太保对于新华也有一定的对比意义。在香港上市的**友邦保险**经营特性与新华相似，且中国大陆地区是该公司业务的重要组成部分，与新华保险直接可比。

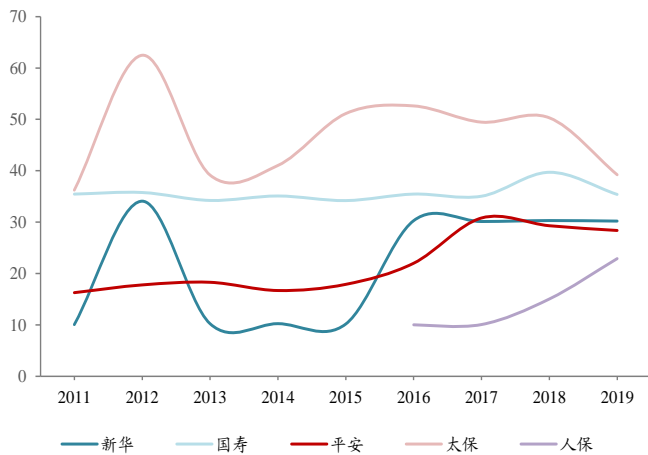
表5: 可比公司比较

公司名称	股票代码	收盘价 (元/港币)	市值 (亿元/港币)	EPS				PE				PB (倍)	ROE (%)
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E		
*新华保险	601336.SH	51.89	1,371	4.67	5.24	6.36	8.13	10.53	9.91	8.16	6.39	1.85	17.2
中国人寿	601628.SH	35.40	8,580	2.05	1.90	2.24	2.67	16.91	18.62	15.77	13.26	2.46	14.4
中国平安	601318.SH	77.00	13,945	8.41	8.49	10.03	11.84	10.46	9.07	7.68	6.50	2.04	22.2
中国太保	601601.SH	29.37	2,578	3.06	3.05	3.57	4.20	12.36	9.62	8.23	7.00	1.52	15.5
友邦保险	01299.HK	71.90	8,693	3.84	3.09	4.26	4.89	19.10	21.00	15.22	13.31	1.95	11.6

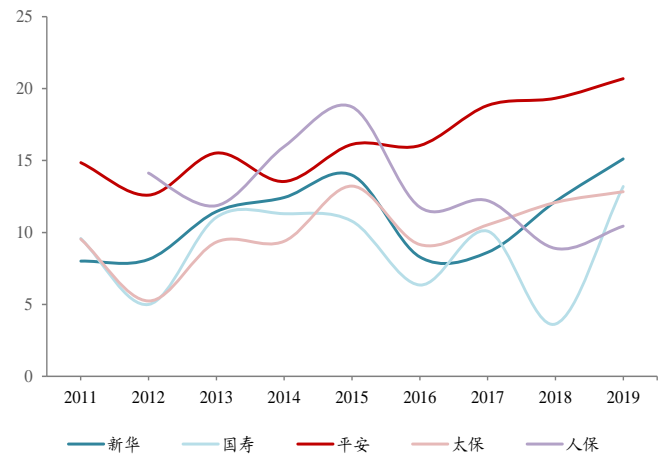
资料来源: Wind, 新时代证券研究所 (带*为新时代非银行业覆盖标的, 其余均采用 Wind 一致预期, 股价为 2020 年 7 月 24 日收盘价。)

从以上对比可见，作为新华保险的直接可比公司，中国人寿和友邦保险获得了更高的 PE 估值，主要原因在于中国人寿和友邦保险注重发展长期、高价值寿险业务。中国人寿在 2019 年开启了“重振国寿”战略，产品结构进一步改善，产品新业务价值率提升，新业务价值实现较快增长。友邦保险长期践行高价值产品组合策略，早期在中国大陆主要定位中高端人群，近年来客户群体有一定程度下沉，但始终保持了产品的高价值率和新业务价值的快速增长。新华保险从 2019 年开始重新加强了对规模型产品的重视和投放，产品整体的新业务价值率出现阶段性下降，新业务价值增速亦有较明显下滑，短期内估值水平受到压制；如果公司能在规模增长的同时，通过提升销售队伍素质、进一步改善产品结构等手段恢复产品价值的提升，则估值水平有望得到修复。

在股东回报方面，新华保险近年来现金分红水平保持稳定，较 A 股其他上市险企具备一定的相对优势；ROE 也恢复到较高水平，可以支撑公司估值的稳健提升。

图28: A 股上市险企现金分红水平 (%)


资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

图29: A 股上市险企 ROE 水平 (%)


资料来源：Wind、新时代证券研究所

6、风险分析

外部金融环境、国际关系等发生重大变化带来系统性风险传导。保险风险发生率发生重大变化带来的损失风险、巨灾风险、利率风险、行业政策风险等。受经济、公司决策，以及资本市场波动等影响带来的经营成果不达预期风险。

附：财务预测摘要

资产负债表 (亿元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	89	118	162	176	178
定期存款	647	640	792	850	897
交易性金融资产	99	244	207	238	274
可供出售金融资产	3009	3873	4417	4820	5168
持有至到期投资	2145	2462	2899	3140	3348
贷款	313	351	414	450	479
应收保费	23	22	47	48	46
长期股权投资	48	49	59	63	68
投资性房地产	70	91	99	112	119
固定资产	75	102	113	124	133
其他资产	9	19	19	22	24
资产总计	7339	8790	10157	11046	11817
应付手续费及佣金	22	24	32	34	35
应付赔付款	53	57	72	77	80
寿险责任准备金	5275	5680	6768	7303	7707
长期健康险责任准备金	643	865	980	1080	1143
未到期责任准备金	18	21	29	31	31
其他应付款	21	25	38	43	41
保户储金及投资款	404	464	554	599	631
其他负债	1	1	3	3	3
负债合计	6683	7945	9198	9971	10592
股本	31	31	31	31	31
资本公积	239	239	221	221	217
未分配利润	314	401	517	594	698
归属母公司股东权益	656	845	958	1075	1225
少数股东权益	0.09	0.10	0.16	0.23	0.32
负债和股东权益	7339	8790	10157	11046	11817

利润表 (亿元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1542	1746	2018	2309	2603
已赚保费	1199	1354	1619	1832	2064
投资收益	338	357	386	454	525
公允价值变动损益	-4	26	7	19	9
其他业务收入	7	7	5	5	5
营业支出	-1436	-1613	-1869	-2128	-2372
退保金	-330	-130	-392	-528	-530
赔付支出	-511	-606	-524	-802	-917
提取寿险责任准备金	-268	-537	-542	-309	-396
手续费及佣金支出	-167	-169	-208	-244	-265
业务及管理费	-126	-138	-154	-188	-199
其他业务成本	-29	-32	-34	-40	-48
营业利润	106	133	149	181	231
利润总额	105	132	148	180	230
净利润	79	146	163	198	254
归属母公司股东净利润	79	146	163	198	254
其他综合收益	-44	68	-18	0	-4
综合收益总额	35	213	146	198	250

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力 (%)					
营业收入增长	6.96	13.23	15.60	14.44	12.71
归属母公司净利润增长	47.17	83.78	12.25	21.36	27.82
归属母公司净资产增长	2.94	28.76	13.47	12.17	13.98
获利能力 (%)					
ROE	12.08	17.24	17.06	18.45	20.69
ROA	1.08	1.66	1.61	1.80	2.15
每股指标 (元)					
每股收益	2.54	4.67	5.24	6.36	8.13
每股净资产	21.02	27.07	30.71	34.45	39.27
估值比率					
P/E	20.44	11.12	9.91	8.16	6.39
P/B	2.47	1.92	1.69	1.51	1.32

资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

鲍淼，非银首席分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2020年5月进入新时代证券研究所。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>