

**601336.SH**

# 增持

原评级: 增持
市场价格: 人民币 40.52
板块评级: 强于大市

## 股价表现



	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(20.3)	(12.7)	(14.7)	(19.5)
相对上证指数	(9.9)	(5.3)	(6.6)	(11.7)
发行股数(百万)	3,120			
流通股 (%)	67			
总市值(人民币 百万)	126,404			
3个月日均交易额(人民币 百万)	703			
净负债比率% (2020E)				
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，中银证券  
以 2020 年 3 月 26 日收市价为标准

## 相关研究报告

《新华保险》20191031
《新华保险》20190829
《新华保险》20190428

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

兰晓飞
(8610)6622-9085
xiaofei.lan@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300511040003
\* 娄文青为本报告重要贡献者

# 新华保险

## NBV 增速不及预期，后续关注人力产能释放

新华保险 2019 年实现营业收入 1,745.7 亿元，同比增长 13.2%；实现归母净利润 145.6 亿元，同比增长 83.8%；集团内含价值 2,054.4 亿元，同比增长 18.4%，其中有效业务价值为 821.2 亿元，同比增长 10.6%。EV 增长来源主要为 NBV 贡献，期望收益及投资偏差正贡献。

- “二次腾飞”战略转型，产品结构明显改善。1) 公司战略重启银保渠道，不断完善银保渠道产品体系，19 年实现保费收入 272.9 亿元，同比增长 31.2%。银保渠道占比提升 2.8 个百分点至 19.8%，其中长期险首年保费和续期保费增速分别提升至 116.1% 及 6.2%。长期险占银保渠道比重提升 14.7 个百分点至 37.2%。2) 个险渠道实行“健康险+年金险+附加险”销售策略，19 年实现保费收入 1084.5 亿元，同比增长 9.4%。个险渠道保费收入占比下降 2.6 个百分点至 78.5%。其中，长期险首年保费占个险保费比重下滑 5.5 个百分点至 14.0%。
- 新业务价值增速低于预期，人力增员效能尚未释放。1) 个险渠道长险首年期交保费同比负增长 (-5.3%)，长期保障型保险新单承压；新业务价值率大幅下降 17.6 个百分点至 30.3%，新业务价值增长大幅下降 19.9%；2) 19 年全年加大增员力度，截至年末人力规模达 50.7 万人，同比增长 37.0%。快速增长代理人队伍产能尚未释放，月人均综合产能同比下降 22.5%，19 年为 3,387 元，后续关注人力质量提升。
- 投资资产增速稳定，总投资收益率稳健增长。公司 2019 年实现投资资产 8,394.5 亿元，同比增长 20.0%。总/净投资收益分别增长 15.1%/3.3% 至 363.4/354.5 亿元，投资收益提升主要得益于公司业务资产的主动投资积累及采用短融手段。总/净投资收益率分别为 4.9%/4.8%，同比+0.3/-0.2 个百分点。

## 投资建议

- 公司战略在保障型/理财型产品结构可能会有所变化，预计采用规模及价值均衡发展的策略。未来持续关注人力产能的释放，公司新单增速有望修复。

## 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；疫情持续的不确定性。

## 投资摘要

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (人民币 百万)	154,167	174,566	191,032	217,627	250,730
变动 (%)	7.0	13.2	9.4	13.9	15.2
归母净利润 (人民币 百万)	7,922	14,559	15,146	17,111	20,440
变动 (%)	47.17	83.8	4.0	13.0	19.5
EV (人民币 百万)	173,151	205,043	227,534	258,775	297,747
EV 增速(%)	12.8	18.4	11.0	13.7	15.1
NBV (人民币 百万)	12,210	9,779	10,078	11,457	12,907
NBV 增速(%)	1.2	(19.9)	3.1	13.7	12.7
P/EV	0.73	0.62	0.56	0.49	0.42
EPS(元)	2.54	4.67	4.86	5.49	6.55

资料来源：公司公告，中银证券预测

**损益表(人民币百万)**

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	154,167	174,566	191,032	217,627	250,730
已赚保费	119,947	135,403	143,007	152,862	164,327
保险业务收入	122,286	138,131	145,038	155,190	166,829
其中: 分保费收入	(1,932)	(2,427)	(1,595)	(1,707)	(1,835)
减: 分出保费	(407)	(301)	(435)	(621)	(667)
提取未到期责任准备金	33,803	35,729	46,709	63,389	83,300
非保险业务手续费及佣金	404	502	502	502	502
投资收益	(379)	2,647	300	300	300
公允价值变动收益	95	40	300	300	300
汇兑损失	701	682	716	776	2,502
其他业务收入	701	682	716	776	2,502
<b>营业支出</b>	<b>(143,552)</b>	<b>(161,280)</b>	<b>(177,873)</b>	<b>(196,829)</b>	<b>(230,880)</b>
退保金	(33,039)	(12,990)	(59,237)	(58,892)	(60,421)
赔款支出	(51,135)	(60,648)	(66,477)	(78,523)	(119,529)
减摊回赔款支出	754	1,045	3,324	4,240	6,096
提取保险责任准备金	(26,752)	(53,734)	5,000	5,000	5,000
减摊回保险责任准备金	330	399	(1,975)	(3,272)	0
营业税金及附加	(166)	(192)	(4,351)	(310)	(334)
保险业务手续费及佣金	593	746	2,089	2,359	2,402
业务及管理费用	(12,561)	(13,783)	(23,206)	(24,830)	(26,693)
资产减值损失	(1,797)	(2,036)	(699)	(699)	(699)
<b>营业利润</b>	<b>10,615</b>	<b>13,286</b>	<b>13,159</b>	<b>20,798</b>	<b>19,850</b>
加: 营业外收入	36	71	800	800	800
减: 营业外支出	(141)	(136)	(200)	(200)	(200)
<b>利润总额</b>	<b>10,510</b>	<b>13,221</b>	<b>13,759</b>	<b>21,398</b>	<b>20,450</b>
<b>归属母公司股东净利</b>	<b>7,922</b>	<b>14,559</b>	<b>15,146</b>	<b>17,111</b>	<b>20,440</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券

**资产负债表(人民币百万)**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>资产</b>					
货币资金	8,945	11,768	23,837	19,456	1,375
定期存款	64,690	64,040	108,544	131,701	9,308
交易类金融资产	9,940	24,409	22,347	22,449	1,587
可供出售	300,949	387,296	625,717	643,538	45,483
持有到期	214,531	246,212	435,022	437,007	30,886
投资性房地产	7,044	9,051	15,341	15,411	1,089
其他可投资资产	38,426	42,320	64,061	6,435,38	454,828
<b>投资资产</b>	<b>699,826</b>	<b>839,447</b>	<b>1,415,31</b>	<b>1,466,66</b>	<b>103,658</b>
<b>负债</b>					
股本	3,120	3,120	3,120	3,120	3,120
资本公积	23,914	23,870	25,385	27,097	29,142
其他综合收益	(2,791)	3,960	6,528	6,528	6,528
盈余公积	5,226	7,357	7,357	7,358	7,359
一般风险准备	4,707	6,067	6,067	6,068	6,069
未分配利润	31,411	40,077	40,079	40,083	40,087
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>65,587</b>	<b>84,451</b>	<b>88,537</b>	<b>90,254</b>	<b>92,304</b>
<b>少数股东权益</b>		9	10	12	13
<b>负债及股东权益</b>	<b>733,929</b>	<b>878,970</b>	<b>1,489,80</b>	<b>1,496,60</b>	<b>105,774</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券

## 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：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；  
增持：预计该公司股价在未来 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