

2020年04月28日

证券分析师 胡翔

执业证号: S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

银保渠道激活，支撑新单保费增长 买入（维持）

事件：公司发布2020年一季报，实现归属于母公司股东净利润46.35亿元，同比+37.7%，对应EPS为1.49元/股；归属于母公司股东净资产876.44亿元，较年初增长3.8%，对应BVPS为28.09元/股；非年化加权平均ROE为5.39%，同比+0.54pct.。

投资要点

- 银保渠道强劲增长，驱动总新单保费同比+136.0%至220.5亿：**公司2020Q1实现总新单保费220.5亿，同比+136.0%，其中银保渠道贡献达59.2%，较上年同期提升41.5pct.，新单保费同比+689.1%至130.6亿：1)公司于2019年底提出“资产负债双轮驱动，规模价值全面发展”的发展模式，银保渠道发展以“贡献规模，兼顾价值”为主线，重启趸交渠道，“以趸促期”拉动业务增长，20Q1实现银保趸交新单保费111.2亿(上年同期为0.01亿)、期缴新单保费19.2亿(同比+17.0%)，战略效果显著。2)从新单产品结构来看，一季度长险首年保费同比+174.3%至196.5亿，其中以长期保障型产品为主的十年期及以上期交新单保费同比-40.4%至20.2亿，预计主要系“开门红”期间为实现保费增长销售大量趸交储蓄型产品。
- “开门红”提前启动+人力规模高基数，个险渠道保费稳健增长：**公司一季度个险渠道实现保费收入384.6亿元，保持稳定增长+11.5%，其中新单保费同比+20.1%至80.0亿，预计主要原因是公司提前开启“开门红”锁定一季度保费，同时疫情期间通过线上方式销售短期险，实现保费同比+23.5%至14.1亿。2019年公司完成修订营销员基本法，在队伍发展导向下人力规模逆势增长至年末的50.7万人，预计疫情后新增代理人的产能将逐渐释放，在公司全力支持一线队伍发展的背景下，个险渠道保费将保持稳健增长。
- 归母净利润同比+37.7%符合预期，主要系投资端表现亮眼+去年同期基数较低：**公司一季度归母净利润同比+37.7%至46.4亿，符合市场预期，具体来看：1)投资端表现亮眼，公司一季度利润表总投资收益(投资收益+公允价值变动损益)108.8亿，同比增长45.4%，总投资收益率5.1%，同比提升0.9pct.，主要系投资资产买卖价差收益增加；2)公司一季度实现已赚保费收入569.2亿元，同比增长35.5%，同时赔付支出同比-18.1%至170.6亿，共同作用拉动净利润增长。
- 盈利预测与投资评级：**公司“资产负债双轮驱动、规模价值全面发展”的战略效果显著，一季度新单保费领先同业；代理人规模居于高位，预计疫情后产能释放将继续推动新单保费稳定增长。预计公司2020年、2021年NBV增速分别为3.1%、11.2%，目前A股估值为0.59倍2020PEV，维持公司“买入”评级。
- 风险提示：**1)保障型产品后续销售不及预期；2)长端利率大幅下行影响投资端；3)权益市场波动。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	43.35
一年最低/最高价	37.88/58.42
市净率(倍)	1.54
流通A股市值(百万元)	90403.80

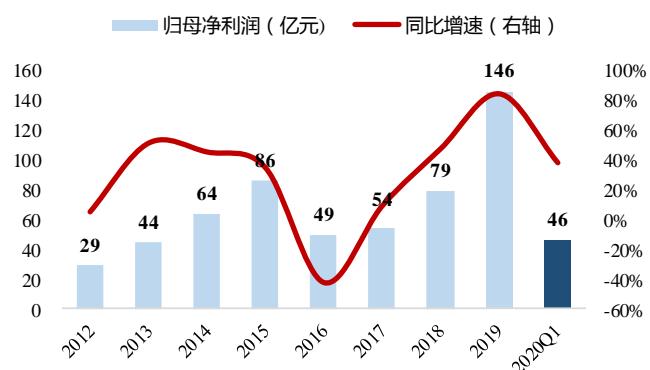
基础数据

每股净资产(元)	28.09
资产负债率(%)	90.67
总股本(百万股)	3119.55
流通A股(百万股)	2085.44

相关研究

- 1、《新华保险(601336):代理人逆势扩张，新单恢复增长》
2020-03-26
- 2、《新华保险(601336):人力规模逆势增长，价值率有所下滑》2019-08-30
- 3、《新华保险(601336):新单增速同业领先，价值转型成效显现》2019-04-27

图 1：2012~2020Q1 公司归母净利润及同比增速



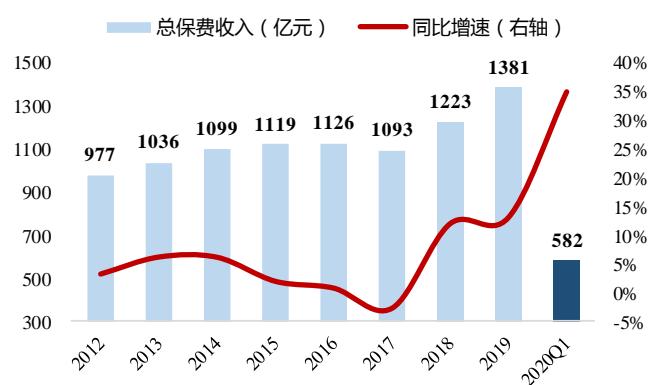
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 2：2012~2020Q1 公司归母净资产及增速



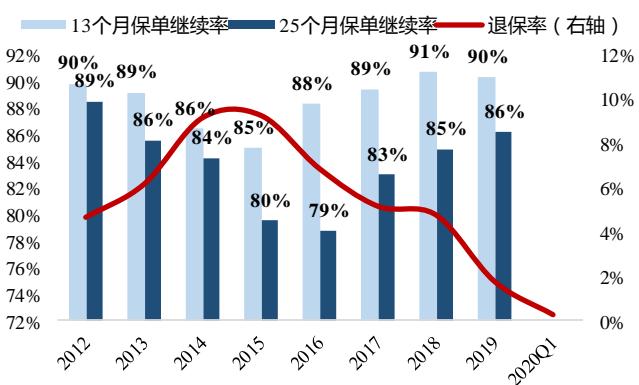
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 3：2012~2020Q1 公司总保费收入及同比增速



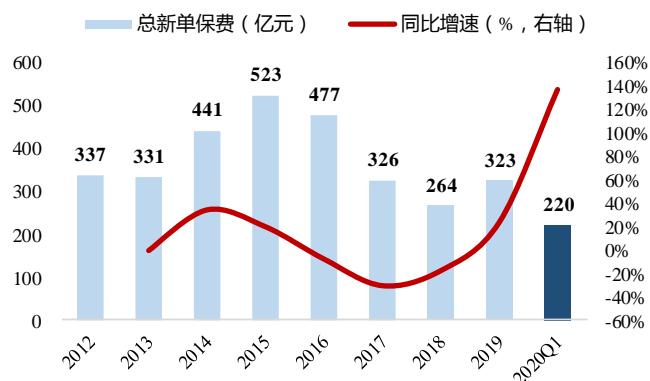
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 4：2012~2020Q1 公司保单继续率及退保率



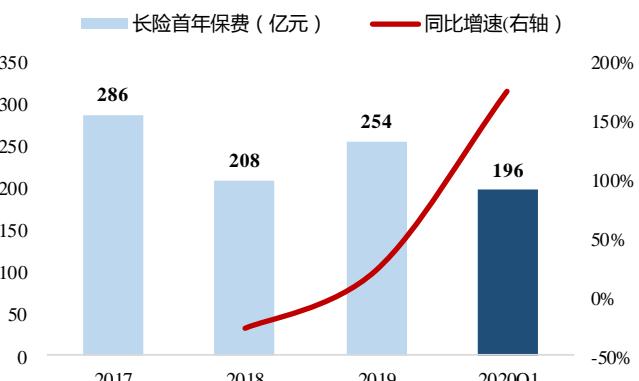
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 5：2012~2020Q1 公司总新单保费及同比增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 6：2017~2020Q1 公司长险首年保费及同比增速



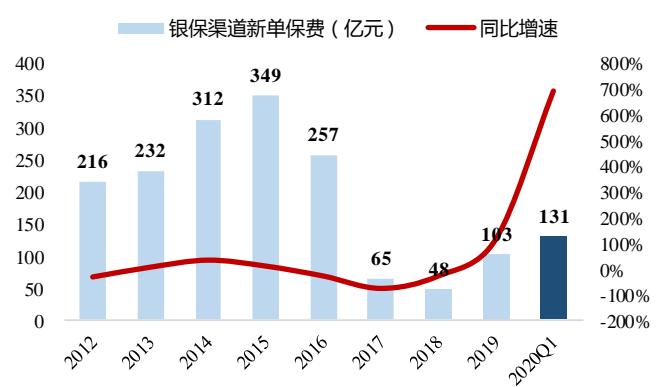
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 7：2012~2020Q1 公司个险渠道新单保费及同比增速



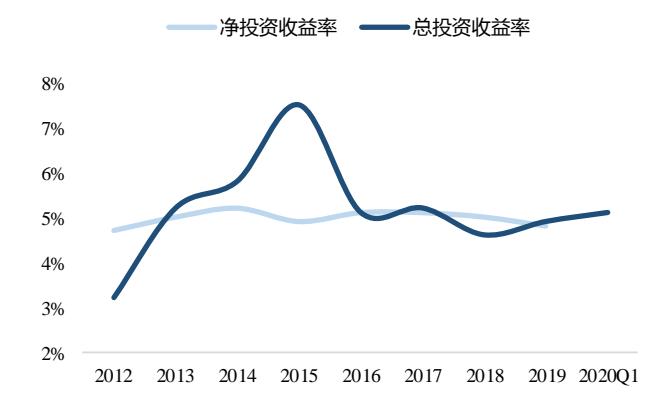
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 8：2012~2020Q1 公司银保渠道新单保费及同比增速



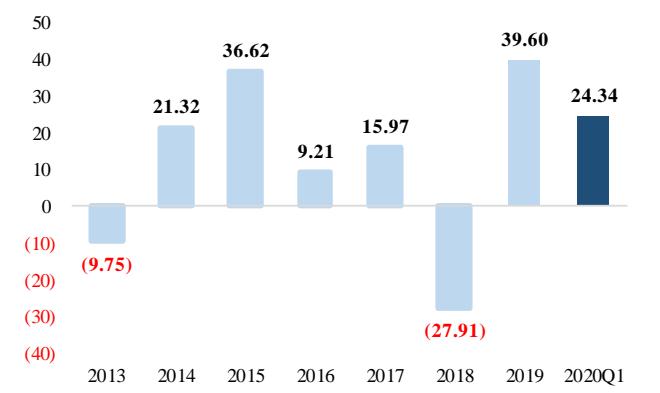
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 9：2012~2020Q1 公司净/总投资收益率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 10：2013~2020Q1 公司资产负债表“其他综合收益”



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

表 1：新华保险盈利预测及估值（调整）

单位：百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总保费收入	109,294	122,286	138,131	152,345	169,690	190,770
首年保费收入	32,569	26,426	32,310	31,819	33,355	35,998
归属于母公司股东净利润	5,383	7,922	14,559	14,953	16,285	18,341
归属于母公司股东净资产	63,715	65,587	84,451	95,726	108,246	122,475
新业务价值 (NBV)	12,062	12,210	9,779	10,080	11,207	12,786
内含价值 (EV)	153,474	173,153	205,043	229,325	256,942	288,579
总保费收入增速	-2.9%	11.9%	13.0%	10.3%	11.4%	12.4%
首年保费收入增速	-31.7%	-18.9%	22.3%	-1.5%	4.8%	7.9%
归属于母公司股东净利润增速	8.9%	47.2%	83.8%	2.7%	8.9%	12.6%
归属于母公司股东净资产增速	7.8%	2.9%	28.8%	13.4%	13.1%	13.1%
新业务价值 (NBV) 增速	15.4%	1.2%	-19.9%	3.1%	11.2%	14.1%
内含价值 (EV) 增速	18.6%	12.8%	18.4%	11.8%	12.0%	12.3%
EPS	1.73	2.54	4.67	4.79	5.22	5.88
BVPS	20.42	21.02	27.07	30.69	34.70	39.26
VNPS	3.87	3.91	3.13	3.23	3.59	4.10
EVPS	49.20	55.51	65.73	73.51	82.37	92.51
P/E (A)	25.12	17.07	9.29	9.04	8.30	7.37
P/B (A)	2.12	2.06	1.60	1.41	1.25	1.10
VNBX (A)	11.21	11.08	13.83	13.42	12.07	10.58
P/EV (A)	0.88	0.78	0.66	0.59	0.53	0.47
P/E (H)	12.83	8.72	4.74	4.62	4.24	3.77
P/B (H)	1.08	1.05	0.82	0.72	0.64	0.56
VNBX (H)	5.73	5.66	7.06	6.85	6.16	5.40
P/EV (H)	0.45	0.40	0.34	0.30	0.27	0.24

数据来源：Wind, 东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出自为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持: 预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>