

601336.SH
增持
原评级：增持
市场价格：人民币 61.69
板块评级：强于大市

股价表现



	今年	1 至今	3 个月	12 个月
绝对	24.4	21.9	43.9	24.0
相对上证指数	14.1	16.4	24.3	6.4
发行股数(百万)	3,120			
流通股 (%)	67			
总市值(人民币 百万)	192,445			
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,227			
净负债比率 %(2020E)	净现金			
主要股东(%)				
HKSCC Nominees Limited	33			

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以 2020 年 8 月 28 日收市价为标准

相关研究报告

[《新华保险》20200429](#)
[《新华保险》20200330](#)
[《新华保险》20191031](#)

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

证券分析师：兰晓飞

(8610)66229085

xiaofei.lan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300511040003

新华保险

新业务价值短暂承压，但不改保费规模高增

公司发布 2020 年中报，上半年实现归母净利润 82.2 亿元，同比-22.1%；实现保费收入 968.8 亿元，同比+30.9%；新业务价值 52.2 亿元，同比-11.4%；内含价值 2247.6 亿元，环比 19 年+18.4%。

- **去年同期高基数+会计估计变更加提保险责任准备金，导致今年上半年净利润下滑明显：**2020 上半年公司实现归母净利润 82.2 亿元，同比-22.1%，扣除去年一次性税收返还的影响，同比-4.7%。净利润下滑明显主要受到去年高基数，以及会计估计变更加提保险责任准备金的影响。扣除税收影响，净利润小幅下滑。2020 年上半年公司实现保费收入 968.8 亿元，同比+30.9%；健康险实现保费收入 324.1 亿元，同比+14.2%。
- **新业务价值率下滑导致新业务价值承压：**(1) 上半年公司实现内含价值 2247.6 亿元，环比 2019 年末增长 18.4%；新业务价值率下降 22.7 个百分点至 15%，拖累新业务价值同比-11.4%，实现 52.2 亿元；(2) 个险渠道长期险首年保费 103.3 亿元，同比+14.0%，从单季来看 Q1/Q2 个险渠道长期险首年保费分别为 65.9/37.4 亿元，Q2 单季同比+5.6%，环比-43.2%，主要由于疫情冲击导致长期健康险销售受阻。个险/银保渠道新业务价值分别为 51.5/2.0 亿元，同比增速分别为-10.6%/+5.3%；个险新业务价值下滑明显，银保新单逆势同比有所增长，为公司整体新单正向贡献。此外短期险保费 43.2 亿元，同比+11.3%，预计也对新业务价值率有所摊薄。(3) 受疫情冲击，代理人规模逆势同比增长 36.5% 至 52.6 万人，但展业难度增加，月人均产能同比-20.0% 至 3,578 元，拖累个险渠道 NBV 表现。
- **加配股权型金融资产，助推投资收益稳健增长：**(1) 2020 上半年公司年化总/净投资收益率分别为 5.1%/4.6%，总投资收益率同比+0.4 个百分点，净投资收益率同比-0.4 个百分点，综合投资收益率为 5.8%；(2) 公司投资资产实现 9,003 亿元，较年初增长 7.3%，主要为加配股权型金融资产 1.8 个百分点（较年初），占总投资资产 20.5%，助推上半年投资收益稳健增长；(3) 受投资资产减值损失 23.4 亿元及买卖价差收益 59.1 亿元，公司总投资收益大幅上涨 24.6% 至 210.0 亿元。

投资建议：

- 公司 EV 较年初增长 11.8%，超市场预期。上半年新业务价值率有所下滑，叠加代理人产能尚待时间释放，新业务价值承压。但其他指标均超市场预期，看好公司下半年 NBV 改善。下半年在去年低基数+提前布局 2021 年开门红+重疾定义待发利好纯寿险公司的前提下，公司 NBV 有望改善领先同业。公司目前 P/EV 为 0.85 倍，维持**增持**评级。

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。

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	197,224	227,534	258,775	297,747
EV 增速(%)	12.8	13.9	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	0.94	0.81	0.85	0.74	0.65
EPS(元)	2.54	4.74	4.86	5.49	6.55

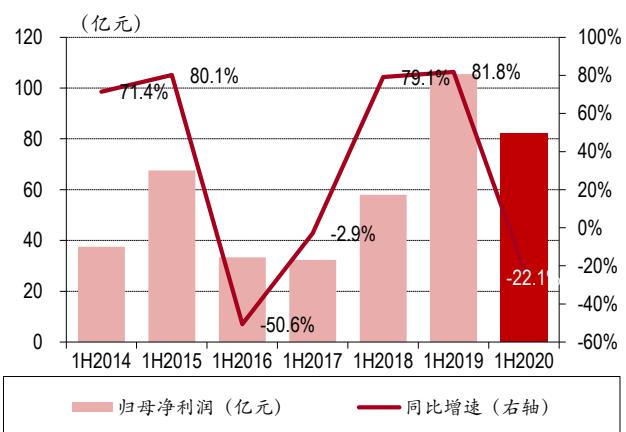
资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 1H 2020 业绩摘要

单位: 亿元	1H 2019	1H 2020	同比 (%)
营业收入	902.3	1,186.6	31.5
已赚保费	720.4	947.8	31.6
保费业务收入	739.9	968.8	30.9
减: 分出保费	12.5	14.8	18.2
提取未到期责任准备金	7.1	6.2	(12.7)
投资净收益	173.3	253.0	46.0
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	1.8	2.5	38.9
公允价值变动净收益	5.5	19.5	254.5
汇兑净收益	0.1	0.5	400.0
其他收益	0.1	0.7	600.0
其他业务收入	3.0	4.1	36.7
营业支出	803.5	1,093.7	36.1
退保金	68.7	54.8	(20.2)
赔付支出	346.7	296.1	(14.6)
减: 摊回赔付支出	4.7	5.9	25.5
提取保险责任准备金	226.2	556.0	145.8
减: 摊回保险责任准备金	2.7	3.0	11.1
保户红利支出	0.2	1.9	850
税金及附加	0.9	1.2	33.3
手续费及佣金支出	89.4	96.2	7.6
管理费用	58.5	56.9	(2.7)
减: 摊回分保费用	3.4	3.7	8.8
其他业务成本	13.4	19.5	45.5
资产减值损失	10.2	23.8	133.3
营业利润	98.9	93.0	(6.0)
利润总额	98.9	92.5	(6.5)
净利润	105.5	82.2	(22.1)

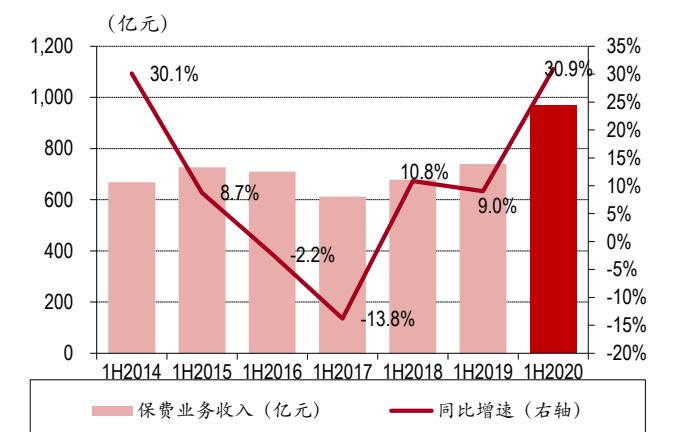
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 2. 1H 2014-1H 2020 归母净利润及同比增长



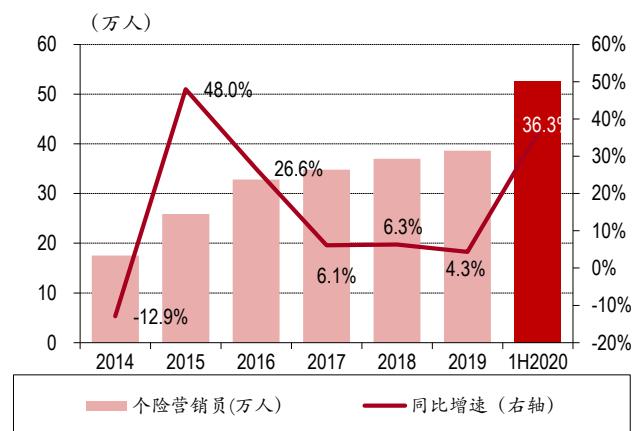
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 3. 1H-2014-1H 2020 保费收入及同比增长



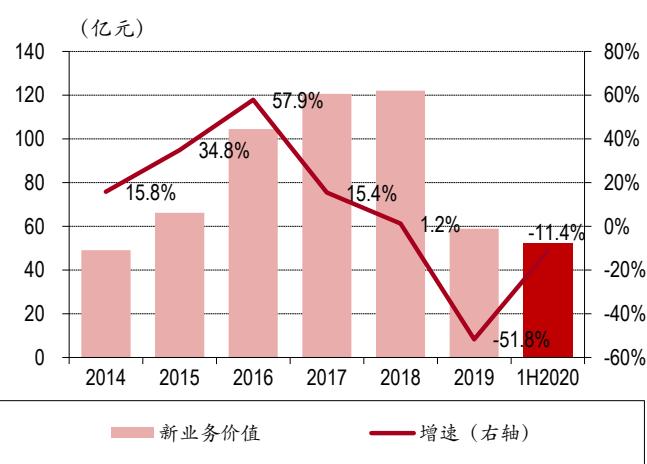
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 4. 2014-1H 2020 个险代理人规模及同比增速



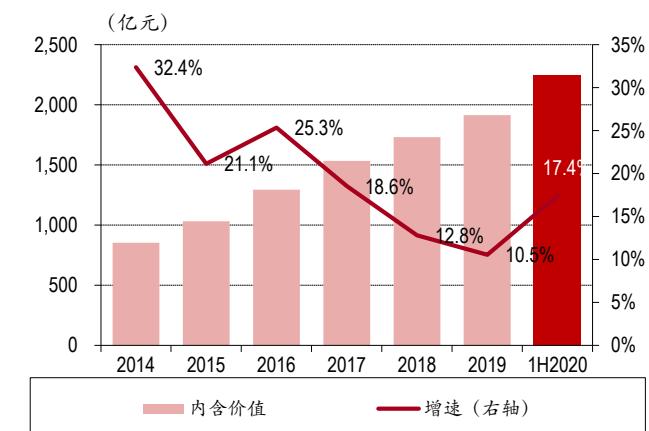
资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 2014-1H 2020 新业务价值及同比增速



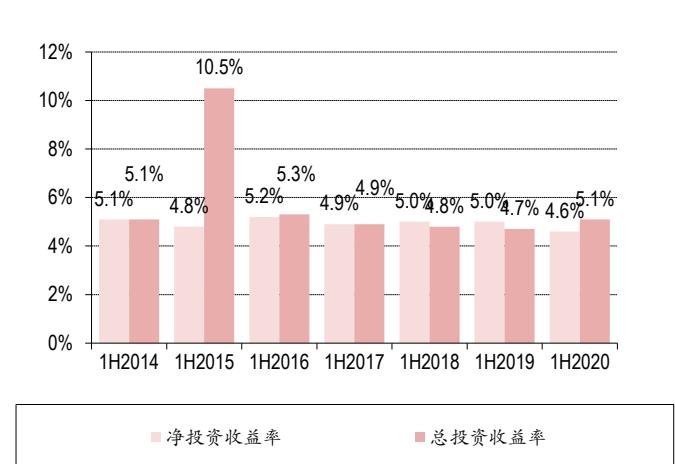
资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 2014-1H 2020 内含价值及同比增速



资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 1H 2014-1H 2020 年化总/净投资收益率



资料来源：公司公告，中银证券



损益表(人民币 百万)

年结日: 12月	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一、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
减: 分出保费	(1,932)	(2,427)	(1,595)	(1,707)	(1,835)
提取未到	(407)	(301)	(435)	(621)	(667)
投资收益	33,803	35,729	46,709	63,389	83,300
其中: 对联营	404	502	502	502	502
公允价值变动	(379)	2,647	300	300	300
汇兑损失	95	40	300	300	300
其他业务收入	701	682			
	716	776	2,502		
二、营业支出	(143,552)	(161,280)	(177,873)	(196,829)	(230,880)
退保金	(33,039)	(12,990)	(59,237)	(58,892)	(60,421)
赔付支出	(51,135)	(60,648)	(66,477)	(78,523)	(119,529)
减: 摊回赔付	754	1,045	3,324	4,240	6,096
提取保险责任	(26,752)	(53,734)	5,000	5,000	5,000
减: 摊回保险	330	399	(1,975)	(3,272)	0
营业税金及附	(166)	(192)	(4,351)	(310)	(334)
手续费及佣金	(16,708)	(16,871)	(29,008)	(38,798)	(33,366)
业务及管理费	(12,561)	(13,783)	(23,206)	(24,830)	(26,693)
减: 摊回分保	593	746	2,089	2,359	2,402
其他业务成本	(2,945)	(3,174)	(3,333)	(3,104)	(3,337)
资产减值(损	(1,797)	(2,036)	(699)	(699)	(699)
三、营业利润	10,615	13,286	13,159	20,798	19,850
加: 营业外收	36	71	800	800	800
其中: 非流动			800	800	800
减: 营业外支	(141)	(136)	(200)	(200)	(200)
其中: 非流动					
四、利润总额	10,510	13,221	13,759	21,398	20,450
减: 所得税(费	(2,587)	(1,339)	1,394	(4,280)	0
五、净利润	7,923	14,560	15,153	17,119	20,450
归属于母公司	7,922	14,559	15,146	17,111	20,440
少数股东收益	1	1	1	0	0
九、综合收益	3,535	21,311	17,721	17,119	20,450
归属于母公司	3,534	21,310	17,713	17,111	20,440
归属于少数股	1	1	2	2	2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	8,945	11,768	23,837	19,456	1,375
交易性金融资产	9,940	24,409	22,347	22,449	1,587
定期存款	64,690	64,040	108,544	131,701	9,308
可供出售金融资产	300,949	387,296	625,717	643,538	45,483
持有至到期投资	214,531	246,212	435,022	437,007	30,886
归入贷款及应收款的投资	50,509	49,434	83,788	103,265	7,298
长期股权投资	4,792	4,917	8,334	8,372	592
投资性房地产	7,044	9,051	15,341	15,411	1,089
其他投资资产	33,027	42,320	64,061	6,435,38	454,828
投资资产	694,427	839,447	1,415,31	1,466,66	103,658
买入返售金融资产	4,315	5,682	9,631	9,675	684
应收利息	7,999	8,671	14,697	14,764	1,043
应收保费	2,307	2,233	3,785	3,802	269
应收分保账款	246	188	447	502	23
应收分保未到期责任准备金	189	185	447	449	32
应收分保未决赔款准备金	16	44	75	75	5
应收分保寿险责任准备金	1,348	1,433	2,429	2,440	172
应收分保长期健康险责任准备金	892	1,178	1,997	1,796	127
保户质押贷款	31,327	35,148	59,574	59,846	4,230
固定资产	7,455	10,165	17,229	17,308	1,223
在建工程	4,339	4,170	7,068	7,100	502
无形资产	3,665	3,726	6,315	6,344	448
递延所得税资产	1,777	162	275	276	19
其他应收款	3,897	3,890	6,593	6,623	468
存出资本保证金	1,715	1,715	2,907	1,946	138
其他非投资资产	39,181	39,360	66,337	66,640	4,710
独立账户资产	139	163	652	655	46
资产总计	733,929	878,970	1,489,80	1,496,60	105,774
卖出回购金融负债	12,959	68,190	687,076	689,591	0
预收保费	1,808	4,181	500	500	500
应付手续费及佣金	2,188	2,353	700	700	700
应付分保账款	462	220	100	100	100
应付职工薪酬	2,629	3,905	1,000	1,000	1,000
应交税费	1,460	289	100	100	100
应付赔付款	5,318	5,704	400	400	400
保险合同准备金	603,958	658,191	654,358	656,753	0
未到期责任准备金	1,805	2,102	2,090	0	0
未决赔款准备金	1,064	1,611	654	657	0
寿险责任准备金	527,494	567,985	564,678	566,744	0
长期健康险责任准备金	64,257	86,493	86,937	89,352	0
保户储金及投资款	40,359	46,366	46,096	46,265	0
应付债券	4,000	0	12,000	12,000	12,000
预计负债	29	29	554	554	554
递延所得税负债	59	298	900	900	900
其他负债	133	119	118	119	0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

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