

2021年03月25日

## 2020 年报点评：新业务价值增速超预期，人力规模逆势向上

买入（维持）

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证号：S0600520090004

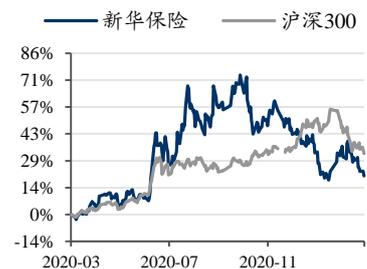
zhujiayu@dwzq.com.cn

事件：公司发布 2020 年年报，实现归母净利润 142.94 亿元，同比-1.8%，对应 EPS 为 4.58 元/股；归母净资产 1016.7 亿元，同比+20.4%，对应 BVPS 为 32.59 元/股；新业务价值 91.82 亿元，NBV 增速-6.1%。期末内含价值 2406.04 亿元，同比+17.3%；有效业务价值 933.13 亿元，同比+13.6%；全年总保费收入 1595.11 亿元，较去年增长 15.5%。整体业绩符合市场预期。

### 投资要点

- **总保费规模稳步上升，新业务价值增速为-6.1%，降幅窄于市场预期：**“资产负债双驱动”模式下，银保渠道持续扩张，推动公司保费规模实现较快增长，2020 年公司总保费收入 1595.11 亿元，同比增长 15.5%；原保险保费收入口径的银保渠道新单保费 231.6 亿元，同比大幅增长 125.4%，驱动总新单保费增长 44.1%至 465.47 亿元。新业务价值增速优于行业，新业务价值率有所降低。2020 年公司新业务价值 91.82 亿元，NBV 增速为-6.1%，表现优于同业，超市场预期；2020 年公司新业务价值率 19.7%，同比下降 10.6 pct，主要原因为：1）疫情影响下代理人线下展业受阻，高价值率产品销售承压；2）产品结构变化，趸交储蓄型产品的大规模扩张拉低价值率，2020 年银保渠道趸交新单保费 173.6 亿元，同比增长 188.0%；个险渠道趸交新单保费 6.67 亿元，同比大幅增长 3076.2%。
- **人力规模逆势正增长，人均产能有望得到提升：**2020 年，公司优化增员选才标准，个险渠道人力规模在疫情影响下实现正增长，规模人力达到 60.6 万人年，同比大增 19.5%，创历史新高。但因国内疫情反复及线下大型活动举办的继续受限，优质产能释放速度下缓，月均合格率 23.8%，同比下滑 9.2 pct；月均人均综合产能 2617 元，同比下降 22.7%。2020 年公司加大线上营销力度，推行新版基本法管理队伍。我们预计未来随着疫情得到修复及公司全力支持一线队伍发展的情况下，未来人均产能有望得到加速释放。
- **投资端表现优异，驱动内含价值同比增长 17.3%：**2020 年公司总投资资产达到 9656.53 亿元，同比+15.0%。受益于资本市场的回暖，2020 年公司实现总投资收益 466.64 亿元，同比+28.4%；总投资收益率 5.5%，较去年提升 0.6 pct。投资端的优异表现带来投资回报偏差 88.41 亿元，账面浮盈 112.50 亿元（较去年继续增加 72.9 亿元），助推内含价值同比上升 17.3%至 2406.04 亿元。此外，受假设调整等会计估计变更影响，公司增加保险合同准备金等相关负债，累计减少年度税前利润 116.44 亿元。公司 2020 年实现归母净利润 142.94 亿元，同比下降 1.8%。
- **盈利预测与投资评级：**随利率的稳步回升与疫情不利因素的出清，中长期行业资产、负债两端有望持续改善。公司“资产负债双轮驱动、规模价值全面发展”战略将继续推动公司人力、新单规模的快速增长及新业务价值的改善，看好公司长期发展前景，我们维持 2021-2022 年新业务价值预测 103.4/117.2 亿元，预计 2023 年新业务价值 135.1 亿元，对应 2021-2023 年 VNPS 为 3.32/3.76/4.33 元。当前市值对应 2021-2023 年 A 股估值 PEV 0.55/0.49/0.44 倍，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) 投资收益大幅下行。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	48.11
一年最低/最高价	38.60/70.30
市净率(倍)	1.48
流通 A 股市值(百万元)	100330.49

\*备注汇率：估值数据按照 1 港元 = 0.8414 元人民币汇率计算

\*备注货币单位：全文货币单位统一为人民币

\*汇率、股价、总市值等数据截至 2021 年 3 月 24 日收盘

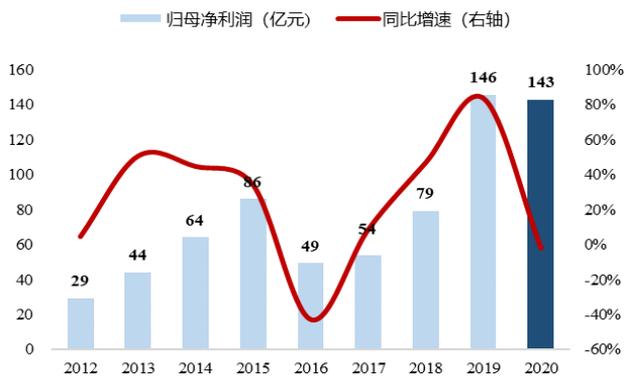
### 基础数据

每股净资产(元)	32.59
资产负债率(%)	89.88
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）：银保渠道激活，支撑新单保费增长》2020-04-29
- 2、《新华保险（601336）：代理人逆势扩张，新单恢复增长》2020-03-26

图 1：2012~2020 公司归母净利润及同比增速



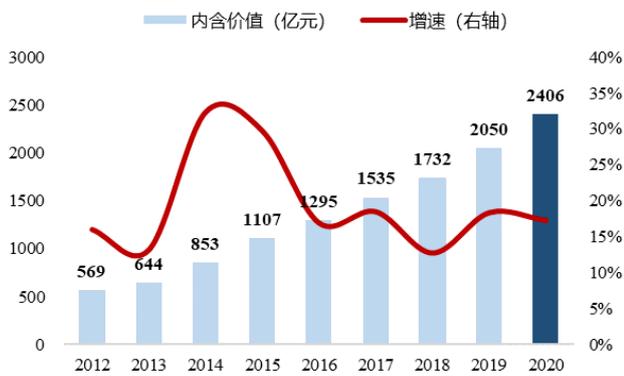
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 2：2012~2020 公司归母净资产及增速



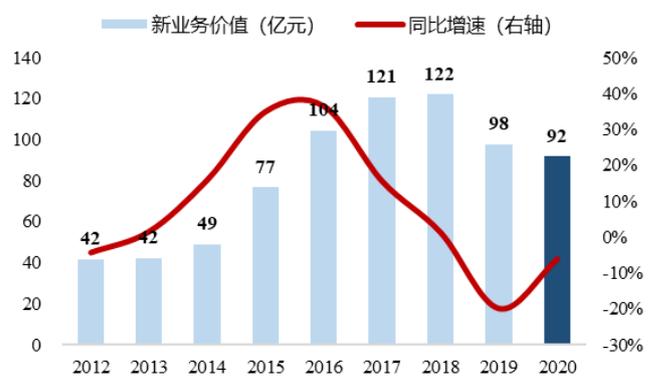
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 3：2012~2020 公司内含价值及增速



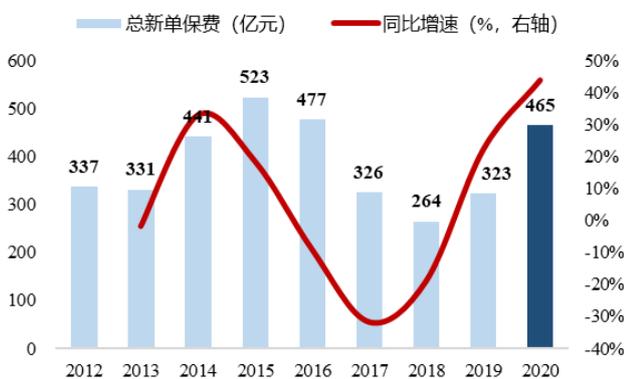
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 4：2012~2020 公司新业务价值及同比增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 5：2012~2020 公司总新单保费及同比增速



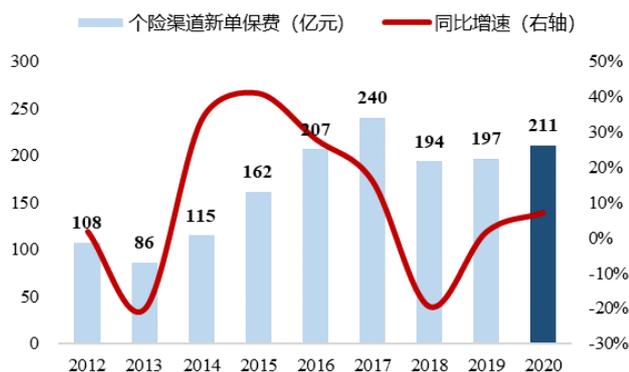
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 6：2012~2020 公司新业务价值率



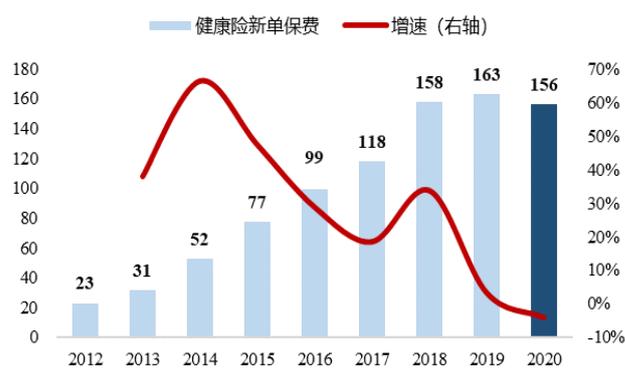
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 7: 2012~2020 公司个险渠道新单保费及同比增速



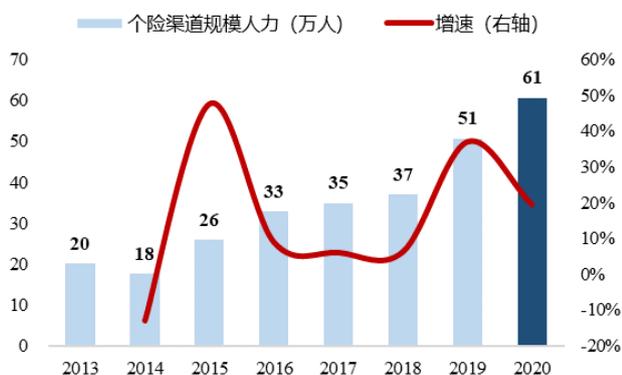
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 8: 2012~2020 公司健康险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: 2013~2020 公司个险渠道规模人力及增速



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 10: 2015~2020 公司月均人均综合产能及同比增速



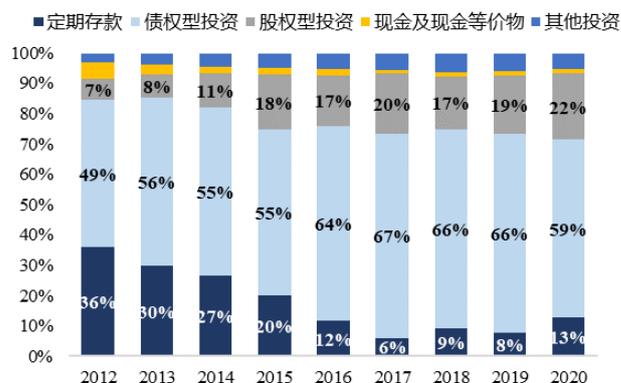
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 11: 2012~2020 公司净/总投资收益率



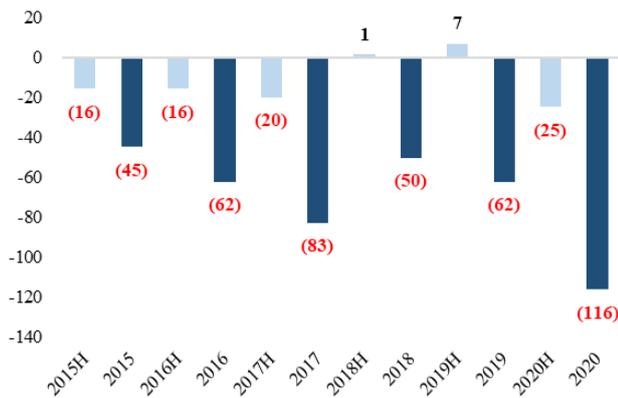
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 12: 2012~2020 公司投资资产配置结构占比



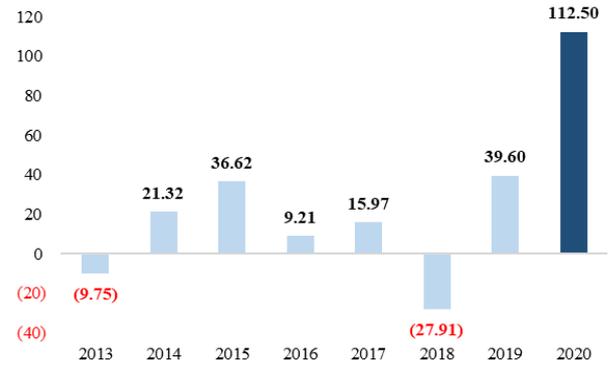
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 13: 2015~2020 公司准备金假设变更影响



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 14: 2013~2020 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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总保费收入	138,131	159,511	179,496	202,659	229,426
首年保费收入	32,310	46,547	51,353	56,784	62,802
归属于母公司股东净利润	14,559	14,294	15,570	17,937	22,488
归属于母公司股东净资产	84,451	101,667	113,707	127,808	145,816
<b>新业务价值 (NBV)</b>	<b>9,779</b>	<b>9,182</b>	<b>10,342</b>	<b>11,720</b>	<b>13,505</b>
<b>内含价值 (EV)</b>	<b>205,043</b>	<b>240,604</b>	<b>270,902</b>	<b>304,618</b>	<b>342,303</b>
总保费收入增速	13.0%	15.5%	12.5%	12.9%	13.2%
首年保费收入增速	22.3%	44.1%	10.3%	10.6%	10.6%
归属于母公司股东净利润增速	83.8%	-1.8%	8.9%	15.2%	25.4%
归属于母公司股东净资产增速	28.8%	20.4%	11.8%	12.4%	14.1%
<b>新业务价值 (NBV) 增速</b>	<b>-19.9%</b>	<b>-6.1%</b>	<b>12.6%</b>	<b>13.3%</b>	<b>15.2%</b>
<b>内含价值 (EV) 增速</b>	<b>18.4%</b>	<b>17.3%</b>	<b>12.6%</b>	<b>12.4%</b>	<b>12.4%</b>
EPS (元/股)	4.67	4.58	4.99	5.75	7.21
BVPS (元/股)	27.07	32.59	36.45	40.97	46.74
VNPS (元/股)	3.13	2.94	3.32	3.76	4.33
EVPS (元/股)	65.73	77.13	86.84	97.65	109.73
P/E (A)	10.31	10.50	9.64	8.37	6.67
P/B (A)	1.78	1.48	1.32	1.17	1.03
VNBX (A)	15.35	16.35	14.51	12.81	11.11
<b>P/EV (A)</b>	<b>0.73</b>	<b>0.62</b>	<b>0.55</b>	<b>0.49</b>	<b>0.44</b>
P/E (H)	5.16	5.25	4.82	4.19	3.34
P/B (H)	0.89	0.74	0.66	0.59	0.51
VNBX (H)	7.68	8.18	7.26	6.41	5.56
<b>P/EV (H)</b>	<b>0.37</b>	<b>0.31</b>	<b>0.28</b>	<b>0.25</b>	<b>0.22</b>

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (数据截止 2021 年 3 月 24 日收盘, 汇率按照 3 月 24 日的 1 港币=0.8414 元/人民币计算)

## 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,并注明出处为东吴证券研究所,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>