

新华保险 (601336)

保持队伍活力，新单量价企稳

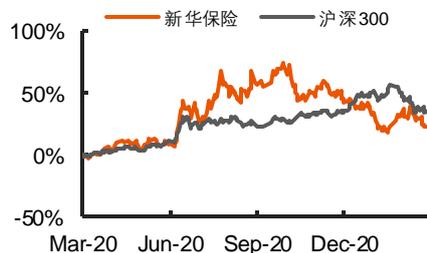
中性 (维持)

现价: 48.11 元

主要数据

行业	保险
公司网址	www.newchinalife.com
大股东/持股	HKSCC Nominees Limited (香港中央结算(代理人)有限公司) /33.13%
实际控制人	
总股本(百万股)	3,120
流通 A 股(百万股)	2,085
流通 B/H 股(百万股)	1,034
总市值(亿元)	1,251.63
流通 A 股市值(亿元)	1,003.30
每股净资产(元)	32.59
资产负债率(%)	89.9

行情走势图



相关研究报告

- 《新华保险*601336*高基数下，量稳价承压》 2020-10-27
- 《新华保险*601336*NBV 降幅或有收窄，静待新人产能释放》 2020-08-25
- 《新华保险*601336*新单增、NBV 降，投资助增利润》 2020-04-28

证券分析师

王维逸	投资咨询资格编号 S1060520040001 wangweiyi059@pingan.com.cn
李冰婷	投资咨询资格编号 S1060520040002 libingting419@pingan.com.cn

研究助理

郝博韬	一般从业资格编号 S1060120010015 haobotao973@pingan.com.cn
-----	---

投资要点

事项:

公司发布 2020 年年报和利润分配预案，2020 年实现归母净利润 143 亿元 (YoY-2%)。寿险总保费 1595 亿元 (YoY+15%)、总新单 465 亿元 (YoY+44%)；EV 达 2406 亿元 (YoY+17%)、NBV 达 92 亿元 (YoY-6%)。公司拟每股派发现金红利 1.39 元 (含税)，合计拟派发现金红利 43.36 亿元 (含税)。

平安观点:

- **短储+银保趸交助 2020 年新单高增，结构回调影响 NBV 增速。**2020 年总新单 465 亿元 (YoY+44%)，其中个险新单 211 亿元 (YoY+7%)、银保趸交保费 174 亿元 (上年同期仅 60 亿元)。剔除银保趸交后，2020 年总新单仍高达 292 亿元 (YoY+11%)。分季度来看，个险新单增幅逐季收窄，20Q1-20Q4 分别同比+20%、+9%、+1%、12%。

1) **储蓄险高增、长期健康险承压。**长期险新单中，传统险 107 亿元 (YoY+48%)、长险期交新单占比 27% (YoY-1pct)，主要系 4.025%短储产品拉动。健康险 600 亿元 (YoY+14%)，其中长险期交新单 104 亿元 (YoY-11%)，长险期交新单占比 27% (YoY-19pct)，主要系疫情影响保障险业务节奏，同时 19 年基数偏高，主力重疾产品销售承压。

2) **业务结构回调拉低 NBVM，20H2 健康险新单降幅收窄+调降风险贴现率助全年 NBV 降幅收窄。**2020 年寿险 EV 为 2406 亿元 (YoY+17%)、NBV 为 92 亿元 (YoY-6%)，在期初 EV 中占比 4%；但运营偏差 38 亿元、投资偏差 88 亿元，分别在期初 EV 占比 2%、4%，对 EV 持续正贡献。2020 年剔除银保趸交后的总新单同比+11%，因此 NBV 下滑主要由于 NBVM 仅 20% (YoY-11pct)；剔除银保趸交后 NBVM 达 31% (YoY+1pct)，公司 2020 年将风险贴现率假设从 11.5%调降至 11%，原假设下，2020 年 EV 为 2363 亿元 (YoY+15%)、NBV 为 87 亿元 (YoY-11%)。

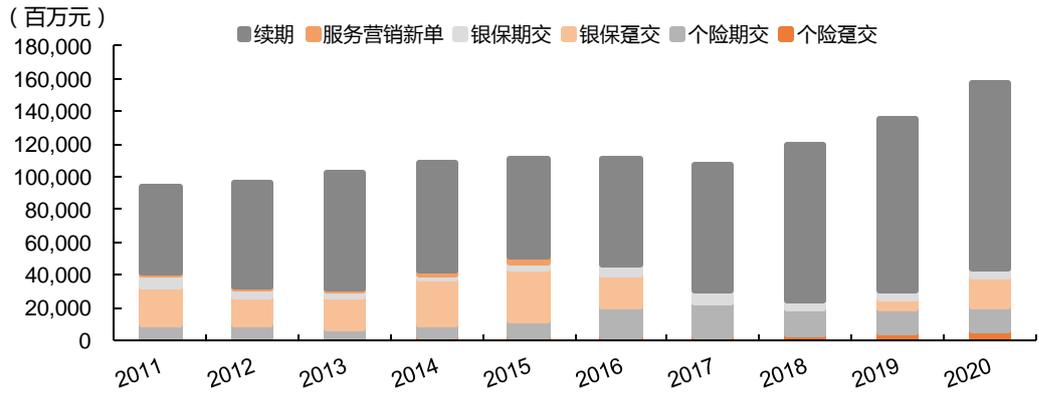
3) **代理人量增质待升。**2020 年公司推行新版基本法、优化增员标准，个险规模人力 61 万人 (YoY+20%)、测算月均产能 2897 元 (YoY-10%)，

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	174,566	206,539	213,221	234,043	249,874
YoY (%)	13	18	3	10	7
净利润(百万元)	14,559	14,297	19,934	27,193	38,606
YoY (%)	84	-2	39	36	42
EVPS(元)	65.72	77.12	87.69	99.21	111.63
P/EV(倍)	0.73	0.62	0.55	0.48	0.43

月均合格人力 12.8 万人 (YoY-4%)，月均合格率 23.8% (YoY-9pct)。

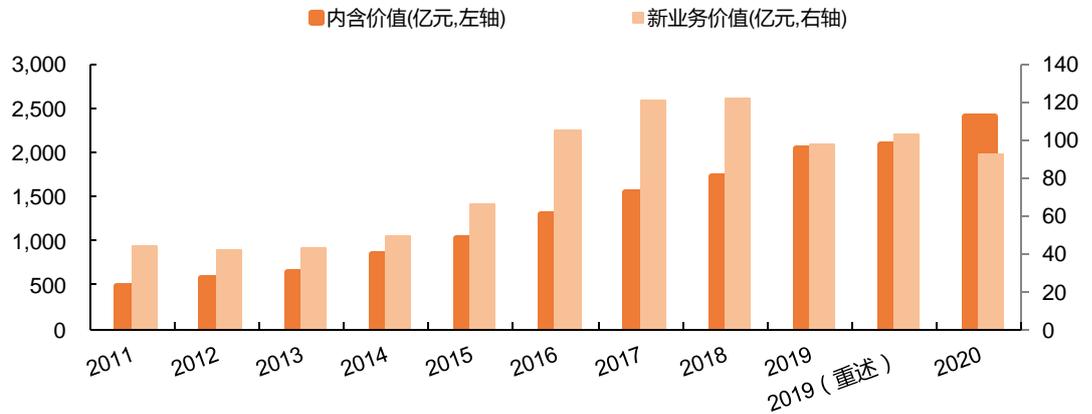
- **浮盈兑现，总投资收益率保持增长。**公司 2020 年总投资收益率 5.5% (YoY+0.6pct)、测算的综合投资收益率 6.7% (YoY+0.1pct)，预计股票+权益型基金投资收益率仅近 20%，大概率系及时兑现浮盈——公司 2020 年投资收益 513 亿元 (YoY+43%)，20Q1-20Q4 单季度投资收益分别同比+80%、+24%、+60%、+23%，预计系 Q1、Q3 抓住高点兑现部分浮盈。
- **投资建议：**尽管 2020 年基数偏高、保障险销售有一定压力、价值增长存在一定不确定性，但队伍保持增长、保持活力，我们调整新单和 NBVM 假设，2021 年预测 EVPS 从 84.86 元上调至 87.69 元，目前股价对应 2021 年 PEV 约 0.55 倍，维持“中性”评级。
- **风险提示：**1) 权益市场大幅波动，信用风险集中暴露。2) 新人产能释放与保障险销售不及预期，NBV 持续下滑。3) 利率超预期下行，到期资产与新增资产配置承压。

图表1 新华保险业务渠道与期限结构情况



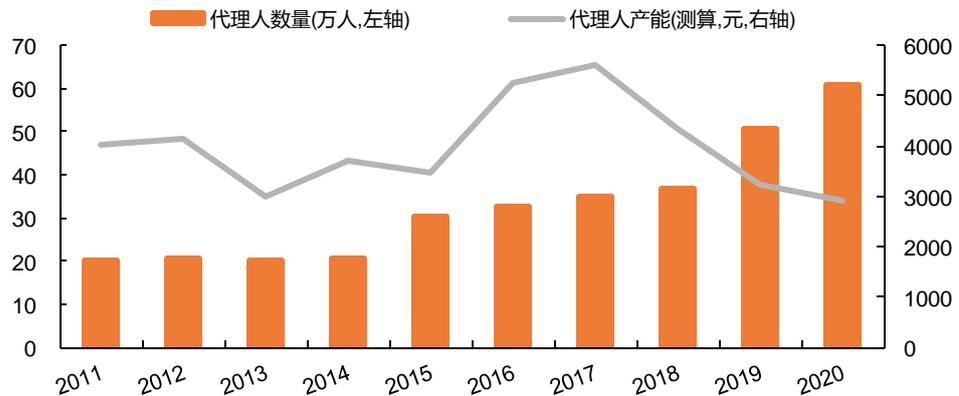
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表2 新华保险新业务价值与内含价值



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表3 新华保险代理人数量、产能变化



资料来源：公司公告、平安证券研究所

利润表

单位：百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	206,539	213,221	234,043	249,874
已赚保费	159,511	159,344	170,694	174,693
投资收益、公允价值变动损益及其他收益	49,455	56,060	65,689	77,575
其他业务收入	927	926	992	1,015
营业支出	190,961	189,532	201,728	203,996
赔款及保户利益	153,888	154,035	163,788	165,196
手续费及佣金支出	17,826	17,807	19,076	19,523
管理费用	13,175	13,161	14,099	14,429
其他业务支出	3,849	3,845	4,119	4,215
营业利润	15,578	23,688	32,315	45,878
营业外收支净额	-86	-	-	-
利润总额	15,492	23,688	32,315	45,878
减：所得税	1,194	3,553	4,847	6,882
净利润	14,298	20,135	27,468	38,996
归属母公司净利润	14,297	19,934	27,193	38,606

关键指标增速

营业收入	18%	3%	10%	7%
投资收益、公允价值变动损益及其他收益	29%	13%	17%	18%
赔款及保户利益	22%	0%	6%	1%
手续费及佣金支出	6%	0%	7%	2%
管理费用	-4%	0%	7%	2%
营业利润	17%	52%	36%	42%
所得税	-189%	198%	36%	42%
归属于母公司净利润	-2%	39%	36%	42%

关键指标在保费占比

赔款及保户利益/已赚	96%	97%	96%	95%
手续费及佣金支出	11%	11%	11%	11%
管理费用	8%	8%	8%	8%

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	13,002	14,503	17,034	19,267
交易性金融资产	32,095	27,585	36,589	41,876
买入返售金融资产	1,832	5,334	561,195	635,001
应收保费	2,312	3,007	362,393	412,246
可供出售金融资产	426,703	480,214	5,657	5,398
持有至到期投资	273,076	317,868	3,263	3,703
长期股权投资	4,967	6,426	7,057	7,958
定期存款	122,640	106,585	125,807	155,209
资产总计	1,004,376	1,129,454	1,304,455	1,488,014
保户储金及投资款	51,476	59,212	67,290	76,188
未到期责任准备金	2,349	2,678	3,055	3,460
未决赔款准备金	1,802	1,892	2,280	2,560
寿险责任准备金	634,501	743,492	832,929	946,354
长期健康险责任准备金	115,757	112,260	134,671	155,959
负债合计	902,696	1,010,613	1,160,355	1,316,573
股本	3,120	3,120	3,120	3,120
未分配利润	45,943	9,525	12,507	16,014
所有者权益合计	101,680	118,841	144,100	171,441
负债和股东权益总计	1,004,376	1,129,454	1,304,455	1,488,014

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
价值指标（百万元）				
人身险新业务价值	9,182	10,120	10,922	11,664
内含价值	240,604	273,608	309,532	348,284
每股指标（元）				
每股收益	4.58	6.39	8.72	12.37
每股新业务价值	2.94	3.24	3.50	3.74
每股内含价值	77.12	87.69	99.21	111.63
估值指标				
P/E	10.50	7.53	5.52	3.89
P/EV	0.62	0.55	0.48	0.43

主要指标增速

归母净利润增速	-2%	39%	36%	42%
新业务价值增速	-6%	10%	8%	7%
内含价值增速	17%	14%	13%	13%

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033