

银保渠道大幅推高新单，NBVM 略下滑

——新华保险（601336.SH、1336.HK）2020 年年报点评

要点

事件：新华保险 2020 年全年实现营业收入 2065 亿元 (YOY+18%)，总保费收入 1595 亿元 (YOY+16%)，会计估计变更调整责任准备金，减少税前利润 116 亿元。归母净利润 143 亿元 (YOY-1.8%)，NBV 92 亿元 (YOY-6%)，新业务价值率 19.7% (下降 10.6pcts)，内含价值 2406 亿元 (YOY+17%)，业绩略超预期。

点评：长险新单保费大幅增长。2020 年公司实现总保费收入 1595 亿元 (YOY+16%)，续期保费 1130 亿元 (YOY+7%)，占总保费收入 71%；长期险首年保费 390 亿元 (YOY+54%)，增速亮眼，我们认为主要是 3-5 年缴费期的长期保障型年金险惠添富等产品销售较好。退保率持续改善至 1.5% (下降 0.3pcts)。

银保趸交产品推高保费，个险代理人显著增加。银保渠道方面，银保渠道长期险首年保费 230 亿元 (YOY+126%)，占比 59% (增长 19pcts)，主要因公司发展银保趸交推高保费，银保渠道趸交保费收入 174 亿元 (YOY+188%)。个险方面加大线上营销力度，个险渠道实现保费收入 1174 亿元 (YOY+8%)，长期险首年保费 159 亿元 (YOY+5%)。个险营销员 61 万人 (YOY+20%)，人力规模显著增长，而月均综合人力 13 万人 (YOY-4%)，月均人均综合产能 2617 元 (YOY-23%)，仍需进一步改善，手续费及佣金支出 178 亿元 (YOY+6%)，其中传统型保险因首年保费收入增长，手续费及佣金支出同比增长 61%。

新业务价值率下降导致 NBV 短期承压。2020 年公司新业务价值 92 亿元 (YOY-6%)，新业务价值率 19.7% (下降 10.6pcts)，主要因传统渠道线下展业受阻，以长期年金和重疾险为代表的产品发展承压，相比于 2020H1 新业务价值率 15.3% 已有明显改善。预计 2021 年公司将继续聚焦价值，推动销售长期健康险及高价值年金险，增大期交产品销售力度，从规模增长向价值增长转化。

投资收益保持较好水平，非标占比逐步下滑。2020 年公司总投资收益率为 5.5% (上升 0.6pcts)，净投资收益率为 4.6% (下降 0.2pcts)，其中股权型金融资产投资占比 21.4% (上升 2.7pcts)，非标资产投资占比 24.1% (下降 5.3pcts)，占比高于行业平均，持续贡献投资收益。未来非标占比或将逐渐下滑，公司拟将到期非标进行长期权益投资增加久期和利润。

“一体两翼+科技赋能”，继续布局财富管理和康养产业。新华坚持以寿险业务为主体、以财富管理和康养产业为两翼、以科技赋能为支撑的“1+2+1”战略构想，从财富管理平台搭建、投资能力建设、资管产品开发等方面构建全方位竞争能力，同时通过交叉提供保险产品为客户提供一站式养老健康服务，发挥财富管理和康养业务协同效应，提升产品附加值和客户价值。

盈利预测与评级：公司长险新单保费增速亮眼，代理人持续扩员，投资收益保持较好水平。维持公司 21-22 年营业收入分别为 2010/2207 亿元，净利润 181/244 亿元，新增 23 年营业收入 2624 亿元，净利润 419 亿元，维持 A+H 股“买入”评级。

风险提示：利率下行加剧；保费收入不及预期；健康产业布局不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	174,566	206,538	200,979	220,690	262,383
营业收入增长率%	13%	18%	-3%	10%	19%
净利润 (百万元)	14,559	14,296	18,070	24,440	41,896
净利润增长率%	84%	-2%	26%	35%	71%
EPS (元)	4.67	4.58	5.79	7.83	13.43
EVPS (元)	65.72	77.12	83.63	95.32	113.09
P/EVPS (A)	0.73	0.62	0.58	0.50	0.43
P/EVPS (H)	0.37	0.31	0.29	0.25	0.21

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021 年 3 月 24 日 (汇率 1HKD=0.8397RMB)

A 股：买入 (维持)

当前价：48.11 元

H 股：买入 (维持)

当前价：28.60 港元

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

wangyf@ebcn.com

联系人：郑君怡

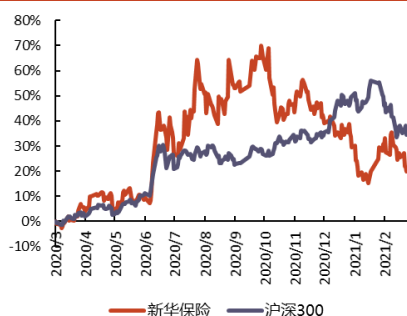
010-57378023

zhengji@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	31.20
总市值(亿元)	1,490.71
一年最低/最高(元)	39.56/70.3
近 3 月换手率	86.9%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.2	-23.4	2.3
绝对	-8.2	-17.5	25.5

资料来源：Wind

相关研报

穿越周期，静待花开——保险行业 2021 年策略报告 (20210202)

保费规模价值平衡发展，银保渠道增速明显——新华保险 (601336.SH/1336.HK)：2020 年三季报点评 (20201030)

保费规模骤升，期待价值回归——新华保险 (601336.SH/1336.HK)：2020 半年报点评 (20200826)

厚积薄发，拐点将至——保险行业 2020 年下半年投资策略 (20200614)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入合计	174,566	206,538	200,979	220,690	262,383
已赚净保费	135,403	156,398	154,065	167,755	202,492
投资收益及公允价值变动	38,376	49,367	45,622	51,553	58,255
营业支出	161,280	190,961	181,022	193,917	217,214
退保金	12,990	12,258	30,761	29,327	22,695
净赔付支出	59,603	54,402	66,694	74,387	89,914
提取保险责任准备金	53,335	86,651	43,541	49,155	59,484
保险业务手续费及佣金支出	16,871	17,826	19,135	20,857	23,068
业务及管理费	13,783	13,175	15,633	17,040	17,049
营业利润	13,286	15,577	19,958	26,773	45,169
营业外收支	-65	-86	150	423	228
利润总额	13,221	15,491	20,107	27,196	45,396
所得税费用	1,339	1,194	2,036	2,754	3,499
少数股东损益	1	1	1	1	1
归属母公司净利润	14,559	14,296	18,070	24,440	41,896

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	878,970	1,004,376	1,084,964	1,182,611	2,471,657
货币资金	11,768	13,002	13,568	14,915	32,003
金融投资	30,091	731,874	26,882	31,412	61,799
应收保费	2,233	2,312	3,082	3,241	6,151
保户质押贷款	35,148	37,732	43,663	46,631	96,279
可供出售金融资产	387,296	426,703	455,742	500,701	1,054,764
持有至到期投资	246,212	273,076	305,401	328,622	684,759
长期股权投资	49,434	4,967	30,280	41,433	45,673
总负债	794,509	902,696	976,497	1,057,035	2,316,753
寿险责任准备金	567,985	634,501	761,668	1,881,523	6,440,574
股东权益合计	84,461	101,667	108,467	125,576	154,904
股本	23,870	23,901	32,292	34,086	64,188
归属于母公司所有者权益合计	84,451	101,667	108,455	125,563	154,890

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------