

证券研究报告
公司研究
点评报告
新华保险 (601336.SH)
投资评级 无评级

上次评级 无评级

王舫朝 非银行金融行业首席分析师

执业编号: S1500519120002

联系电话: (010) 83326877

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

朱丁宁 研究助理

邮箱: zhudingning@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

NBV 降幅收窄，期待人力质态提升

2021年03月25日

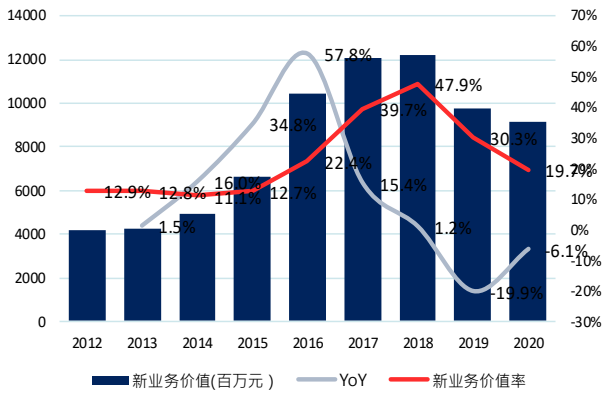
事件: 新华保险公布 2020 年年报, 实现营业收入 2038.6 亿元, 同比+18.5%, 实现归母净利润 142.9 亿元, 同比-1.8%, 扣非后净利润 143.6 亿元, 同比+12.5%。加权平均每股收益 4.58 元, 同比-1.9%。加权平均净资产收益率 15.36%, 同比-4.05pct。

点评:

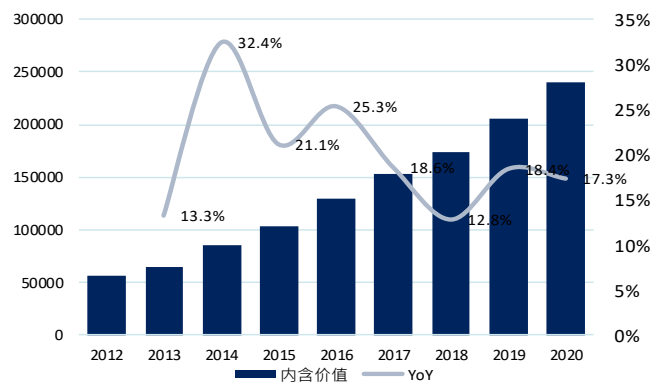
- **2020 净利润同比-1.8%。**新华保险 2020 实现营业收入 2038.6 亿元, 同比+18.5%, 实现归母净利润 142.9 亿元, 同比-1.8%, 主要因为佣金手续费支出税前扣除比例政策导致去年同期基数较高以及准备金计提增加 116.44 亿元导致税前利润下降。
- **NBV 降幅收窄, 营运偏差增长超预期。**全年 NBV 同比-6.1%(1H20 YoY-11.4%), 降幅收窄, 主要因 NBVM 拖累, 同时也考虑了风险贴现率假设下调 50bp 的影响, 1) 银保趸交拉动新单保费大增 YoY+44.1%至 465.5 亿元, 2) 银保渠道低 margin 导致 NBVM-10.6ppts 至 19.7%, 但较中期的 15.3%有所回升, 主要因为下半年高 margin 健康险业务占长险首年保费的占比较 1H20 提升 8.4ppts 至 33.5%。内含价值 2406 亿元, 同比+17.3%, 增速下降 1.1ppts, 但保持高位稳定, 其中 NBV、预期回报贡献占期初内含价值比重分别为 4.5%、8.8%, 较年初下降 1.2ppts、0.4ppts。营运偏差同比+151%, 对 EV 贡献较年初增加 1ppts 至 1.9%。风险贴现率变动对 EV 贡献为 1.8%。
- **银保渠道新单占比提升, 个险人力数量高增但质态有待改善。**全年总保费增速 15.5%, 领先同业, 其中新单(长险首年+短期险)为主要贡献, 同比+44%(主要因趸交同比+198.9%)。十年期以上期交同比-10.4%, 降幅较 1H20 收窄, 占首年期交的占比为 45.9%, 续期业务同比+6.8%, 占总保费的比重维持在 70.8%的高位。分渠道看, 公司发力银保趸交业务, 银保渠道新单同比+125.4%, 占新单保费的比重较年初+18ppts 至 50%, 其中银保趸交同比+188%, 占长险首年期交的比重提升 16.3ppts 至 75.4%。个险渠道新单保费同比+7.1%, 占新单保费的比重较年初下降 15.6ppts 至 45.3%。公司规模人力创历史新高, 个险营销员同比+19.5%至 60.6 万人, 但受疫情影响, 队伍质态仍承压, 月均合格人力同比-3.8%至 12.8 万人, 月均合格率同比-9.2ppts 至 23.8%, 月均人均综合产能 2617 元, 同比下降 22.7%。
- **买卖价差兑现推动投资收益较好表现。**2020 投资资产较 9656.5 亿元, 较年初增加 15%, 总投资收益同比+28.4%, 主要源于投资收益兑现使得买卖价差增加(2020 117.2 亿元 vs 2019 -2.27 亿元)。总投资收益率达 5.5%, 同比+0.6ppts。净投资收益率 4.6%, 同比-0.2ppts。公司加大对定期存款和股权型金融资产的配置, 减少对

债权型资产的配置。定期存款占比较年初提升 5.1ppts 至 12.7%；股权型占比较年初提升 2.7ppts 至 21.4%，其中股票+基金占比增加 2.5ppts 至 14.6%，加大了对低估值、高股息的港股资产的配置；债权型占比下降 6.8ppts 至 58.8%，而在结构上加大了长久期地方债和国债的配置。非标占比有所下降，债券型非标占比较 2019 年压降 4.5ppts 至 18.4%。

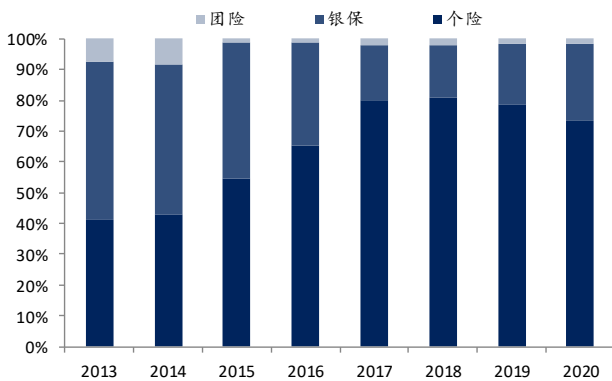
- **投资建议：**去年银保趸交拉动全年新单增长亮眼，但 margin 和人力质态仍有待改善。考虑到公司通过优化基本法实现优质增员，以及加大代理人培训力度，我们预计人力产能有望释放，叠加人力数量高增，将助推高 margin 产品的销售，预计低基数下 NBV 有望迎来增长。在通胀预期升温的背景下，长端利率仍有望回升，助力估值修复。我们坚信一体两翼以及科技赋能有望为公司长期发展带来增长动力。公司当前估值仍处于历史低位，建议关注。
- **风险因素：**受疫情影响，代理人展业恢复进度不及预期；代理人产能下滑导致人员脱落；资本市场大幅波动带来投资收益急剧下降；利率下行将缩窄固定利率工具利差空间，并影响会计利润；750 日均线下移带来准备金计提增加。

图 1: NBV (百万元) 及增速


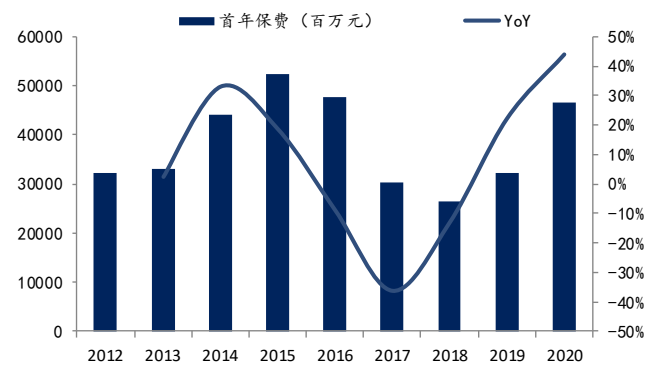
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3: 内含价值 (百万元) 及增速


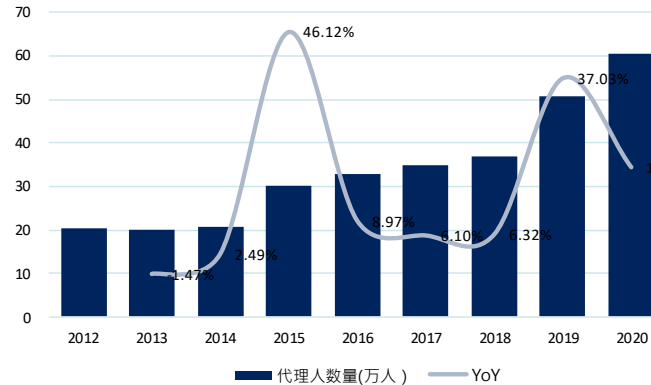
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5: 渠道占比


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2: 首年保费 (百万元) 及增速


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 4: 代理人数量 (万人) 及增速


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于2020年4月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019年11月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。