

新华保险 (601336)

证券研究报告
2021年03月25日

2020 年年报点评：扣非后归母净利润同比+12.5%，NBV 同比-10.5%，投资端表现亮眼

1、利润：归母净利润同比-1.8%；扣非归母净利润同比+12.5%（扣除去年一次性税收返还的影响），净资产较年初+20.4%，好于预期，源自于账面总投资收益同比+28.3%，公司把握权益市场高点兑现了部分浮盈。其中，Q4 净利润同比+104.9%，主要由于 19 年 Q4 增提了大量准备金导致单季基数较低。2020 年会计估计变更导致准备金增提，减少前利润 116 亿。

2、价值：NBV 同比-10.5%（2019 的贴现率调整为 11%），其中 H2 同比-3.0%，好于预期。NBV 下滑主要由于长期健康险销售受阻，十年期及以上期交保费同比-10.4%，长期健康险新单保费同比-11.1%，其中下半年分别同比-1.7%、-5.8%。NBV margin 为 19.7%，同比-12pct，主要由产品策略调整带来：1）在银保渠道限时销售了 174 亿趸交理财型产品来提升规模（去年同期 60 亿）；2）限额销售了 4.025%年金险惠添富（约 65 亿）。但我们预计公司下半年聚焦“长期健康险+长期年金险”提价值，下半年 margin 同比+7.4pct。

EV 较年初+15.1%（2019 年 EV 贴现率调整至 11%），分红前 EV 较年初+17.2%，好于预期，其中投资偏差（88 亿）贡献 4.3%。

注：新华将折现率从 11.5%下调至 11%，与其他公司保持一致，以上分析的基数均基于 11%的贴现率；如 2019 贴现率维持 11.5%，则 NBV 同比-6.1%，EV 较年初+17.3%。

人力方面，2020 年新华大力推动增员。年末个险规模人力 60.6 万，同比+19.5%。但受疫情冲击，队伍活动率及产能下滑，月均合格人力（当月首年佣金≥800 元的营销员）12.8 万，同比-3.8%，月均合格率同比-9.2pct；月均人均首年保费 2617 元，同比-22.7%。

3、投资：总收益收益率及综合投资收益率表现亮眼。净投资收益率 4.6%，同比-0.2pct；总投资收益率 5.5%，同比+0.6pct，预计源于公司把握市场高点，兑现部分权益资产浮盈，贡献买卖价差收益 117 亿（19 年为-2 亿）。如考虑可供出售金融资产的浮盈，我们测算出其综合投资收益率为 7.7%，同比+0.2pct。资产配置方面，主要增配了定期存款和股票，占比分别提升 5.1%、2.2%。

点评：新华 2020 年核心业绩好于预期，投资端表现亮眼。我们判断，2021 年公司将继续坚持大力增员，在代理人规模保持稳定的前提下，用新增置换低产能代理人，优化队伍结构。后续增长驱动力仍是增员+产品运作。2021 年开门红新华表现较好，业务结构优化及新单保费增长带来 NBV 较高增长，我们预计 2021Q1 新华 NBV 同比+20%左右，全年同比+10%左右。我们预计 2021-2023 年新华保险归母净利润分别为 168 亿、204 亿、237 亿，YOY 为 17.7%、21.1%、16.5%（前次预估 2021-2022 年归母净利润分别为 162 亿、181 亿），提高盈利预测主要考虑到未来 750 日国债收益率曲线的走势。目前 2021PEV 为 0.55 倍，历史估值低位，给予“买入”评级。

风险提示：代理人增长不达预期；保障型产品销售不达预期；费用投放效率降低。

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	174566	206538	231955	262771	283558
增长率（%）	13.23%	18.32%	12.31%	13.29%	7.91%
归属母公司股东净利润（百万元）	14560	14297	16825	20378	23732
增长率（%）	83.78%	-1.82%	17.70%	21.12%	16.46%
每股收益（元）	4.67	4.58	5.39	6.53	7.60
市盈率(P/E)	10.31	10.50	8.92	7.37	6.33
市净率(P/B)	1.78	1.48	1.26	1.07	0.91

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	非银金融/保险
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	48.11 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,085.44
流通 A 股股本(百万股)	2,085.44
A 股总市值(百万元)	100,330.49
流通 A 股市值(百万元)	100,330.49
每股净资产(元)	32.59
资产负债率(%)	89.88
一年内最高/最低(元)	70.30/39.56

作者

夏昌盛	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518110003 xiachangsheng@tfzq.com	
罗钻辉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518060005 luozuanhui@tfzq.com	
舒思勤	联系人
shusiqin@tfzq.com	
周颖婕	联系人
zhouyingjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《新华保险-季报点评:新华 3 季报点评: Q3 单季归母净利润同比+17.5%，投资端表现亮眼》2020-10-28
- 《新华保险-半年报点评:2020 年中报: EV 较年初+11.8%（不考虑分红）超市场预期，其他指标符合预期，下半年 NBV 改善趋势强劲》2020-08-26
- 《新华保险-公司点评:2 季度单季 NBV 增速有望最高，下半年 NBV 增速亦有望最高》2020-07-02

财务预测摘要

主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)						寿险保费	138,131	159,511	181,213	205,960	234,187
每股收益	4.67	4.58	5.39	6.53	7.60	非寿险保费	0	0	0	0	1
每股净资产	27.07	32.59	38.14	44.93	52.90	总保费及管理费收入	138,131	159,511	181,213	205,960	234,188
每股内含价值	65.72	77.12	87.36	98.10	110.02	减: 分出保费	2,427	2,898	3,262	3,707	4,215
每股新业务价值	3.13	2.94	3.24	3.56	3.91	净保费收入	135,704	156,613	177,951	202,252	229,973
						减: 净提取未到期责任准备金	301	215	889	1,010	13,914
价值评估 (倍)						已赚净保费	135,403	156,398	177,062	201,242	216,059
P/E	10.31	10.50	8.92	7.37	6.33	投资收益	35,729	51,267	55,305	59,698	65,530
P/B	1.78	1.48	1.26	1.07	0.91	营业收入	174,566	206,538	231,955	262,771	283,558
P/EV	0.73	0.62	0.55	0.49	0.44	赔付及保户利益	125,970	153,888	168,291	189,774	202,881
VNBX	-5.62	-9.86	-12.13	-14.04	-15.82	保险业务综合费用	35,310	37,073	45,434	50,917	54,963
						营业费用	161,280	190,961	213,725	240,691	257,844
盈利能力指标 (%)						营业利润	13,286	15,577	18,230	22,080	25,714
净投资收益率	4.80%	4.60%	4.60%	4.60%	4.60%	税前利润	13,221	15,491	18,230	22,080	25,714
总投资收益率	4.90%	5.50%	5.20%	5.00%	5.00%	所得税	-1,339	1,194	1,405	1,702	1,982
净资产收益率	19.41%	15.36%	15.25%	15.72%	15.54%	归属于母公司股东的净利润	14,560	14,297	16,825	20,378	23,732
总资产收益率	1.66%	1.42%	1.53%	1.67%	1.75%	少数股东损益	1.00	3.00	1.68	2.04	2.37
财险综合成本率	-	-	-	-	-						
财险赔付率	-	-	-	-	-						
财险费用率	-	-	-	-	-						
						资产负债表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利增长 (%)						现金及存款投资	75805	135633	141702	157630	176128
净利润增长率	83.8%	-1.8%	17.7%	21.1%	16.5%	债权投资	550539	567171	629216	699947	782086
内含价值增长率	18.4%	17.3%	13.3%	12.3%	12.2%	股权投资	156957	206290	212358	236230	263951
新业务价值增长率	-19.9%	-6.1%	10.0%	10.0%	10.0%	其他投资	56146	56559	78516	87342	97592
						总投资资产	839447	965653	1061792	1181149	1319757
偿付能力充足率 (%)						分保资产	3028	3666	3320	3320	3320
偿付能力充足率 (集团)						其他资产	36495	35057	32733	32733	32733
偿付能力充足率 (寿险)	283.6%	260.0%	260.0%	260.0%	260.0%	资产总计	878970	1004376	1097845	1217202	1355810
偿付能力充足率 (产险)	-	-	-	-	-	保险合同负债	658191	754409	840253	938391	1052021
						投资合同负债	46366	51476	60000	60000	60000
内含价值 (百万元)						次级债	29	0	29	29	29
调整后净资产	122,924	147,291	169,385	194,792	224,011	其他负债	89923	96811	78546	78546	78546
有效业务价值	82,119	93,313	103,192	111,369	119,578	负债总计	794509	902696	978828	1076966	1190596
内含价值	205,043	240,604	272,577	306,161	343,589	实收资本	3120	3120	3120	3121	3123
一年新业务价值	9,779	9,182	10,100	11,110	12,221	归属于母公司股东权益	84451	101667	119003	140221	165198
核心内含价值回报率 (%)	13.91%	13.46%	14.26%	13.99%	13.79%	少数股东权益	10.00	13.00	15.51	17.88	17.88
						负债和所有者权益合计	878970	1004376	1097845	1217202	1355810
寿险新业务保费 (百万元)											
短险和趸缴新单保费	12,969	25,623	8,676	9,869	11,221						
期缴新单保费	19,341	20,924	32,278	37,028	45,850						
新业务合计	32,310	46,547	40,954	46,897	57,071						
新业务保费增长率 (%)		44.06%	-12.02%	14.51%	21.70%						
标准保费	20638	23486	33146	38015	46972						
标准保费增长率 (%)		13.80%	41.13%	14.69%	23.56%						

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com