

# 新华保险 (601336.SH)

## 2020 年报点评：资产端表现亮眼，代理人队伍质量有待提升

### 投资要点

- ◆ **事件描述**：公司 2020 年实现总保费收入 1595.11 亿元，同比增长 15.5%；内含价值 2406 亿元，同比+17.34%，内含价值实现两位数稳步增长，增速较 2019 年基本持平；实现归母净利润 142.94 亿元，同比-1.82%。
- ◆ **总保费增速良好，银保渠道趸交保费增长快速**。公司 2020 年保费收入增速创上市以来新高，公司保费收入行业排名提升 2 位至第 4 位。从期限结构看，公司长期险新单保费收入增速快速攀升，实现长期险首年保费 390.22 亿元，同比+53.7%。从产品业务结构来看，健康险保费同比增速连续两年下降，受 2020 年疫情影响，上半年健康险销售增速受到较大影响。从渠道经营保费结构来看，2020 年公司实现个险渠道、银保渠道、团体险保费收入 1174 亿元、397 亿元、24 亿元，同比分别+8.25%、+45.60%、-0.5%，银保渠道业务规模连续两年维持高增长态势，推动公司业务规模提升，银保渠道长期险首年保费中趸交保费占比超过 75%，较 2019 年占比提升 16.26 个百分点，为公司全年保费规模增长做出了较大贡献。
- ◆ **代理人规模增长强劲，队伍质量有待提升**。截止到 2020 年末，公司个险营销规模人力达到 60.6 万人，同比+19.5%，增加 9.9 万人，代理人队伍规模继续创历史新高；月均合格人力 12.8 万人，同比减少 0.5 万人；在队伍规模增长、月均合格人力小幅下滑及首年保费同比个位数增长背景下，个险渠道月均合格率 23.8%，同比下滑 9.2 个百分点，月均人均综合产能 2617 元，同比-22.7%，两者呈现明显下滑态势，公司个险渠道代理人队伍在规模快速增长同时仍需提升整体素质。
- ◆ **投资端规模扩张，资产端表现亮眼**。2020 末投资资产规模为 9656.5 亿元，同比+15.03%。在投资资产投向，公司提升了权益类资产的占比，加大了对股票、基金的投资，两者占投资资产的比重分别为 8.8%、5.8%，环比分别提升 2.2、0.3 个百分点。在公司积极把握权益市场带来的机会下，公司总投资收益率、净投资收益率分别为 5.5%、4.6%，同比分别上升 0.6 个、下降 0.2 个百分点，总投资收益率创 2016 年以来新高，对利润有显著的正面贡献，表现亮眼。
- ◆ **投资建议**：在公司坚定推进资产负债双轮驱动、规模价值全面发展下，未来发展布局以寿险为核心，将财富管理与康养产业作为支撑，同时也将科技赋能纳入公司发展战略，逐步构建成熟的“一体两翼+科技赋能”，助力实现公司“二次腾飞”的发展目标，未来发展可期。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 4.92 元、5.50 元、6.05 元，每股内含价值分别为 89.1、104.7、114.7 元，对应 P/EV 为 0.56 倍、0.48 倍、0.43 倍，估值水平处于较低位置，首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示**：新单销售不及预期；新业务价值增长不及预期；长端利率上行不及预期；资本市场波动加大等。

关键财务指标与估值	2020	2021E	2022E	2023E
保险业务收入 (百万元)	159511	177376	194227	213261
保险业务收入增速	15.48%	11.20%	9.50%	9.80%
新业务价值 (百万元)	9182	9641	10509	11560
新业务价值增速	-6.10%	5.00%	9.00%	10.00%
净利润 (百万元)	14297	15360	17160	18873
净利润增速	-1.81%	7.43%	11.72%	9.98%
内含价值增速	17.34%	15.50%	14.00%	13.50%
每股内含价值 (元)	77.1	89.1	104.7	114.7
每股收益 (元)	4.58	4.92	5.50	6.05
每股净资产 (元)	32.59	34.40	38.75	43.57
P/EV	0.65	0.56	0.48	0.43

资料来源：Wind，万和证券研究所

投资评级

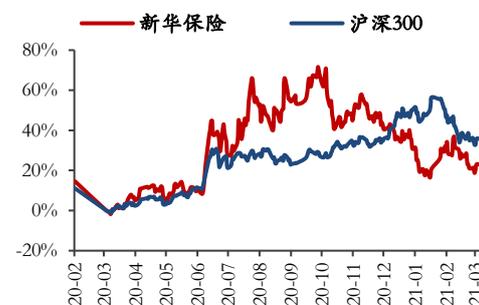
买入

首次评级

### 基本数据 (2021-03-26)

所属行业	非银金融/保险 III
股价(元)	49.85
总市值(亿元)	1552
流通市值(亿元)	1038
总股本(亿股)	31.20
流通股本(亿股)	31.20
12 个月价格区间(元)	39.56-70.3

### 股价表现



%	1M	3M	12M
相对收益	5.49	-1.68	-45.50
绝对收益	-2.40	-2.20	-9.26

资料来源：Wind，万和证券研究所

### 作者

黎云云

分析师

SAC 执业证书：S0380520120003

联系电话：0755-82830333 (125)

邮箱：liyy@wanhesec.com



请阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 正文目录

一、银保渠道销售促进新单保费正增长 .....	3
(一) 总保费增速良好, 银保渠道趸交保费增长快速 .....	3
(二) 代理人队伍规模增长强劲, 队伍质量有待提升 .....	5
(三) 经营质量保持稳定 .....	6
二、资产端对公司业绩有显著正面贡献 .....	7
三、新业务价值率下降, 内含价值稳步提升 .....	8
四、盈利预测与投资建议 .....	9
五、风险提示 .....	10

## 图表目录

图表 1 公司总保费收入增速创上市以来新高 .....	3
图表 2 公司 2020 年单月保费收入及同比增速 .....	3
图表 3 公司长期险首年保费增速推动保费收入增长 .....	3
图表 4 公司续期保费收入增速 .....	3
图表 5 公司各类型产品保费收入及同比增速 .....	4
图表 6 三大类型产品首年保费同比增速分化 .....	4
图表 7 三大类型产品首年保费占公司总首年保费比重 .....	4
图表 8 公司渠道经营保费收入及同比增速 .....	5
图表 9 公司个险渠道与银保渠道保费收入期限结构 (单位: 亿元) .....	5
图表 10 公司个险渠道人力上升, 但人均综合产能下降明显 .....	6
图表 11 公司保单继续率均保持稳定 .....	6
图表 12 公司偿付能力保持较强水平 .....	6
图表 13 公司退保金同比继续下降 .....	6
图表 14 公司退保率下降 .....	6
图表 15 投资资产随负债端规模增长而增长 .....	7
图表 16 公司总投资收益率创 2016 来新高 .....	7
图表 17 公司加大对权益资产的投资比例 .....	8
图表 18 新业务价值同比为负 .....	8
图表 19 新业务价值率下滑 .....	8
图表 20 银保渠道新业务价值实现两位数正增长 .....	8
图表 21 内含价值稳步增长 .....	9
图表 22 经济经验偏差为内含价值正增长做出较大贡献 (单位: 亿) .....	9
图表 23 公司净利润归母净利润同比小幅负增长 .....	9
图表 24 财务预测与估值 .....	11

## 一、银保渠道销售促进新单保费正增长

### (一) 总保费增速良好，银保渠道趸交保费增长快速

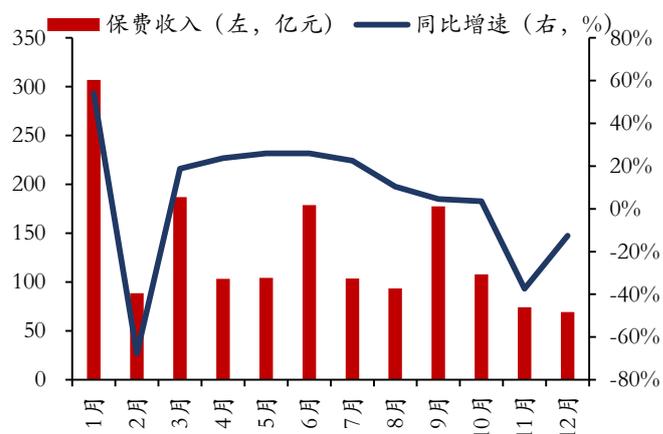
保费收入增速创上市以来新高。公司2020年实现总保费收入1595.11亿元，同比增长15.5%，保费收入增速创上市以来新高，规模效应显现下，公司保费收入行业排名提升2位至第4位，市场地位得到了进一步稳固。其中公司长期险新单保费收入增速快速攀升，为公司保费同比正增长做出了较大贡献，2020年实现长期险首年保费390.22亿元，同比+53.7%；续期业务实现保费1129.64亿元，同比+6.8%，长期险首年保费占保费收入比重从2019年的18.38%提升至24.46%。

图表 1 公司总保费收入增速创上市以来新高



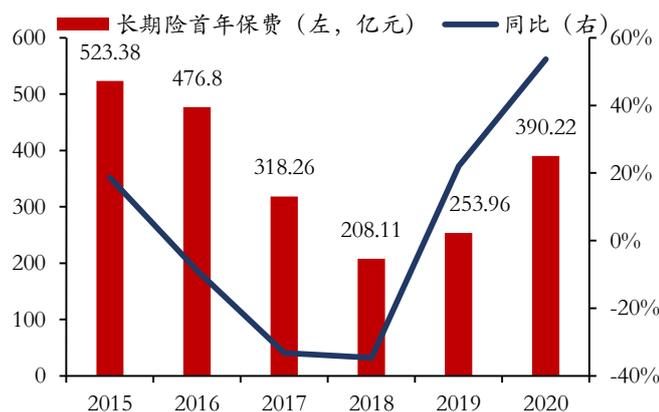
资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 2 公司2020年单月保费收入及同比增速



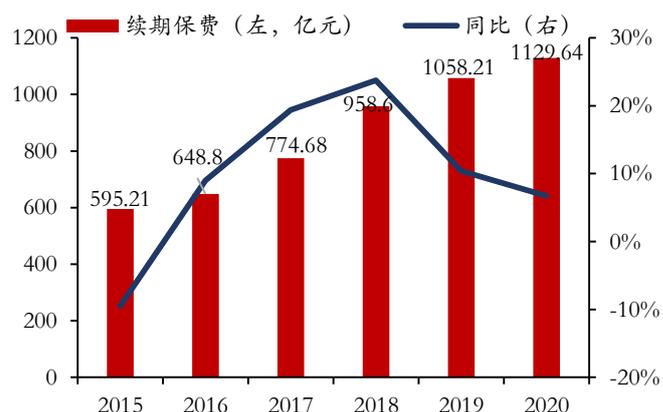
资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 3 公司长期险首年保费增速推动保费收入增长



资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 4 公司续期保费收入增速

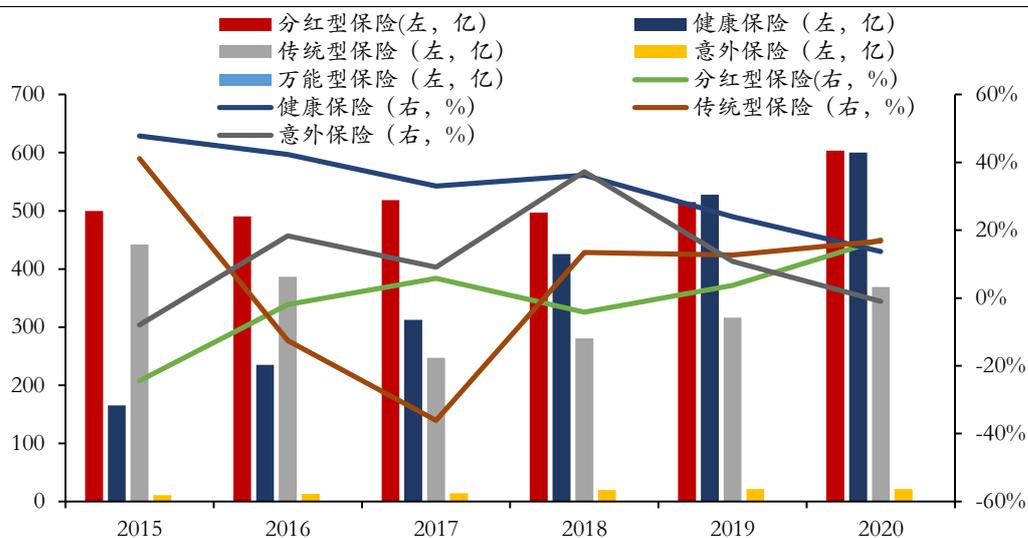


资料来源：公司公告，万和证券研究所

健康险保费同比增速连续下降。从产品业务结构来看，2020年公司分红型保险、健康保险、传统型保险、意外保险、万能险的保费收入分别为603.81亿元、600.39亿元、369.09亿元、21.38亿元、0.44亿元，同比分别+17.16%、+13.73%、+16.79%、-0.97%、+4.76%，健康险保费同比增速连续两年下降，传统型保险保费与分红险同比增速连续两年上升。从公司三大主要产品分红型保险、健康保险和传统型保险的长期险首年保费同比增速来看，首年保费增速分化明显，同比增速分别为+174.5%、-11.07%、+48.45%，三大类型产品首年保费占公

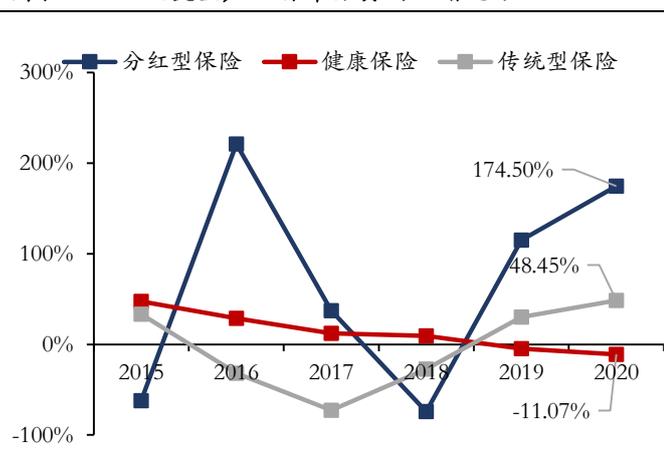
司首年保费比重分别为 46%、26.5%、27.4%，较 2019 年分别提升 20.27、减少 19.3、减少 0.96 个百分点。受 2020 年疫情影响，上半年线下代理人展业受阻，产品复杂程度较高、业务拓展难度偏大的健康险销售增速受到较大影响。

图表 5 公司各类型产品保费收入及同比增速



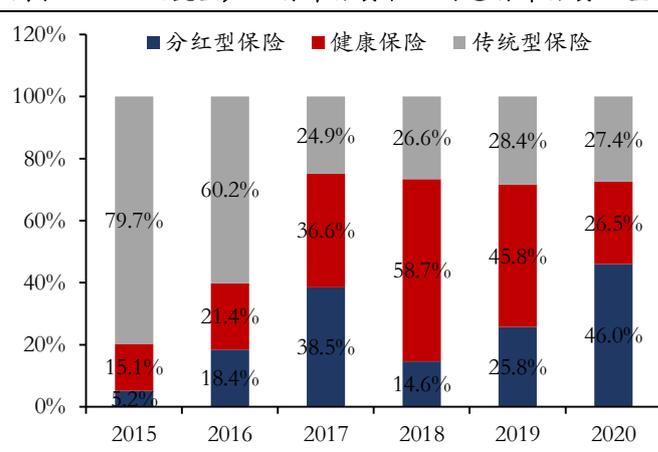
资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 6 三大类型产品首年保费同比增速分化



资料来源：公司公告，万和证券研究所

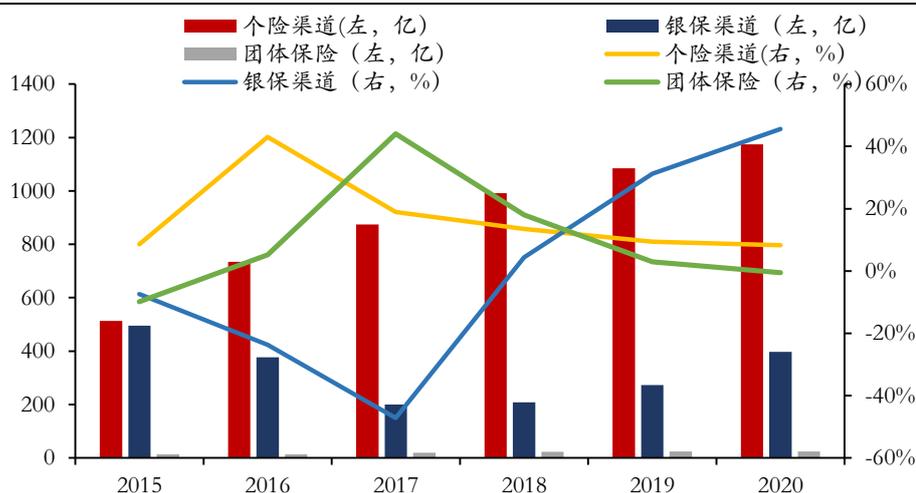
图表 7 三大类型产品首年保费占公司总首年保费比重



资料来源：公司公告，万和证券研究所

**银保渠道趸交保费强劲增长。**从渠道经营保费结构来看，2020 年公司实现个险渠道、银保渠道、团体险保费收入 1173.99 亿元、397.29 亿元、23.83 亿元，同比分别+8.25%、+45.60%、-0.5%，公司自 2019 年四季度重启银保渠道趸交以来，银保渠道业务规模连续两年维持高增长态势，推动公司业务规模提升。具体来看个险渠道和银保渠道的保费收入结构，个险渠道长期险首年保费 159.19 亿元，同比+4.76%，续期保费 963.3 亿元，同比+8.51%；银保渠道长期险首年保费 230.27 亿元，同比+125.89%，其中长期险首年保费中趸交保费占比超过 75.39%，较 2019 年占比提升 16.26 个百分点，续期保费 166.23 亿元，同比-2.42%。银保渠道的首年保费高增长主要源于趸交保费的强劲增长，为公司全年保费规模增长做出了较大贡献。

图表 8 公司渠道经营保费收入及同比增速



资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 9 公司个险渠道与银保渠道保费收入期限结构 (单位：亿元)

渠道	名称	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
个险渠道	长期险首年保费	84.88	91.71	125.41	206.79	234.04	160.78	151.96	159.19
	YOY	-16.22%	8.05%	36.75%	64.89%	13.18%	-31.30%	-5.49%	4.76%
	其中：趸交保费	14	19.13	26.33	27.31	20.5	0.58	0.21	6.67
	趸交保费占长期险首年保费比重	16.49%	20.86%	21.00%	13.21%	8.76%	0.36%	0.14%	4.19%
	续期保费	390.01	381.2	388.13	527.87	639.92	798.08	887.75	963.3
	YOY	18.68%	-2.26%	1.82%	36.00%	21.23%	24.72%	11.24%	8.51%
	保费收入合计	474.89	472.92	513.54	734.66	873.96	991.66	1084.5	1173.99
银保渠道	长期险首年保费	226.69	312.26	349.28	256.75	64.92	47.18	101.94	230.27
	YOY	5.10%	37.75%	11.86%	-26.49%	-74.71%	-27.33%	116.07%	125.89%
	其中：趸交保费	197.73	284.6	310.24	199.65	0.41	0.04	60.28	173.6
	趸交保费占长期险首年保费比重	87.22%	91.14%	88.82%	77.76%	0.63%	0.08%	59.13%	75.39%
	续期保费	307.26	222.08	145.45	120.52	134.35	160.43	170.36	166.23
	YOY	0.43%	-27.72%	-34.51%	-17.14%	11.48%	19.41%	6.19%	-2.42%
	保费收入合计	533.95	534.34	494.73	377.27	199.26	207.93	272.86	397.29

资料来源：公司公告，万和证券研究所

## (二) 代理人队伍规模增长强劲，队伍质量有待提升

截止到 2020 年末，公司个险营销规模人力达到 60.6 万人，同比+19.5%，增加 9.9 万人，代理人队伍规模继续创历史新高；月均合格人力 12.8 万人，同比减少 0.5 万人；在队伍规模增长、月均合格人力小幅下滑及首年保费同比个位数增长背景下，个险渠道月均合格率 23.8%，同比下滑 9.2 个百分点，月均人均综合产能 2617 元，同比-22.7%，两者呈现明显下滑态势。公司个险渠道代理人队伍在规模快速增长同时仍需提升整体质态，产能及合格人力有待取得同步增长，打造高质量的代理人队伍，取得有效发展。

图表 10 公司个险渠道人力上升，但人均综合产能下降明显

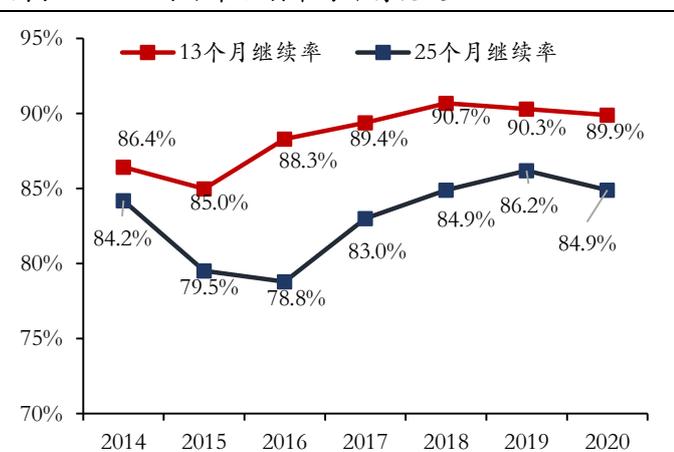


资料来源：公司公告，万和证券研究所

### (三) 经营质量保持稳定

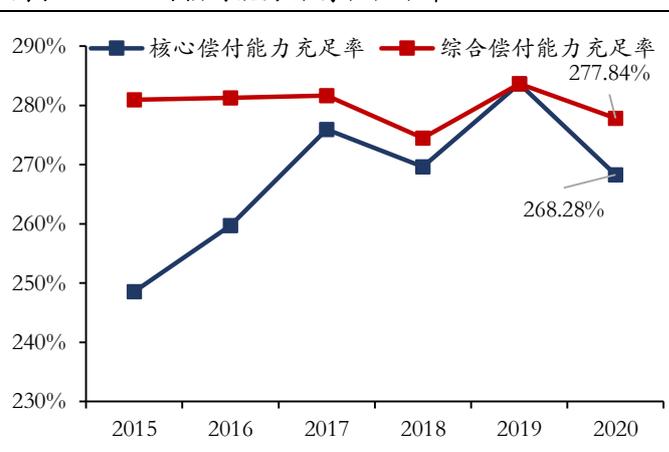
相关经营质量品质指标保持稳定。2020 年末，公司 13 个月保单继续率、25 个月保单继续率分别为 89.9%、84.9%，同比分别下降 0.4、下降 1.3 个百分点；公司退保金 2020 年为 122.58 亿元，同比-5.6%；在退保金小幅负增长及业务扩张下，公司退保率相应改善，全年退保率为 1.5%，同比下降 0.3 个百分点；公司核心偿付能力充足率、综合偿付能力充足率分别为 268.82%、277.84%，同比均小幅下滑，但在行业内处于较高水平，整体而言公司经营质量保持了相对稳定状态。

图表 11 公司保单继续率均保持稳定



资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 12 公司偿付能力保持较强水平



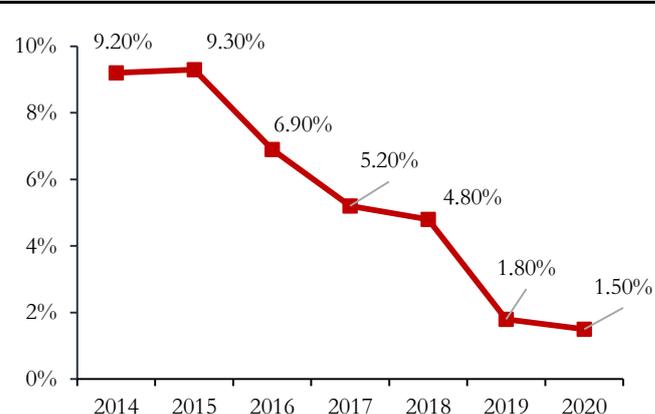
资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 13 公司退保金同比继续下降

图表 14 公司退保率下降



资料来源：公司公告，万和证券研究所



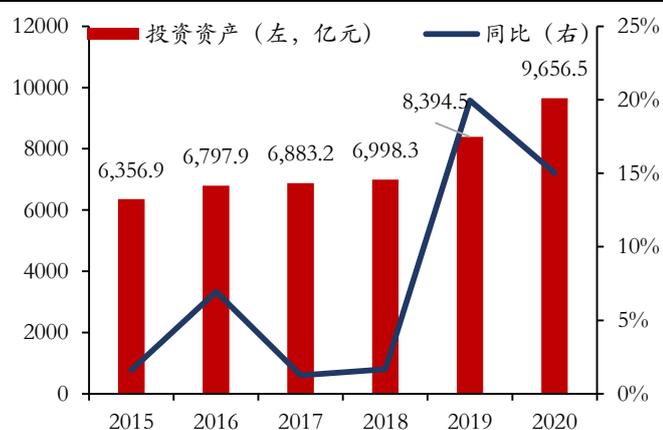
资料来源：公司公告，万和证券研究所

注：退保率=当期退保金/(期初寿险、长期健康险责任准备金余额+长期险保费收入)

## 二、资产端对公司业绩有显著正面贡献

投资资产规模扩张，总投资收益率表现良好。随着负债端保费规模的扩张，公司投资资产规模相应扩张，2020 末投资资产规模为 9656.5 亿元，同比+15.03%。在投资资产投向，公司提升了权益类资产的占比，加大了对股票、基金的投资，两者占投资资产的比重分别为 8.8%、5.8%，环比分别提升 2.2、0.3 个百分点。在公司积极把握权益市场带来的机会下，公司 2020 年总投资收益率、净投资收益率分别为 5.5%、4.6%，同比分别上升 0.6 个、下降 0.2 个百分点，总投资收益率创 2016 年以来新高，对利润有显著的正面贡献。

图表 15 投资资产随负债端规模增长而增长



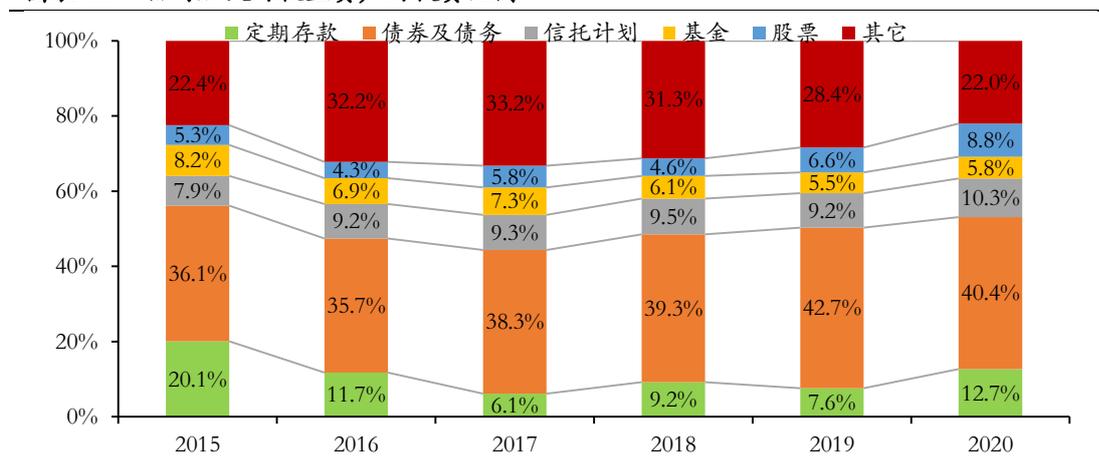
资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 16 公司总投资收益率创 2016 来新高



资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 17 公司加大对权益资产的投资比例

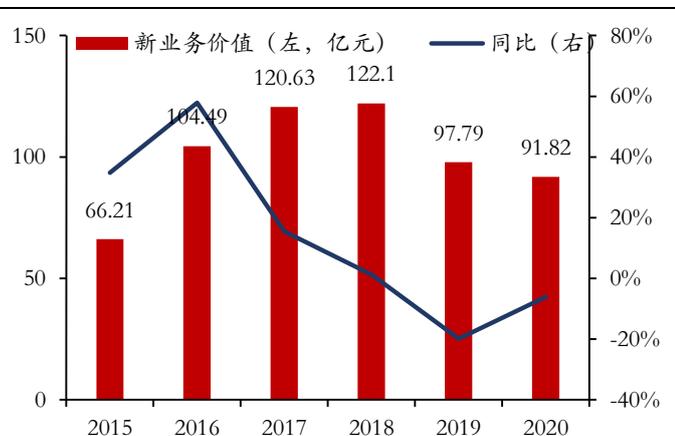


资料来源：公司公告，万和证券研究所

### 三、新业务价值率下降，内含价值稳步提升

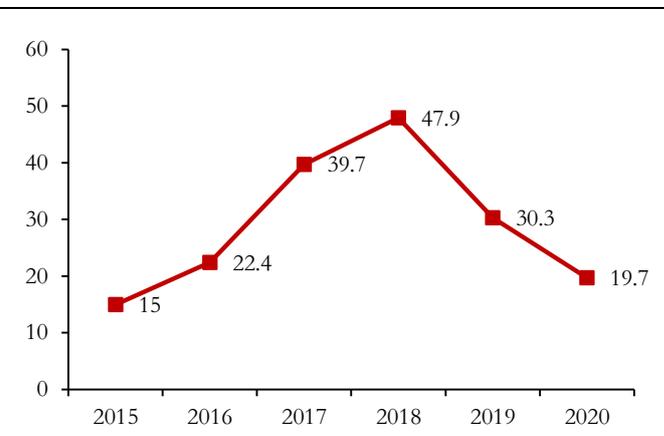
新业务价值率降幅环比缩窄。受银保渠道首年保费对公司首年保费贡献较大影响，导致公司新业务价值率下滑明显，2020年为19.7%，同比下滑11.3个百分点，环比2020H1提升4.4个百分点，自2020年7月以来，公司推出“惠加保”高价值产品，注重价值增长，使得新业务价值率较上半年有所提升；新业务价值91.82亿元，同比-6.1%，其中个险渠道、银保渠道新业务价值分别为89.87、3.26亿元，分别同比-7.27%、+12.03%。

图表 18 新业务价值同比为负



资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 19 新业务价值率下滑



资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 20 银保渠道新业务价值实现两位数正增长

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
个险渠道 (亿)	77.8	102.71	114.4	117.25	96.92	89.87
YOY		65.08%	32.02%	11.38%	2.49%	-17.34%
银行保险渠道 (亿)	-0.58	2.35	6.83	5.79	2.91	3.26
YOY		-120.57%	-505.17%	190.64%	-15.23%	-49.74%
团体保险渠道 (亿)	-0.59	-0.57	-0.61	-0.94	-2.04	-1.31
合计	76.63	104.49	120.63	122.1	97.79	91.82
YOY		56.01%	36.36%	15.45%	1.22%	-19.91%

资料来源：公司公告，万和证券研究所

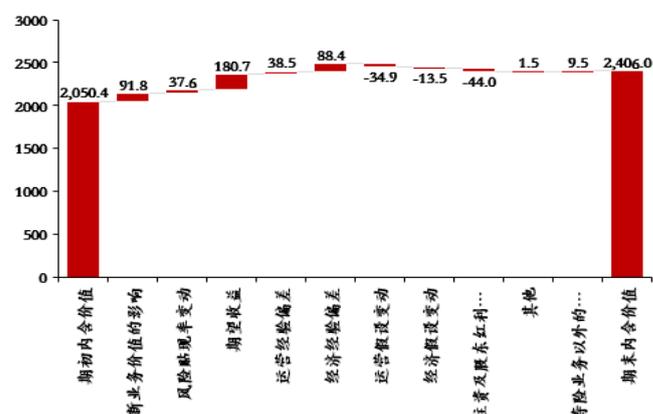
**内含价值增速平稳。**2020年公司内含价值2406亿元，同比+17.34%，内含价值实现两位数稳步增长，增速较2019年基本持平。受投资收益率表现良好影响，2020年经济经验偏差为公司贡献88.4亿元正贡献，经济经验偏差已经连续两年做出较大正贡献。公司实现归母净利润142.94亿元，同比-1.82%，主要受2019年执行手续费及佣金支出税前扣除政策调整影响，同时公司会计估计变更准备金计提影响税前利润116.44亿元。

图表 21 内含价值稳步增长



资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 22 经济经验偏差为内含价值正增长做出较大贡献 (单位: 亿)



资料来源：公司公告，万和证券研究所

注：图中省略项目分别为：注资及股东红利分配、寿险业务以外的其他股东价值变化

图表 23 公司净利润归母净利润同比小幅负增长



资料来源：公司公告，万和证券研究所

## 四、盈利预测与投资建议

**首次覆盖给予“买入”评级。**在公司坚定推进资产负债双轮驱动、规模价值全面发展下，未来发展布局以寿险为核心，将财富管理与康养产业作为支撑，同时也将科技赋能纳入公司发展战略，逐步构建成熟的“一体两翼+科技赋能”，助力实现公司“二次腾飞”的发展目标。我们预计公司2021-2023年EPS 4.92元、5.50元、6.05元，每股内含价值分别为89.1、104.7、114.7元，对应P/EV为0.56倍、0.48倍、0.43倍，估值水平处于较低位置，首次覆盖给予“买入”评级。

## 五、风险提示

新单销售不及预期；新业务价值增长不及预期；长端利率上行不及预期；资本市场波动加大等。

图表 24 财务预测与估值

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	206538	223044	249061	273799	货币资金	13,002	14363	15512	16753
已赚保费	156398	173602	190962	210058	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	32095	22096	22671	29639
保险业务收入	159511	177376	194227	213261	保户质押贷款	37732	44193	47728	51546
分出保费	-2898	-3478	-4173	-5008	定期存款	122640	99433	119320	122422
提取未到期责任准备金	-215	-161	-121	-91	可供出售金融资产	426703	475070	513075	554121
投资收益	51267	53830	59213	65135	持有至到期投资	273076	309348	328130	356828
公允价值变动损益	-1900	-1900	1900	2280	归入贷款及应收款的投资	41384	71813	77558	81830
汇兑损益	-241	-313.3	-407	-529	<b>资产总计</b>	1004376	1104814	1193199	1288655
其他业务收入	927	1112	1335	1602	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	14837	15960	17157	18443
退保金	-12258	-12258	-13484	-14832	卖出回购金融资产款	41888	44887	75060	46108
赔付支出	-55741	-61315	-67447	-74191	保户储金及投资款	51476	57854	64337	69163
手续费及佣金支出	-17826	-18717	-19653	-20636	寿险责任准备金	634501	698235	750603	806898
业务及管理费	-13175	-13175	-13439	-13707	应付债券	10000	10000	10000	10000
其他业务成本	-3849	-4426	-5090	-5854	<b>负债合计</b>	902696	997479	1072290	1152712
资产减值损失	-2740	-3425	-4281	-5352	<b>股东权益</b>	101680	107335	120909	135943
营业利润	15577	16728	18680	20535					
利润总额	15491	18594	18594	20449	<b>关键财务指标</b>	2020	2021E	2022E	2023E
所得税费用	-1194	1283	1433	1576	保险业务收入增速	15.48%	11.20%	9.50%	9.80%
<b>净利润</b>	14297	15360	17160	18873	新业务价值增速	-6.10%	5.00%	9.00%	10.00%
归母净利润	14294	15358	17159	18871	净利润增速	-1.81%	7.43%	11.72%	9.98%
					资产增速	14.27%	10.00%	8.00%	8.00%
<b>内含价值</b>	2020	2021E	2022E	2023E	负债增速	13.62%	10.50%	7.50%	7.50%
经调整的净资产价值	147291	166739	195918	214797	内含价值增速	17.34%	15.50%	14.00%	13.50%
扣除要求资本成本前的有效业务价值	115285	138949	163265	178997	每股内含价值	77.1	89.1	104.7	114.7
持有要求资本成本扣除要求资本成本后的有效业务价值	-21972	-27790	-32653	-35799	每股收益	4.58	4.92	5.50	6.05
内含价值	240604	277898	326530	357995	每股净资产	32.59	34.40	38.75	43.57
					P/EV	0.65	0.56	0.48	0.43

资料来源: Wind, 万和证券研究所

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**分析师声明：**本研究报告作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级标准：

**行业投资评级：**自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

**强于大市：**相对沪深300指数涨幅10%以上；

**同步大市：**相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

**弱于大市：**相对沪深300指数跌幅10%以上。

**股票投资评级：**自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

**买入：**相对沪深300指数涨幅15%以上；

**增持：**相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

**中性：**相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

**回避：**相对沪深300指数跌幅5%以上。

**免责声明：**本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，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。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

### 万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>