

2021年08月26日

公司研究•证券研究报告

新华保险（601336.SH）

投资表现优异，但 NBV 同比-22%

投资要点

- ◆ **事件：**H121 营收 1,321 亿元、同比+11.3%；归母净利润 105.5 亿、同比+28.3%。Q2 归母净利润 42.4 亿元，同比+18.4%、环比-32.7%。财务利润波动主要受投资收益影响。集团期末 EV 2,508 亿元，较期初+4.2%。
- ◆ **【寿险】：**H121 总保费 1,006 亿元，同比+3.9%，其中长期首年期交保费 144 亿元，同比+6.8%；续期 670 亿元，同比+6.9%，增速优于主要同业。但 10 年期以上首年保费同比-23.2%，同时 Q2 保费同比-2.0%，终端需求压力显现。H1 NBV 40.9 亿元，同比-21.7%。个险代理人 44.1 万，同比-16.2%；月合格人力 10.5 万，同比-22.2%；月合格率 19.1%，同比降 7.3pct；月人均产能 3,105 元，同比-13.2%。行业性压力下，13 个月继续率同比降 2.2pct 至 88.8%，退保率升 0.3pct 至 1.0%。公司前两年进行战略调整，恢复个险+银保两条腿走路。渠道费用高企下，银保渠道也进行了结构调整，H1 保费同比-0.7%，其中短期险-38.6%、长期期缴+28.5%。
- ◆ **【投资】：**期末投资资产 9,793 亿元，较期初+1.4%。H1 总投资收益同比+48.1%，推动总投资收益率升 1.4pct 至 6.5%，表现优于同业 (vs 太平 6.3%、国寿 5.69%、平安调整后 4.57%)；净投资收益率 4.5%，虽然同比-0.1pct，但同样优于国寿 4.33%、太平 4.11% 和平安 3.8%。
- ◆ **投资建议：**我们维持盈利预测不变，目前股价对应 2021E P/EV 0.47x，已创最近 5 年新低。考虑到公司业务表现优于主要同业，估值低于主要同业，维持买入-A 评级。
- ◆ **风险提示：**长端利率下行、终端需求偏弱、代理人大幅下滑超预期

财务数据与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	174566	206538	225748	244896	269971
同比增长（%）	13.23%	18.32%	9.30%	8.48%	10.24%
归母净利润（百万元）	14559	14294	20249	24431	30021
同比增长（%）	83.78%	-1.82%	41.66%	20.65%	22.88%
ROE（%）	19.41%	15.36%	18.93%	20.64%	22.82%
EPS（元）	4.67	4.58	6.49	7.83	9.62
EVPS（元）	67.01	77.12	84.81	93.41	103.23
PE	8.50	8.67	6.12	5.07	4.13
PEV	0.59	0.51	0.47	0.43	0.38

数据来源：华金证券研究所

公司快报

非银行金融 | 保险 III

投资评级 买入-A(维持)

股价(2021-08-26) 39.70 元

交易数据

总市值（百万元）	123,846.00
流通市值（百万元）	82,791.94
总股本（百万股）	3,119.55
流通股本（百万股）	2,085.44
12 个月价格区间	38.65/70.30 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.31	-17.77	-36.5
绝对收益	-5.68	-20.0	-32.71

分析师

 崔晓雁
 SAC 执业证书编号：S0910519020001
 021-20377098

相关报告

- 新华保险：新单增长表现良好、投资收益大增助推业绩 2021-04-30
- 新华保险：寿险规模先行、价值增长压力开始凸显 2021-03-25
- 新华保险：银保趸交持续高增，价值转头 2020-10-28
- 新华保险：重启银保、规模与价值并举 2020-08-26
- 新华保险：保费+投资双轮驱动、趸交规模大幅提升 2020-04-29

财务报表预测和估值数据汇总

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
已赚保费	135,403	156,398	169,952	184,940	203,096	货币资金	11,768	13,002	13,147	14,708	16,410
投资净收益	38,376	49,367	54,777	58,834	65,641	买入返售金融资产	5,682	1,832	9,860	11,031	12,308
营业收入	174,566	206,538	225,748	244,896	269,971	交易性金融资产	24,409	32,095	16,433	18,386	20,513
退保金	12,990	12,258	12,993	13,196	13,457	定期存款	64,040	122,640	76,688	85,799	95,726
赔付支出	60,648	55,741	64,646	72,199	81,320	可供出售金融资产	387,296	426,703	460,128	514,796	574,357
提取保险责任准备金	53,734	87,199	88,463	92,563	97,584	持有至到期投资	246,212	273,076	383,440	428,997	478,631
保户红利支出	42	577	110	118	131	长期股权投资	4,917	4,967	5,478	6,129	6,838
手续费及佣金支出	16,871	17,826	17,324	18,852	20,703	资产合计	878,970	1,004,3	1,138,1	1,271,6	1,417,3
业务及管理费	13,783	13,175	13,545	13,469	14,848	保户储金及投资款	46,366	51,476	56,349	54,191	60,710
营业支出	161,280	190,961	200,432	214,350	232,437	未到期责任准备金	2,102	2,349	4,335	4,926	5,519
营业利润	13,286	15,577	25,317	30,545	37,533	未决赔款准备金	1,611	1,802	1,934	1,701	1,872
税前利润	13,221	15,491	25,317	30,545	37,533	寿险责任准备金	567,985	634,501	710,641	785,258	863,784
所得税	(1,339)	1,194	5,063	6,109	7,507	长期健康险责任准备金	86,493	115,757	156,272	200,028	240,034
净利润	14,560	14,297	20,253	24,436	30,027	应付保单红利	0	3	3	4	4
归属于母公司股东的净利润	14.559	14.294	20.249	24.431	30.021	负债合计	794,509	902,696	1,025,8	1,147,1	1,278,6
少数股东损益	1	3	4	5	6	股本	3,120	3,120	3,120	3,120	3,120
险企财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E	归属于母公司所有者权益合计	84,451	101,667	112,265	124,493	138,613
EPS(元)	4.67	4.58	6.49	7.83	9.62	少数股东权益	10	13	15	16	18
BVPS(元)	27.07	32.59	35.98	39.90	44.43	所有者权益合计	84,461	101,680	112,279	124,509	138,631
EVPS(元)	67.01	77.12	84.81	93.41	103.23	内含价值 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE(X)	8.50	8.67	6.12	5.07	4.13	调整后净资产	122,924	147,291	160,925	174,673	189,373
PB(X)	1.47	1.22	1.10	0.99	0.89	扣售后有效业务价值	86,108	93,313	103,683	116,762	132,695
P/EV	0.59	0.51	0.47	0.43	0.38	内含价值	10,259	9,182	10,370	13,079	15,933
						一年新业务价值	209,032	240,604	264,608	291,435	322,068

资料来源：华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn