

新华保险 (601336)

业务结构回调，NBV降幅远大于新单

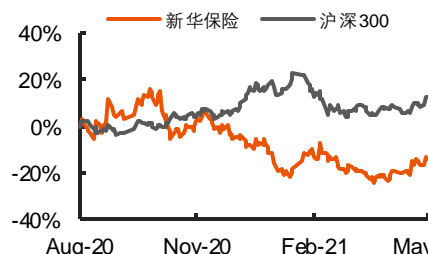
中性 (维持)

现价: 39.70 元

主要数据

行业	保险
公司网址	www.newchinalife.com
大股东/持股	HKSCC Nominees Limited(香港中央结算(代理人)有限公司)/33.13%
实际控制人	
总股本(百万股)	3,120
流通 A 股(百万股)	2,085
流通 B/H 股(百万股)	1,034
总市值(亿元)	1,017
流通 A 股市值(亿元)	828
每股净资产(元)	34.12
资产负债率(%)	89.6

行情走势图



相关研究报告

《新华保险“601336”高基数稳增长，队伍规模形成助力》 2021-04-30
 《新华保险“601336”保持队伍活力，新单量价企稳》 2021-03-25

证券分析师

王维逸 投资咨询资格编号
S1060520040001
wangweiyi059@pingan.com.cn

李冰婷 投资咨询资格编号
S1060520040002
libingting419@pingan.com.cn

研究助理

郝博韬 一般从业资格编号
S1060120010015
haobotao973@pingan.com.cn

陈相合 一般从业资格编号
S1060121020034
chenxianghe935@pingan.com.cn

投资要点

事项:

公司发布 2021 年半年报, 21H1 年实现归母净利润 105 亿元 (YoY+28%)。寿险总保费 1006 亿元 (YoY+4%) ; EV 达 2508 亿元 (较上年末+4%)、剩余边际 2305 亿元 (较上年末+1%)。

平安观点:

- **Q2 拖累上半年总新单微幅下滑。**21H1 总新单 336 亿元 (YoY-2%)、个险新单 88 亿元 (YoY+10%)，剔除银保趸交后总新单仍 188 亿元 (YoY+2%)。分季度来看, 21Q1 总新单、个险新单分别同比+10%、+10%，21Q2 分别-22%、-33%。
- **健康险新单、十年期及以上长险首年期交保费下滑显著，导致 NBVM 下滑、NBV 降幅远超新单。**尽管 20H1 基数不高，但疫情影响行业保障险业务恢复节奏，新重疾产品销售承压。21H1 长期险首年期交保费中，健康险业务仅 46 亿元 (YoY-17%)、占比 15% (YoY-3pct)；十年期及以上业务仅 38 亿元 (YoY-23%)。产品结构回调压力下，NBVM 仅 12% (YoY-3pct)；剔除银保趸交后 NBVM 仅 22% (YoY-6pct)。叠加新单微幅下滑，导致 21H1 公司 NBV 仅 41 亿元 (YoY-22%)。
- **行业传统营销体制陷入瓶颈，主动清虚、探索转型，代理人队伍规模缩减、合格率下滑。**截至 21H1 末，个险规模人力仅 41 万人 (YoY-16%)、月均人均综合产能 3105 元 (YoY-13%)，月均合格人力 10.5 万人 (YoY-22%)、月均合格率 19.1% (YoY-7pct)。
- **积极兑现浮盈，促总投资收益率提升。**21H1 总投资收益率 6.5% (YoY+1.4pct)，主要由于公司把握结构性机会，波段操作，积极兑现收益。净投资收益率 4.5% (YoY-0.1pct)，主要由于部分非标业务到期 (非标资产占比 23.2%，较上年末-0.9pct)，但高收益的优质项目依旧稀缺；测算综合投资收益率 5.6% (YoY-0.4pct)。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	174,566	206,539	218,756	236,551	250,609
YoY (%)	13%	18%	6%	8%	6%
净利润(百万元)	14,559	14,297	17,478	26,034	34,497
YoY (%)	84%	-2%	22%	49%	33%
EVPS(元)	65.72	77.12	86.08	97.06	108.90
P/EV(倍)	0.60	0.51	0.46	0.41	0.36

- **投资建议：**行业面临转型期，队伍下滑、潜在保险需求释放不及预期。公司 2020 年基数偏高，21H1 业务结构回调明显，我们调降新单和 NBVM 假设，2021 年预测 EVPS 从 87.69 元下调至 86.08 元，目前股价对应 2021 年 PEV 约 0.46 倍，维持“中性”评级。
- **风险提示：**1) 海内外疫情发展超预期、权益市场大幅波动，信用风险集中暴露。2) 清虚后代理人质态提升不及预期，新单增长不及预期。3) 利率超预期下行，到期资产再配置与新增资产配置承压。

利润表

单位：百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	206,539	218,756	236,551	250,609
保费收入	159,511	160,360	170,117	175,474
投资收益、公允价值变动损益及其他收益	49,455	60,594	68,766	77,539
其他业务收入	927	932	989	1,020
营业支出	190,961	197,986	205,614	209,614
赔款及保户利益	153,888	162,270	167,798	170,645
手续费及佣金支出	17,826	17,921	19,011	19,610
管理费用	13,175	13,245	14,051	14,494
其他业务支出	3,849	3,869	4,105	4,234
营业利润	15,578	20,770	30,938	40,995
营业外收支净额	-86	-	-	-
利润总额	15,492	20,770	30,938	40,995
减：所得税	1,194	3,116	4,641	6,149
净利润	14,298	17,655	26,297	34,846
归属母公司净利润	14,297	17,478	26,034	34,497

关键指标增速

营业收入	18%	6%	8%	6%
投资收益、公允价值变动损益及其他收益	29%	23%	13%	13%
赔款及保户利益	22%	5%	3%	2%
手续费及佣金支出	6%	1%	6%	3%
管理费用	-4%	1%	6%	3%
营业利润	17%	33%	49%	33%
所得税	-189%	161%	49%	33%
归属于母公司净利润	-2%	22%	49%	33%

关键指标在保费占比

赔款及保户利益/已赚	96%	101%	99%	97%
手续费及佣金支出	11%	11%	11%	11%
管理费用	8%	8%	8%	8%

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	13,002	14,503	17,034	19,267
交易性金融资产	32,095	27,585	36,589	41,876
买入返售金融资产	1,832	5,334	561,195	635,001
应收保费	2,312	3,007	362,393	412,246
可供出售金融资产	426,703	480,214	5,657	5,398
持有至到期投资	273,076	317,868	3,263	3,703
长期股权投资	4,967	6,426	7,057	7,958
定期存款	122,640	106,585	125,807	155,209
资产总计	1,004,376	1,129,454	1,304,455	1,488,014
保户储金及投资款	51,476	59,212	67,290	76,188
未到期责任准备金	2,349	2,678	3,055	3,460
未决赔款准备金	1,802	1,892	2,280	2,560
寿险责任准备金	634,501	743,492	832,929	946,354
长期健康险责任准备金	115,757	112,260	134,671	155,959
负债合计	902,696	1,010,613	1,160,355	1,316,573
股本	3,120	3,120	3,120	3,120
未分配利润	45,943	8,351	11,973	14,310
所有者权益合计	101,680	118,841	144,100	171,441
负债和股东权益总计	1,004,376	1,129,454	1,304,455	1,488,014

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
价值指标 (百万元)				
人身险新业务价值	9,182	7,636	10,158	10,827
内含价值	240,604	268,570	302,837	339,758
每股指标 (元)				
每股收益	4.58	5.60	8.34	11.06
每股新业务价值	2.94	2.45	3.26	3.47
每股内含价值	77.12	86.08	97.06	108.90
估值指标				
P/E	8.67	7.09	4.76	3.59
P/EV	0.51	0.46	0.41	0.36

主要指标增速

归母净利润增速	-2%	22%	49%	33%
新业务价值增速	-6%	-17%	33%	7%
内含价值增速	17%	12%	13%	12%

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033