

## 公司研究

## NBV 与 NBVM 短期承压，期待转型成效显现

——新华保险（601336.SH、1336.HK）2021年半年报点评

## A 股：买入（维持）

当前价：40.70 元人民币

## H 股：买入（维持）

当前价：22.85 港币

## 作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

wangyf@ebscn.com

联系人：郑君怡

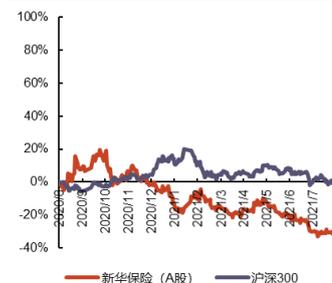
010-57378023

zhengjy@ebscn.com

## 市场数据（A 股）

总股本(亿股)	31.20
总市值(亿元)	1270
一年最低/最高(元)	38.65/70.30
近3月换手率	63.4%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.0	-9.3	-31.9
绝对	3.4	-18.6	-29.8

资料来源：Wind

## 相关研报

保险业拐点何时到来？——保险行业2021年中期策略报告（20210722）  
 银保渠道大幅推高新单，NBVM 略下滑——新华保险（601336.SH/1336.HK）：2020年年报点评（20210325）  
 保费规模价值平衡发展，银保渠道增速明显——新华保险（601336.SH/1336.HK）：2020年三季度报点评（20201030）  
 保费规模骤升，期待价值回归——新华保险（601336.SH/1336.HK）：2020半年报点评（20200826）

## 要点

**事件：**2021年8月26日，新华保险发布2021年半年度报告：新华保险2021年上半年实现营业收入1321亿元（YOY+11.3%），总保费收入1006亿元（YOY+3.9%），归母净利润105亿元（YOY+28.3%），年化总投资收益率6.5%，同比提升1.4个百分点，内含价值2508亿元，较年初增长4.2%。

## 点评：

**保费规模稳定增长，但十年期及以上期交保费及短期险保费下滑。**2021年上半年，公司实现总保费收入1006亿元（YOY+3.9%），其中，长期险首年保费300亿元（YOY+0.5%），长期险首年期交保费144亿元（YOY+6.8%），但十年期及以上期交保费同比下滑23.2%至38亿元，短期险保费同比下滑16.3%至36亿元，略拖累总保费增速。

**代理人清虚，首年保费及产能下滑。**2021年上半年，公司积极推进代理人渠道转型升级，主动开展人力清虚。截至2021年6月30日，个险代理人规模人力为44.1万人，同比下滑16.2%；月均合格人力10.5万人，同比下滑22.2%；月均合格率19.1%，同比下滑7.3pct。代理人的下滑导致首年保费承压，2021H1用于计算新业务价值的首年保费为335亿元，同比下滑2.0%，月均人均综合产能（月均首年保费/月均规模人力）为3105元，同比下滑13.2%。我们预计随着改革不断深化，人力质量将有所提升。

**高新业务价值率产品销售下滑，NBV 短期承压。**2021年上半年，公司实现新业务价值41亿元，同比大幅下滑21.7%，除受首年保费同比下滑2.0%的影响以外，主要原因为新业务价值率较高的保障型产品销售受阻。2021H1公司长期健康险首年保费为45.7亿元，同比下滑17.4%，短期健康险保费为25.3亿元，同比下滑17.1%，拉低整体新业务价值率，导致NBV承压。但我们认为，随着重疾险新旧定义切换影响减弱，以及疫情下健康意识逐渐增强，保障型产品需求将有望提升，从而提振NBVM，助力NBV实现增长。

**投资端表现亮眼，投资收益大幅增长。**2021年上半年，公司投资资产为9793亿元，较去年年末增加1.4%，年化总投资收益率同比提升1.4pct至6.5%，实现总投资收益同比大幅增长48.1%至311亿元，带动归母净利润同比增长28.3%至105亿元。

**盈利预测与评级：**公司积极推进代理人渠道转型升级，人力质量有望提升，叠加公司积极布局康养产业，产业协同有望带动公司利润实现进一步增长。考虑到公司2021H1投资收益大幅增长，归母净利润同比增长28.3%，我们上调公司2021-2023归母净利润预测5.3%/7.49%/1.7%至190/263/426亿元。目前A/H股价对应公司21年PEV为0.46/0.22，维持A/H股“买入”评级。

**风险提示：**经济复苏不及预期；政策改革推进不及预期；长端利率超预期下行。

## 公司盈利预测与估值简表

财务简表	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	174,566	206,538	240,811	282,698	339,699
营业收入增长率%	13.23%	18.32%	16.59%	17.39%	20.16%
净利润 (百万元)	14,559	14,294	19,027	26,270	42,609
净利润增长率%	83.78%	-1.82%	33.11%	38.07%	62.20%
EPS (元)	4.67	4.58	6.10	8.42	13.66
EVPS (元)	65.72	77.12	87.94	101.78	121.68
P/E (A)	8.72	8.88	6.67	4.83	2.98
P/B (A)	1.50	1.25	1.10	0.95	0.78
P/EVPS (A)	0.62	0.53	0.46	0.40	0.33
P/E (H)	4.08	4.15	3.12	2.26	1.39
P/B (H)	0.70	0.58	0.52	0.45	0.36
P/EVPS (H)	0.29	0.25	0.22	0.19	0.16

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021 年 08 月 27 日; HKD/CNY=0.83272

### 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入合计	174,566	206,538	240,811	282,698	339,699
<b>已赚净保费</b>	<b>135,403</b>	<b>156,398</b>	<b>180,605</b>	<b>208,560</b>	<b>240,841</b>
投资收益及公允价值变动	38,376	49,367	59,326	73,136	97,715
<b>营业支出</b>	<b>161,280</b>	<b>190,961</b>	<b>220,094</b>	<b>254,127</b>	<b>293,423</b>
退保金	12,990	12,258	14,155	16,346	18,876
净赔付支出	59,603	54,402	62,822	72,546	83,775
<b>提取保险责任准备金</b>	<b>53,335</b>	<b>86,651</b>	<b>100,063</b>	<b>115,551</b>	<b>133,436</b>
保险业务手续费及佣金支出	16,871	17,826	20,585	23,771	27,451
业务及管理费	13,783	13,175	15,214	17,569	20,288
营业利润	13,286	15,577	20,717	28,571	46,276
营业外收支	-65	-86	-98	-103	-106
利润总额	13,221	15,491	20,619	28,467	46,171
所得税费用	-1,339	1,194	1,589	2,194	3,559
少数股东损益	1	3	3	3	3
<b>归属母公司净利润</b>	<b>14,559</b>	<b>14,294</b>	<b>19,027</b>	<b>26,270</b>	<b>42,609</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>总资产</b>	<b>878,970</b>	<b>1,004,376</b>	<b>1,147,674</b>	<b>1,311,417</b>	<b>1,498,522</b>
货币资金	11,768	13,002	14,857	16,977	19,399
金融投资	30,091	33,927	38,767	44,299	50,619
应收保费	2,233	2,312	2,642	3,019	3,449
保户质押贷款	35,148	37,732	43,115	49,267	56,296
可供出售金融资产	387,296	426,703	487,582	557,148	636,638
持有至到期投资	246,212	273,076	312,037	356,556	407,428
长期股权投资	4,917	4,967	5,676	6,485	7,411
<b>总负债</b>	<b>794,509</b>	<b>902,696</b>	<b>1,032,673</b>	<b>1,178,025</b>	<b>1,335,302</b>
寿险责任准备金	567,985	634,501	725,861	828,029	938,578
<b>股东权益合计</b>	<b>84,461</b>	<b>101,680</b>	<b>115,001</b>	<b>133,392</b>	<b>163,220</b>
股本	3,120	3,120	3,120	3,120	3,120
归属于母公司所有者权益合计	84,451	101,667	114,985	133,373	163,198

资料来源: Wind, 光大证券研究所预

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE