

2021 年中报点评：新业务价值下滑，投资端表现优异

买入（维持）

2021 年 08 月 27 日

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证号：S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

事件：公司发布 2021 年中报，实现归母净利润 105.46 亿元，同比+28.3%；归母净资产 1064.57 亿元，较去年末+4.7%；新业务价值 40.90 亿元，同比-21.7%。期末内含价值 2507.66 亿元，同比+11.6%；有效业务价值 952.47 亿元，同比+3.6%；总保费收入 1006.10 亿元，同比+3.9%；净/总投资收益率 4.5%、6.5%；整体业绩符合市场预期。

投资要点

■ **行业弱复苏，银保渠道的优化难掩行业性增长疲态**：2021 年上半年，公司总新单规模 336.19 亿元，同比下跌 1.7%；渠道角度，个险/银保/团险新单保费收入分别为 122.39、195.90、17.90 亿元，同比分别变动-7.0、+0.2、+21.4 pct；保费结构角度，公司长险新单总保费同比增长 0.5%，其中期交保费同比增长 6.8%，而十年期及以上期交保费同比却大幅减少 23.2%。细分来看，公司个险渠道长险新单保费与长险首年期交保费同比分别-1.0%、-1.5%，短期险保费-28.8%；银保渠道长险新单保费同比微增 0.3%，其中期交保费已达 47.02 亿元，同比大增 28.5%，趸交保费同比下降 6.2%，期交业务占比显著提升，银保渠道的保费结构得到优化，公司以趸促期的战略取得成效。然而，银保渠道的活力难以拉动行业整体的滞缓，短期内需的匮乏驱使贡献了 95.5% 新业务价值的个险渠道量价齐跌（新单保费减少+业务结构恶化），拉低公司上半年新业务价值至 40.90 亿元，同比大幅减少 21.7%。

■ **人力规模有所缩减，人均产能进一步下降**：2021 年上半年，在行业传统营销体制遭遇瓶颈的大背景下，公司寻求传统营销模式转型，开展人力清虚，个险渠道人力规模为 44.1 万人，同比下降 16.2%。同时因国内疫情反复影响线下展业，优质产能释放速度放缓，代理人队伍月均合格率 19.1%，同比下滑 7.3 pct；月均人均综合产能 3105 元，同比下降 13.2%。代理人数量、效益两侧均承受压力，整体拉低公司新业务价值增速，这也预示着公司营销模式改革进入深水区，随公司由量到质转型的深入，线上营销力度的加大，我们预计未来人均产能有望逐步得到释放。

■ **投资端表现优异，浮盈兑现推动投资收益率显著提升**：2021 年上半年公司总投资资产达到 9793.39 亿元，同比增长 8.8%。得益于公司“二次腾飞”战略下财富管理重要性的提升，公司一方面继续维持较高的债券配置比例，实现 213.80 亿元的净投资收益，同比增长 11.8%；另一方面，公司灵活调整权益品种收益兑现节奏，实现 311.17 亿元的总投资收益，同比大幅增长 48.1%。2021 年上半年公司总投资收益率为 6.5%，同比增长 1.4 pct，净投资收益率为 4.5%，同比下降 0.1 pct；账面浮盈 98.26 亿元，较去年同期增加 29.64 亿元，助推归母净利润同比大幅增长 28.3%。

■ **盈利预测与投资评级**：短期因行业 NBV 难以得到有效修复，同时人力规模缺乏增长动力，我们下调公司 2021-2023 年新业务价值预测 103.4/117.2/135.1 亿元至 77.59/73.48/79.34 亿元，对应 2021-2023 年 VNPS 2.49/2.36/2.54 元。长期来看，旺盛的康养需求将支撑行业发展，而公司“资产负债双轮驱动，规模价值全面发展”的经营理念有望助推其实现保费规模与投资收益的“双开花”。公司当前市值（2021 年 8 月 27 日）对应 2021-2023 年 A 股估值 P/EV 0.47/0.42/0.38 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示**：1) 保障型产品后续销售不及预期；2) 长端利率下行影响投资端；3) 权益市场振荡加大投资收益波动性。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	40.70
一年最低/最高价	38.65/70.30
市净率(倍)	1.19
流通 A 股市值(百万元)	84877.38

*备注汇率：估值数据按照 1 港元 = 0.8339 元人民币汇率计算

*备注货币单位：全文货币单位统一为人民币

*汇率、股价、总市值等数据截至 2021 年 8 月 27 日收盘

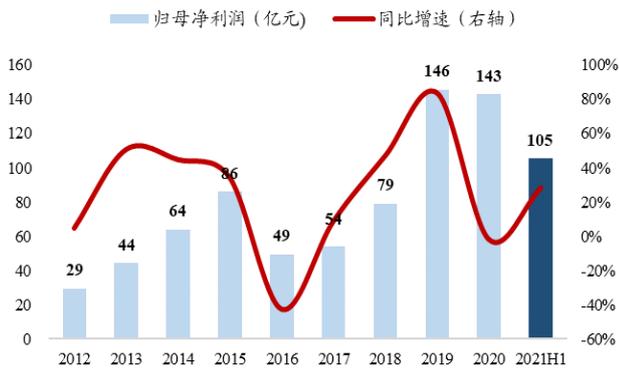
基础数据

每股净资产(元)	34.13
资产负债率(%)	89.58
总股本(百万股)	3119.55
流通 A 股(百万股)	2085.44

相关研究

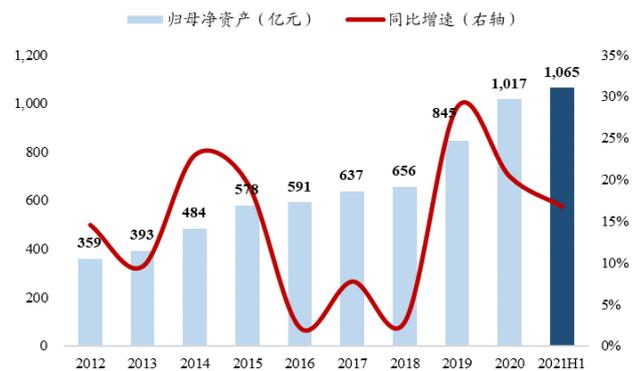
1、《新华保险 (601336)：2020 年报点评：新业务价值增速超预期，人力规模逆势向上》
2021-03-25

图 1: 2012-2021H1 公司归母净利润及同比增速



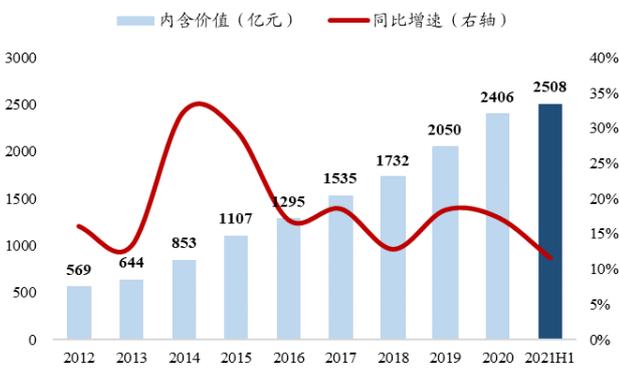
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 2: 2012-2021H1 公司归母净资产及同比增速



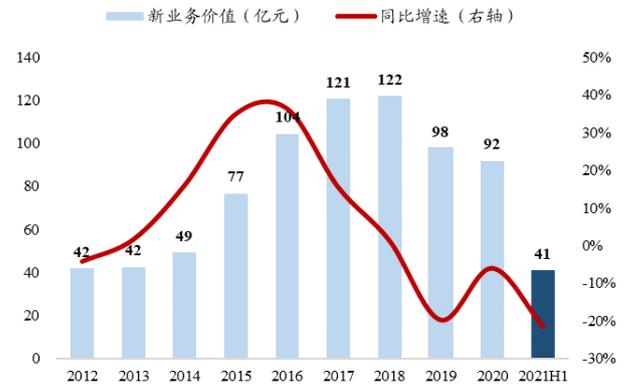
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 3: 2012-2021H1 公司内含价值及同比增速



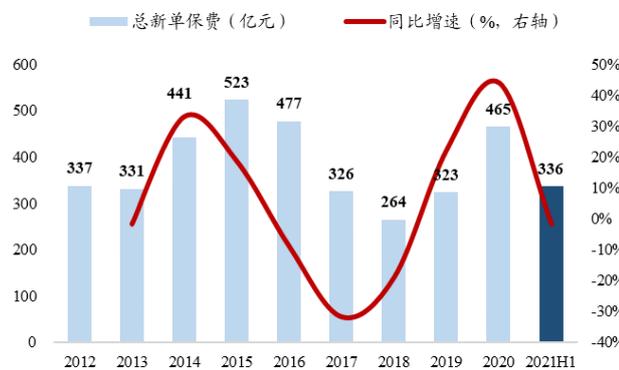
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 4: 2012-2021H1 公司新业务价值及同比增速



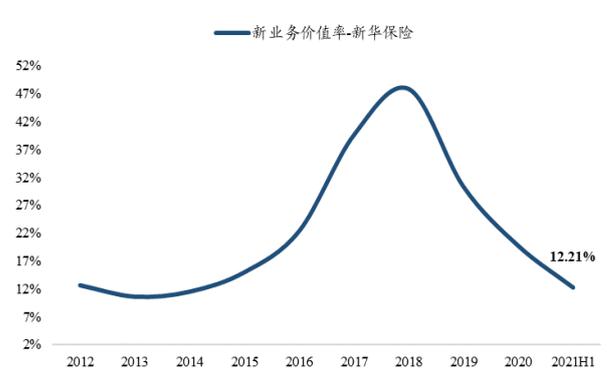
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 5: 2012-2021H1 公司总新单保费及同比增速



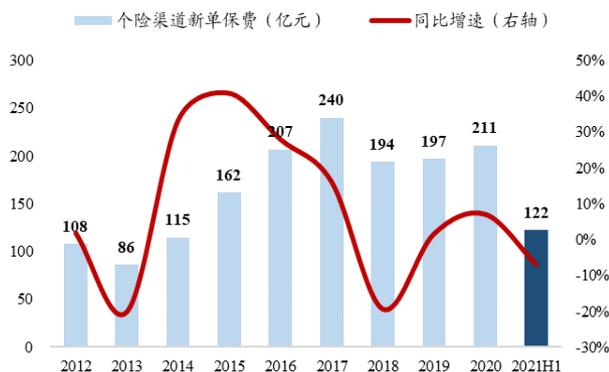
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 6: 2012-2021H1 公司新业务价值率



数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 7: 2012-2021H1 公司个险渠道新单保费及同比增速



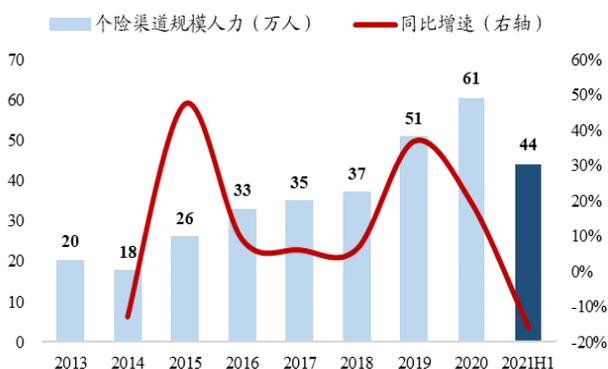
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 8: 2012-2021H1 公司健康险新单保费及同比增速



数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 9: 2013-2021H1 公司个险渠道规模人力及增速



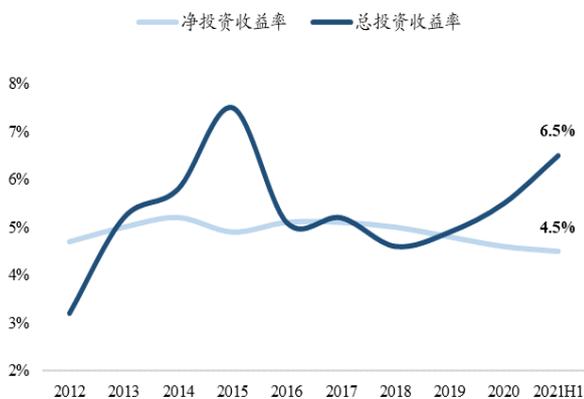
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 10: 2015-2021H1 公司月均人均综合产能及同比增速



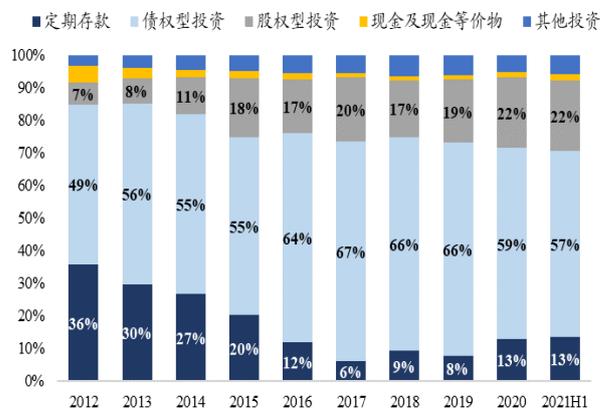
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 11: 2012-2021H1 公司净/总投资收益率



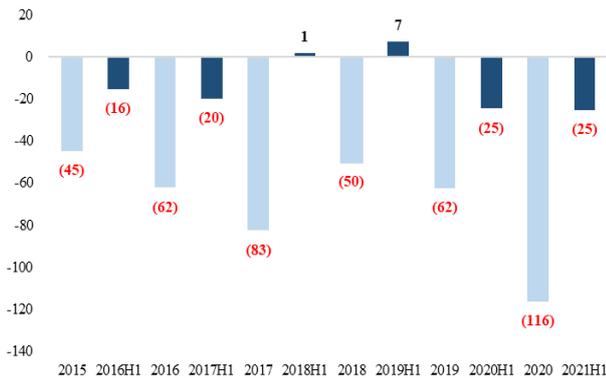
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 12: 2012-2021H1 公司投资资产配置结构占比



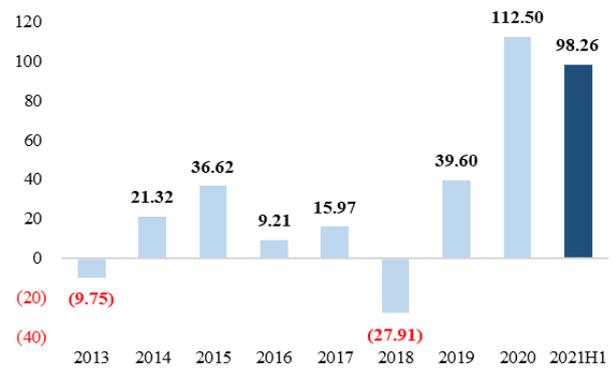
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 13: 2015-2021H1 公司准备金假设变更影响



数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 14: 2013-2021H1 公司资产负债表“其他综合收益”



数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

表 1: 新华保险盈利预测及估值

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总保费收入	138,131	159,511	163,859	171,829	181,433
首年保费收入	32,310	46,547	47,027	48,984	52,200
归属于母公司股东净利润	14,559	14,294	17,902	19,838	22,595
归属于母公司股东净资产	84,451	101,667	116,039	131,303	148,803
新业务价值 (NBV)	9,779	9,182	7,759	7,348	7,934
内含价值 (EV)	205,043	240,604	269,894	299,692	334,379
总保费收入增速	13.0%	15.5%	2.7%	4.9%	5.6%
首年保费收入增速	22.3%	44.1%	1.0%	4.2%	6.6%
归属于母公司股东净利润增速	83.8%	-1.8%	25.2%	10.8%	13.9%
归属于母公司股东净资产增速	28.8%	20.4%	14.1%	13.2%	13.3%
新业务价值 (NBV) 增速	-19.9%	-6.1%	-15.5%	-5.3%	8.0%
内含价值 (EV) 增速	18.4%	17.3%	12.2%	11.0%	11.6%
EPS	4.67	4.58	5.74	6.36	7.24
BVPS	27.07	32.59	37.20	42.09	47.70
VNPS	3.13	2.94	2.49	2.36	2.54
EVPS	65.73	77.13	86.52	96.07	107.19
P/E (A)	8.72	8.88	7.09	6.40	5.62
P/B (A)	1.50	1.25	1.09	0.97	0.85
VNBX (A)	12.98	13.83	16.36	17.28	16.00
P/EV (A)	0.62	0.53	0.47	0.42	0.38

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 数据截至 2021 年 8 月 27 日收盘

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>