

2021年三季度报点评：负债端压力不减，准备金计提压制业绩

2021年10月30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

zhujiayu@dwzq.com.cn

买入（维持）

事件：公司发布2021年三季度报，2021年前三季度实现归母净利润119.54亿元，同比+7.6%；期末归母净资产1,047.58亿元，较2020年末+3.0%；总保费收入1,365.62亿元，同比+1.6%；总投资收益率6.4%，同比+0.8 pct；业绩符合市场预期。

投资要点

■ 业务结构较2021年中期恶化，预计全年新单保费、NBVM、NBV齐降：

2021年前三季度，公司总新单保费收入399.66亿元，同比减少5.4%，降幅较2021H1继续走阔3.7 pct，Q3单季度新单规模同比大幅下降21.2%至63.47亿元。1)从保费结构来看，2021年前三季度公司长险新单保费351.22亿元，同比增速由2021H1的0.5%转负至-2.4%；其中十年期及以上期交保费同比增速为-35.1%（2021H1：-23.2%），降幅环比扩大11.9 pct。2)分渠道来看，2021年前三季度公司个险渠道实现新单保费156.93亿元，同比下降12.2%，个险渠道增长明显乏力，增速环比持续下滑（2021H1：-7.0%）；银保渠道期交新单保费同比增速较2021H1放缓叠加银保长险新单负增2.2%，公司银保渠道实现整体新单收入218.56亿元，同比-2.4%（2021H1：+0.2%）。可见，2021年前三季度行业需求侧的低迷压制公司渠道端业务开展，长期高价值率产品销售受阻明显，我们预计全年新单保费或持续下挫，业务结构或将边际恶化，新业务价值有望延续下行趋势。

■ 代理人改革进展缓慢，个险渠道承压未解：2021年前三季度，行业传统营销体制遭遇瓶颈，公司寻求营销模式转型与代理人提质增效，然而改革是一个长期准备的过程，成效短时间内难以体现；同时，国内疫情反复影响线下展业，进一步压低代理人产能释放速度。这一背景加重了公司个险渠道承受的压力，使得个险总保费同比增速较2021H1收窄至2.3 pct至3.2%，长险新单与期交新单收入分别为130.60、123.63亿元，同比分别下滑4.3%、5.3%。公司渠道变革已然进入深水区，伴随改革力度的加大和代理人发展由量到质转型的深入，我们预计公司未来人均产能有望缓慢释放，个险渠道和新业务价值增长的困局亦有望逐步纾解。

■ 准备金计提压制归母净利润，浮盈兑现下业绩仍保持正增长：2021年前三季度公司实现归母净利润119.54亿元，同比增长7.6%（2021H1：28.3%），Q3单季度归母净利润14.08亿元，同比大幅减少51.2%，主要系国债750日移动平均收益率下行背景下折现率假设变动，准备金计提增加所致。从投资收益来看，公司通过保持合理的债券配置比例和采取灵活的权益品种收益兑现节奏，录得487.23亿元投资收益，同比大幅增长22.5%，总投资收益率同比提升0.8 pct至6.4%，账面浮盈67.17亿元，在准备金计提影响下仍助推公司业绩平稳向上。

■ 盈利预测与投资评级：短期行业需求难以得到有效修复叠加准备金变动影响，我们下调公司2021-2023年新业务价值预测77.59/73.48/79.34亿元至71.59/72.86/79.18亿元，对应2021-2023年VNPS从2.49/2.36/2.54元降至2.29/2.34/2.54元。长期来看，康养需求日益旺盛有望助推行业走出颓势，公司“一体两翼+科技赋能”的布局有望为其资产负债两端业务的高质量可持续发展增添动力，看好公司发展前景，公司当前市值（2021年10月29日）对应2021-2023年A股估值P/EV 0.45/0.41/0.36倍，处于历史低位，维持“买入”评级。

■ 风险提示：1) 保险需求不及预期；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)	39.17
一年最低/最高价	38.65/69.53
市净率(倍)	1.17
流通A股市值(百万元)	81686.66

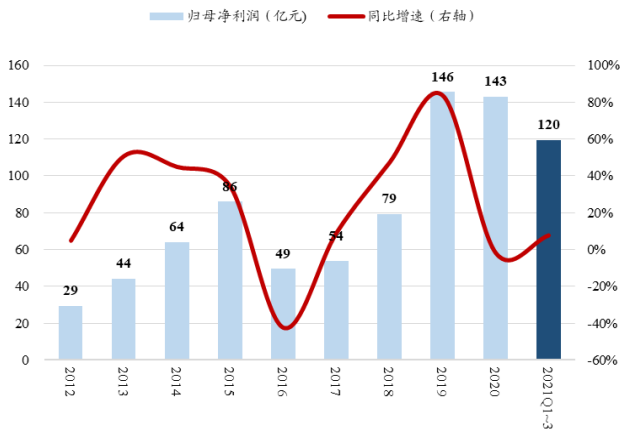
基础数据

每股净资产(元)	33.58
资产负债率(%)	90.13
总股本(百万股)	3119.55
流通A股(百万股)	2085.44

相关研究

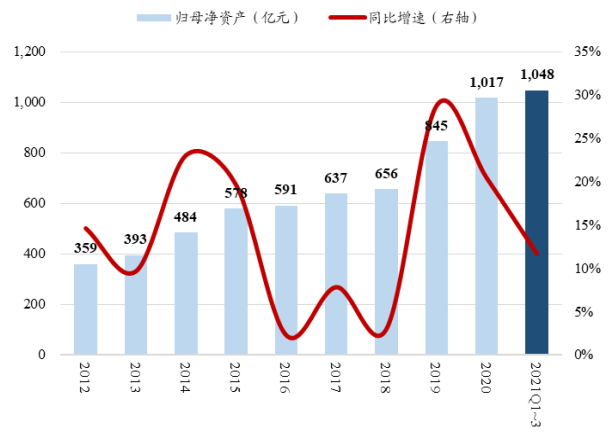
- 1、《新华保险（601336）：2021年中报点评：新业务价值下滑，投资端表现优异》2021-08-27
- 2、《新华保险（601336）：2020年报点评：新业务价值增速超预期，人力规模逆势向上》2021-03-25

图 1: 2012-2021Q1~3 公司归母净利润及同比增速



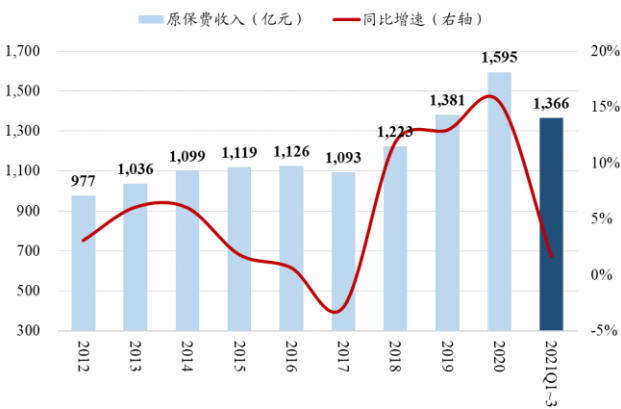
数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

图 2: 2012-2021Q1~3 公司归母净资产及同比增速



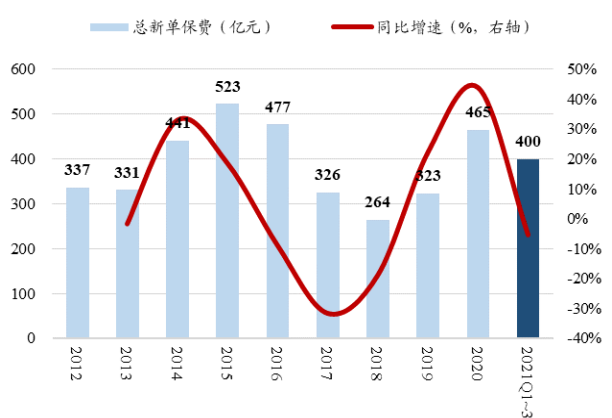
数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

图 3: 2012-2021Q1~3 公司原保险保费收入及同比增速



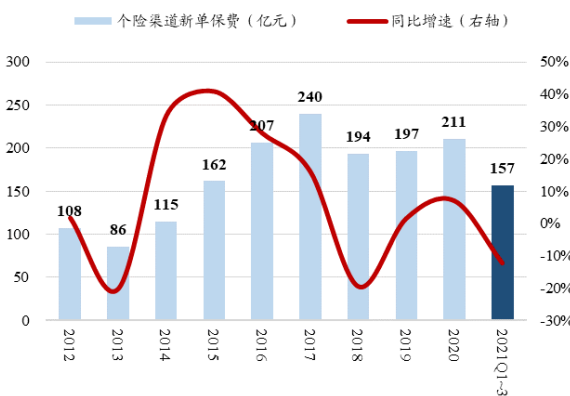
数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

图 4: 2012-2021Q1~3 公司总新单保费及同比增速



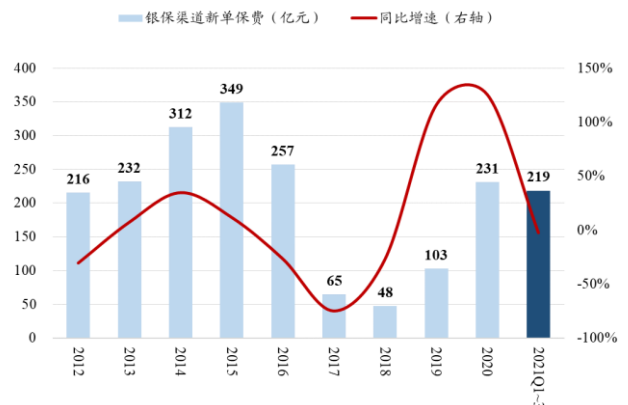
数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

图 5: 2012-2021Q1~3 公司个险新单保费及同比增速



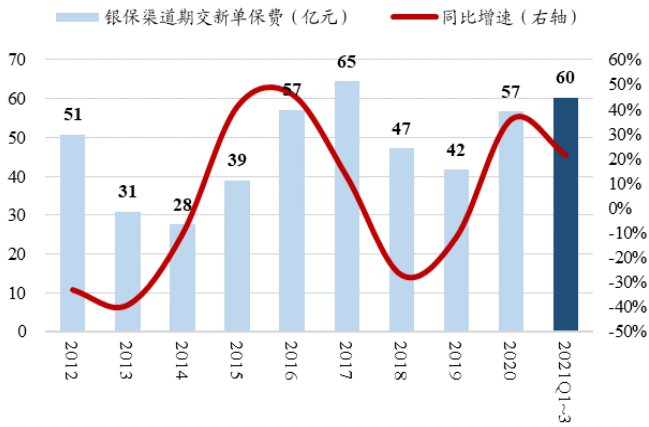
数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

图 6: 2012-2021Q1~3 公司银保新单保费及同比增速



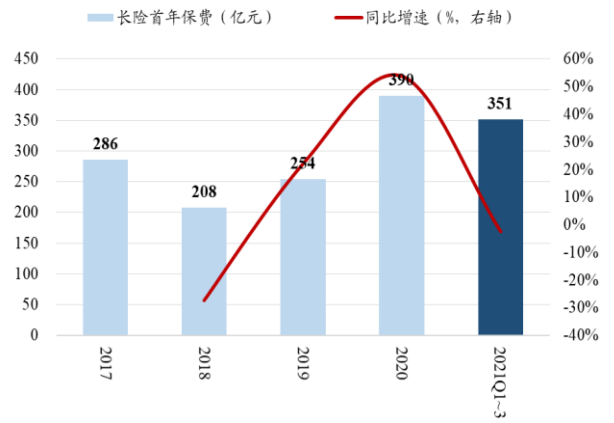
数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

图 7: 2012-2021Q1~3 公司银保期交新单保费及同比增速



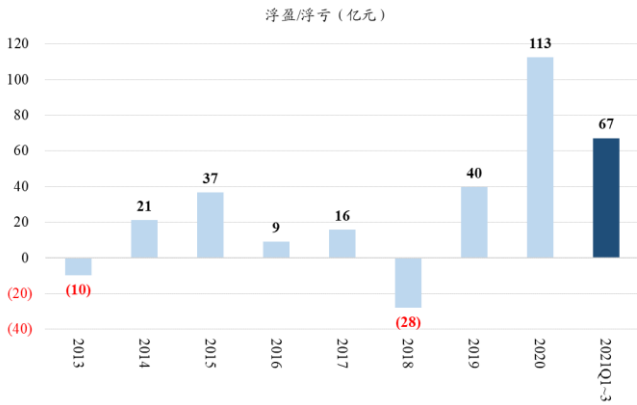
数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

图 8: 2017-2021Q1~3 公司长险首年保费及同比增速



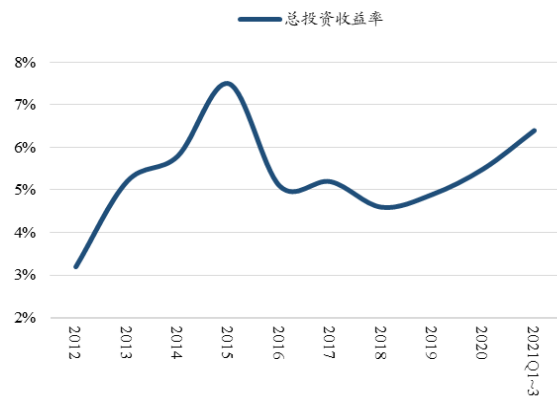
数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

图 9: 2013-2021Q1~3 公司账面浮盈



数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

图 10: 2012-2021Q1~3 公司总投资收益率



数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

新华保险财务预测表

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总保费收入	138,131	159,511	160,218	167,003	182,822
首年保费收入	32,310	46,547	43,386	44,158	47,696
归属于母公司股东净利润	14,559	14,294	15,562	18,317	22,222
归属于母公司股东净资产	84,451	101,667	113,699	128,142	145,708
新业务价值 (NBV)	9,779	9,182	7,159	7,286	7,918
内含价值 (EV)	205,043	240,604	269,323	300,039	335,216
总保费收入同比增速	13.0%	15.5%	0.4%	4.2%	9.5%
首年保费收入同比增速	22.3%	44.1%	-6.8%	1.8%	8.0%
归属于母公司股东净利润同比增速	83.8%	-1.8%	8.9%	17.7%	21.3%
归属于母公司股东净资产同比增速	28.8%	20.4%	11.8%	12.7%	13.7%
新业务价值 (NBV) 同比增速	-19.9%	-6.1%	-22.0%	1.8%	8.7%
内含价值 (EV) 同比增速	18.4%	17.3%	11.9%	11.4%	11.7%
EPS (元/股)	4.67	4.58	4.99	5.87	7.12
BVPS (元/股)	27.07	32.59	36.45	41.08	46.71
VNPS (元/股)	3.13	2.94	2.29	2.34	2.54
EVPS (元/股)	65.73	77.13	86.33	96.18	107.46
P/E (A)	8.39	8.55	7.85	6.67	5.50
P/B (A)	1.45	1.20	1.07	0.95	0.84
VNBX (A)	12.50	13.31	17.07	16.77	15.43
P/EV (A)	0.60	0.51	0.45	0.41	0.36

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 数据截至 2021 年 10 月 29 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>