

代理人产能待提升

华泰研究

2022年9月03日 | 中国内地/中国香港

中报点评

保险

	1336 HK	601336 CH
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 27.00	人民币: 49.00

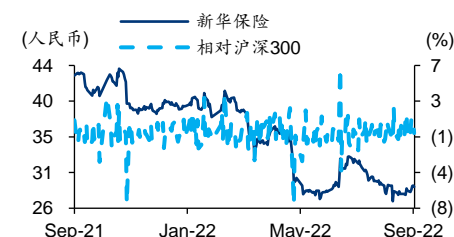
研究员	李健, PhD
SAC No. S0570521010001	lijian@htsc.com
SFC No. AWF297	+(852) 3658 6112

[点击查看华泰证券研究团队介绍和观点](#)


基本数据

(港币/人民币)	1336 HK	601336 CH
目标价	27.00	49.00
收盘价(截至9月2日)	18.06	28.68
市值(百万)	56,339	89,469
6个月平均日成交额(百万)	65.64	287.93
52周价格范围	17.82-25.15	26.88-43.59
BVPS	33.50	33.50

股价走势图



资料来源: Wind

投资波动侵蚀利润

资本市场动荡和保险行业结构调整给新华保险 1H22 的业绩表现带来压力。受投资波动的影响,新华保险的归母净利润同比下滑了 51%。1H21 总投资收益率(年化)高达 6.5%,推高了利润基数。当 1H22 投资收益率下滑至 4.2% 的时候,利润出现了较大降幅。受代理人数量大幅下滑的影响,新业务价值(NBV)同比下降了 48%,下降幅度较同业偏大。但随着代理人流失速度趋缓,我们预计 NBV 负增长的压力将逐渐减缓,新华保险有望在 2023 年实现 NBV 正增长。考虑到投资的波动,我们下调 2022/2023/2024 EPS 至 RMB3.96/5.22/6.33 (前值 RMB4.58/5.89/6.55),并下调 A/H 股目标价至 RMB49/HKD27 (前值 RMB55/HKD30),维持买入评级。

代理人质态有待改善

在寿险代理人行业性萎缩的背景下,新华保险的代理人数量也呈现了快速下降趋势。代理人数量从 2021 年初的高点 60.6 万人下降到 1H22 末的 31.8 万人,下降的幅度和速度与其他上市同业相仿。但公司报告的代理人月均合格率也从 1H21 的 19.1% 下降到 1H22 的 17.5%,显现出代理人质量并未出现改善。根据我们的计算,代理人的月均 NBV 产能也从去年同期的 RMB1,243 下滑 20% 至 1H22 的 RMB991。与其他上市同业看到代理人产能在 1H22 有所改善相比,新华保险代理人的质态有待提高。

银保贡献提升

在代理人业务面临压力的时候,银保业务取得了持续增长。新华保险视银保为战略重要性业务,看重银保带来的银行合作关系、潜在客户以及资产管理规模。银保新单保费 1H22 取得了 10% 的同比增长(代理人: -27%),占总保费的比重为 67% (1H21: 58%)。银保 NBV 价值率较代理人业务低,银保业务占比提升会拉低整体价值率。单看代理人业务,我们计算其 NBV 价值率(基于新单保费)从 1H21 的 32% 下滑至 24%,可能与重疾险产品占比降低有关。新华保险总体 NBV 价值率从去年同期的 12.2% 下滑至 6.5%。对 NBV 增速产生压力。我们预计 2022 年 NBV 同比增速为 -38%。

估值具备吸引力

疲弱的 NBV 增速压制了新华保险的估值,目前 A/H 股的估值分别为 0.33x/0.19x 2022E PEV,我们认为估值过低。我们预计未来 2-3 年新华保险有望维持 13-14% 的 ROE, 10% 左右的 ROEV。公司 A/H 股的 2022E 股息收益率分别为 4.2% 和 7.5%。

风险提示: NBV 继续大幅恶化,投资大幅恶化。

经营预测指标与估值

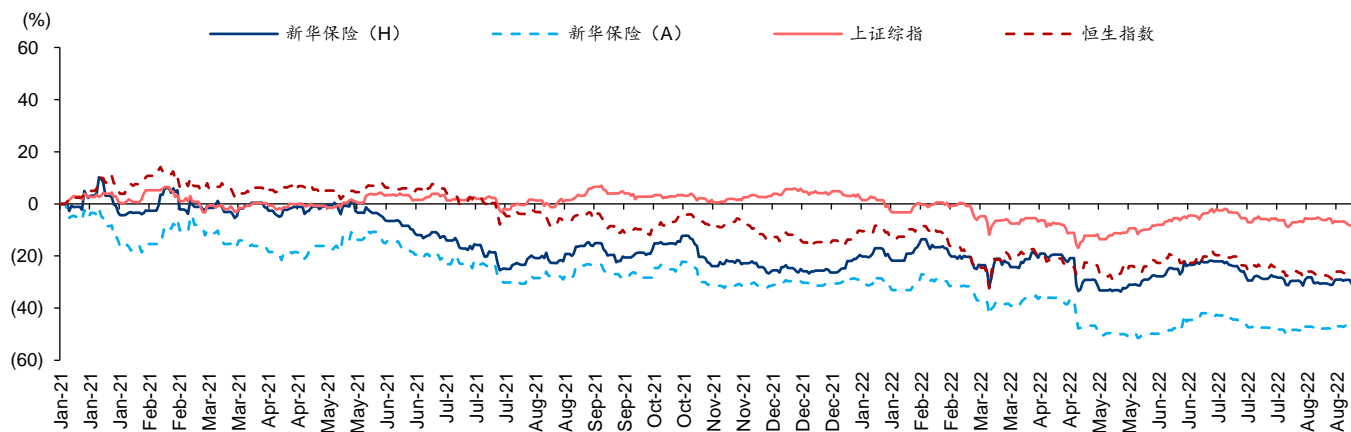
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛保费收入(人民币百万)	159,556	163,535	166,918	182,298	173,473
+/-%	15.48	2.49	2.07	9.21	(4.84)
总投资收益(人民币百万)	46,400	57,243	47,723	57,528	63,964
+/-%	29.46	23.37	(16.63)	20.55	11.19
归母净利润(人民币百万)	14,294	14,947	12,364	16,291	19,743
+/-%	(1.82)	4.57	(17.28)	31.77	21.19
EPS(人民币)	4.58	4.79	3.96	5.22	6.33
DPS(人民币)	1.39	1.44	1.19	1.57	1.90
PB(倍)	0.88	0.82	0.80	0.71	0.63
PE(倍)	6.26	5.99	7.24	5.49	4.53
PEV(倍)	0.37	0.35	0.33	0.30	0.28
股息率(%)	4.85	5.02	4.15	5.47	6.63

资料来源:公司公告、华泰研究预测

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分,请务必一起阅读。

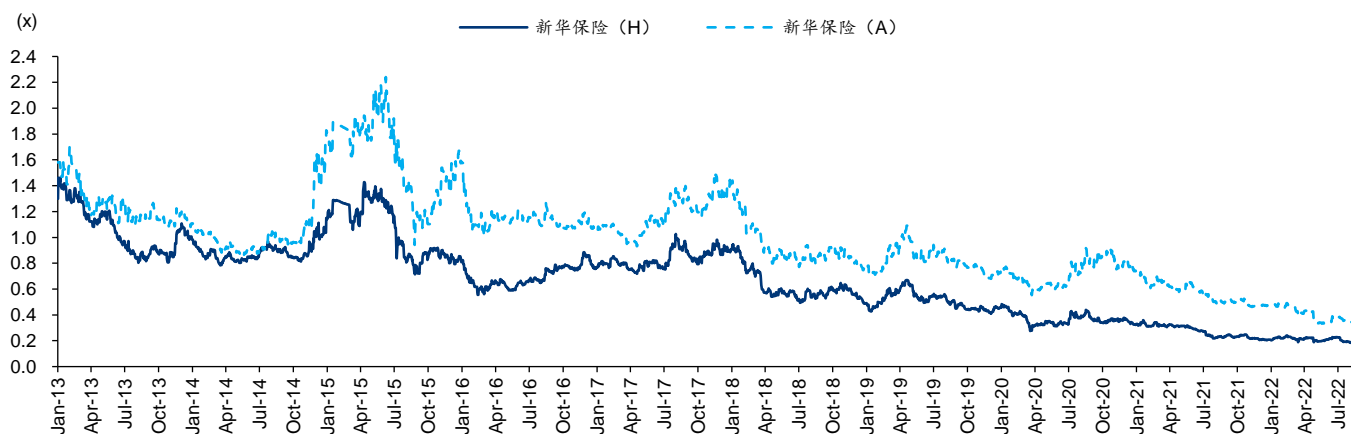
估值和关键预测

图表1: 新华保险: 股价回报



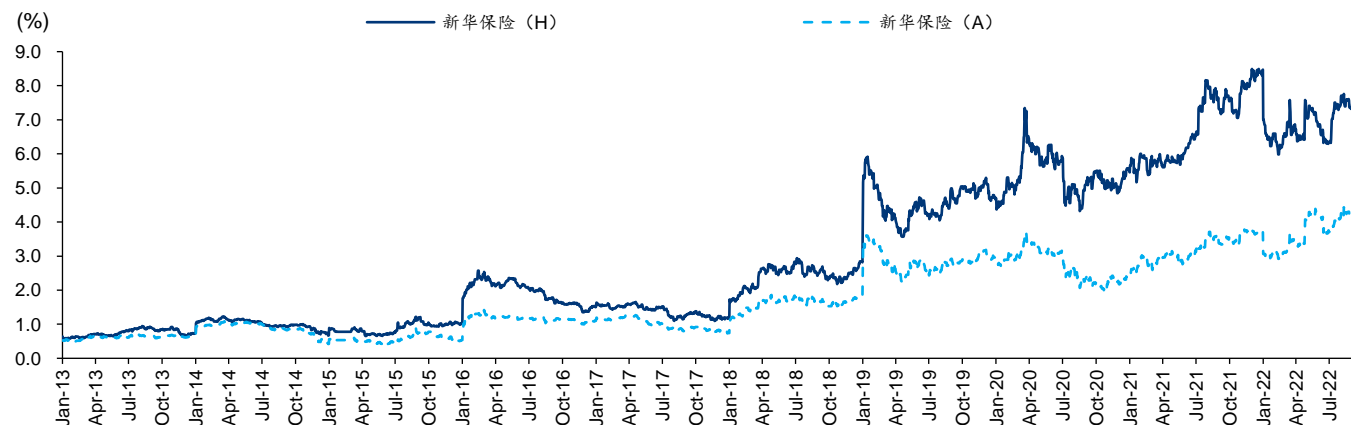
资料来源: Bloomberg、华泰研究

图表2: 新华保险: 滚动 PEV



资料来源: Bloomberg、公司公告、华泰研究

图表3: 新华保险: 股息收益率



资料来源: Bloomberg、公司公告、华泰研究

图表4：新华保险：关键预测

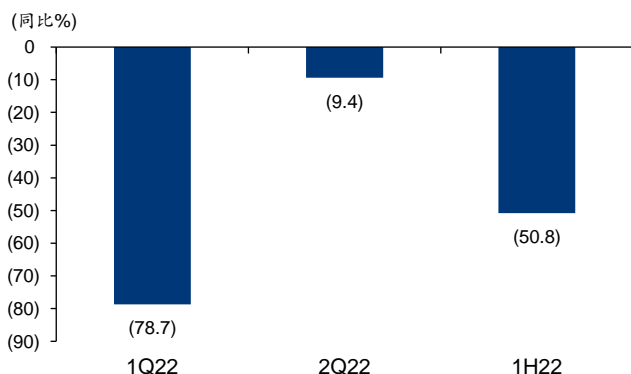
(人民币百万)	2021	2022E	2023E	2024E
EPS (人民币)	4.79	3.96	5.22	6.33
DPS (人民币)	1.44	1.19	1.57	1.90
EVPS (人民币)	82.97	87.00	94.52	102.33
NTAPS (人民币)	33.56	34.66	39.22	44.56
ROE	14.22%	11.22%	13.69%	14.68%
ROEV	9.37%	6.60%	10.00%	9.92%
总保费	163,535	166,918	182,298	173,473
首年保费	46,608	46,077	59,154	47,268
NBV	5,980	3,712	3,782	3,881
NBV 价值率 (FYP)	12.83%	8.06%	6.39%	8.21%
NBV 价值率 (APE)	24.39%	16.89%	15.44%	15.76%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

盈利和价值皆承压

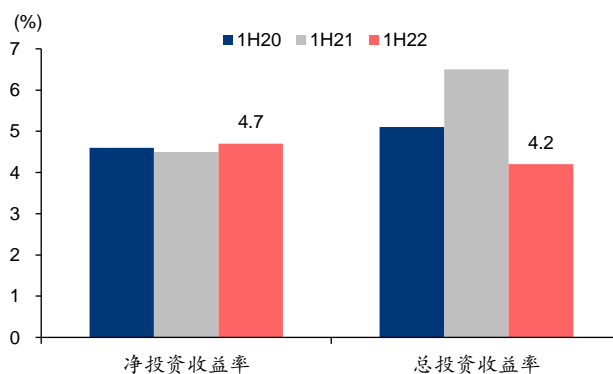
新华保险的 1H22 业绩录得盈利和新业务价值 (NBV) 的大幅下滑。虽然上市同业在 1H22 均呈现出不同程度的利润和价值负增长，但是新华的降幅高于同业。1H22 的 EPS 同比下降 50.8%，符合公司 7 月 14 日发布的盈警公告。股市的波动和高基数效应是导致利润规模同比减半的主要原因。NBV 也在 1H22 同比下滑 48.4%，首年保费增速和价值率均有所恶化。个险人力规模继续下降至 31.8 万人，与行业趋势基本一致。但是，代理人产能提升落后于同业，1H22 的 NBV 产能同比缩减了 20.3%。我们认为新华的 1H22 业绩相较同业偏弱，尤其是个险渠道的转型升级进程或大幅落后于同业公司。

图表5：新华保险：归母股东净利润的同比增速



资料来源：公司公告、华泰研究

图表6：新华保险：历年同期投资收益率

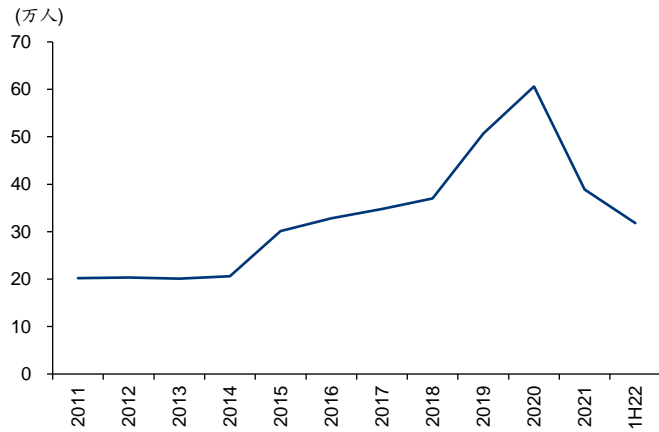


资料来源：公司公告、华泰研究

代理人产能有待改善

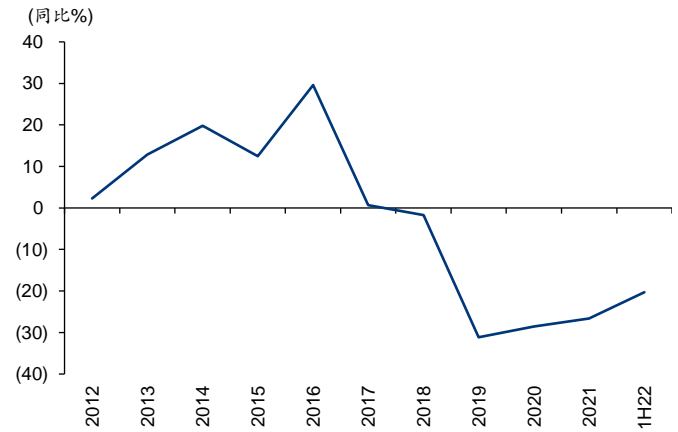
新华保险的代理人规模在 1H22 同比收缩 27.9% 至 31.8 万人，较年初也下降了 18.3%。人力规模下降的趋势与同业公司基本一致。但是，公司的人均产能改善却落后于主要同业公司。个险代理人的 NBV 产能在 1H22 同比下降 20.3%，弱于大部分公司在同期实现的人均产能正增长。受到规模和产能的双拖累，个险 NBV 在 1H22 同比大幅下滑。我们注意到，上市公司的个险渠道在 1H22 基本都呈现出了规模下降但产能提升的趋势，也有个别公司出现了规模稳定但产能下降的情况。因此，公司的人力规模和产能同时下降表明个险渠道的表现弱于同业。

图表7：新华保险：代理人规模



资料来源：公司公告、华泰研究

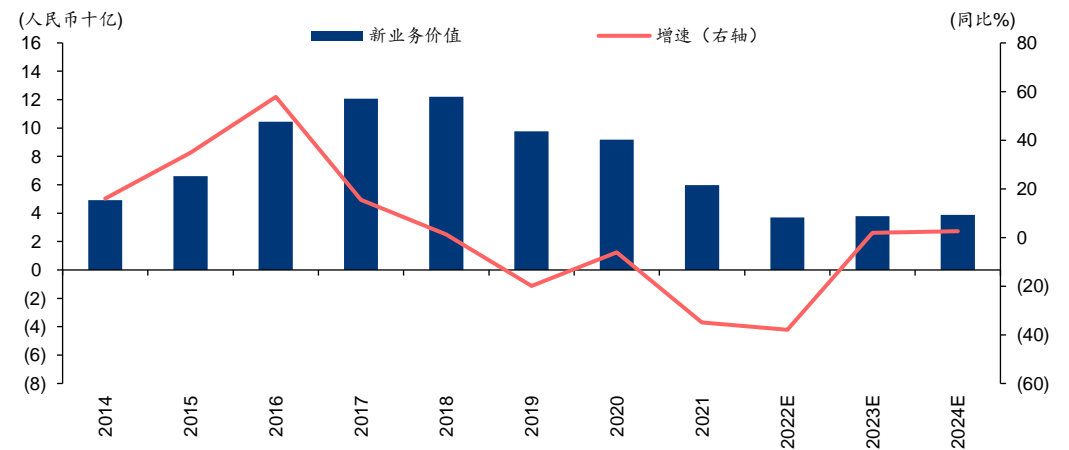
图表8：新华保险：代理人平均NBV产能同比增长



资料来源：公司公告、华泰研究

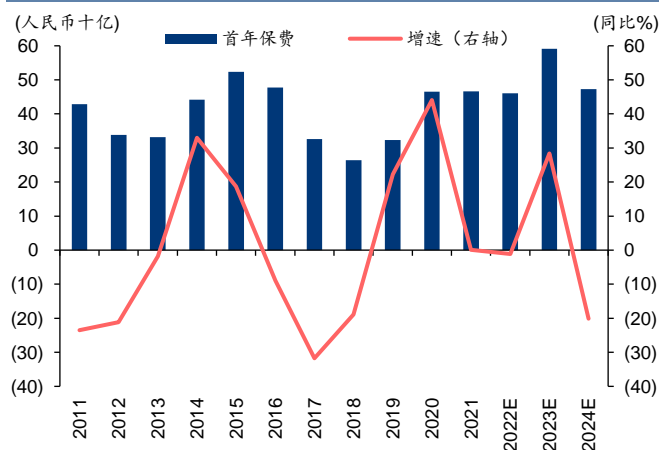
中资保险公司的个险渠道NBV占比较大，所以代理人渠道的疲弱或导致NBV负增长的持续。过去五年间，新华保险的个险渠道贡献了超过95%的NBV，我们认为其个险渠道的人力流失和NBV产能下滑或导致2H22的NBV继续下滑。根据我们的计算，代理人的首年新单保费产能在1H22同比增长了8.1%，但是同期的个险价值率却同比下降8.4pp，因此代理人的NBV的产能出现了同比恶化。展望下半年，个险渠道的疲弱表现预计将会继续拖累公司的NBV增长。我们预计2022年NBV同比增速为-38%

图表9：新华保险：NBV



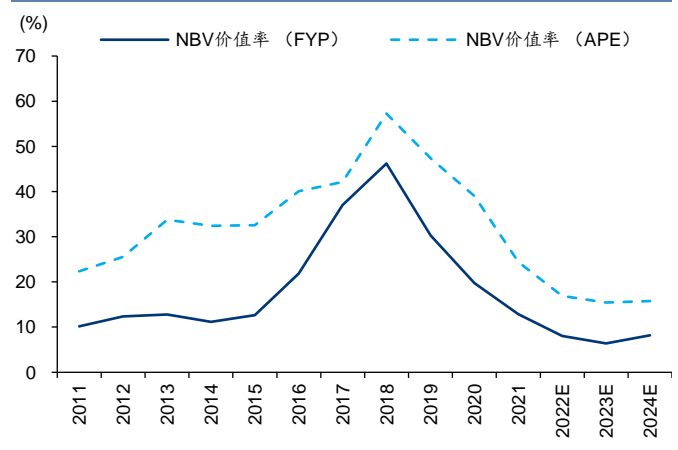
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表10：新华保险：首年保费



资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表11：新华保险：NBV价值率

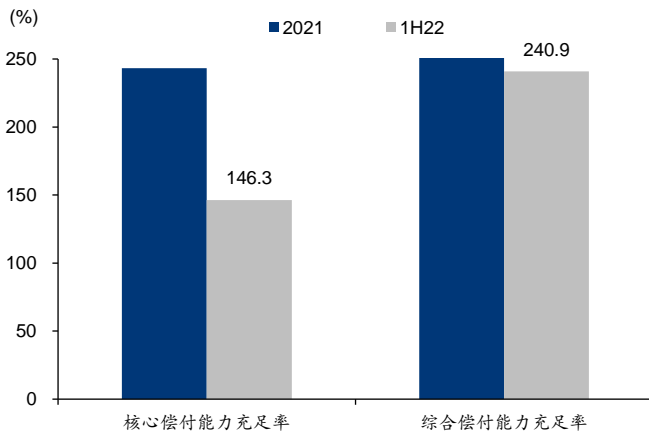


资料来源：公司公告、华泰研究预测

偿付能力与资本回报

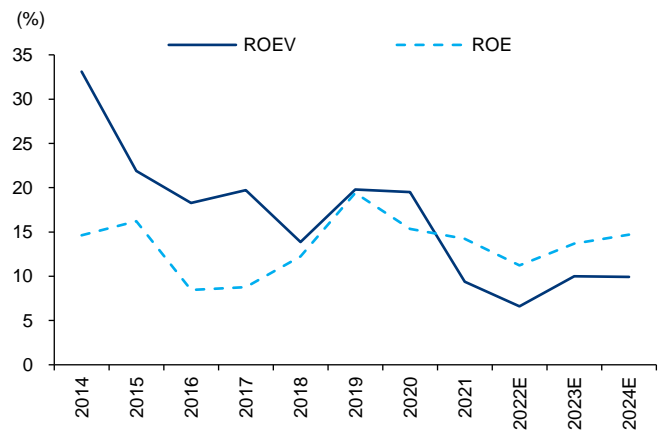
偿二代二期工程的实施使得保险公司的偿付能力充足率普遍有所降低。新华截止 2022 年上半年的核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率均大幅高于监管的最低要求(核心/综合: 50%/100%)。我们认为偿付能力端的压力大致可控, 对于新华的股息分红影响较为有限, 我们维持未来三年 30%左右的分红率假设。短期看, 投资波动导致的利润大幅下降的将拖累 2022 年的 ROE。但是, 我们认为股市再度大幅下行的可能性不大, 投资端在 2023 年和 2024 年的修复有助于将 ROE 维持在 13%-14%。

图表12: 新华保险: 偿付能力充足率



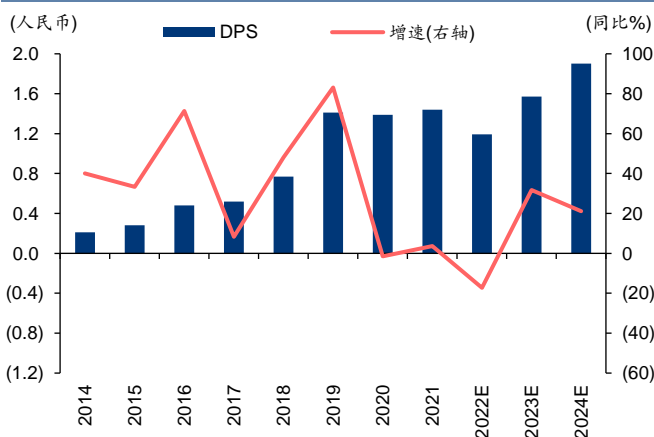
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表13: 新华保险: ROE 和 ROEV



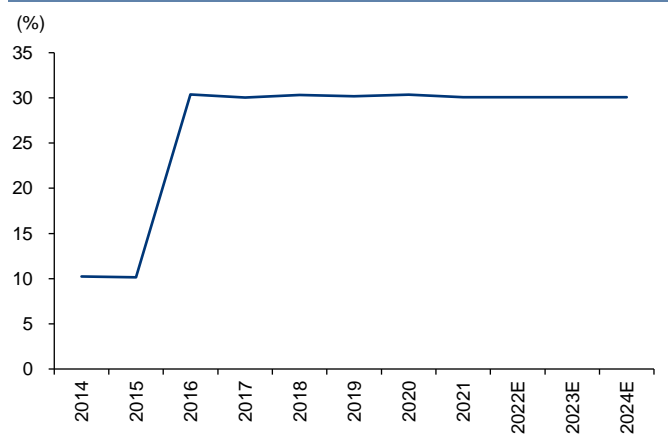
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表14: 新华保险: DPS



资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表15: 新华保险: 股息分派率



资料来源: 公司公告、华泰研究预测

估值方法

我们使用 DCF 估值法，基于会计指标和内含价值指标对新华保险进行估值。

- 1) 阶段一：前 3 年，我们的模型给出明确的预测。
- 2) 阶段二：接下来的 10 年视为防御期。我们假设 ROE 或 ROEV 和资本增长。
- 3) 阶段三：接下来的 37 年视为长期阶段。我们假设 ROE 和 ROEV 逐渐下降。在我们的模型中，我们不预测 50 年后的企业价值。

我们将三个阶段的现金流按相应的资本成本折现至今年年底，并加入终值的估算和股息。我们通过内含价值法和账面价值法两种方法得出估值。我们使用资本资产定价模型(CAPM)得出资本成本，该方法基于 3.0% 的无风险利率假设，2.3/1.8 倍的 (H/A) beta 和 700/500 个基点的 (H/A) 股权风险溢价。我们的 H/A 股目标价 HKD27/RMB49 是基于内含价值法 (HKD26/RMB54) 和账面价值法 (HKD27/RMB45) 估值的平均值。

图表16：新华保险：关键假设

(%)	未来 50 年的资本回报					
	阶段一			阶段一		阶段三
	2023E	2024E	2025E	2026E	2035E	2072E
内含价值法	9.5	9.4	8.0	13.0	10.0	7.0
账面价值法	19.6	20.2	21.0	22.0	10.0	7.0

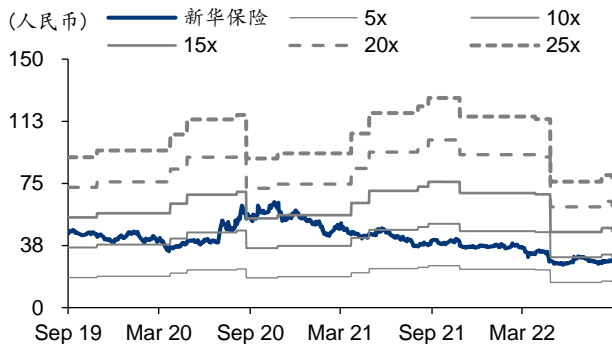
资料来源：华泰研究预测

风险提示

寿险 NBV 增长持续恶化：新单销售或受到疫情反复的影响，出现负增长的情况。产品价值率可能会继续下降。新单销售负增长和产品价值率恶化或导致 NBV 低于我们预期。

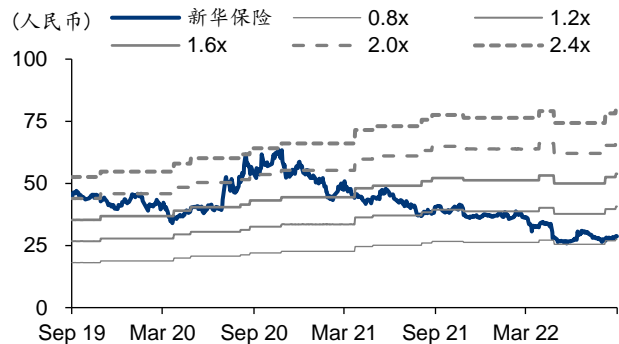
投资大幅亏损：市场波动和信用风险敞口可能导致重大投资损失。

图表17：新华保险 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表18：新华保险 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

损益表

会计年度 (人民币十亿)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛保费收入	160	164	167	182	173
分出保费	(3)	(3)	(2)	(3)	(2)
未到期责任准备金提转差	(0)	1	(0)	(0)	(0)
已赚净保费	156	161	164	180	171
总投资收益	46	57	48	58	64
其他收益	1	1	1	2	2
总收入	204	220	214	239	236
保险给付及赔付	(156)	(176)	(176)	(195)	(191)
成本及其他费用	(33)	(29)	(26)	(28)	(26)
总给付、赔付及费用合计	(189)	(205)	(201)	(223)	(217)
联营企业利润份额	0	0	0	0	0
税前利润	15	16	13	16	20
所得税	(1)	(1)	(0)	0	(0)
净利润	14	15	12	16	20
归母净利润	14	15	12	16	20
少数股东权益	0	0	0	0	0

估值与盈利水平

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE (倍)	6.26	5.99	7.24	5.49	4.53
PEV (倍)	0.37	0.35	0.33	0.30	0.28
PB (倍)	0.88	0.82	0.80	0.71	0.63
PTNAV (倍)	0.91	0.85	0.83	0.73	0.64
ROE	15.36	14.22	11.22	13.69	14.68
ROA	1.52	1.40	1.05	1.25	1.37
股息率	4.85	5.02	4.15	5.47	6.63
派息率	30.35	30.06	30.06	30.06	30.06

每股数据

会计年度 (人民币)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS	4.58	4.79	3.96	5.22	6.33
DPS	1.39	1.44	1.19	1.57	1.90
BVPS	32.59	34.78	35.88	40.43	45.78
每股有形净资产	31.39	33.56	34.66	39.22	44.56
每股内含价值	77.13	82.97	87.00	94.52	102.33

资料来源：公司公告、华泰研究预测

资产负债表

会计年度 (人民币十亿)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产					
现金及存款	137	186	203	226	248
债券	607	622	679	756	830
股票	211	263	287	320	351
其他投资资产	19	21	23	26	29
总投资资产	975	1,092	1,191	1,328	1,458
其他资产	30	35	40	44	48
总资产	1,004	1,128	1,231	1,372	1,506
负债					
保险合同负债	754	864	963	1,076	1,179
投资合同负债	52	58	69	76	84
计息应付	52	65	46	47	48
其他负债	45	32	42	47	52
总负债	903	1,019	1,120	1,246	1,363
权益					
股本	3	3	3	3	3
储备	99	105	109	123	140
其他	0	0	0	0	0
股东权益	102	108	112	126	143
少数股东权益	0	0	0	0	0
权益合计	102	109	112	126	143

增长与盈利水平

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛保费收入增长	15.48	2.49	2.07	9.21	(4.84)
总投资收益增长	29.46	23.37	(16.63)	20.55	11.19
归母净利润增长	(1.82)	4.57	(17.28)	31.77	21.19
每股盈利增长	(1.93)	4.59	(17.26)	31.77	21.19
总资产增长	14.27	12.28	9.20	11.43	9.76
股东权益增长	20.39	6.72	3.16	12.70	13.22
新业务价值增长	(6.10)	(34.87)	(37.93)	1.90	2.61
集团内含价值增长	17.34	7.57	4.86	8.64	8.26

免责声明

分析师声明

本人, 李健, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。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, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李健本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司