强烈推荐-A（维持）

目标估值：87-87 元
当前股价：64.2 元
2020 年 11 月 01 日

新华保险 601336.SH

人力驱动策略有望带动规模、价值跨年增长

新华保险公布 2020 年三季报，前三季度实现归母净利润 111.05 亿元，同比下滑 14.6%，年化总投资收益率为 5.60%，同比提升 0.9pt。

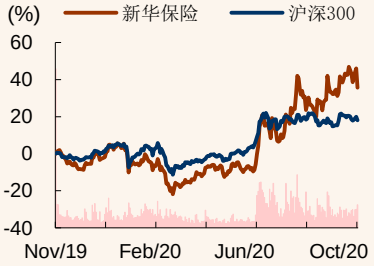
- **归母净利润受制于高基数，同比下滑 14.6%，降幅较中报有所收窄。**公司当期扣非后的归母净利润同比持平，主要是由于 750 曲线变化以及投资端的综合影响。公司当期利润下滑的原因包括：（1）去年同期所得税政策调整导致基数较高；（2）750 天国债收益率移动均线持续下行趋势，导致准备金出现较大幅度的增提，20 年前三季度增提准备金 76 亿元，19 年同期仅为 20 亿元；（3）重疾发生率假设调整：公司管理层在业绩发布会上指出公司在参考重疾发生率变化情况的基础上对该项假设进行了调整，导致准备金的进一步增提。
- **新单保费保持较高速增长，坚持规模与价值并重，三季度保费结构边际改善。**前三季度公司实现总保费收入 1343.55 亿元，同比增长 24.5%；新单保费收入 422.37 亿元，同比增长 95.25%。其中，个险长险首年保费 136.45 亿元，同比上升 9.4%，增速较中报（14%）有所回落，但在同业中依然保持领先的正增长，公司在“规模先行”的战略下在年初销售了较多的规模型年金产品，在三季度公司转向保障型产品的销售，使得新单规模增速缩窄，但预计新业务价值增速以及新业务价值率均较中报有所改善。银保渠道趸交保费收入同比大涨 433775%至 173.55 亿元，银保渠道期交保费 49.64 亿元，同比也实现了 40.2%的增长，表明银保渠道在趸交规模激增的同时也带动了客户数量的增长，对期交产品起到了一定的促进作用。展望后续时间，公司表示在四季度不再投放趸交产品，将继续推动保障型产品的销售，全年新业务价值和价值率有望边际改善，增速好于行业平均水平，同时人力的量质齐升将推动开门红的较好表现。
- **三季度单季代理人队伍新增人数创新高，人力先行将带动新单和价值随后跟上。**公司在业绩发布会上表示，Q3 单季度公司代理人新增人数为 14.6 万人，创下历史新高，一方面在出口端加强对代理人的考核，另外一方面在招募端也积极打通人力流量入口，实现“以新换旧”，支撑公司后续业务的增长。在代理人质态方面，公司根据自身业务的需要，对自身人才队伍提出了明确的优化方向：年轻化、城市化、专业化，长期来看，公司人力队伍产能有望逐步释放，推动公司规模和价值目标的达成，公司表示尽管外部竞争加剧，但将保持自身业务节奏，全面冲击年底目标，预计于 11 月下旬启动 2021 年“开门红”工作，目前也已经开始储备客户和产品。
- **投资建议：**公司三季度积极转向价值发展实现了价值增速的改善，同时后续依靠“做大做强”销售队伍来促进公司规模价值的双重增长，我们预计 2020 年 NBV 增速好于行业均值，2021 较 2019 年 NBV 规模有所增长。当前公司股价对应 2021 年底 EV 估值仅 0.74X，处于历史低位，目标估值 1.0X，目标价 87 元，空间 36%。
- **风险提示：**疫情反复影响新单增长、代理人量质提升不及预期、利率向下。

基础数据

上证综指	3225
总股本（万股）	311955
已上市流通股（万股）	208544
总市值（亿元）	2003
流通市值（亿元）	1339
每股净资产（MRQ）	30.1
ROE（TTM）	13.5
资产负债率	90.0%
主要股东	中央汇金投资有限责
主要股东持股比例	31.34%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	47	34
相对表现	-2	27	13



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

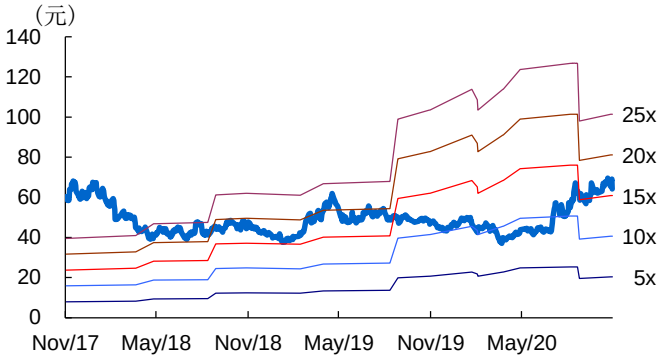
1、《新华保险（601336）—规模增长目标兑现，价值增长有待观察》2020-08-31
2、《新华保险（601336）—资产端利润贡献超预期，负债端规模先行》2020-04-28
3、《新华保险（601336）—2019 年 NBV 增速低于预期，2020 年规模价值均衡发展》2020-03-30

郑积沙
0755-83081514
zhengjisha@cmschina.com.cn
S1090516020001

刘雨辰
liuyuchen3@cmschina.com.cn
S1090518100002

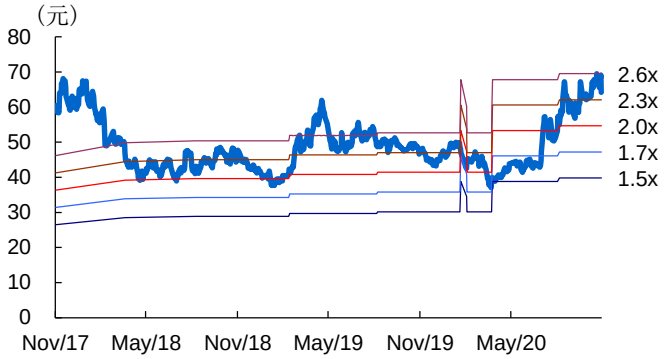
曾广荣
zengguangrong@cmschina.com.cn
S1090520040001

图 1：新华保险历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：新华保险历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

表 1：新华保险盈利预测表

亿元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,542	1,746	2,007	2,207	2,450
已赚保费	1,199	1,354	1,557	1,713	1,901
保费业务收入	1,223	1,381	1,588	1,747	1,939
其中：分保费收入			-	-	-
减：分出保费	19	24	28	30	34
提取未到期责任准备金	4	3	3	4	4
投资净收益	338	357	411	452	501
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	4	5	6	6	7
净敞口套期收益			-	-	-
公允价值变动净收益	-4	26	30	33	37
汇兑净收益	1	0	-	-	-
其他收益	1	1	1	1	1
其他业务收入	6	7	8	9	10
资产处置收益		0	-	-	-
营业支出	1,436	1,613	1,860	2,045	2,270
退保金	330	130	150	164	183
赔付支出	511	606	667	733	814
减：摊回赔付支出	8	10	12	13	14
提取保险责任准备金	268	537	628	691	767
减：摊回保险责任准备金	3	4	5	5	6
保户红利支出	1	0	-	-	-
分保费用			-	-	-
税金及附加	2	2	2	3	3
手续费及佣金支出	167	169	194	214	237
管理费用	126	138	159	175	194
减：摊回分保费用	6	7	8	9	10
其他业务成本	29	32	37	40	45
资产减值损失	18	20	23	25	28
信用减值损失			-	-	-
加：营业利润差额(特殊报表科目)			-	-	-
营业利润差额(合计平衡项目)			-	-	-
营业利润	106	133	147	162	180
加：营业外收入	0	1	1	1	1
减：营业外支出	1	1	1	1	1
其中：非流动资产处置净损失			-	-	-
加：利润总额差额(特殊报表科目)			-	-	-
利润总额差额(合计平衡项目)			-	-	-
利润总额	105	132	150	164	183
减：所得税	26	-13	30	33	37
加：未确认的投资损失					
加：净利润差额(特殊报表科目)					
净利润差额(合计平衡项目)					
净利润	79	146	120	132	146
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	79	146	120	132	146

资料来源：公司公告，招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑积沙，招商证券非银行金融行业首席分析师，美国纽约大学硕士。7 年证券从业经历。2015 年加入招商证券，获得 2019 年新财富第 5、金牛奖第 3， 2018 年金牛奖第 3， 2017 年新财富入围，2016 年新财富第 2（团队）。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：　　公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：　　公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。