

公司评级：推荐（维持）

报告日期：2020年08月26日

市场数据

目前股价	58.50
总市值（亿元）	1,824.93
流通市值（亿元）	1,219.98
总股本（百万股）	3,120
流通股本（百万股）	2,085
12个月最高/最低	68.75/36.96

分析师

分析师：刘文强 S1070517110001

☎ 021-31829700

✉ liuwq@cgws.com

联系人（研究助理）：张文珺

S1070119120046

☎ 0755-83667984

✉ zhangwenjun@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<投资收益大幅增长，产品人力有待提质促进价值改善>>2020-04-30

<<新业务价值承压，预期规模与价值均衡发展>>2020-03-27

<<代理人队伍迅速发展，蓄势“二次腾飞”>>2020-02-04

价值率下行承压，期待规模带动价值增长

——新华保险（601336）2020年中期业绩点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万）	154,167.00	174,566.00	218,641.13	259,255.07	293,681.62
(+/-%)	6.96%	13.23%	25.25%	18.58%	13.28%
净利润（百万）	7,923.00	14,560.00	11,982.85	18,485.54	24,437.85
(+/-%)	47.16%	83.77%	-17.70%	54.27%	32.20%
摊薄 EPS	2.54	4.67	3.84	5.93	7.83
PE	23.04	12.53	15.23	9.87	7.47

资料来源：长城证券研究所

核心观点
■ 事件

新华保险发布2020年中期业绩报告。2020年上半年，公司实现营业收入1186.60亿元，同比增长31.51%（Q1增速为37.5%）。保险业务收入968.79亿元，同比增长30.9%（Q1增速为34.9%）。归母净利润82.18亿元，同比下滑22.10%（Q1增速为37.7%），主要系去年同期税优政策调整导致基数较高所致。公司年化总投资收益率5.1%，同比提升0.4pct，年化净投资收益率4.6%，同比下降0.4pct。（中国太保总/净投资收益率分别为4.8%和4.4%）基本每股收益为2.63元，去年同期为3.38元，同比下降22.2%。

■ 投资要点
■ 1. 保费增速一骑绝尘，“期趸联动”锁定优势

公司得益于较早布局“开门红”，2020年开年以来保费收入一直保持高速增长势头。2020H1公司总保费收入968.79亿元，同比增长30.9%，跑赢大市24.5pct，领先行业第二名17.8pct。二季度单月增速均超20%，疫情冲击的影响逐步化解。公司新单保费收入341.84亿元（包括短期险），同比增长119.2%。长险首年保费298.62亿元，同比增速155.0%，占总保费比重较去年同期提升15.0pct至30.8%；短险增速11.3%。续期保费收入626.95亿元，同比增长7.4%，占总保费比重为64.7%，为总保费规模的快速攀升夯实基础。

公司延续做大规模和产品销量策略，个险渠道围绕“规模增长，价值提升”，持续巩固“健康险+年金险+附加险”的“铁三角”产品结构，实现保费收入662.58亿元，同比增长133.8%。银保渠道继续发力，实现保费收入291.43亿元，同比高增133.8%。其中银保趸交业务表现亮眼，实现保费收入158.48亿元（去年同期仅为0.02亿元），增速高达7923倍，有助于

带动期交保费收入，为公司保费规模和价值总量的达成做出贡献。公司业务品质显著改善，13个月保单继续率由90.1%提升至91.0%，退保率下降0.3pct至0.7%。

■ 2. 风险贴现率假设下调释放利润，NBV margin 下行承压

2020H1 集团内含价值为 2247.57 亿元，同比增长 9.6%，其中有效业务价值 919.17 亿元，同比增长 11.9%，在行业整体受疫情冲击情况下仍然表现出较高成长性。值得一提的是，此次中报调整了评估有效业务价值的风险贴现率，由之前较为审慎保守的 11.5% 下调 0.5pct 至 11%，更有助于公司的利润释放（同期中国人寿为 10%，中国平安和中国太保为 11%）。EV 增长来源来看，NBV 和期望收益分别助力 EV 增长 2.5% 和 4.3%（2019 年底约为 6% 和 9%）；依靠公司较好投资表现带来的经济经验偏差贡献 EV 增长为 1.3%，风险贴现率变化释放利润 39.54 亿元，助推 EV 增长 1.9%。

由于风险贴现率假设调整，公司 NBV 由 49.29 亿元调整至 52.21 亿元，较去年同期下滑 11.4%。首年保费口径下 NBV margin 为 15.3%（去年同期同口径 NBV margin 为 37.9%，下降 22.6pct），标准保费口径下 NBV margin 为 27.0%（去年同期同口径 NBV margin 为 38.0%，下降 10.0pct）。NBV margin 的大幅下行，主要受疫情影响打乱业务节奏，银保趸交主打储蓄型产品，价值贡献不高，叠加疫情发生后客户储蓄需求高涨，年金险成为主力、健康险下滑所致。预计下半年随着疫情防控回归常态，公司加大健康险销售力度，通过附加险“惠加保”提升核心业务价值，NBV 和 NBV margin 降幅有望收窄。

■ 3. 个险队伍规模创历史新高，核心作业人力有待提升

通过实施“赢在新华”专项组织发展方案，2020H1 公司个险渠道队伍规模创历史新高，大幅提升至 52.6 万人，同比增长 36.5%，是新保业务贡献的重要力量。但由于疫情影响使展业难度陡增，致使核心作业人力下滑，月均合格人力下降 3.5pct 至 13.5 万人，月均合格率下降 12.4pct 至 26.4%。下半年将通过做好营销来提升队伍质态，实现建立“三高”队伍目标。1) 通过新人基本法，做好制度营销，提升规模人力；2) 做好氛围营销，提升合格率和合格人力；3) 做好活动营销，实现由线下至线上转变，提升人均件数；4) 责任营销，提升件均保费；5) 加强培训，在新生产线和主管生产线，卓越经理人和卓越队伍上做好措施。

■ 4. 积极把握无风险利率配置机会，总投资收益率 5.1% 保持稳健

截止 2020 年 6 月，公司投资资产为 9003.17 亿元，较上年末增长 7.3pct。公司实现归母净利润 82.18 亿元，同比下滑 22.10%，主要系去年同期税优政策调整导致基数较高所致。同时受业务、责任累计影响，保险责任准备金计提增长 147.4% 至 552.98 亿元，去年同期为 223.52 亿元，显著影响当期利润。公司投资资产买卖价差收益增加，投资收益增长 46% 至 252.96 亿元。公允价值变动损益为 -19.48 亿元（去年同期为 5.53 亿元）。受资本市场波动影响，可供出售金融资产计提减值损失同比增加 133.2% 至 -23.79 亿元。其他综合收益的税后净额为 29.02 亿元，其中可供出售金融资产公允价值变动税后净额约为 29.48 亿元。公司年化总投资收益率 5.1%，同比

提升 0.4pct，年化净投资收益率 4.6%，同比下降 0.4pct。（中国太保总/净投资收益率分别为 4.8%和 4.4%）

公司持续加大长期股权投资和境内不动产投资研究，并审慎开展相关投资，探索资产配置多元化。投资组合来看，1) 增加约 300 亿元短期定期存款，较去年末增加 3.0pct 至占比 10.6%，积极把握无风险利率配置机会，有助于补充公司大类资产配置。2) 债权型金融资产，下调 4pct 至占比 61.6%；3) 股权型金融资产，权益类投资提升 1.8pct 至 20.5%，其中加大股票+基金投资，占比提升 0.5pct 至 12.6%；4) 公司整体非标资产 2392.8 亿元，占总资产比重 25.5%，较上年末降低 3.9pct。非标股权类占比提升 7.0pct 至 28.9%。非标债权类投资占比下降 7.0pct 至 71.1%。非标资产整体质量较高，风险较小。

■ 估值与投资建议

公司新管理层发挥新华优势，推动公司“二次腾飞”。2019 年新任董事长、CEO 李全确立了以科技赋能为支撑的“一体两翼+科技赋能”布局，即“1+2+1”战略。公司坚持个险+银保销售渠道策略，队伍建设由“提质保量”转变为“先大后强”，大幅提高队伍增员。产品策略聚焦健康+保障+年金产品，主打健康无忧宜家版，推出颐养金生终身年金保险产品。公司将不遗余力地发挥新华竞争优势、找准公司特色，以“增员+产品运作”策略来推动业务增长。

我们假定 2020-2022 年市场保费平均增速为 10-15%，公司市场份额稳步提升，产品策略有助于价值改善，负债端基本面持续改善，投资端受益于市场回暖和长端利率反弹，投资收益保持良好。预计公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 3.84/5.93/7.83 元，对应的 PE 分别为 15.23/9.87/7.47 倍，维持“推荐”评级。

- 风险提示：中美摩擦波动风险；股票市场大幅下跌；业绩不及预期风险；利率波动风险；宏观经济下行风险；肺炎疫情持续蔓延风险

附：图表

表 1：新华保险 2020 上半年细分保费数据 单位：百万元

截至 6 月 30 日	2020 年上半年	增减变化	2019 年上半年
个险渠道			
长期险首年保费	10,329	14.00%	9,058
期交	9,800	8.30%	9,047
趸交	529	4709.10%	11
续期保费	53,099	9.20%	48,609
短期险保费	2,830	22.00%	2,319
个险渠道保费收入合计	66,258	10.50%	59,986
银保渠道			
长期险首年保费	19,507	635.30%	2,653
期交	3,659	38.00%	2,651
趸交	15,848	792300.00%	2
续期保费	9,592	-2.00%	9,786
短期险保费	44	57.10%	28
银保渠道保费收入合计	29,143	133.80%	12,467
团体保险			
长期险首年保费	26	2500.00%	1
续期保费	4	0.00%	4
短期险保费	1,448	-5.70%	1,536
团体保险保费收入合计	1,478	-4.10%	1,541
总保费收入	96,879	30.90%	73,994

资料来源：公司财报，长城证券研究所

表 2：新华保险 2020 上半年保费数据 单位：百万元

截至 6 月 30 日	2020 年上半年	增减变化	2019 年上半年
总保费收入	96,879	30.90%	73,994
长期险首年保费	29,862	155.00%	11,712
趸交	16,402	117057.10%	14
期交	13,460	15.10%	11,698
十年期及以上期交保费	4,969	-17.20%	6,002
续期保费	62,695	7.40%	58,399
短期险保费	4,322	11.30%	3,883

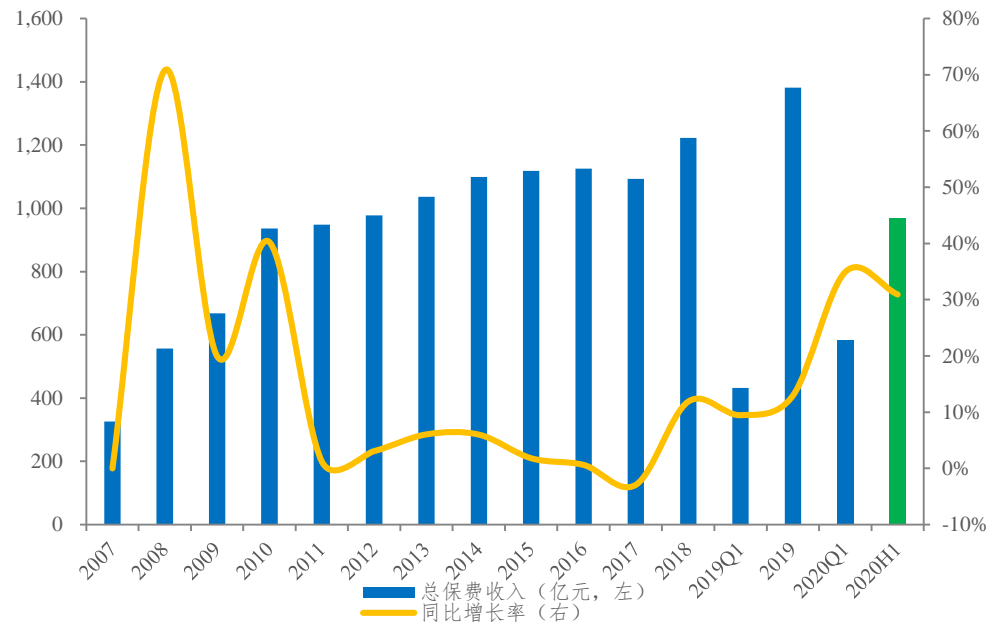
资料来源：公司财报，长城证券研究所

表 3: 可比公司 Wind 一致预测

	2020 年	2020 年	2021 年	2021 年	2022 年	2022 年
	PE	净利润增速/%	PE	净利润增速/%	PE	净利润增速/%
中国平安	9.18	2.37	7.71	19.03	6.60	16.92
中国人保	14.24	-0.75	12.05	18.21	10.27	17.30
中国太保	10.32	2.86	8.78	17.53	7.38	19.05
中国人寿	22.65	-7.83	19.18	18.08	16.12	18.96

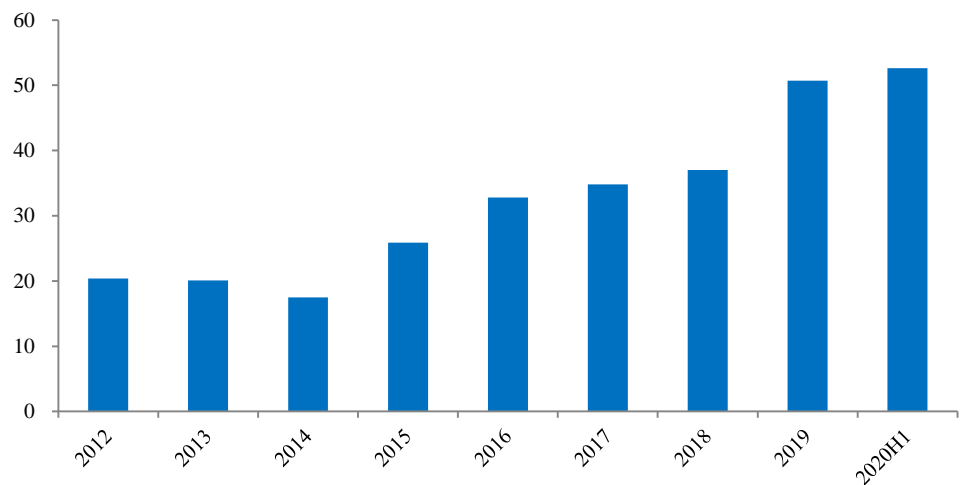
资料来源: wind, 长城证券研究所, 时间截至 2020 年 8 月 26 日

图 1: 新华保险总保费收入及增速 单位: 亿元



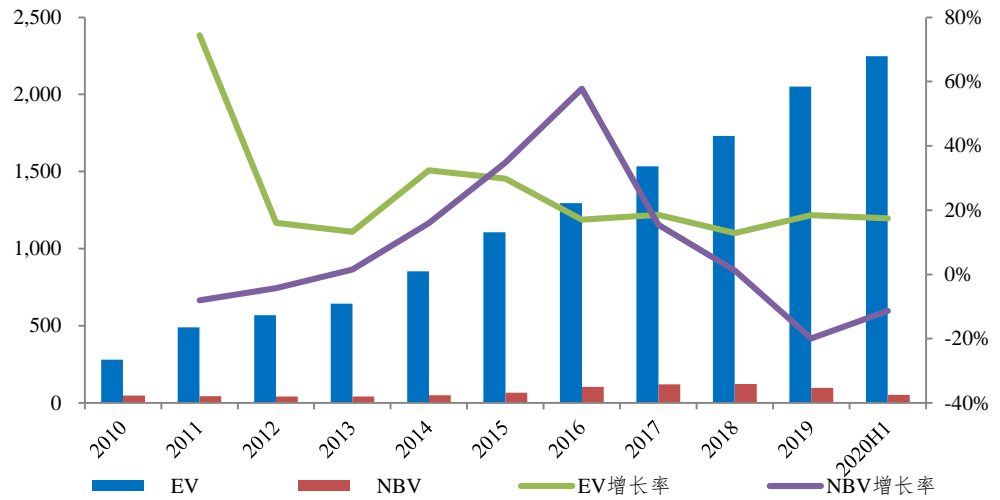
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 2: 新华保险代理人数量 单位: 万人



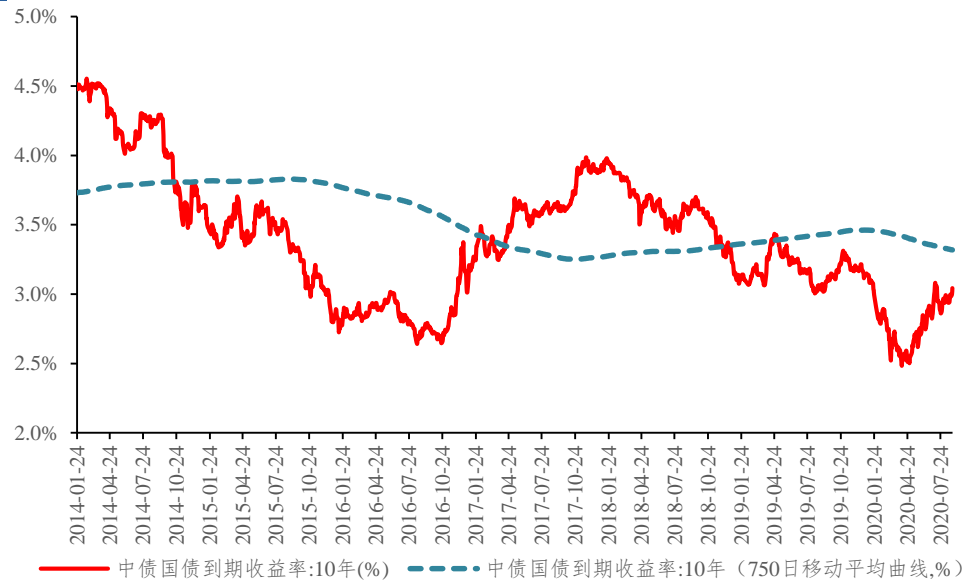
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 3: 新华保险内含价值、新业务价值及同比增速 单位: 亿元



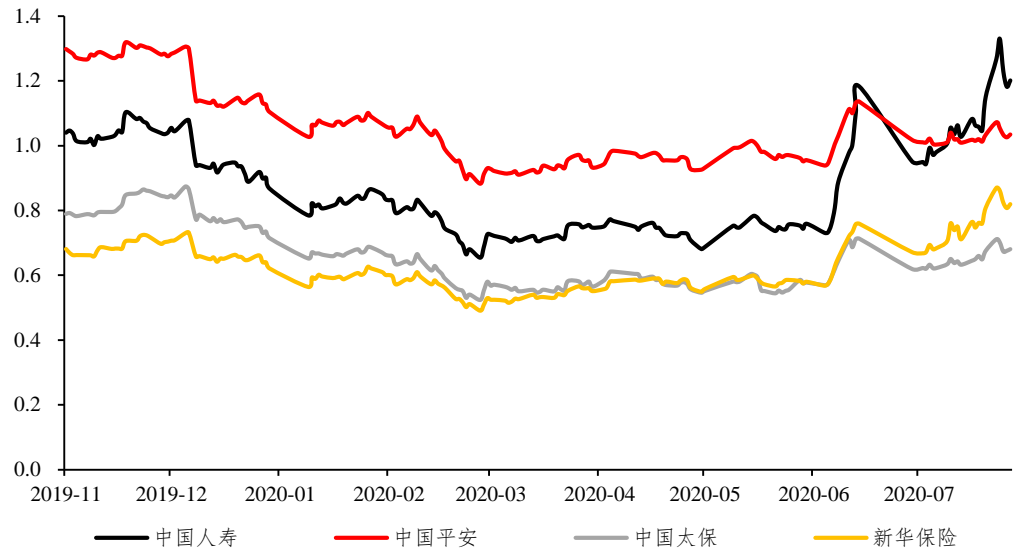
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 4: 中债国债到期收益率 750 日移动平均线: 10 年



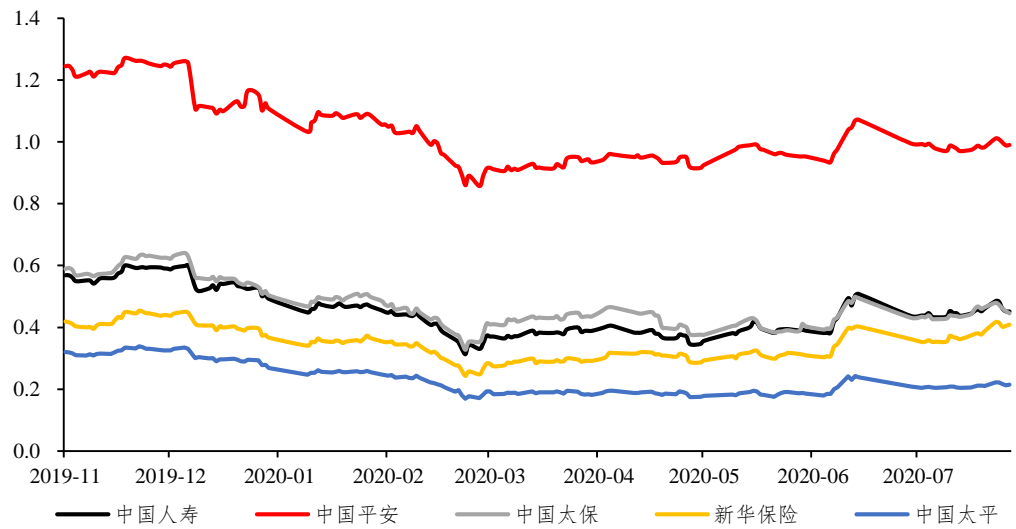
资料来源: wind, 长城证券研究所, 数据截至 2020 年 8 月 25 日

图 5: 新华保险等 A 股 PEV 估值图



资料来源: wind, 公司财报, 长城证券研究所, 数据截至 2020 年 8 月 25 日

图 6: 新华保险等 H 股 PEV 估值图



资料来源: wind, 长城证券研究所, 数据截至 2020 年 8 月 25 日

附：盈利预测表

利润表(百万)	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入合计	174,566.00	218,641.13	259,255.07	293,681.62	净利润构成				
营业支出合计	-161,280.00	-200,806.99	-231,734.92	-257,289.21	保险业务	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
营业利润	13,286.00	17,834.14	27,520.15	36,392.41	银行业务				
加：营业外收入	71.00	99.60	91.72	61.72	投资业务(信托、证券)				
减：营业外支出	-136.00	-125.20	-139.24	-135.36	成长性				
利润(亏损)总额	13,221.00	17,808.54	27,472.63	36,318.77	营业收入增长	13.23%	25.25%	18.58%	13.28%
减：所得税费用	1,339.00	-5,825.69	-8,987.09	-11,880.92	营业成本增长	12.35%	24.51%	15.40%	11.03%
净利润	14,560.00	11,982.85	18,485.54	24,437.85	净利润增长	83.77%	-17.70%	54.27%	32.20%
归属于母公司股东的净利润	14,559.00	11,982.03	18,484.27	24,436.18	综合收益总额增长	502.86%	-12.82%	37.29%	10.30%
少数股东损益	1.00	0.82	1.27	1.68	投资资产增长率	22.05%	8.62%	13.94%	13.26%
其它综合收益	6,751.00	6,597.00	7,022.25	3,697.06	净资产增长率	28.76%	18.38%	20.80%	18.14%
综合收益总额	21,311.00	18,579.85	25,507.79	28,134.92	总资产增长率	19.76%	10.69%	13.94%	13.26%
归属母公司股东的综合收益总额	21,310.00	18,578.98	25,506.59	28,133.60	盈利能力				
归属少数股东的综合收益总额	1.00	0.87	1.20	1.32	ROE	17.24%	11.98%	15.30%	17.13%
资产负债表	2019A	2020E	2021E	2022E	ROA	1.66%	1.23%	1.67%	1.95%
投资资产	785321.00	852984.30	971909.63	1100810.82	营运效率				
非投资资产	93486.00	119749.42	136445.20	154541.48	综合成本率	-	-	-	-
资产合计	878970.00	972917.99	1108564.79	1255590.10	净投资收益率	4.80%	5.37%	4.90%	4.94%
保险合同准备金	658191.00	740872.00	838346.43	944536.01	总投资收益率	4.90%	4.52%	4.49%	4.59%
保户储金及投资款	46366.00	40669.49	46020.25	51849.43	保单继续率(13个月)	90.70%	90.70%	90.70%	90.70%
应付保单红利	-	-	-	-	偿付能力				
其他负债	89952.00	53623.33	58976.44	67517.26	寿险偿付能力充足率	283.64%	282.22%	282.22%	282.22%
负债合计	794509.00	872929.17	987777.99	1112895.40	产险偿付能力充足率	-	-	-	-
股本	3120.00	3120.00	3120.00	3120.00	银行资本充足率	-	-	-	-
资本公积	23870.00	23870.00	23870.00	23870.00	集团偿付能力	-	-	-	-
盈余公积	7357.00	7956.10	8880.32	10102.12	每股指标(元)				
一般风险准备	6067.00	7265.20	9113.63	11557.25	摊薄 EPS	4.67	3.84	5.93	7.83
未分配利润	40077.00	47209.10	58211.55	72756.78	每股净资产	27.07	32.05	38.72	45.74
外币报表折算差额	-	-	-	-	每股经营现金流				
归属于母公司股东权益合计	84451.00	99976.95	120773.81	142681.27	每股经营现金/EPS				
少数股东权益	10.00	11.86	12.98	13.43	每股内含价值	65.73	74.53	84.32	95.28
负债及股东权益	878970.00	972917.99	1108564.79	1255590.10	每股一年新业务价值	3.13	3.24	3.50	3.85
现金流量表	2019A	2020E	2021E	2022E	估值	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-	-	-	-	P/EV	0.89	0.78	0.69	0.61
投资活动现金流	-	-	-	-	VNBX	-2.31	-4.94	-7.37	-9.54
融资活动现金流	-	-	-	-	PE	12.53	15.23	9.87	7.47
净现金总变化	-	-	-	-	PB	2.16	1.83	1.51	1.28

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>