

新华保险 (601336)

证券研究报告
2020年07月02日

2 季度单季 NBV 增速有望最高，下半年 NBV 增速亦有望最高

新华保险历经 2019 年管理层调整，现在管理层已经稳定，内部经营管理机制已基本理顺。首席执行官、总裁李全投资端经验丰富，分管个险业务的副总裁李源从业务一线晋升上来，自 2001 年加入新华以来，历任总公司个人业务总监、银保业务总监、总裁助理兼华南区域总经理及广东分公司总经理等职，有着丰富的前线业务经验。

新管理层仍坚持以价值增长为主线，以“增员+产品运作”来驱动业务增长，在适度放松前几年的增员限制和费用限制的情况下，其传统打法仍有成长空间。新管理层实质上仍十分重视价值增长，以“增员+产品运作”的策略来推动业务增长。前几年新华专注健康险的销售，费用管控严格，且对增员有所限制，业务发展遭遇瓶颈；基于此，现任管理层提出大力增员，健康险、年金险并重的业务策略，并适当放松分公司费用投入的限制。我们判断，在突破前几年严格管控的情况下，其传统的业务推动模式也将带来产能的释放。

2020 年来，新华业务策略明确，节奏清晰，我们预计其二季度保单销售显著好转，上半年 NBV 同比负增长的幅度有望大幅缩窄。新华开门红以年金惠添富为主力产品提规模，在低基数下规模快速提升；从 2 月开始公司全面转向价值增长的主线，通过健康险+长期交年金的双产品策略提升价值，虽然 2-3 月受到疫情的冲击导致长期健康险销售受阻，但疫情后，公司采用积极的费用、增员、产品策略，我们预计保单销售恢复良好。我们预计新华 Q2 单季 NBV 的同比增速为两位数，上半年 NBV 同比增长-2%左右。

展望下半年，我们判断新华在增员拉动、积极的费用投入、新重疾定义修订利好，以及低基数下，NBV 改善的趋势将持续，全年 NBV 增速有望达 5%-10%。队伍方面，我们认为公司代理人在疫情后面临活动率下滑的压力，部分代理人（主要为去年下半年新招募的代理人）经过疫情的影响，无法线下参加早会、培训及展业，活动量减少，由此带来队伍活动率下降。因此预计新华后续将继续大力增员，在新版基本法的制度牵引和费用激励下，带动增员和新人留存，用新鲜血液来置换“游离”人力。另外，我们预计新重疾定义将于下半年落地，老产品的停售尚未开始，一旦开始将有助于提升重疾险保费。新华 2019 年下半年 NBV 为 39 亿，同比下滑 32.5%，占全年比重 40%，因此下半年的基数压力也较小。

投资建议：疫情重新平稳后的线下活动恢复是保险股估值提升的第一动力，我们判断新华下半年 NBV 增速或会优于同业；且我们判断下半年长端利率或将稳定在 2.6%-2.8%，资产端预期平稳。我们维持前次盈利预估，即 2020-2022 年净利润预估为 153/177/198 亿，YOY+5.4%/15.3%/12.1%。目前新华保险 2020PEV 仅 0.62 倍，估值较低，维持“买入”评级。

风险提示：利率下行超预期；代理人增长不及预期；保单销售情况低于预期

| 财务数据和估值 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 154167 | 174566 | 188142 | 213032 | 241169 |
| (+/-)YoY(%) | 6.96% | 13.23% | 7.78% | 13.23% | 13.21% |
| 净利润 (百万元) | 7922 | 14559 | 15343 | 17689 | 19822 |
| (+/-)YoY(%) | 47.17% | 83.78% | 5.38% | 15.29% | 12.06% |
| EPS (元) | 2.54 | 4.67 | 4.92 | 5.67 | 6.35 |
| BVPS (元) | 21.02 | 27.07 | 31.17 | 36.72 | 43.80 |
| EV (元) | 55.50 | 65.72 | 74.63 | 84.55 | 96.52 |

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 非银金融/保险 |
| 6 个月评级 | 买入 (维持评级) |
| 当前价格 | 45.76 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股) | 2,085.44 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 2,085.44 |
| A 股总市值(百万元) | 95,429.70 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 95,429.70 |
| 每股净资产(元) | 28.09 |
| 资产负债率(%) | 90.67 |
| 一年内最高/最低(元) | 57.85/37.88 |

作者

| | |
|----------------------------|-----|
| 罗钻辉 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110518060005 | |
| luozuanhui@tfzq.com | |
| 舒思勤 | 联系人 |
| shusiqin@tfzq.com | |

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《新华保险-季报点评:新华保险一季报点评:净利润同比+38%高于预期;新单保费高增长+136%,预计后续价值将迎来改善!》2020-04-29
- 《新华保险-年报点评报告:2019 年年报:净利润同比+83.8%,NBV 同比-19.9%,综合投资收益率表现亮眼,看好 2020 年 NBV 增长改善》2020-03-26
- 《新华保险-公司点评:2019 年业绩预告点评:归母净利润同比+80%符合预期,预计 2020 年 NBV 增长有望迎来改善》2020-02-03

财务预测摘要

| 主要财务指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 利润表 (百万元) | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股指标 (元) | | | | | | 寿险保费 | 122,286 | 138,131 | 153,189 | 174,347 | 198,509 |
| 每股收益 | 2.54 | 4.67 | 4.92 | 5.67 | 6.35 | 非寿险保费 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 每股净资产 | 21.02 | 27.07 | 31.17 | 36.72 | 43.80 | 总保费及管理费收入 | 122,286 | 138,131 | 153,189 | 174,347 | 198,509 |
| 每股内含价值 | 55.50 | 65.72 | 74.63 | 84.55 | 96.52 | 减: 分出保费 | 1,932 | 2,427 | 2,298 | 2,615 | 2,978 |
| 每股新业务价值 | 3.91 | 3.13 | 3.29 | 3.79 | 4.17 | 净保费收入 | 120,354 | 135,704 | 150,891 | 171,731 | 195,531 |
| | | | | | | 减: 净提取未到期责任准 | 407 | 301 | 758 | 879 | 1,018 |
| 价值评估 (倍) | | | | | | 已赚净保费 | 119,947 | 135,403 | 150,132 | 170,852 | 194,512 |
| P/E | 18.02 | 9.81 | 9.31 | 8.07 | 7.20 | 投资收益 | 33,803 | 35,729 | 37,360 | 41,070 | 45,497 |
| P/B | 2.18 | 1.69 | 1.47 | 1.25 | 1.04 | 营业收入 | 154,167 | 174,566 | 188,142 | 213,032 | 241,169 |
| P/EV | 0.82 | 0.70 | 0.61 | 0.54 | 0.47 | 赔付及保户利益 | 109,968 | 125,970 | 127,967 | 145,691 | 164,667 |
| VNBX | -2.49 | -6.37 | -8.77 | -10.24 | -12.19 | 保险业务综合费用 | 33,584 | 35,310 | 40,995 | 45,228 | 51,722 |
| | | | | | | 营业费用 | 143,552 | 161,280 | 168,962 | 190,919 | 216,390 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | | 营业利润 | 10,615 | 13,286 | 19,181 | 22,113 | 24,780 |
| 净投资收益率 | 5.00% | 4.80% | 4.80% | 4.80% | 4.80% | 税前利润 | 10,510 | 13,221 | 19,181 | 22,113 | 24,780 |
| 总投资收益率 | 4.60% | 4.90% | 4.80% | 5.00% | 5.00% | 所得税 | 2,587 | -1,339 | 3,836 | 4,423 | 4,956 |
| 净资产收益率 | 12.08% | 17.24% | 15.78% | 15.44% | 14.50% | 归属于母公司股东的净利 | 7,922 | 14,559 | 15,343 | 17,689 | 19,822 |
| 总资产收益率 | 1.08% | 1.66% | 1.77% | 1.86% | 1.89% | 少数股东损益 | 1.47 | 1.00 | 1.53 | 1.77 | 1.98 |
| 财险综合成本率 | - | - | - | - | - | | | | | | |
| 财险赔付率 | - | - | - | - | - | | | | | | |
| 财险费用率 | - | - | - | - | - | | | | | | |
| | | | | | | 资产负债表 (百万元) | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 盈利增长 (%) | | | | | | 现金及存款投资 | 73695 | 75805 | 83525 | 91933 | 101965 |
| 净利润增长率 | 47.2% | 83.8% | 5.4% | 15.3% | 12.1% | 债权投资 | 459902 | 550539 | 542915 | 597566 | 662772 |
| 内含价值增长率 | 12.8% | 18.4% | 13.6% | 13.3% | 14.2% | 股权投资 | 116058 | 156957 | 141993 | 156287 | 173340 |
| 新业务价值增长率 | 1.2% | -19.9% | 5.1% | 15.0% | 10.0% | 其他投资 | 50171 | 56146 | 66820 | 73547 | 81572 |
| | | | | | | 总投资资产 | 699826 | 839447 | 835254 | 919333 | 1019650 |
| 偿付能力充足率 (%) | | | | | | 分保资产 | 2691 | 3028 | 2950 | 2950 | 2950 |
| 偿付能力充足率 (集团) | | | | | | 其他资产 | 31412 | 36495 | 26675 | 26675 | 26675 |
| 偿付能力充足率 (寿险) | 274.5% | 283.6% | 260.0% | 260.0% | 260.0% | 资产总计 | 733929 | 878970 | 864879 | 948958 | 1049275 |
| 偿付能力充足率 (产险) | - | - | - | - | - | 保险合同负债 | 594620 | 658191 | 713841 | 780590 | 858817 |
| | | | | | | 投资合同负债 | 40359 | 46366 | 20000 | 20000 | 20000 |
| 内含价值 (百万元) | | | | | | 次级债 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 |
| 调整后净资产 | 98,892 | 122,924 | 141,363 | 162,567 | 186,952 | 其他负债 | 33325 | 89923 | 33746 | 33746 | 33746 |
| 有效业务价值 | 74,259 | 82,119 | 91,497 | 101,216 | 114,195 | 负债总计 | 668333 | 794509 | 767616 | 834365 | 912592 |
| 内含价值 | 173,151 | 205,043 | 232,859 | 263,783 | 301,147 | 实收资本 | 3120 | 3120 | 3120 | 3120 | 3120 |
| 一年新业务价值 | 12,210 | 9,779 | 10,273 | 11,814 | 12,995 | 归属于母公司股东权益 | 65587 | 84451 | 97251 | 114580 | 136669 |
| 核心内含价值回报率 (%) | 18.28% | 13.91% | 15.22% | 14.31% | 14.16% | 少数股东权益 | 9.00 | 10.00 | 12.24 | 14.22 | 14.22 |
| | | | | | | 负债和所有者权益合计 | 733929 | 878970 | 864879 | 948958 | 1049275 |
| 寿险新业务保费 (百万) | | | | | | | | | | | |
| 短险和趸缴新单保费 | 5,692 | 12,969 | 7,386 | 8,546 | 9,889 | | | | | | |
| 期缴新单保费 | 20,734 | 19,341 | 27,112 | 31,327 | 36,205 | | | | | | |
| 新业务合计 | 26,426 | 32,310 | 34,498 | 39,873 | 46,094 | | | | | | |
| 新业务保费增长率 (%) | -18.86% | 22.27% | 6.77% | 15.58% | 15.60% | | | | | | |
| 标准保费 | 21,303 | 20,638 | 27,851 | 32,182 | 37,194 | | | | | | |
| 标准保费增长率 (%) | -25.57% | -3.12% | 34.95% | 15.55% | 15.57% | | | | | | |

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |