2020 年 10 月 27 日
公司研究●证券研究报告

新华保险（601336.SH）

公司快报

银保趸交持续高增，价值转头

投资要点

◆ **事件：**公司前三季度营收 1697.72 亿元、同比+27.80%，归母净利润 111.05 亿元、同比-14.60%；Q3 营收同比+19.95%、归母净利润同比+17.45%。

公司业绩变化主要系 1）去年上半年受手续费及佣金税优政策影响；2）保险业务扩张及退保和赔付支出减少下，提取责任准备金净额提升；3）会计估计变更导致增提寿险及长期健康险责任准备金 75.98 亿元，相应减少当期利润。

◆ **银保趸交 Q3 继续高增：**【总体】趸交保费 Q1/Q2/Q3 同比+1280x/+973x/+157x，前三季度总计同比+748x 至 179.80 亿元。今年公司重拾银保之后，银保趸交迈开步子，前三季度保费收入 173.55 亿元（去年同期仅为 0.04 亿元）。整体策略规模先行意味浓厚，但 Q3 开始降速。考虑到 H120 公司 FYP 同比+120.04%下，NBV 同比-22.63%，主要系规模增长优先价值提升，NBVM 同比-22.63pct。预计在疫情影响下，公司以规模增长驱动，但价值出现缺口，Q3 开始向价值倾斜，但规模效应仍较强。【个险】7 月底推出、8 月持续炒作的“惠加保”预计贡献价值明显，坚持以附促主的传统营销策略，**个险仍然是价值增长的核心。**代理人方面，H120 末已达 52.6 万人，Q3 以提质为诉求，预计增员不明显。【银保】**以规模为主，兼顾价值。**重拾银保的第一大诉求即为规模，在此之上我们判断仍有价值倾向，后续仍逐步聚焦长期交产品如年金险等，Q3 银保渠道期缴保费同比+47%。

◆ **总投资收益率同比+0.9pct：**投资策略灵活，上半年增配股票类资产，较年初份额提升 0.8pct 至 7.4%。Q3 股票市场活跃下，公司总投资收益率 5.6%。此外期末总投资资产同比+14.54%，综合影响下前三季度投资收益同比+39.47%。

◆ **投资建议：**重拾银保、趸交发力，今年公司保费收入表现亮眼。规模先行，价值跟进，公司的价值诉求将逐步显现。目前公司对应 2020E P/EV 0.91x，维持买入-A。

◆ **风险提示：**长端利率下行，疫情反扑影响线下展业，开门红进展不及预期

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	154167	174566	214368	235189	259455
同比增长（%）	6.96%	13.23%	22.80%	9.71%	10.32%
归母净利润（百万元）	7922	14559	12899	17436	19214
同比增长（%）	47.17%	83.78%	-11.40%	35.17%	10.20%
ROE（%）	12%	17%	13%	16%	15%
EPS（元）	2.54	4.67	4.13	5.59	6.16
EVPS（元）	56.67	67.01	73.76	82.52	92.74
PE	26.28	14.30	16.15	11.95	10.84
PEV	1.18	1.00	0.91	0.81	0.72

数据来源：wind，华金证券研究所

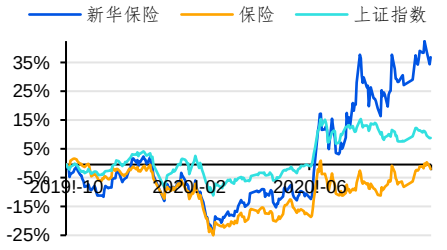
非银行金融 | 保险 III

投资评级	买入-A(维持)
股价(2020-10-27)	66.76 元

交易数据

总市值（百万元）	208,260.93
流通市值（百万元）	139,223.93
总股本（百万股）	3,119.55
流通股本（百万股）	2,085.44
12 个月价格区间	37.88/70.30 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.56	30.75	27.13
绝对收益	6.65	32.55	37.26

分析师 崔晓雁
SAC 执业证书编号：S0910519020001
021-20377098

报告联系人 范清林
fanqinglin1@huajinsc.cn
021-20377065

相关报告

新华保险：重启银保、规模与价值并举 2020-08-26

新华保险：保费+投资双轮驱动、趸交规模大幅提升 2020-04-29

新华保险：代理人跨越式增长、规模效应或显现 2020-03-26

新华保险：Q3 新单承压、NBV 增速主要依靠 NBVM 支撑 2019-10-31

新华保险：业务调整期，关注代理人规模提升下 NBV 修复 2019-08-29

财务报表预测和估值数据汇总

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
已赚保费	119,947	135,403	163,254	182,638	205,704
投资净收益	33,424	38,376	50,397	51,798	52,961
营业收入	154,167	174,566	214,368	235,189	259,455
退保金	33,039	12,990	8,371	18,730	21,096
赔付支出	51,135	60,648	57,426	64,245	72,358
提取保险责任准备金	26,752	53,734	93,522	91,778	103,369
保户红利支出	126	42	101	104	106
手续费及佣金支出	16,708	16,871	18,417	18,730	16,877
业务及管理费	12,561	13,783	17,149	16,463	18,162
营业支出	143,552	161,280	197,168	211,939	233,835
营业利润	10,615	13,286	17,200	23,249	25,620
税前利润	10,510	13,221	17,200	23,249	25,620
所得税	2,587	(1,339)	4,300	5,812	6,405
净利润	7923	14560	12900	17437	19215
归属于母公司股东的净利润	7.922	14.559	12.899	17.436	19.214
少数股东损益	1	1	1	1	1
险企财务指标	**2018A**	**2019A**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
EPS(元)	2.54	4.67	4.13	5.59	6.16
BVPS(元)	21.02	27.07	31.15	35.43	40.00
EVPS(元)	56.67	67.01	73.76	82.52	92.74
PE(X)	26.28	14.30	16.15	11.95	10.84
PB(X)	3.18	2.47	2.14	1.88	1.67
P/EV	1.18	1.00	0.91	0.81	0.72

资产负债表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	8,945	11,768	11,630	12,950	14,123
买入返售金融资产	4,315	5,682	7,753	9,712	10,592
交易性金融资产	9,940	24,409	14,538	16,187	17,654
定期存款	64,690	64,040	77,534	75,539	82,384
可供出售金融资产	300,949	387,296	411,902	453,235	494,307
持有至到期投资	214,531	246,212	319,829	377,695	411,922
长期股权投资	4,792	4,917	5,815	5,396	5,885
资产合计	733,929	878,970	1,008,9	1,123,9	1,224,2
保户储金及投资款	40,359	75,576	86,584	100,378	115,990
未到期责任准备金	1,805	61,975	71,002	82,313	95,116
未决赔款准备金	1,064	42,504	47,332	51,592	56,235
寿险责任准备金	527,494	891,195	1,002,5	1,137,9	1,308,6
长期健康险责任准备金	64,257	72,347	101,286	141,800	170,160
应付保单红利					
负债合计	668,333	794,509	923,501	1,037,9	1,136,0
股本	3,120	3,120	3,120	3,120	3,120
归属于母公司所有者权益合计	65,587	84,451	97,203	110,548	124,808
少数股东权益	9	10	11	12	13
所有者权益合计	65,596	84,461	97,214	110,560	124,821
内含价值（百万元）	**2018A**	**2019A**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
调整后净资产	98,892	122,924	134,459	147,659	161,610
扣偿后有效业务价值	77,898	86,108	95,684	109,817	127,727
内含价值	12,756	10,259	9,576	14,133	17,910
一年新业务价值	176,790	209,032	230,143	257,476	289,337

资料来源：wind，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn