

新华保险 (601336)

 证券研究报告
 2023年03月31日

负债端价值深度承压，投资端拖累盈利增速

1、利润：22年归母净利润同比-34.3%至98亿，降幅较前三季度有所收窄（22年前三季度同比-56.6%）。其中Q4单季同比+54.8%，我们认为主因22年四季度市场行情向好，带动投资表现边际小幅改善所致。全年盈利下滑系在21年高基数影响下，资本市场大幅调整导致投资收益减少，同时折现率假设调整增提准备金也有一定拖累，750日均线下降（22年末同比-14bps至2.91%），导致22年增提准备金合计减少税前利润113亿（21年为-121亿）。公司分红延续稳健，22年每股税前股息1.08元，分红率34.3%，同比+4.2pct，彰显韧性。

2、价值：新单及价值率双降，新业务价值显著承压。22年NBV同比-59.5%至24.2亿，其中H2仅录得3.1亿元，同比-83.6%，我们预计主因下半年健康险销售遇冷以及疫情冲击个险渠道展业所致。其中，NBV Margin同比-7.4pct至5.5%，主要系人力脱落、长期险销售乏力导致产品结构恶化，十年期及以上期交新单同比-58.2%、长期健康险新单同比-52.2%，压制整体新单保费同比-7.0%至434亿元。分渠道来看，个险及银保价值端同步承压，个险NBV同比-59.5%至23.4亿元，银保渠道NBV同比-30.4%至3.5亿元。

个险渠道深度调整，队伍改革有待进一步发力。22年公司主动加快人力清虚，低产能代理人持续脱落，年末个险规模人力19.7万人，同比-49.4%；月均合格人力（未有退保单且当月首年佣金≥800元的营销员）同比-50.5%至4.5万人，降幅大于整体人力；月均合格率同比-4.1pct至15.0%；但人均产能提升18.8%至3237元。公司将进一步推动绩优营销队伍的增质提效改革，建议关注后续队伍建设向年轻化、专业化、城市化的转型成效。

银保渠道延续保费增长，但价值率提升仍有压力。22年公司着力发展银保渠道，其长期险新单保费达280亿元，同比+11.3%，其中期交保费同比+7.9%至77.5亿元，趸交保费同比+12.6%至203亿元，驱动新单保费占比同比+10.6pct至64.7%，但价值贡献仍维持较低水平，测算渠道NBVM（银保渠道NBV/银保新单保费）同比-0.8pct至1.2%，在公司NBV中占比仅14%。

EV较年初-1.3%至2556亿，增速转负（20、21年分别为17.3%、7.6%）。主因投资偏差负贡献178亿，拖累EV增速6.9%；NBV创造贡献同比-1.5pct至0.9%。运营假设变动负贡献30亿，预计源于年末公司调整退保率、继续率等假设，公司保单13个月继续率、25个月继续率分别同比-1.1pct至82.6%、-6.6pct至77.2%，退保率小幅改善0.2pct至1.8%。

3、投资：净投资收益率小幅改善，总投资收益有所下滑。净投资收益率4.6%，同比+0.3pct，我们认为主因股权型投资股息及分红收入高增92.3%所致，公司高股息投资策略取得一定成效；总投资收益率4.3%，同比-1.6pct，主要受投资资产买卖价差收益恶化影响；总投资收益同比-18.8%至468亿元。公司投资资产同比+11.1%至1.2万亿，主要增配定期存款和债券及债务资产，占比分别+3.3pct、+1.5pct至18.9%、40.0%；权益金融资产占比-0.6pct至23.2%。

点评：2022年公司负债端核心指标略低于预期，投资收益较前三季度改善明显。我们判断，2023年公司负债端压力有望逐步缓释，预计一季度NBV有望回复正增长，全年有望在低基数下显著改善。当前，公司围绕“一体两翼”战略，积极布局财富管理与健康养老产业，有望赋能产品销售，打造队伍发展新动能，渠道端坚持三步转型及基本法改革，后续需继续关注公司个险渠道转型以及产品结构优化成效。考虑到公司四季度投资端边际改善，我们预计2023-2025年新华保险的归母净利润分别为139亿、168亿、198亿，分别同比+41%、+21%、+18%（前次预估2023-2024年归母净利润分别为125亿、144亿）。截止3月30日，A股、H股对应2023年PEV

投资评级

| | |
|-------|------------|
| 行业 | 非银金融/保险 II |
| 6个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 30.5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) | 63,605.90 |
| 流通A股市值(百万元) | 63,605.90 |
| 每股净资产(元) | 32.98 |
| 资产负债率(%) | 91.80 |
| 一年内最高/最低(元) | 36.43/22.80 |

作者

周颖婕 分析师
 SAC执业证书编号：S1110521060002
 zhouyingjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《新华保险-半年报点评:NBV 同比-48.4%低于预期，H2 有望逐步改善》2022-09-01
- 《新华保险-季报点评:负债端符合预期，投资端拖累归母净利大跌 78.7%》2022-04-29
- 《新华保险-年报点评报告:投资端表现亮眼，驱动归母净利润同比+4.6%，NBV 同比-34.9% 低于预期》2022-03-30

分别为 0.35X、0.19X，估值处于历史相对低位，维持“买入”评级。

风险提示：代理人规模下滑超预期；保障型产品销售不达预期；资本市场持续波动

| 财务数据和估值 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 222380 | 214,220 | 228,099 | 245,031 | 265,549 |
| 增长率（%） | 7.67 | -3.67 | 6.48 | 7.42 | 8.37 |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 14,951 | 9,826 | 13,869 | 16,771 | 19,763 |
| 增长率（%） | 4.57 | -34.28 | 41.15 | 20.92 | 17.84 |
| 每股收益（元） | 4.79 | 3.15 | 4.45 | 5.38 | 6.33 |
| 市盈率(P/E) | 6.36 | 9.68 | 6.86 | 5.67 | 4.82 |
| 市净率(P/B) | 0.88 | 0.92 | 0.77 | 0.65 | 0.56 |

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

| 主要财务指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 4.79 | 3.15 | 4.45 | 5.38 | 6.33 |
| 每股净资产 | 34.77 | 32.98 | 39.73 | 46.71 | 54.89 |
| 每股内含价值 | 82.96 | 81.92 | 88.11 | 94.47 | 101.30 |
| 每股新业务价值 | 1.92 | 0.78 | 0.83 | 0.90 | 0.97 |
| 价值评估 (倍) | | | | | |
| P/E | 6.05 | 9.21 | 6.52 | 5.39 | 4.58 |
| P/B | 0.83 | 0.88 | 0.73 | 0.62 | 0.53 |
| P/EV | 0.35 | 0.35 | 0.33 | 0.31 | 0.29 |
| VNBX | -28.15 | -68.14 | -71.13 | -72.95 | -74.62 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | |
| 净投资收益收益率 | 4.30% | 4.60% | 4.60% | 4.60% | 4.60% |
| 总投资收益率 | 5.90% | 4.30% | 5.20% | 5.00% | 5.00% |
| 净资产收益率 | 14.23% | 9.30% | 12.23% | 12.44% | 12.47% |
| 总资产收益率 | 1.33% | 0.78% | 1.03% | 1.12% | 1.19% |
| 财险综合成本率 | - | - | - | - | - |
| 财险赔付率 | - | - | - | - | - |
| 财险费用率 | - | - | - | - | - |
| 盈利增长 (%) | | | | | |
| 净利润增长率 | 4.6% | -34.3% | 41.1% | 20.9% | 17.8% |
| 内含价值增长率 | 7.6% | -1.3% | 7.6% | 7.2% | 7.3% |
| 新业务价值增长率 | -34.9% | -59.5% | 7.0% | 8.0% | 8.0% |
| 偿付能力充足率 (%) | | | | | |
| 偿付能力充足率 (集团) | - | - | - | - | - |
| 偿付能力充足率 (寿险) | 252.1% | 238.2% | 200.0% | 200.0% | 200.0% |
| 偿付能力充足率 (产险) | - | - | - | - | - |
| 内含价值 (百万元) | | | | | |
| 调整后净资产 | 163,027 | 165,666 | 148,693 | 158,436 | 168,934 |
| 有效业务价值 | 95,797 | 89,916 | 126,212 | 136,309 | 147,214 |
| 内含价值 | 258,824 | 255,582 | 274,905 | 294,745 | 316,148 |
| 一年新业务价值 | 5,980 | 2,423 | 2,593 | 2,800 | 3,024 |
| 核心内含价值回报率 | 9.27% | 8.59% | 9.41% | 9.02% | 9.03% |
| 寿险新业务保费 (百万元) | | | | | |
| 短险和趸缴新单保费 | 5,646 | 4,557 | 5,147 | 5,813 | 6,633 |
| 期缴新单保费 | 40,962 | 38,805 | 46,358 | 49,636 | 55,275 |
| 新业务合计 | 46,608 | 43,362 | 51,505 | 55,449 | 61,908 |
| 新业务保费增长率 | 0.13% | -6.96% | 18.78% | 7.66% | 11.65% |
| 标准保费 | 41527 | 39261 | 46873 | 50217 | 55938 |
| 标准保费增长率 (%) | 4.41% | -5.46% | 19.39% | 7.13% | 11.39% |

| 利润表 (百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 寿险保费 | 163,470 | 163,099 | 170,399 | 181,633 | 196,225 |
| 非寿险保费 | - | - | - | - | - |
| 总保费及管理费收入 | 163,470 | 163,099 | 170,399 | 181,633 | 196,225 |
| 减: 分出保费 | 2,772 | 2,609 | 2,726 | 2,905 | 3,139 |
| 净保费收入 | 160,698 | 160,490 | 167,673 | 178,728 | 193,086 |
| 减: 净提取未到期责任准备金 | -616 | -414 | -247 | -263 | -285 |
| 已赚净保费 | 161,314 | 160,904 | 167,920 | 178,991 | 193,371 |
| 投资收益 | 60,217 | 53,188 | 59,008 | 64,810 | 70,885 |
| 营业收入 | 222,380 | 214,220 | 228,099 | 245,031 | 265,549 |
| 赔付及保户利益 | 173,464 | 176,919 | 176,711 | 190,418 | 205,505 |
| 保险业务综合费用 | 33,278 | 30,885 | 35,572 | 35,498 | 37,532 |
| 营业费用 | 206,742 | 207,804 | 212,283 | 225,916 | 243,036 |
| 营业利润 | 15,638 | 6,416 | 15,817 | 19,115 | 22,513 |
| 税前利润 | 15,670 | 6,507 | 15,761 | 19,059 | 22,458 |
| 所得税 | 719 | -3,319 | 1,891 | 2,287 | 2,695 |
| 归属于母公司股东的净利润 | 14,951 | 9,826 | 13,869 | 16,771 | 19,763 |
| 少数股东损益 | 4 | 4 | 6 | 7 | 8 |

| 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 现金及存款投资 | 183,999 | 245,133 | 175,408 | 195,133 | 215,624 |
| 债权投资 | 577,214 | 601,794 | 767,191 | 853,465 | 943,086 |
| 股权投资 | 257,436 | 279,172 | 260,600 | 289,905 | 320,348 |
| 其他投资 | 64,154 | 76,909 | 99,801 | 111,024 | 122,682 |
| 总投资资产 | 1,082,803 | 1,203,008 | 1,302,999 | 1,449,526 | 1,601,739 |
| 分保资产 | 3,981 | 3,933 | 3,860 | 3,925 | 3,906 |
| 其他资产 | 40,937 | 48,103 | 44,236 | 47,160 | 48,686 |
| 资产总计 | 1,127,721 | 1,255,044 | 1,351,095 | 1,500,611 | 1,654,331 |
| 保险合同负债 | 863,695 | 970,156 | 1,084,042 | 1,204,722 | 1,332,986 |
| 投资合同负债 | 57,691 | 69,447 | 59,538 | 62,225 | 63,737 |
| 次级债 | - | - | - | - | - |
| 其他负债 | 97,821 | 112,536 | 83,519 | 87,888 | 86,263 |
| 负债总计 | 1,019,207 | 1,152,139 | 1,227,099 | 1,354,836 | 1,482,986 |
| 实收资本 | 3,120 | 3,120 | 3,120 | 3,120 | 3,121 |
| 归属于母公司股东权益 | 108,497 | 102,884 | 123,969 | 145,742 | 171,305 |
| 少数股东权益 | 17 | 21 | 28 | 28 | 32 |
| 负债和所有者权益合计 | 1,127,721 | 1,255,044 | 1,351,095 | 1,500,611 | 1,654,331 |

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 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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 |