

# 新华保险 (601336)

证券研究报告  
2023年04月28日

## 投资端显著改善驱动一季度业绩高增，资产端弹性充足，负债端核心关注后续增员进展

**1、归母净利大幅增长超预期，主因投资端显著改善。**公司 23Q1 实现归母净利润 69.2 亿元，同比+114.8%，符合此前业绩预告区间，主要系投资端显著改善。一方面，公司一季报执行新准则，按 IFRS17 规定追溯调整了保险业务同期数据，而按 IFRS9 规定选择不追溯调整投资业务同期数据，导致 1Q23 利润端受资本市场影响弹性更大；另一方面，本年一季度权益市场逐步回暖，一季度沪深 300、恒生国企指数分别上涨 4.6%/3.9%（去年同期分别下跌 14.5%/8.6%），受 1Q22 投资端受权益市场下行拖累的低基数影响，公司 23Q1 总投资收益同比+195.5%至 74 亿，年化总投资收益率 5.2%，同比+1.2pct。

**2、一季度负债端强势复苏，银保渠道贡献主要增量。**公司 23Q1 实现总保费收入 648 亿元，同比-0.2%。其中新单保费收入 213 亿元，同比-5.2%。长险首年新单 198 亿元，同比-6.0%，其中期交 94 亿元，同比+9.2%；短险保费收入 15 亿元，同比+5.7%。分渠道来看，个险方面，渠道保费收入合计 411 亿元，同比-4.0%，其中长险首年期交 41 亿元，同比-25.8%，主因营销人力规模持续缩减。银保方面，渠道保费收入合计 225 亿元，同比+5.9%，其中长险首年期交 52 亿元，同比+75.1%，我们判断期交保费高增有望带动 NBVM 改善，进一步支撑价值复苏，预计一季度公司整体 NBV 同比+7%。

**投资建议：受新准则+资本市场回暖影响资产端弹性充足，负债端转型成效需持续观察。**新华保险 22 年新单及价值率均深度承压，NBV 降幅同业中最大，仍面临一定的转型压力。目前公司人力负增长缺口仍较大，需关注后续队伍规模和绩优人力的增员进度，以及产品炒停热度转冷后的负债端表现。公司作为纯寿险标的，资产端弹性充足，22 年 EV 较投资收益率敏感性仅次于国寿，在资本市场逐步回暖背景下，叠加新准则执行加大投资收益波动，业绩增长空间较大，估值也有望同步上行。考虑到未来资本市场波动预期，我们调整 2023-2025 年公司归母净利润预测分别至 138 亿、160 亿、177 亿，同比分别+40%、+16%、+11%（前次预测 2023-2025 分别为 139 亿、168 亿、198 亿）。截至 4 月 28 日，公司 A/H 股 PEV 估值分别为 0.42X、0.21X，仍处于历史相对较低分位。

**风险提示：长端利率下行超预期；代理人增长不达预期；寿险改革进展不及预期。**

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	222380	214220	228893	245969	266188
增长率（%）	7.67	(3.67)	6.85	7.46	8.22
归属母公司股东净利润（百万元）	14951	9826	13780	15953	17704
增长率（%）	4.57	(34.28)	40.24	15.77	10.98
每股收益（元）	4.79	3.15	4.42	5.11	5.67
市盈率(P/E)	8.11	12.34	8.80	7.60	6.85
市净率(P/B)	1.12	1.18	0.98	0.84	0.72

资料来源：wind，天风证券研究所

### 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	38.85 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)	81,019.32
流通 A 股市值(百万元)	81,019.32
每股净资产(元)	38.98
资产负债率(%)	90.52
一年内最高/最低(元)	38.95/22.80

### 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-年报点评报告:负债端价值深度承压，投资端拖累盈利增速》  
2023-03-31
- 《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

## 财务预测摘要

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>						寿险保费	163,470	163,099	170,399	181,633	196,225
每股收益	4.79	3.15	4.42	5.11	5.67	非寿险保费	0	0	0	0	0
每股净资产	34.77	32.98	39.70	46.42	53.93	总保费及管理费收入	163,470	163,099	170,399	181,633	196,225
每股内含价值	82.96	81.92	88.12	94.49	101.32	减: 分出保费	2,772	2,609	2,726	2,905	3,139
每股新业务价值	1.92	0.78	0.84	0.91	0.98	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
<b>价值评估 (倍)</b>						已赚净保费	161,314	160,904	167,920	178,991	193,371
P/E	8.11	12.34	8.80	7.60	6.85	投资收益	60,217	53,188	59,541	65,459	71,206
P/B	1.12	1.18	0.98	0.84	0.72	营业收入	222,380	214,220	228,893	245,969	266,188
P/EV	0.47	0.47	0.44	0.41	0.38	赔付及保户利益	173,464	176,919	176,711	190,418	205,505
VNBX	-23.01	-55.46	-58.74	-61.42	-63.88	保险业务综合费用	33,278	30,885	36,467	37,366	40,510
						营业费用	206,742	207,804	213,178	227,784	246,014
<b>盈利能力指标 (%)</b>						营业利润	15,638	6,416	15,715	18,185	20,174
净投资收益率	4.30%	4.60%	4.60%	4.60%	4.60%	税前利润	15,670	6,507	15,659	18,129	20,119
总投资收益率	5.90%	4.30%	5.20%	5.00%	5.00%	所得税	719	-3,319	1,879	2,175	2,414
净资产收益率	14.23%	9.30%	12.15%	11.87%	11.31%	归属于母公司股东的净利润	14,951	9,826	13,780	15,953	17,704
总资产收益率	1.33%	0.78%	1.02%	1.06%	1.07%	少数股东损益	4	4	6	6	7
财险综合成本率	-	-	-	-	-						
财险赔付率	-	-	-	-	-						
财险费用率	-	-	-	-	-						
						<b>资产负债表 (百万元)</b>	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利增长 (%)</b>						现金及存款投资	183,999	245,133	175,395	195,010	215,220
净利润增长率	4.6%	-34.3%	40.2%	15.8%	11.0%	债权投资	577,214	601,794	767,138	852,926	941,323
内含价值增长率	7.6%	-1.3%	7.6%	7.2%	7.3%	股权投资	257,436	279,172	260,582	289,722	319,749
新业务价值增长率	-34.9%	-59.5%	8.0%	8.0%	8.0%	其他投资	64,154	76,909	99,794	110,954	122,453
						总投资资产	1,082,803	1,203,008	1,302,909	1,448,612	1,598,745
<b>偿付能力充足率 (%)</b>						分保资产	3,981	3,933	3,860	3,925	3,906
偿付能力充足率 (集)						其他资产	40,937	48,103	44,236	47,160	48,686
偿付能力充足率 (寿)	252.1%	238.2%	200.0%	200.0%	200.0%	资产总计	1,127,721	1,255,044	1,351,005	1,499,697	1,651,337
偿付能力充足率 (产)	-	-	-	-	-	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
<b>内含价值 (百万元)</b>						次级债	0	0	0	0	0
调整后净资产	163,027	165,666	148,717	158,488	169,019	其他负债	97,821	112,536	83,519	87,888	86,263
有效业务价值	95,797	89,916	126,212	136,309	147,214	负债总计	1,019,207	1,152,139	1,227,099	1,354,836	1,482,986
内含价值	258,824	255,582	274,929	294,797	316,233	实收资本	3,120	3,120	3,120	3,120	3,121
一年新业务价值	5,980	2,423	2,617	2,826	3,052	归属于母公司股东权益	108,497	102,884	123,879	144,828	168,312
核心内含价值回报率	9.27%	8.59%	9.42%	9.03%	9.04%	少数股东权益	17	21	27	27	31
						负债和所有者权益合计	1,127,721	1,255,044	1,351,005	1,499,697	1,651,337
<b>寿险新业务保费 (百万)</b>											
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%						

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