

坚守寿险主业，资负双轮驱动

新华保险(601336)

以全方位寿险为核心，打造金融服务集团

公司于2019年确定了“资产负债双轮驱动，规模价值全面发展”的发展模式，提出以寿险业务为主体，财富管理（投资支持寿险发展）和康养产业（康养产业与寿险协同发展）为两翼，科技赋能为支撑，即“1+2+1”战略，逐步成为国内领先的以全方位寿险业务为核心的金融服务集团。2023年管理层变动有望注入新动力：2023年4月，李全先生获批担任公司董事长，张泓先生获批担任公司总裁，两位管理者均加入新华保险多年且有着丰富的管理经验，我们认为管理层的此次变动有望为公司贯彻“1+2+1”战略，打造国内领先金融服务集团注入新动力。

负债端：看好渠道调整带来价值提升

产品方面，公司的分红险、健康险和传统险并驾齐驱，三大业务保费收入较为均衡，其中，公司分红险保险长期险首年保费收入同比增长11.4%，我们认为公司分红险产品的保费收入有望延续增长趋势，主要系定价利率下调后，分红型保险产品既符合消费者对投资收益的诉求，又能缓解险企利差损风险、偿付能力压力。

渠道方面，公司银保渠道新单收入自2020年超越个险渠道，占比从2018年的22.7%提升至2022年的72.3%，年复合增速达56.1%。根据21世纪经济报道，主要系公司在2019年开始采取“期趸联动”业务策略，通过趸交业务提升规模、巩固市场地位，同时带动期交业务发展，通过期交业务兼顾价值、巩固续期效应，因此我们看好未来新华保险期交业务改善拉动公司新业务价值的增长。

人力方面，公司主动加快人才清虚，注重队伍的有效发展，队伍建设向“年轻化、专业化、城市化”转型。根据公司年报，截至2022年底，公司个险营销规模人力19.7万人，同比减少49.4%；月均合格人力4.5万人，同比减少50.5%；月均人均综合产能3237元，同比提高18.8%。

资产端：投资风格稳健，权益表现突出

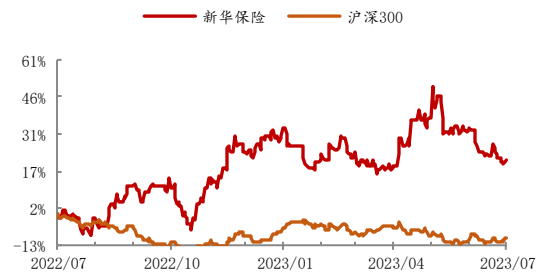
投资策略方面，面对权益类资产频繁轮动、固收类资产“资产荒”的投资环境，新华保险灵活调整战术资产配置，在保证风险可控的前提下积极把握市场机遇，2018-2022年新华保险权益类投资资产占比处于行业上游水平，且整体处于上升趋势。

投资收益方面，总体而言，新华保险的总投资收益率和净投资收益率处于行业上游。其中，权益投资利息收入逐年增长，2022年达151亿元，同比增长高达92.3%，2018-2022年期间年复合增速达24.8%。

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：首次覆盖
目标价格：47.94
最新收盘价：39.80

股票代码：601336 601336
52周最高价/最低价：43.37/22.8
总市值(亿) 1,257.49
自由流通市值(亿) 840.64
自由流通股数(百万) 2,085.44



分析师：罗惠洲
邮箱：luohz@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520070004

*周玉婷为本报告重大贡献者

相关研究

1. 2023.4.24《3月保险数据点评：寿险增速势头良好，财险高景气延续》

投资建议

我们预计 2023-2025 年新华保险营业收入分别为 2322/2420/2509 亿元，同比增速分别为 8.3%/4.3%/3.7%；对应归母净利润分别为 151/186/225 亿元，同比增速为 53.5%/23.1%/21.5%；EPS 为 4.83/5.95/7.22 元，EVPS 为 88.54/90.78/95.95 元，对应 2023 年 7 月 18 日收盘价 39.80 元的 PEV 分别为 0.45/0.44/0.41 倍。参考同行业可比估值，基于公司管理层调整和渠道调整注入的新活力，叠加资本市场改善预期，我们给予新华保险 2023 年 0.55 倍 PEV 估值，对应目标价 47.94 元，较 2023 年 7 月 18 日收盘价 39.80 元有 20.4% 的增长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

疫情后经济复苏不及预期；渠道调整效果不及预期；权益市场大幅波动风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	2224	2143	2322	2420	2509
YoY (%)	7.67	-3.62	8.32	4.26	3.65
归母净利润 (亿元)	149	98	151	186	225
YoY (%)	4.57	-34.29	53.50	23.08	21.47
每股收益 (元)	4.79	3.15	4.83	5.95	7.22
市盈率	8.31	12.64	8.24	6.69	5.51
PEV	0.48	0.49	0.45	0.44	0.41

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 全国领先的专业寿险公司	4
1.1. 以全方位寿险为核心，打造金融服务集团	4
1.2. 新华保险市占率居保险业前列	6
2. 负债端：看好渠道调整带来价值提升	7
2.1. 产品结构均衡，分红险有望保持增长	7
2.2. 个险地位主导，银保规模提升	8
2.3. 致力打造“保险-客户-康养”生态圈	11
3. 资产端：投资风格稳健，权益表现突出	11
4. 盈利预测和估值	13
4.1. 盈利预测	13
4.2. 估值	14
5. 风险提示	14

图表目录

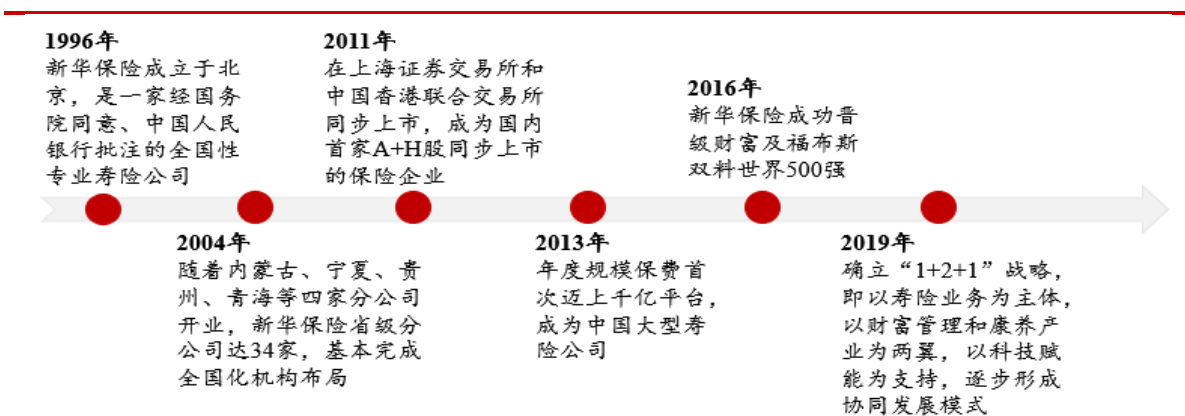
图 1 新华保险发展历程	4
图 2 新华保险股权结构 (2023Q1)	5
图 3 新华保险总保费收入及增速	7
图 4 新华保险总资产及增速	7
图 5 新华保险各险种保费收入占比	7
图 6 分红险长期险首年保费保持增长 (亿元)	7
图 7 公司长期险保费持续增长	8
图 8 公司长期险占总保费比例	8
图 9 续期保费占比七成	8
图 10 公司长期险首年保费结构	8
图 11 新华保险各渠道保费收入 (亿元) 及增速	9
图 12 新华保险新单保费结构 (按渠道)	9
图 13 新华保险新业务价值构成	9
图 14 新华保险各渠道新业务价值率 (按首年保费)	9
图 15 公司个险营销人力 (千人) 和月均人均综合产能情况 (元)	10
图 16 2014-2024 年中国大健康产业整体营收及预测	11
图 17 新华保险投资资产规模及增速	12
图 18 新华保险投资资产结构 (按投资对象)	12
图 19 上市险企权益类资产占比	12
图 20 上市险企股基资产占比情况	12
图 21 公司各类型资产投资利息收入 (亿元) 及同比增速	13
图 22 上市险企总投资收益率	13
图 23 上市险企净投资收益率	13
表 1 新华保险 2022 年主要控股公司及参股公司	5
表 2 新华保险核心管理团队	6
表 3 保费收入居前 5 位的保险产品	10
表 4 新华保险三大养老社区	11
表 5 新华保险盈利、核心指标预测	14
表 6 可比公司估值	14

1. 全国领先的专业寿险公司

1.1. 以全方位寿险为核心，打造金融服务集团

新华保险致力于成为以全方位寿险业务为核心的金融服务集团。1996 年新华保险于北京成立，是一家经国务院同意、中国人民银行批准的全国性专业寿险公司；2004 年公司省级分公司达 34 家，基本完成全国化机构布局；2011 年，新华保险分别在上海和中国香港同步上市，成为国内首家 A+H 股同步上市的保险企业；2013 年，公司年度规模保费首次迈上千亿平台，成为国内大型寿险公司之一，并于 2016 年成功晋级财富及福布斯双料世界 500 强；2019 年，公司确定了“资产负债双轮驱动，规模价值全面发展”的发展模式，提出以寿险业务为主体，财富管理（投资支持寿险发展）和康养产业（康养产业与寿险协同发展）为两翼，科技赋能为支撑，即“1+2+1”战略，逐步成为国内领先的以全方位寿险业务为核心的金融服务集团。

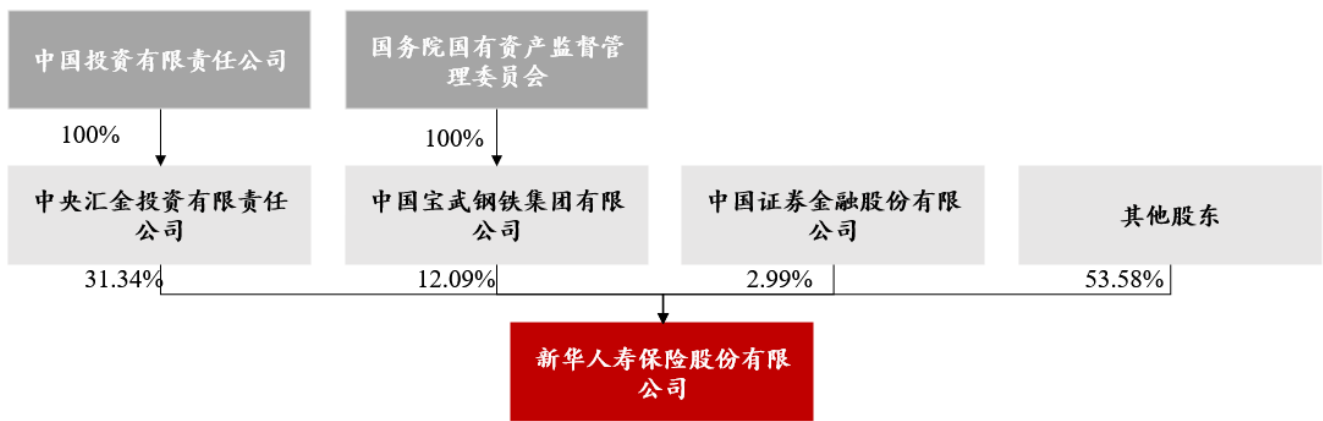
图 1 新华保险发展历程



资料来源：新华保险 2021 年报，新华保险官网，华西证券研究所

公司股权较为集中，通过控股参股子公司覆盖多元领域。截至 2023 年一季度末，中央汇金公司为公司第一大股东，持有公司 31.34% 的股份。中央汇金公司是由国家出资设立的国有独资公司，根据国务院授权，对国有重点金融企业进行股权融资，实现国有金融资产保值增值；中央汇金公司不开展其他任何商业险经营活动，不干预其控股的国有重点金融企业的日常经营活动。中国宝武对新华保险的持股比例为 12.09%。中国宝武 2022 年 6 月经国务院国资委专项评估，由国有资本投资公司试点企业正式转为国有资本投资公司。新华保险除主营寿险外，还通过控股、参股多个子公司覆盖财富管理、养老、健康、房地产、电商等多个领域。

图 2 新华保险股权结构 (2023Q1)



资料来源：Wind，华西证券研究所

表 1 新华保险 2022 年主要控股公司及参股公司

公司名称	持股比例	总资产 (百万元)	主要业务范围
资产管理公司	99.4%	3984	资产管理
资产管理公司 (香港)	99.6%	港币 539	资产管理
健康科技	100%	1519	技术开发
新华养老服务	100%	696	集中养老服务
新华养老保险	100%	5977	养老保险
新华养老运营	100%	57	养老服务
新华电商	100%	94	商业经纪业务
合肥后援中心	100%	2437	资产管理
海南养老	100%	1082	养老服务
广州粤融	100%	9	房地产业
新华浩然	100%	476	物业管理
康复医院	100%	82	医疗服务
新华健康	45%	1109	资产管理
中国金茂	9.15%	421.896	房地产业

资料来源：新华保险 2022 年报，华西证券研究所

管理层变动有望注入新动力。2023 年 4 月，李全先生获批担任公司董事长。李全先生对新华保险较为熟悉，其于 2010 年 3 月加入新华保险担任资产管理公司总裁，2016 年 12 月至 2019 年 9 月兼任资产管理公司副董事长；自 2019 年 11 月起担任公司执行董事，2019 年 8 月起担任公司首席执行官、总裁，2022 年 9 月 26 日起代行本公司第七届董事会董事长职务；现兼任资产管理公司、资产管理公司(香港)、新华养老保险董事长。张泓先生 2023 年 4 月获批担任公司总裁，曾任中国再保险(集团)股份

有限公司执行董事、总裁、监事长,中国人寿再保险有限责任公司董事长等职位,具有丰富的保险行业管理经验。此外,公司多位高管均为内部多年培养的管理人才,对新华保险及保险行业较为熟悉。我们认为管理层的此次变动有望为公司贯彻“1+2+1”战略注入新动力。

表 2 新华保险核心管理团队

姓名	职务	起始任职时间	任职经历
李全	董事长	2023 年 4 月	自 2019 年 11 月起担任公司执行董事,2019 年 8 月起担任公司 CEO、总裁,2022 年 9 月起代行公司第七届董事长职务;现兼任资管公司、资管公司(香港)、新华养老保险董事长;曾任新华保险临时负责人,新华资管公司总裁、副董事长,博时基金督察长、副总经理、常务副总经理、党委副书记,正大国际资金部总经理、公司总经理助理,中国农村信托投资公司银行部业务经理;拥有中国人民银行研究生部货币银行专业经济学硕士学位。
张泓	总裁	2023 年 4 月	自 2021 年 6 月起担任公司执行董事和副总裁(正职级),2019 年 9 月起任公司党委副书记(正职级);现兼任新华健康董事长、资产管理公司董事;曾任中国再保险(集团)股份有限公司执行董事、总裁、监事长,中国人寿再保险有限责任公司董事长,中国财产再保险有限责任公司总经理、董事长,中国大地财产保险股份有限公司董事,中再资产管理股份有限公司董事,中国核保险共同体主席;曾任职于中国人保、中国保险(英国);拥有经济师资格。
龚兴峰	副总裁	2016 年 10 月	自 2016 年 11 月起担任公司副总裁,2010 年 9 月起担任公司总精算师,2017 年 3 月起担任公司董事会秘书,2017 年 1 月起兼任新华养老保险董事,2018 年 2 月起兼任资管公司监事会主席;1999 年 1 月加入公司,历任精算部总经理助理、核保核赔部副总经理、客户服务部总经理、首席精算师、总裁助理,并曾任资产管理公司投资业务负责人;拥有高级经济师和中国精算师职称,英国特许管理会计师公会(CIMA)资深管理会计师资格(FCMA),任中国精算师协会常务理事;拥有中央财经大学经济学硕士学位、中欧国际工商学院工商管理硕士学位。
杨征	副总裁	2016 年 10 月	自 2016 年 12 月起担任公司副总裁,自 2017 年 2 月起兼任公司首席财务官(暨财务负责人),并自 2016 年 12 月起兼任资管公司董事;曾于 2019 年 1 月至 2019 年 6 月代行公司首席执行官暨执行委员会主任委员的职权;曾任中国人寿保险股份有限公司财务总监,副总裁等职务;具有美国注册会计师和英国特许公认会计师资格,现任中国会计学会第八届理事会理事、中国注册会计师协会第六届理事会审计准则委员会委员、中国保险行业协会第二届财会专委会委员和中国保险行业协会第三届统计研究专委会委员;曾任国际财务报告准则解释委员会委员、国家会计信息化标准化技术委员会委员、第三届中国保险业偿付能力监管标准委员会委员;拥有美国东北大学工商管理硕士学位。
秦泓波	副总裁	2021 年 9 月	2021 年 9 月加入本公司,自 2021 年 11 月起担任本公司副总裁,2022 年 9 月起兼任公司首席风险官。秦先生曾任中国再保险(集团)股份有限公司发展改革部总经理、职工代表监事、董事会办公室主任、战略发展部总经理、战略总监、新闻发言人,曾兼任中国大地财产保险股份有限公司监事、董事、副总经理,中国人寿保险股份有限公司董事,中国再保险(香港)股份有限公司董事;拥有对外经济贸易大学经济学博士学位,具有高级经济师职称。
王练文	副总裁	2022 年 12 月	2022 年 12 月起担任公司副总裁;2017 年 2 月至 2022 年 12 月担任公司总裁助理,自 2019 年 9 月至 2022 年 7 月兼任公司浙江分公司总经理;自 2010 年 5 月加入公司,历任法人业务总监、公司总监兼西北区域总经理兼陕西分公司总经理、公司总裁助理兼新华养老保险副总经理兼浙江分公司临时负责人等职务;拥有中级会计师、经济师职称;拥有复旦大学经济学博士学位。

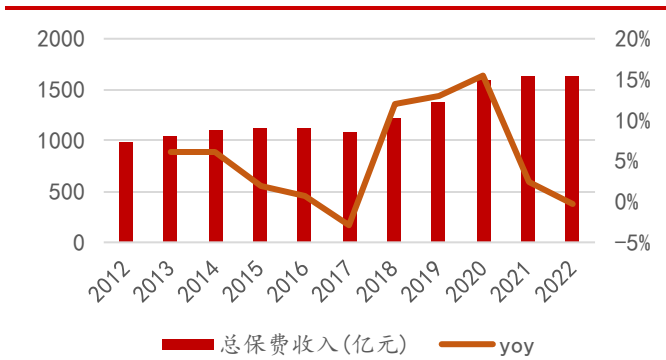
资料来源:Wind, 华西证券研究所

1.2. 新华保险市占率居保险业前列

公司保费收入和资产规模居于行业前列。从保费收入来看,2012-2022 年新华保险总保费收入规模从 977.2 亿元提升至 1631 亿元,年复合增速为 5.3%。其中 2012-2017 年间由于公司银保渠道新规等影响,公司保费年增速在 2.3%左右,2017-2020 年间保费增速逐渐恢复至两位数水平,此后受行业监管趋严、疫情爆发等影响,保费增速显著放缓。从总资产规模来看,公司总资产规模由 2012 年的 4936.9 亿元持续提升

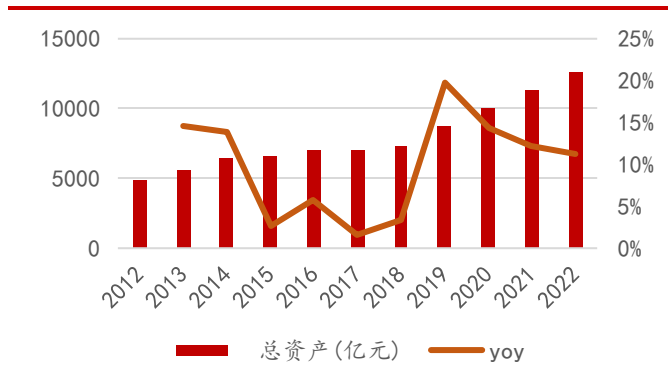
至 2022 年 12550.4 亿元，期间年复合增速达 10%。根据前瞻产业研究院数据披露，无论从原保费收入，还是总资产规模角度，新华保险均居于我国保险业前 5。

图 3 新华保险总保费收入及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 4 新华保险总资产及增速



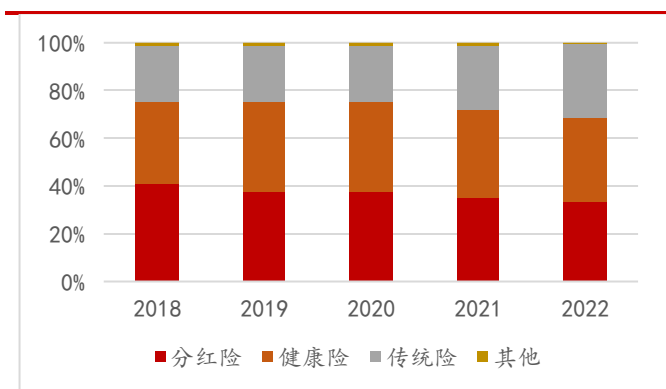
资料来源：Wind，华西证券研究所

2. 负债端：看好渠道调整带来价值提升

2.1. 产品结构均衡，分红险有望保持增长

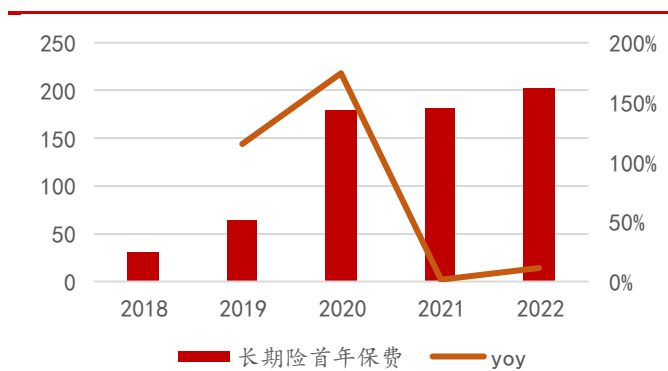
三大业务收入均衡，分红险增长有望延续。公司的分红险、健康险和传统险并驾齐驱，三大业务保费收入较为均衡，2022 年新华保险分红险、健康险和传统型保费占总保费的比例分别为 33.1%、35.5%和 30.6%。其中，受行业健康险业务低迷和公司人力主动清虚影响，公司健康保险长期险保费收入 40.18 亿元，同比降低 52.2%；传统型保险长期险首年保费收入 144.52 亿元，同比增长 1%；公司分红险保险长期险首年保费收入 203.35 亿元，同比增长 11.4%，我们认为公司分红险产品的保费收入有望延续增长趋势，主要系定价利率下调后，分红型保险产品既符合消费者对投资收益的诉求，又能缓解险企利差损风险、偿付能力压力。

图 5 新华保险各险种保费收入占比



资料来源：新华保险年报，华西证券研究所

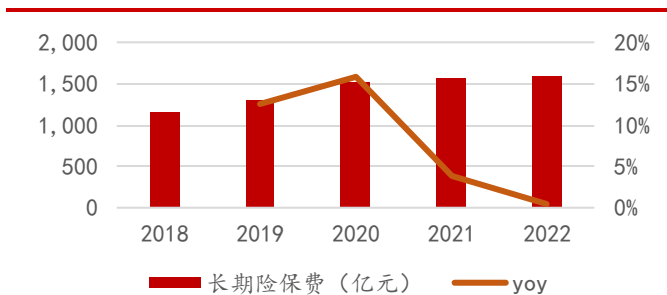
图 6 分红险长期险首年保费保持增长（亿元）



资料来源：新华保险年报，华西证券研究所

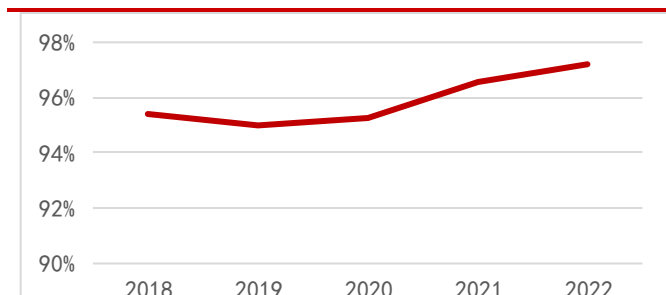
续期保费持续发挥压舱石作用。新华保险以长期险为主，长期险占总保费比例逐步提升，从2018年的95.4%提升至2022年97.2%。其中续期保费占总保费比例维持在70%以上，2022年占比达73.4%，作为公司保费压舱石持续驱动公司收入增长。公司长期险首年保费中，趸交产品保费占比逐步提升，从2018年的0.4%提升至2022年的54%，主要来源于公司银保渠道的销售拉动，2022年公司银保渠道趸交保费同比增长12.6%。

图7 公司长期险保费持续增长



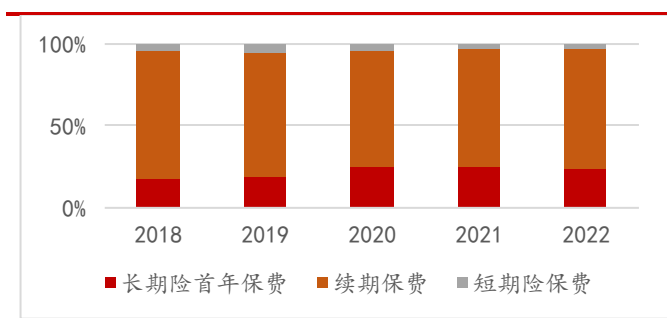
资料来源：新华保险年报，华西证券研究所

图8 公司长期险占总保费比例



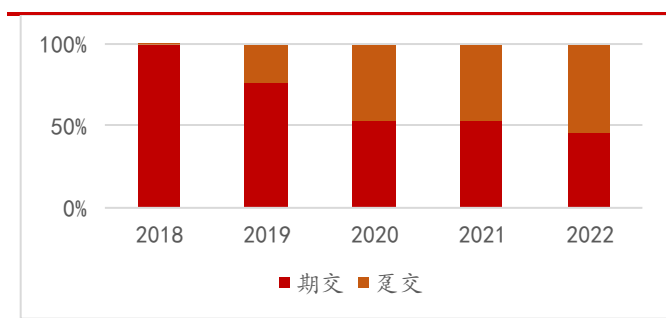
资料来源：新华保险年报，华西证券研究所

图9 续期保费占比七成



资料来源：新华保险年报，华西证券研究所

图10 公司长期险首年保费结构



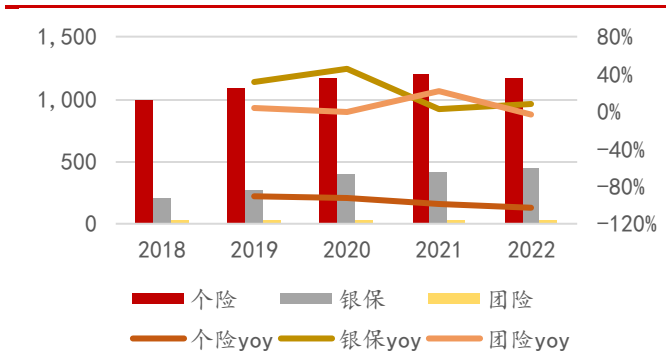
资料来源：新华保险年报，华西证券研究所

2.2. 个险地位主导，银保规模提升

个险渠道占比七成，银保渠道规模持续提升。从总保费收入结构来看，公司个险渠道是贡献保费收入的主力，2022年个险渠道保费收入1163.6亿元，占总保费收入的71%，同比下降2.9%，主要系2022年公司主动加快人力清虚，根据公司年报，截至2022年底公司个险营销规模人力19.7万人，同比减少49.4%，月均人均综合产能3237元，同比提高18.8%；银保渠道2022年保费收入439.3亿元，同比增长7.8%，占总保费比例自2018年的17%持续提升至2022年的26.9%。过去5年，保费收入居于前5的保险产品中，来自银保渠道的产品比例逐步提升。从新单保费收入结构来看，公司银保渠道新单收入自2020年超越个险渠道，占比从2018年的22.7%提升至2022年的72.3%，年复合增速达56.1%。

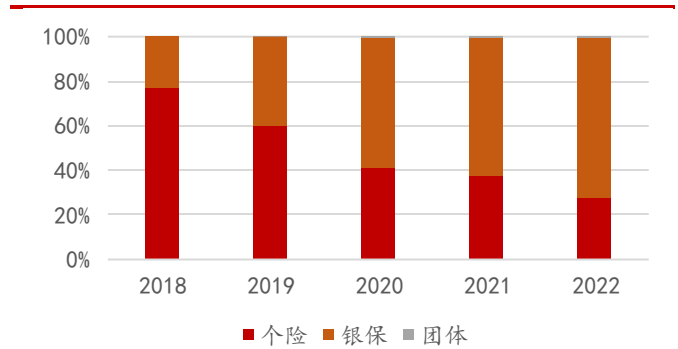
新业务价值方面，目前个险渠道仍为公司新业务价值贡献主力，2022 年个险渠道新业务价值 23.39 亿元，新业务价值率 21.9%（按“渠道新业务价值/渠道当年首年保费”计算，下同）；2022 年公司银保渠道新业务价值 3.46 亿元，新业务价值率 1.2%，相对较低，根据 21 世纪经济报道，主要系公司在 2019 年开始采取“期趸联动”业务策略，通过趸交业务提升规模、巩固市场地位，同时带动期交业务发展，通过期交业务兼顾价值、巩固续期效应，因此我们看好未来新华保险期交业务改善拉动公司新业务价值的增长。

图 11 新华保险各渠道保费收入（亿元）及增速



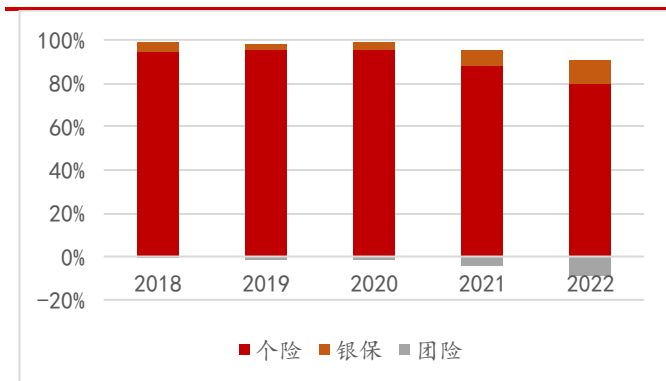
资料来源：新华保险年报，华西证券研究所

图 12 新华保险新单保费结构（按渠道）



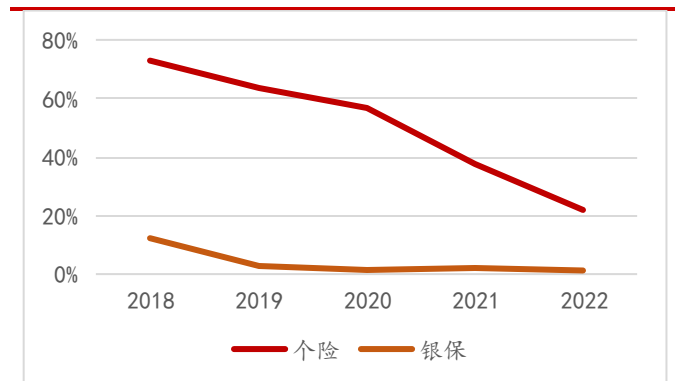
资料来源：新华保险年报，华西证券研究所

图 13 新华保险新业务价值构成



资料来源：新华保险年报，华西证券研究所

图 14 新华保险各渠道新业务价值率（按首年保费）



资料来源：新华保险年报，华西证券研究所 注：新业务价值率通过公式“渠道新业务价值/渠道当年首年保费”计算

表 3 保费收入居前 5 位的保险产品

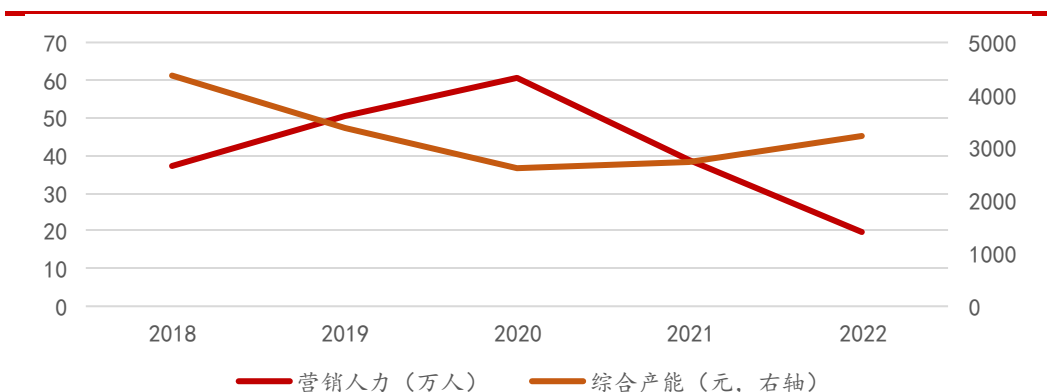
2022 年保费收入居前 5 位的保险产品			
排名	产品名称	原保费收入	主要销售渠道
1	稳得福两全保险（分红型）	199.44	银保渠道
2	惠添富年金保险	128.83	个险渠道、银保渠道
3	荣华世家终身寿险	79.41	银保渠道
4	健康无忧 C 款重大疾病保险	59.37	个险渠道
5	惠金享年金保险	52.62	个险渠道

2018 年保费收入居前 5 位的保险产品			
排名	产品名称	原保费收入	主要销售渠道
1	福享一生终身年金保险（分红型）	102	个人代理
2	健康无忧 C 款重大疾病保险	74.82	个人代理
3	惠鑫宝二代年金保险	62.95	银行邮政代理
4	健康无忧重大疾病保险（C1 款）	46.21	个人代理
5	多倍保障重大疾病保险	43.39	个人代理

资料来源：新华保险年报，华西证券研究所

个险队伍清虚提质。我国人身险业深度调整仍在继续，行业发展整体承压，公司坚持高质量发展，队伍结构和质态不断优化。公司主动加快人才清虚，注重队伍的有效发展，队伍建设向“年轻化、专业化、城市化”转型。根据公司年报，截至 2022 年底，公司个险营销规模人力 19.7 万人，同比减少 49.4%；月均合格人力 4.5 万人，同比减少 50.5%；月均人均综合产能 3237 元，同比提高 18.8%。

图 15 公司个险营销人力（千人）和月均人均综合产能情况（元）



资料来源：新华保险年报，华西证券研究所

2.3. 致力打造“保险-客户-康养”生态圈

公司康养产业将着力打造“保险-客户-康养”生态圈，加快推进产业布局和协同发展，优化健康管理服务。公司的“尊享、乐享、颐享”三大养老社区 2022 年全面落地，初步形成“康养综合社区+照护医养社区+休闲旅居社区+健康管理中心”的全功能康养服务系统。养老产业作为新华保险“一体两翼”发展战略中的关键一翼，通过四年时间，三个典型项目形成了城郊结合、南北呼应的多产品养老产业布局。公司下属的 19 家健康管理中心及康养医院等康养产业线下布局与公司的保险业务有效协同：根据国研网，截至 2022 年 9 月底，新华保险养老社区入住资格函签署量超过 4400 份，对应累计应交保费超 70 亿元。在健康产业协同方面，截至 2022 年 6 月底，公司累计实现健康协同营业收入近 2 亿元。

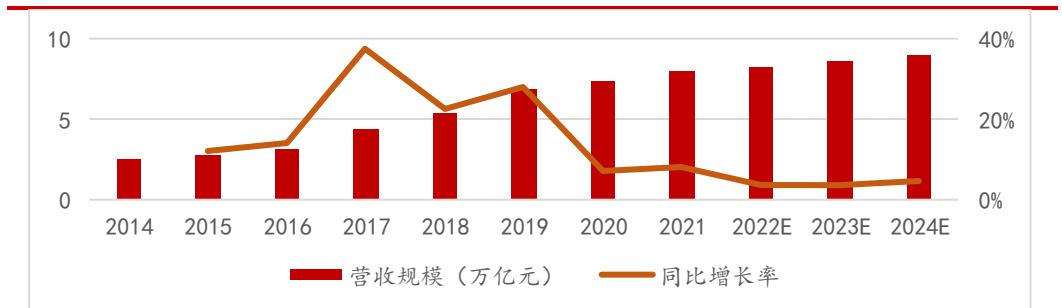
表 4 新华保险三大养老社区

养老社区	地点	特点	建筑面积 (m ²)	床位 (张)
新华家园·北京莲花池尊享公寓	北京	高端护理型	2.4 万	350 张
新华家园·海南博鳌乐享社区	海南博鳌	自理型	约 20 万	-
新华家园·北京延庆颐享社区	北京	大型综合持续照料退休社区	28.4 万	-

资料来源：新华保险官网，华西证券研究所

我国大健康市场规模发展空间较大。社会人口结构老龄化和居民长期对健康的需求是中国健康产业底层逻辑和核心驱动力，加之后疫情时代引发更多对健康管理和健康保障的需求，中国的健康产业有较大的增长空间。根据艾媒网数据，2021 年我国大健康产业整体营收达 8 万亿元，且在过去 7 年内高速发展，市场规模年复合增长率高达 18%，预计 2024 年将达 9 万亿元；据艾媒网分析，中国与全球的大健康产业发 展情况基本一致，同样由于社会结构变化而需求不断增长，具有可持续增长性。我们预计未来公司大健康业务有望持续助力业绩提升。

图 16 2014-2024 年中国大健康产业整体营收及预测



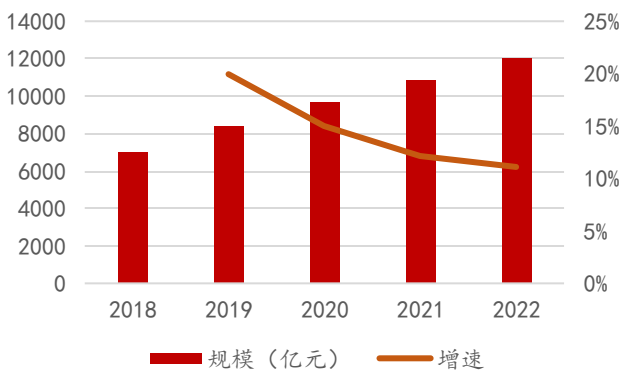
资料来源：艾媒网，华西证券研究所

3. 资产端：投资风格稳健，权益表现突出

公司投资规模持续增长，资产配置灵活。新华保险投资资产规模从 2018 年的 6998.3 亿元持续快速增长至 2022 年的 12030.1 亿元，期间年复合增速高达 14.5%。2022 年受到俄乌战争、美联储加息等多重因素的营销，国内外资本市场均受多轮冲

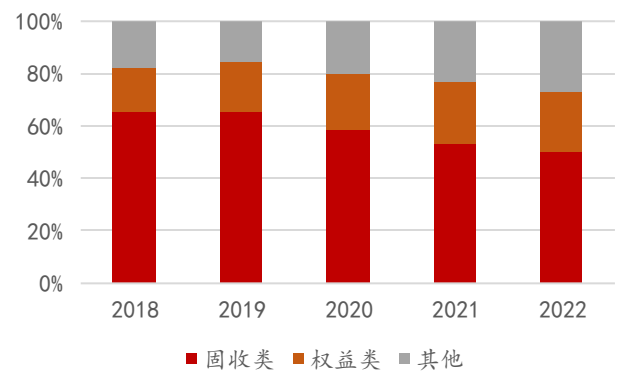
击，面对权益类资产频繁轮动、固收类资产“资产荒”的投资环境，新华保险灵活调整战术资产配置，在保证风险可控的前提下积极把握市场机遇：债券投资方面，公司持续配置长久期地方债、国债等利率债品种，拉长资产久期，同时灵活把握债券的交易性机会，波段操作。2022年公司债券型金融资产投资金额 6017.9 亿元，在总投资资产中占比 50%。股权投资方面，公司自下而上优选行业和个股，积极把握结构性机会。此外，在港股投资方面坚持高股息策略，持续挖掘港股市场投资机会。2022 年公司股权型金融投资资产投资金额 2791.7 亿元，占总投资资产 23.2%，其中公司股票+基金投资资产 2022 年占比 14.1%。从横向对比来看，2018-2022 年新华保险权益类投资资产占比处于行业上游水平，且整体处于上升趋势。

图 17 新华保险投资资产规模及增速



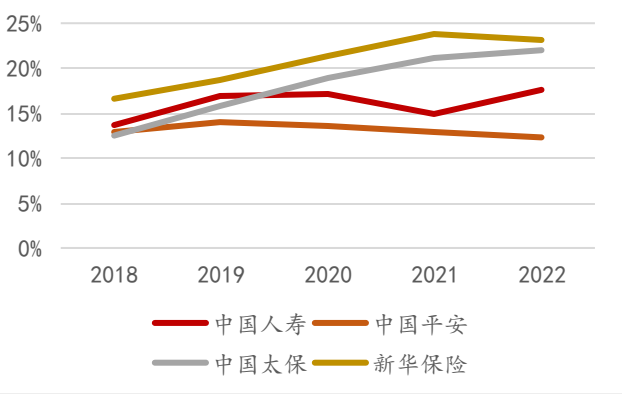
资料来源：新华保险年报，华西证券研究所

图 18 新华保险投资资产结构（按投资对象）



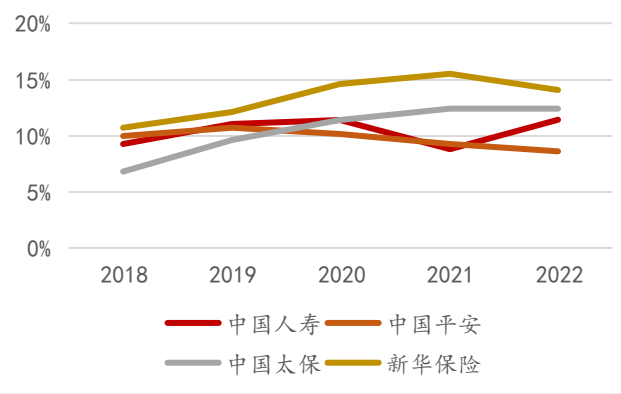
资料来源：各公司年报，华西证券研究所

图 19 上市险企权益类资产占比



资料来源：各公司年报，华西证券研究所

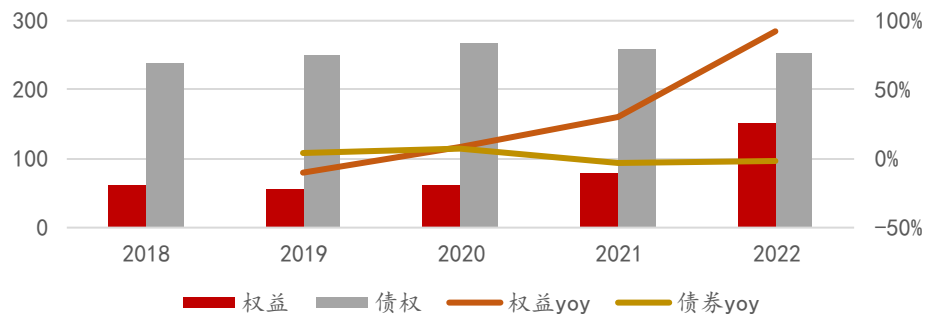
图 20 上市险企股基资产占比情况



资料来源：各公司年报，华西证券研究所

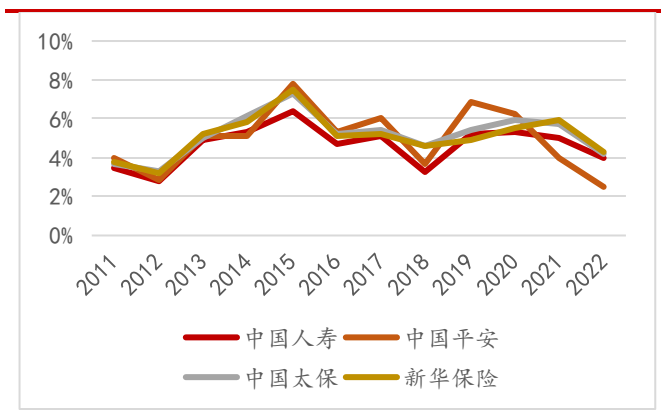
权益投资表现突出，拉动总投资收益稳定增长。公司的权益投资利息收入逐年增长，2022 年达 151 亿元，同比增长高达 92.3%，2018-2022 年期间年复合增速达 24.8%。总体而言，新华保险的总投资收益率和净投资收益率处于行业上游。2018-2022 年公司总投资收益率均值和净投资收益率均值分别为 5%和 4.7%，表现超过行业平均。

图 21 公司各类型资产投资利息收入（亿元）及同比增速



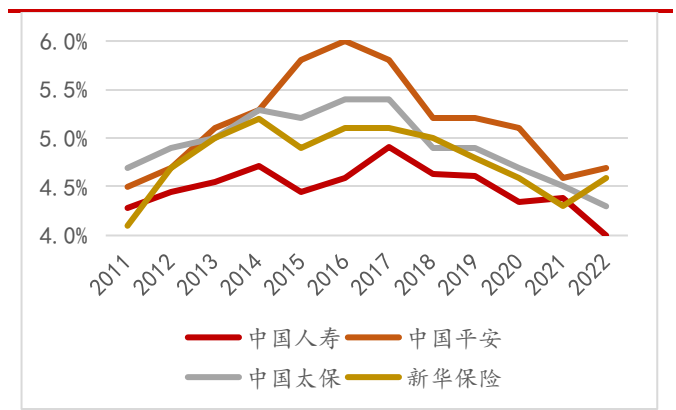
资料来源：新华保险年报，华西证券研究所

图 22 上市险企总投资收益率



资料来源：各公司年报，华西证券研究所

图 23 上市险企净投资收益率



资料来源：各公司年报，华西证券研究所

4. 盈利预测和估值

4.1. 盈利预测

保险业务方面，结合 2022 年受疫情影响公司保费收入略降，2023-2025 年整体经济呈现企稳回升态势，寿险正进行改革，保费收入、新业务价值率、代理人产能有望逐步提升，保守假设 2023-2025 年保险业务收入增速为 5.6%/4.3%/3.5%。同时，考虑新华保险权益投资表现持续较好，我们假设公司投资收益同比增速 15%/5%/5%。基于以上核心假设，我们预计 2023-2025 年新华保险营业收入分别为 2322/2420/2509 亿元，同比增速分别为 8.3%/4.3%/3.7%；对应归母净利润分别为 151/186/225 亿元，同比增速为 53.5%/23.1%/21.5%；EPS 为 4.83/5.95/7.22 元，EVPS 为 88.54/90.78/95.95 元，对应 2023 年 7 月 18 日收盘价 39.80 元的 PEV 分别为 0.45/0.44/0.41 倍。

表 5 新华保险盈利、核心指标预测

单位：亿元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,224	2,143	2,322	2,420	2,509
已赚保费	1,613	1,609	1,696	1,763	1,818
营业支出	2,067	2,078	2,163	2,225	2,271
退保金	178	185	156	127	79
赔付支出	436	405	645	758	874
提取保险责任准备金	1,132	1,184	1,043	1,022	1,006
营业利润	156	65	159	196	238
归母净利润	149	98	151	186	225
ROE (%)	13.78	9.55	13.42	15.83	17.17
ROA (%)	1.33	0.78	1.00	1.05	1.11
内含价值	2,588	2,556	2,762	2,832	2,994
YOY (%)	7.57	-1.25	8.08	2.53	5.70

资料来源：Wind，华西证券研究所

4.2. 估值

参考同行业可比估值，基于公司管理层调整和渠道调整注入的新活力，叠加资本市场改善预期，我们给予新华保险 2023 年 0.55 倍 PEV 估值，对应目标价 47.94 元，较 2023 年 7 月 18 日收盘价 39.80 元有 20.4% 的增长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6 可比公司估值

证券代码	证券简称	股票价格	EPS			EVPS	P/EV
		20230718	2022A	2023E	2024E	2023E	2023E
601628.SH	中国人寿	32.69	1.14	1.57	2.01	46.26	0.71
601318.SH	中国平安	47.6	4.8	5.58	7.81	82.49	0.58
601601.SH	中国太保	27.62	2.56	3.62	4.32	54.46	0.51
601336.SH	新华保险	39.8	3.15	4.83	5.95	87.16	0.46

资料来源：Wind，华西证券研究所 注：上述公司（除新华保险外）预测数据均来自华西证券研究所历史报告

5. 风险提示

疫情后经济复苏不及预期风险，若经济复苏不理想，将可能导致居民资产配置意愿不及预期，从而导致公司寿险等产品的需求不及预期；

渠道调整不及预期风险，公司渠道正处于转型发展期，若转型不及预期，将会使保险业务收入增长不及预期；

权益市场大幅波动风险，公司的投资收益受权益市场表现影响，若权益市场大幅波动将导致投资收益波动。

财务报表和主要财务比率

资产负债表		单位：亿元			
至12月31日	2022	2023E	2024E	2025E	
货币资金	176	207	260	304	
定期存款	2275	2643	3160	3622	
交易性金融资产	793	4439	6608	9718	
可供出售金融资产	3757	3133	2992	2562	
持有至到期投资	3784	2969	2941	2468	
贷款	436	355	344	292	
应收保费	31	37	29	28	
长期股权投资	58	71	82	94	
投资性房地产	96	114	133	153	
固定资产	159	193	223	257	
其他资产	17	19	23	27	
资产总计	12550	15056	17690	20374	
应付手续费及佣金	16	23	27	33	
应付赔付款	60	49	48	41	
寿险责任准备金	7760	6381	6230	5306	
长期健康险责任准备金	1908	1534	1518	1283	
未到期责任准备金	12	12	10	9	
其他应付款	142	102	109	88	
保户储金及投资款	694	564	555	470	
其他负债	12	13	15	17	
负债合计	11521	13932	16517	19060	
股本	31	31	31	31	
资本公积	240	246	247	255	
未分配利润	540	603	639	727	
归属母公司股东权益	1029	1123	1172	1313	
少数股东权益	0.21	0.24	0.28	0.36	
负债和股东权益	12550	15056	17690	20374	

资料来源：公司公告，Wind 数据库，华西证券研究所

利润表						
至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
营业收入	2224	2143	2322	2420	2509	
已赚保费	1613	1609	1696	1763	1818	
投资收益	602	532	585	614	645	
公允价值变动损益	-3	-14	28	31	33	
营业支出	-2067	-2078	-2163	-2225	-2271	
营业利润	156	65	159	196	238	
利润总额	157	65	159	195	237	
净利润	150	98	151	186	225	
归属母公司股东净利润	149	98	151	186	225	
其他综合收益	-38	-110	6	7	8	
综合收益总额	112	-12	156	192	233	

主要财务比率

至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)					
营业收入增长	7.67	-3.62	8.32	4.26	3.65
归属母公司净利润增长	4.57	-34.29	53.50	23.08	21.47
归属母公司净资产增长	6.72	-5.17	9.19	4.35	12.02
获利能力					
ROE (%)	13.78	9.55	13.42	15.83	17.17
ROA (%)	1.33	0.78	1.00	1.05	1.11
每股指标 (元)					
每股收益	4.79	3.15	4.83	5.95	7.22
每股净资产	34.77	32.98	36.01	37.57	42.09
估值比率					
P/E	8.31	12.64	8.24	6.69	5.51
P/B	1.14	1.21	1.11	1.06	0.95

分析师与研究助理简介

魏涛：华西证券副总裁，证券研究所所长，北京大学博士，CPA。具备多年证券研究经验，曾任太平洋证券研究院院长、中银国际证券研究所所长。2015年包揽水晶球和新财富最佳分析师非银组第一名。

罗惠洲：美国克莱蒙研究大学金融工程硕士，浙江大学工学学士，8年证券研究经验。曾任职太平洋证券研究院、中银国际证券研究所。致力于深耕券商、互联网金融和多元金融领域。2015年水晶球奖、新财富第一名团队成员；证券时报2019年第二届中国证券分析师“金翼奖”第二名。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。