

保险 III

新华保险 (601336.SH)

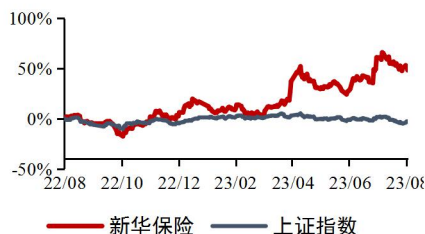
买入-B(维持)

负债端经营改善，资产端保持高弹性

2023年8月30日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻

市场数据：2023年8月30日

收盘价(元):	40.99
年内最高/最低(元):	49.11/22.80
流通A股/总股本(亿):	20.85/31.20
流通A股市值(亿):	854.82
总市值(亿):	1,278.70

基础数据：2023年6月30日

基本每股收益:	3.20
摊薄每股收益:	3.20
每股净资产(元):	36.00
净资产收益率:	8.89

资料来源：最闻

分析师:

崔晓雁

执业登记编码: S0760522070001

邮箱: cuixiaoyan@sxzq.com

研究助理:

王德坤

邮箱: wangdekun@sxzq.com

➤ **事件:** 公司发布中报, H123 末公司 EV 2665 亿元、较年初+4.3%, 上半年 NBV 24.74 亿元、同比+17.1%, 新单保费 362.99 亿元、同比+12.1%, NBVM 6.8%、同比+0.3pct。H123 归母净利润 99.78 亿元、同比+8.6%。

➤ **负债端:** 人力降幅减缓, 人均产能大幅提升。个险新单 83.38 亿元、同比+6.6%, 期末个险人力 17.1 万人、较年初-13.2%, 月人均综合产能 8103 元、同比+111.0%。银保新单 254.40 亿元、同比+17.7%。分险种看, 传统险新单 329.55 亿元、占比升至 97.3%。H123 保险服务业绩 90.03 亿元、同比-18.3%, 主要因健康险保险服务收入减少但保险服务费用增加。

➤ **资产端:** 投资资产总额 1.26 万亿元、较年初+8.8%, 净/总投资收益率分别为 3.4%、3.7%, 同比-1.2pct、-0.5pct。股票+权益型基金占归母净资产比例为 167.2%, 仍高于同业, 业绩对股市表现保持高度敏感。投资收益率假设+50BP 时, NBV、VBIF 分别+65.6%、+26.2%, 公司价值对投资收益率的依赖持续加深。据公司中期业绩发布会, H123 末公司资产修正久期约为 8 年, 负债久期为 13 年, 面对大量新增保费资金的配置压力, 公司权益投资坚持价值投资, 固收投资采取哑铃型投资策略。非标资产投资下降, H123 末为 1837 亿元、较年初-20.4%。

➤ **投资建议:** 根据中报, 我们小幅下调了公司投资收益率假设, 并基于此将 2023-25 年盈利预测下调 11.3%、8.2%和 8.0%。当前股价对应 2023E P/EV 0.47x, 略高于近 5 年合理估值区间下限。考虑到公司资产端弹性较高、负债端经营逐步改善且估值处于低位, 维持“买入-B”评级。

➤ **风险提示:** 资本市场波动加剧, 长端利率下行, 负债端发展不及预期等。

财务数据与估值:

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	222,380	214,319	228,663	240,981	251,948
YoY(%)	7.67%	-3.62%	6.69%	5.39%	4.55%
归母净利润(百万元)	14,947	9,822	12,442	14,312	15,789
YoY(%)	4.57%	-34.29%	26.67%	15.03%	10.32%
ROE(%)	14.22%	9.29%	14.33%	18.82%	18.13%
EPS(元)	4.79	3.15	3.99	4.59	5.06
EVPS(元)	82.96	81.92	88.12	94.58	101.44
PE	8.56	13.01	10.28	8.93	8.10
PEV	0.49	0.50	0.47	0.43	0.40

资料来源: WIND, 山西证券研究所



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



财务报表预测和估值数据汇总

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
已赚保费	161,314	160,904	165,242	167,353	170,593	货币资金	15,476	17,586	19,621	21,151	22,652
投资净收益	60,217	53,188	56,097	61,430	65,996	买入返售金融资产	4,112	8,847	9,732	10,705	11,775
营业收入	222,380	214,319	228,663	240,981	251,948	交易性金融资产	70,000	79,269	85,026	91,653	98,159
退保金	17,786	18,547	22,533	25,091	27,811	定期存款	168,540	227,547	222,377	239,708	256,724
赔付支出	43,577	40,522	35,845	35,215	35,385	可供出售金融资产	403,427	375,654	470,916	507,617	543,650
提取保险责任准备金	113,187	118,388	125,727	132,905	138,075	持有至到期投资	301,102	378,391	379,349	408,914	437,940
保户红利支出	1,207	1,654	1,636	1,556	1,535	长期股权投资	5,452	5,820	6,540	7,050	7,551
手续费及佣金支出	14,592	10,168	9,749	9,958	10,227	资产合计	1,127,721	1,255,044	814,100	935,764	1,067,956
业务及管理费	12,872	11,739	12,039	12,253	12,487	保户储金及投资款	57,691	69,447	73,425	76,475	79,080
营业支出	206,742	207,804	213,097	223,077	232,197	未到期责任准备金	1,585	1,150	2,479	2,510	2,559
营业利润	15,638	6,515	15,566	17,905	19,751	未决赔款准备金	2,184	2,194	2,313	2,008	2,047
税前利润	15,670	6,507	15,557	17,895	19,741	寿险责任准备金	707,345	776,007	875,071	984,967	1,101,46
所得税	719	-3,319	3,111	3,579	3,948	长期健康险责任准备金	152,581	190,805	217,469	240,477	262,051
净利润	14,951	9,826	12,446	14,316	15,793	应付保单红利	9	22	24	27	29
归属于母公司股东的净利润	14,947	9,822	12,442	14,312	15,789	负债合计	1,019,207	1,152,139	743,308	854,393	975,091
少数股东损益	4	4	4	4	4	股本	3,120	3,120	3,120	3,120	3,120
险企财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	归属于母公司所有者权益合计	108,497	102,884	70,768	81,348	92,843
EPS(元)	4.79	3.15	3.99	4.59	5.06	少数股东权益	17	21	23	23	23
BVPS(元)	34.78	32.98	22.69	26.08	29.76	所有者权益合计	108,514	102,905	70,791	81,371	92,866
EVPS(元)	82.96	81.92	88.12	94.58	101.44	内含价值 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
PE(X)	8.56	13.01	10.28	8.93	8.10	调整后净资产	163,027	165,666	179,553	193,712	208,480
PB(X)	1.18	1.24	1.81	1.57	1.38	扣偿后有效业务价值	95,797	89,916	95,389	101,385	108,016
P/EV	0.49	0.50	0.47	0.43	0.40	内含价值	258,824	255,582	274,941	295,097	316,496
净投资收益率	4.30	4.60	4.51	4.52	4.52	一年新业务价值	5,980	2,423	2,560	2,729	3,031
总投资收益率	5.90	4.30	4.90	5.27	5.42	偿付能力充足率 (%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
财产险综合成本率	-	-	-	-	-	偿付能力充足率 (寿险)					
财产险赔付率	-	-	-	-	-	偿付能力充足率 (产险)					
财产险费用率	-	-	-	-	-	偿付能力充足率 (集团)					

资料来源：WIND，山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

