

人均产能翻倍，银保期交高增

新华保险（601336.SH）

评级：	买入	股票代码：	601336.SH
上次评级：	买入	52周最高价/最低价：	49.11/22.80
目标价格：		总市值(亿)	1,279
最新收盘价：	40.99	自由流通市值(亿)	342
		自由流通股数(百万)	834

事件概述

新华保险发布 2023 年中期业绩：报告期内，公司实现营业收入 489.43 亿元，同比-4.7%；实现归母净利润 99.78 亿元，同比+8.6%；内含价值 2,664.79 亿元，较上年末+4.3%；实现新业务价值（NBV）24.74 亿元，同比+17.1%；公司实现年化总投资收益率 3.7%，同比-0.5pct。

分析判断：

► 保费规模稳中有进，业务结构持续优化。

2023H1 公司实现保费收入 1,078.51 亿元，同比+5.1%。其中，长期险首年保费 338.59 亿元，同比+14.8%；长期险首年期交保费 174.82 亿元，同比+42.9%，长期险首年期交保费占长期险首年保费比例 51.6%，较上年同期+10.1pct，主要系银保渠道新单和传统险新单销量的大幅增长；续期保费 715.52 亿元，同比+1.9%，续期保费占总保费比例 66.3%，规模基盘稳固。

► 银保期交深化，传统险新单高增。

分渠道来看，2023 年上半年，公司银保渠道加强推动终身寿险、年金险等产品满足客户的多样化需求，不断深化业务的期文化、长期化转型发展，深耕合作渠道推动渠道期交业务的全面正增长。截至 2023 年 6 月末，银保渠道实现保费收入 368.30 亿元，同比+18.1%，其中，长期险首年期交保费 95.11 亿元，同比+100.0%；续期保费 113.83 亿元，同比+18.9%；银保渠道 NBV 6.99 亿元，同比+202.60%。个险渠道聚焦价值，加快实施以长年期、保障型产品为核心的业务转型和以绩优建设为核心的队伍转型，实现新单业务触底反弹，人均产能翻倍增长。截至 2023 年 6 月末，个险渠道实现保费收入 692.11 亿元（占总保费收入 64.2%），同比-0.5%，其中，长期险首年期交保费 79.40 亿元，同比+6.6%（2022 年全年同比-30.8%）；个险渠道 NBV 19.93 亿元，同比-5.19%。个险代理人月均人均综合产能 8,103 元，同比+111.0%。

分险种来看，2023 年上半年，公司传统型保险原保费收入 612.50 亿元，同比+81.3%，其中长期险首年保费 329.55 亿元，同比+236.4%，占总体长期险首年保费的 97.3%，较上年同期+64.1pct，我们预计可能系预定利率下调政策带来保单销售高增长。其他险种原保费收入均有所回落，主要系公司产品结构调整导致新单保费变化：分红型保险原保费收入 160.12 亿元，同比-55.2%，其中长期险首年保费收入 0.01 亿元，同比-100.0%；健康保险原保费收入 300.40 亿元，均为续期保费，同比-6.5%；意外保险原保费收入 5.22 亿元，均为短期险保费，同比-39.8%。

► 市场波动拖累投资收益率。

受今年二季度以来 A 股指数行情开始走弱、以十年期国债为代表的利率中枢整体下行拖累，2023H1 公司年化净投资收益率为 3.4%，同比-1.2pct；年化总投资收益率 3.7%，同比-0.5pct。公司投资资产规模稳步增长，截至 2023 年 6 月末，投资资产总额约 12,591.6 亿元，较上年末+8.8%；受托第三方资产管理规模达 6,240 亿元，同比+45%。其中，组合类保险资管产品管理规模达 5,804 亿元，比去年同期增长 1999 亿元，连续 3 年保持每年增长规模超千亿元。

投资建议

公司深化供给侧改革，不断优化销售渠道促进价值释放，个险渠道高质量队伍转型卓有成效，银保渠道深耕合作渠道持续深化业务的期交化长期化转型发展。尽管高利率产品下架导致部分需求提前释放，负债端短期或将承压，但我们认为，负债成本的降低，叠加上半年的良好表现，有望对公司全年业绩形成有力支撑。维持此前盈利预测，我们预计 2023-2025 年营收分别为 2,322/2,420/2,509 亿元，同比增速分别为 8.32%/4.26%/3.65%；2023-2025 年归母净利润分别为 151/186/225 亿元，同比增速为 53.50%/23.08%/21.47%；对应 EPS 分别为 4.83/5.95/7.22 元。对应 2023 年 8 月 30 日收盘价 40.99 元的 PEV 分别为 0.46/0.45/0.43，维持“买入”评级。

风险提示

渠道转型不及预期；权益市场波动；利率下行风险

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	2,224	2,143	2,322	2,420	2,509
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
EVPS(元)	82.96	81.92	88.54	90.78	95.95
PE	8.56	13.02	8.48	6.89	5.67
PEV	0.49	0.50	0.46	0.45	0.43

资料来源：Wind，华西证券研究所 注：股价为 2023 年 8 月 30 日收盘价

分析师：罗惠洲

邮箱：luohz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070004

联系电话：

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	176	207	260	304	营业收入	2,143	2,322	2,420	2,509
定期存款	2,275	2,643	3,160	3,622	已赚保费	1,609	1,696	1,763	1,818
交易性金融资产	793	4,439	6,608	9,718	投资收益	532	585	614	645
可供出售金融资产	3,757	3,133	2,992	2,562	公允价值变动损益	-14	28	31	33
持有至到期投资	3,784	2,969	2,941	2,468	营业支出	-2,078	-2,163	-2,225	-2,271
贷款	436	355	344	292	营业利润	65	159	196	238
应收保费	31	37	29	28	利润总额	65	159	195	237
长期股权投资	58	71	82	94	净利润	98	151	186	225
投资性房地产	96	114	133	153	归属母公司股东净利润	98	151	186	225
固定资产	159	193	223	257	其他综合收益	-110	6	7	8
其他资产	17	19	23	27	综合收益总额	-12	156	192	233
资产总计	12,550	15,056	17,690	20,374	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
应付手续费及佣金	16	23	27	33	成长能力				
应付赔付款	60	49	48	41	营业收入增长率 (%)	-3.62	8.32	4.26	3.65
寿险责任准备金	7,760	6,381	6,230	5,306	净利润增长率 (%)	-34.29	53.50	23.08	21.47
长期健康险责任准备金	1,908	1,534	1,518	1,283	归属母公司净资产增长 (%)	-5.17	9.19	4.35	12.02
未到期责任准备金	12	12	10	9	盈利能力				
其他应付款	142	102	109	88	总资产收益率 ROA (%)	9.55	13.42	15.83	17.17
保户储金及投资款	694	564	555	470	净资产收益率 ROE (%)	0.78	1.00	1.05	1.11
其他负债	12	13	15	17	每股指标 (元)				
负债合计	11,521	13,932	16,517	19,060	每股收益	3.15	4.83	5.95	7.22
股本	31	31	31	31	每股净资产	32.98	36.01	37.57	42.09
资本公积	240	246	247	255	估值分析				
未分配利润	540	603	639	727	PE	13.02	8.48	6.89	5.67
归属母公司股东权益	1,029	1,123	1,172	1,313	PB	1.24	1.14	1.09	0.97
少数股东权益	0	0	0	0					
负债和股东权益	12,550	15,056	17,690	20,374					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

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。