

新华保险 (601336)

2022 年三季报点评: 资负两端深度承压, 全面下调盈利预测 买入 (维持)

2022 年 10 月 31 日

证券分析师 胡翔

执业证书: S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书: S0600522040002

021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

研究助理 方一字

执业证书: S0600121060043

fangyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
归属于母公司的净利润 (百万元)	14,947	8,245	12,512	13,682
同比增长率 (%)	4.6%	-44.8%	51.8%	9.4%
新业务价值 (百万元)	5,980	3,453	3,851	4,296
新业务价值增长率 (%)	-34.9%	-42.3%	11.5%	11.5%
EVPS (元/股)	83.0	84.7	92.0	99.7
P/EV	0.29	0.28	0.26	0.24

#业绩不及预期

投资要点

■ **事件: 新华保险披露 2022 年三季报, 前三季度实现归母净利润 51.90 亿元, 同比下降 56.6% (此前业绩预减下滑 60%~50%), 利润大幅下降主要系:**
1. 同期净利润高基数的情况下, 前三季度权益市场大幅波动, 公司投资收益+公允价值变动损益累计同比下降 29.2%; 2. 会计估计变更侵蚀累计税前利润合计 49.44 亿元, 占比高达 145.3%。公司业绩表现略低于我们的预期。

■ **首年业务持续承压, 我们预计前三季度 NBV 同比下降逾五成。**前三季度公司实现总保费 1,377.92 亿元, 同比增长 0.9%。公司称受疫情影响, 行业传统业务艰难转型。从保费构成来看: 1. 前三季度长期险首年期交保费 157.15 亿元, 同比下降 14.6% (1Q22 至 3Q22 单季同比增速分别为 -18.3%、-5.8% 和 -13.8%), 其中十年期及以上期交同比大幅下降 55.3%, 仅为 22.75 亿元; 前三季度趸交保费 192.37 亿元, 同比增长 15.1% (3Q22 单季增长 83.4%), 支撑前三季度首年保费同比基本持平过渡; 2. 前三季度续期保费 989.89 亿元, 同比增长 2.5%, 发挥压舱石作用; 3. 前三季度短期险保费 38.51 亿元, 同比下降 20.5%。我们预计前三季度 NBV 同比下降逾五成 (1H22 下降 48%), 降幅未能收窄主要系健康险销售持续遇冷, 高价值长期交业务低迷。

■ **银保渠道依托趸交拉动新单贡献逾六成, 个险表现乏善可陈。**前三季度公司个险/银保长期险首年保费增速分别为 -35.1%/60.2% (对应 3Q22 单季增速为 -33.1%/60.0%), 前三季度个险/银保/团险新单贡献占比为 29.0%/65.1%/6.0% (对应 3Q22 单季贡献分别为 35.9%/56.4%/7.7%)。虽然公司持续从渠道和产品布局着力改善困境, 例如: 开展“优计划”; 对各分公司提出“三超二”; 9 月推出司庆新产品“多倍新守护”系列, 但是整体成效乏善可陈, 主要系队伍质量基础仍有待夯实, 各渠道定位有待深化。

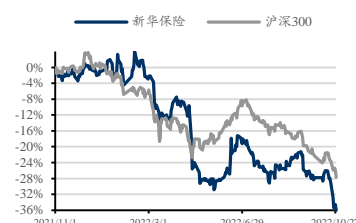
■ **9 月末董事会选举李全先生为公司第七届董事会董事长, 同意聘任张泓先生为公司总裁。**2022 年 6 月公司股东大会通过《公司“十四五”发展规划纲要》, 推动“一舰三擎提速远航”, 即聚焦深耕寿险主航道, 着力推动养老产业、发展健康产业、做强做稳资产管理业务三方面, 从中确定营销能力、康养产业和科技赋能作为三项重点工程, 关注领导班子推动执行力。

■ **权益市场波动拖累净利润, 期末归母净资产较年初下滑 7.8%。**前三季度沪深 300 下跌 23.0%, 公司累计投资收益+公允价值变动损益同比下降 29.2%, 年化总投资收益率为 3.7%, 同比下降 2.7 个 pct。期末归母净资产较年初下滑 7.8%, 较中报下滑 4.3%, 主要系前三季度累计可供出售金融资产公允价值变动亏损达 255.29 亿元 (1H22 亏损 137.16 亿元), 我们测算的全口径年化综合投资收益率仅为 1.47% (1H22: 3.0%), 是当期报表的主要拖累。

■ **盈利预测与投资评级:** 由于三季度投资收益大幅下滑且权益市场表现低迷, 我们下调盈利预测, 预计 2022-24 年归母净利润分别为 83、125、137 亿元 (原预测为: 96、131 和 153 亿元), 同比增速为 -44.8%、51.8% 和 9.4%, 对应下调 EV 增速至 2.1%、8.6% 和 8.4%; 截至 2022 年 10 月 28 日, 公司股价对应 2022-24 年 PEV 为 0.28、0.26 和 0.24 倍, 考虑到估值性价比, 继续维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 疫情持续蔓延拖累资产负债两端, 领导班子执行推动力低于预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.88
一年最低/最高价	23.76/41.59
市净率(倍)	0.74
流通 A 股市值(百万元)	49,800.29
总市值(百万元)	74,494.77

基础数据

每股净资产(元,LF)	32.07
资产负债率(% ,LF)	91.63
总股本(百万股)	3,119.55
流通 A 股(百万股)	2,085.44

相关研究

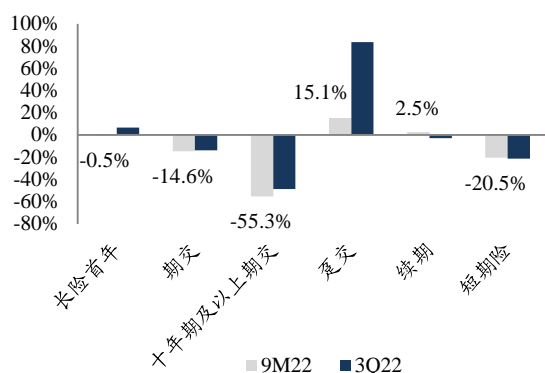
《新华保险(601336): 2022 年中报点评: 资负两端深度承压》

2022-08-31

《新华保险(601336): 新华保险 1H22 业绩预减点评: 二季度利润降幅边际收窄, 难改资负两端深度承压困境》

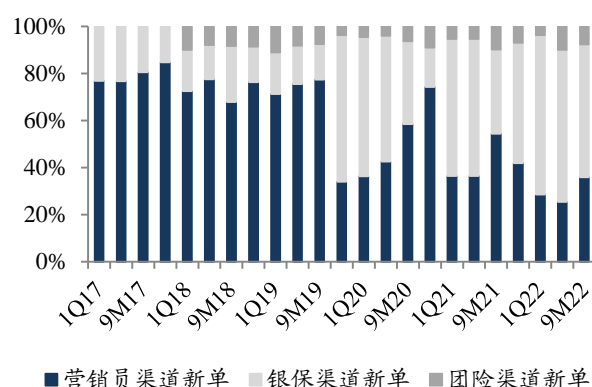
2022-07-15

图1: 9M22 (累计) 和 3Q22 (单季) 分项保费增速



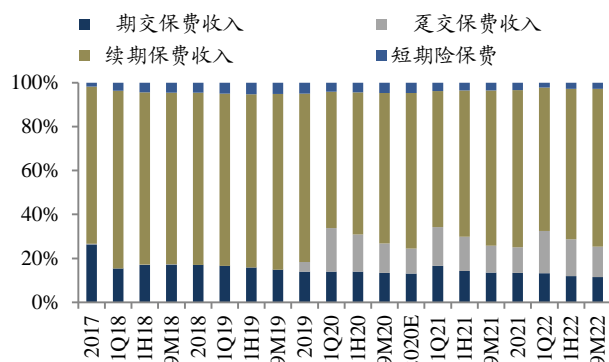
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图2: 银保渠道新单贡献逾六成



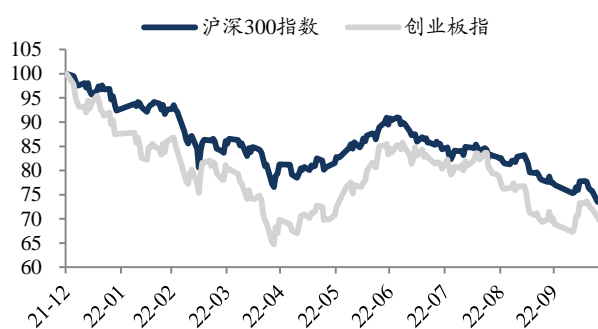
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图3: 2017-9M22 公司总保费构成



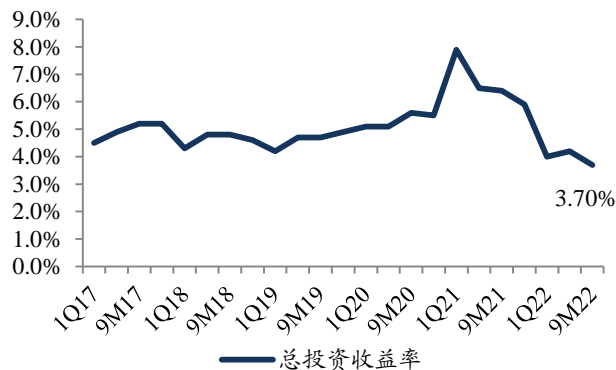
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图4: 2022 年以来权益市场波动加剧



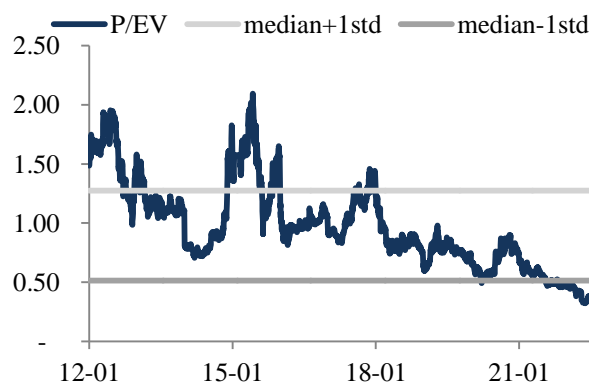
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 前三季度总投资收益率同比显著下滑



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图6: 公司 P/EV 估值处于历史低位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表1: 新华保险预测利润表

人民币: 百万	2020	2021	2022E	2023E	2024E
一、营业收入	206,538	222,380	223,937	246,038	264,502
已赚保费	156,398	161,314	173,415	185,568	200,751
保险业务收入	159,511	163,470	172,222	183,294	197,015
减: 分出保费	-2,898	-2,772	-3,025	-3,219	-3,421
提取未到期责任准备金	-215	616	4,217	5,493	7,157
投资收益	51,267	60,217	49,939	59,102	62,264
二、营业支出	-190,961	-206,742	-217,129	-234,311	-251,480
退保金	-12,258	-17,786	-14,631	-16,244	-17,919
赔付支出	-55,741	-43,577	-49,636	-55,931	-63,203
提取保险责任准备金	-87,199	-113,187	-107,291	-112,066	-116,004
保险业务手续费及佣金支出	-17,826	-14,592	-19,646	-21,759	-24,006
营业税金及附加	-263	-323	-322	-322	-321
业务及管理费	-13,175	-12,872	-20,154	-22,143	-23,805
财务费用	1	1	1	1	1
其他业务成本	-3,849	-3,619	-4,000	-4,400	-4,800
资产减值损失	-2,740	-2,272	-4,551	-4,870	-5,210
三、营业(亏损)/利润	15,577	15,638	6,807	11,728	13,022
四、(亏损)/利润总额	15,491	15,670	6,807	11,728	13,022
减: 所得税费用	-1,194	-719	1,439	787	663
五、净利润	14,297	14,951	8,246	12,515	13,685
归属于母公司股东的净利润	14,294	14,947	8,245	12,512	13,682
少数股东损益	3	4	2	3	3
六、每股收益(单位: 元)	4.58	4.79	2.64	4.01	4.39

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表2: 新华保险主要财务数据及预测(单位: 百万元)

财务指标	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
保费收入	112,560	109,294	122,286	138,131	159,511	163,470	172,222	183,294	197,015
营业收入	146,173	144,132	154,167	174,566	206,538	222,380	223,937	246,038	264,502
归母净利润	4,942	5,383	7,922	14,559	14,294	14,947	8,245	12,512	13,682
总资产	699,181	710,275	733,929	878,970	1,004,376	1,127,721	1,253,189	1,379,708	1,512,147
净资产	59,118	63,715	65,587	84,451	101,667	108,497	106,344	117,138	127,866
内含价值	129,451	153,475	173,151	205,043	240,604	258,824	264,325	287,022	311,131
新业务价值	10,449	12,063	12,210	9,779	9,182	5,980	3,453	3,851	4,296
新业务价值率	39.0%	41.2%	48.1%	36.5%	30.4%	13.0%	7.6%	7.5%	7.5%
P/B	1.26	1.17	1.14	0.88	0.73	0.69	0.70	0.63	0.58
P/EV	0.58	0.49	0.43	0.36	0.31	0.29	0.28	0.26	0.24

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>