

新华保险 (601336. SH)

渠道转型，困局反转

增持

核心观点

新华保险启动战略转型：公司成立于1996年9月，总部位于北京，是一家汇金公司控股的全国性专业寿险公司。公司2022年实现总保费收入1631亿元，同比下降0.2%。其中长期险首年保费388亿元，续期保费1197亿元，短期险保费46亿元，占比分别为23.8%/73.4%/2.8%。2018年至2022年ROE分别为12.25%/19.41%/15.36%/14.22%/9.29%，5年年均ROE位列上市险企第二。预计管理层的更迭将带领新华保险以多元化长期险为核心实现全面变革。

行业引领转型方向：重疾险产能过剩、代理人团队规模萎缩是行业过去几年的主要挑战。2022年中国人寿、中国人保、中国平安、中国太保、新华保险健康险长期首年期交保费收入下降：-62.1%/-7.5%/-3.0%/-3.5%/-52.2%。受市场需求的变化及政策的引导作用，行业将继续向产品多元化、服务细致化等趋势发展，预计未来3年总保费收入将实现年均6%的增速。

渠道产品协同发力：新华保险以渠道转型为核心，结合产品结构调整逐步迈入新的发展周期。1)新华保险分红型保险及健康保险合力齐发，为产品结构转型增速。预计分红型保险保费收入占比将从35.48%提升至38%，成为引领NBV增长的核心。2)渠道方面，通过优化团队质量实现转型。截至2022年12月末，个险渠道月人均产能提升18.8%。2022年银保渠道保费收入439亿元，同比增长7.8%，未来新华保险将持续利用自身国有体制特点，进一步加深与大型银行间的合作。

资产端配置高弹性：2022年新华保险总投资资产同比增加11.1%，总投资收益468亿元，受国内外资产市场波动的影响，同比下降18.8%，2020-2022年总投资收益率分别为5.5%/5.9%/4.3%。权益类资产占比较高为23.3%，高于中国人寿、中国人保、中国平安、中国太保的17.6%/15.6%/12.3%/22.0%，铸就新华保险更好向上弹性。

投资建议：我们预计2023-2025年新华保险净利润分别为179.73/288.37亿元/409.75亿元，同比增长82.9%/60.4%/42.1%，当前股价对应的PEV为0.56/0.51/0.47倍；EPS预计为5.12/8.21/11.66元。公司将逐步迈入估值修复第一阶段，我们首次覆盖对新华保险给予“增持”评级。

风险提示：盈利预测及估值的偏差导致的风险；长端利率下行导致的市场风险；银保渠道竞争加剧，渠道费用上升的风险。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	222,380	214,319	238,433	265,362	295,448
(+/-%)	7.67%	-3.62%	11.25%	11.29%	11.34%
净利润(百万元)	14,951	9,826	17,973	28,837	40,975
(+/-%)	4.57%	-34.28%	82.91%	60.44%	42.09%
摊薄每股收益(元)	4.79	3.15	5.12	8.21	11.66
每股内含价值	54.91	54.23	62.92	68.62	74.87
(+/-%)	7.57%	-1.25%	16.04%	9.06%	9.10%
PEV	0.71	0.55	0.56	0.51	0.47
资料来源：	新华保险年报、国信证券经济研究所预测		注：摊薄每股收益按最新总股本计算		

公司研究·深度报告

非银金融·保险II

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

证券分析师：戴丹苗

0755-81982379

daidanmiao@guosen.com.cn

S0980520040003

基础数据

投资评级	增持
合理估值	45.00 - 50.00元
收盘价	36.73元
总市值/流通市值	1018410/811863百万元
52周最高价/最低价	43.37/22.80元
近3个月日均成交额	458.92百万元

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《新华保险(601336.SH)——2022年一季报点评-销售逐步稳定，资产端有待观察》——2022-05-05

《新华保险(601336.SH)-总体规模稳中有升》——2022-04-05

内容目录

寿险行业：转型迷雾，破局而出	4
行业困局：重疾险产能过剩叠加代理人队伍脱落	4
变化趋势：客户群体年轻化带动产品结构转型及网销渠道发展	4
监管政策：理财产品打破刚性兑付提升保险资管竞争优势	5
公司简介：新锐管理层带动战略转型	6
负债端：渠道变化带来价值提升	8
产品：分红型保险及健康保险双轮驱动	8
人力：增长动能从规模到绩优驱动	10
渠道：银保渠道持续发力，团险渠道聚焦“员福”及短险	11
建立康养生态圈，捕捉中高净值客户需求	12
资产端：资产配置灵活，权益表现突出	13
股权资产收益稳增，铸就高弹性资产配置	13
财务分析	15
盈利预测	17
假设前提	17
未来3年盈利预测	17
盈利预测的敏感性分析	17
估值与投资建议	19
估值：目标价为45-50元	19
投资建议	21
风险提示	21
附表：财务预测与估值	24
免责声明	25

图表目录

图1: 2021年后上市险企代理人人数及重疾险保费收入出现拐点	4
图2: 2017年至2021年互联网健康险规模保费增速可观	5
图3: 2018年至2022年上市险企银保渠道保费收入增速稳健	6
图4: 新华保险过去五年分红型产品长期保费收入稳定增长	9
图5: 分红型保险及健康险引领新华保险2022年保费收入	10
图6: 新华保险个险人力规模拐点已现且数量急剧下降	11
图7: 新华保险总投资资产逐年稳定攀升	13
图8: 上市险企投资组合不同资产占比情况	14
图9: 新华保险2022年债权型金融资产分类及占比	14
图10: 新华保险2022年股权型金融资产分类及占比	15
图11: 过去5年新华保险偿付能力高于行业平均水平	16
图12: 过去5年新华保险ROE表现相对突出	16
图13: 各渠道新业务价值预计逐年回升	20
表1: 新华保险2022年控股公司及参股公司	7
表2: 新华保险2022年主要高级管理人员	8
表3: 新华保险主要股东(2022年年末)	8
表4: 新华保险2018年保费收入前5的产品	12
表5: 新华保险2022年保费收入前5的产品	12
表6: 新华保险盈利能力预测(百万元)	17
表7: 2023年EPS受已赚保费及营业支出的敏感性分析(元)	18
表8: 2024年EPS受已赚保费及营业支出的敏感性分析(元)	18
表9: 2025年EPS受已赚保费及营业支出的敏感性分析(元)	18
表10: 各渠道新业务价值预测	19
表11: 新华保险内含价值预测	20
表12: 各上市险企内含价值预测对比	21
表13: 各上市险企P/EV预测对比	21

寿险行业：转型迷雾，破局而出

行业困局：重疾险产能过剩叠加代理人队伍脱落

2014 年至 2017 年是中国寿险市场重疾险发展的黄金时期。截止到 2017 年年末，行业整体重疾险保费收入超过 2245 亿元，同比增长 46.9%。同时，代理人资格考试于 2015 年 7 月废除，代理人数量急剧攀升。销售人力规模的增长进一步加速了中国寿险行业个险渠道及重疾险的发展。

图1：2021年后上市险企代理人人数及重疾险保费收入出现拐点



资料来源：新浪财经，国信证券经济研究所整理

2021 年 2 月 1 日起，国家开始实施《重大疾病保险的疾病定义使用规范（2020 年修订版）》，该制度从疾病分类、疾病数量、保障额度等方面进一步规范了行业内重疾险产品的保障范围，同时也缩小了保险公司间重疾险产品的差异化，从而使得重疾险竞争加剧。与此同时，行业内利用“停售”、“重疾新规”等噱头的销售现象提前透支了市场需求，从而进一步导致了重疾险销售后劲不足。随着市场重疾险需求被逐渐满足，代理人“获客难”、“收入低”导致了行业整体销售人力脱落严重。2022 年中国人寿、中国人保、中国平安、中国太保、新华保险健康险长期首年期交保费收入较 2021 年分别下降：-62.1%、-7.5%、-3.0%、-3.5%、-52.2%。个险渠道代理人规模较 2021 年分别下降：-18.5%、-47.6%、-25.8%、-46.9%、-49.4%。各保险公司抓住机遇，主动加快清理清虚，为建设符合市场需求的优质代理人团队奠定基础，逐步实现从依靠庞大的销售团队规模到提高人均利润的转型。预计 2023 年度开始，上市险企代理人规模及人均产能将触底反弹，逐步回升。

变化趋势：客户群体年轻化带动产品结构转型及网销渠道发展

随着保险市场的主消费力向“80 后”和“90 后”转移，保险消费群体的财富管理意识增强，子女教育金、养老金等理财型保险产品逐步成为保险市场的热销产品，全面保障及理财型产品及专业化的销售团队成为未来保险市场发展的新方向。同时，受客户群体年轻化及互联网普及的影响，保险销售也不仅是停留在传统的线下拜访与产说会的形式，上市险企逐步通过加强与电商间的合作以及建立自己的网销平台，推行线上化保险产品销售及服务。2021 年互联网人身保险业务累计实

现规模保费 2916.7 亿元，较 2020 年同比增长 38.2%，其中健康险增速尤为可观。未来通过结合互联网平台庞大的客户群体，健康险有望持续稳定增速。

图2：2017 年至 2021 年互联网健康险规模保费增速可观



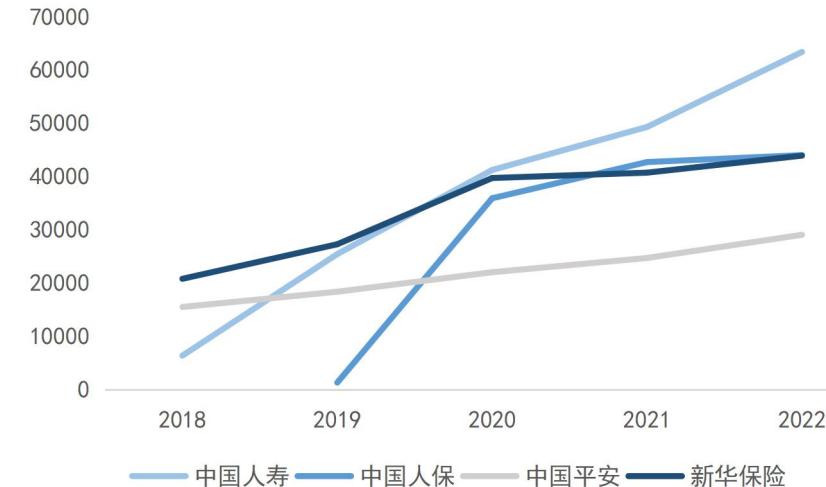
资料来源：东方财富网，国信证券经济研究所整理

监管政策：理财产品打破刚性兑付提升保险资管竞争优势

随着资管新规过渡期的结束，理财产品打破刚性兑付，能够锁定长期收益的理财型保险产品在理财市场逐渐具有竞争力。与其他理财产品相比，年金险等分红型保险产品具有稳定性、灵活性、安全性等特征，部分产品通过在保险合同中明确具体收益率锁定长期收益，使得理财型保险产品成为更多稳健型投资的选择。因此，在监管政策的加持下，人身险行业将进一步深化产品结构调整，预计分红险、年金险、终身寿险等储蓄型保险产品市场规模将进一步扩大。同时，随着 2023 年 4 月窗口指导之后，人身险企新开发产品定价利率将从 3.5% 下降至 3.0%，2023 上半年储蓄型保险产品也将迎来短期销售热潮，从而更好的为长期市场拓展奠定基础。

作为理财型保险产品销售的主要渠道之一，银保渠道在过去 5 年发展迅猛。不同于个人代理，银行拥有更大的客户储备量及更专业的理财经理，从而为理财型保险产品的销售提供了更大的空间。中国人保、中国人寿和新华人寿通过利用自身国有性质背景，与大型银行实现持续稳定的合作，并为银保渠道打下坚实基础；太保于 2021 年重启银保渠道，并于 2022 年实现 308.7% 的渠道保费增幅。随着储蓄型保险销售规模的增长，未来银保渠道有望成为引领 NBV 增长的核心，通过利用银行自有的客户规模、网店覆盖率和中高净值客户储备量，实现渠道的价值提升。

图3: 2018年至2022年上市险企银保渠道保费收入增速稳健



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

综合来看，国内寿险行业逐步从单一的依靠庞大的代理人团队及主打产品向多元化发展。银保渠道、网销渠道、团险渠道等齐头并进，利用各渠道特色，细化保险保障服务供给；产品方面，对于重疾险依赖逐步下降，理财型保险产品占比逐步提升。同时，建立养康生态圈，为客户提供医疗、养老、健康的等多元服务，从源头降低赔付率也逐渐成为行业内“新气象”，进一步扩展了寿险业务范畴，形成销售闭环。我们预计未来3年人身险行业整体保费收入将实现年均6%的增速。

公司简介：新锐管理层带动战略转型

新华保险成立于1996年9月，总部位于北京，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。通过遍布全国的机构网络和多元化的销售渠道，为3301.8万名个人客户及8.3万名机构客户提供全面的寿险产品及服务。2011年，新华保险在上交所和联交所同步上市。2022年新华保险位列《财富》世界前500强。

2022年，新华保险实现总保费收入1631亿元，同比下降0.2%。其中长期险首年保费388亿元，续期保费1197亿元，短期险保费46亿元，占比分别为23.8%/73.4%/2.8%。渠道方面，新华保险的主要销售渠道分为个险渠道、银保渠道和团险渠道，2022年分别实现保费收入1164/439/28亿元，同比增幅为-2.9%/7.8%/-3.3%。其中个险渠道受到疫情等因素影响，整体增速乏力，主要归因于代理人展业受限、客户拓展难度加大、代理人总数量下滑等。同时，作为纯寿险公司，行业整体的波动也为新华保险带来更多的不确定性。银保渠道稳定的发力，相较于规模较小的寿险公司，新华保险在银保渠道方面具有更好的议价能力，再结合其产品优势，促使新华保险回归银保渠道价值增速。同样受过去几年市场经济下行的影响，团险渠道在团体险业务发展方面受挫；随着整体经济的逐步复苏，2023年第一季度团险渠道同比实现39.7%的增速，未来新华保险将结合养康生态圈及自身资源优势实现团险渠道规模的进一步扩大。

2020年，新华保险提出了“一体两翼，科技赋能”的理念：以寿险为主体，结合资产管理、养康产业、科技赋能实现“1+2+1”战略。1) 资产管理方面，新华保险通过下属的资产管理公司和资产管理公司（香港）管理和运用保险资金。2) 新

华保险康养产业发展的总体思路是以公司寿险业务为核心，聚焦个人客户及中高净值的客户，解决养老、医疗等问题，从而实现健康、医疗和养老的生态圈。未来新华保险将进一步加大养康生态圈的建设。3) 同时，通过科技赋能优化线上化服务，为营销人员及客户提供更快速便捷的售前、售中和售后等服务。

表1：新华保险 2022 年控股公司及参股公司

公司名称	主要业务	持股比例	总资产（百万元）
资产管理公司	资产管理	99.40%	3984
资产管理公司（香港）	就证券交易提供意见、资产管理	99.60%	港币 539
健康科技	技能培训、服务等	100%	1519
新华养老服务	集中养老服务、承办活动、健康咨询（不含诊疗服务）等	100%	696
新华养老保险	团体养老保险及年金业务；个人养老保险及年金业务；短期健康保险业务；意外伤害保险业务；团体人寿保险业务；团体长期健康保险业务等	100%	5977
新华养老运营	养老服务、餐饮服务、医疗服务等	100%	57
新华电商	电商销售	100%	94
合肥后援中心	住宿及餐饮服务等	100%	2437
海南养老	养老服务、餐饮服务、医疗服务等	100%	1082
广州粤融	房地产	100%	9
新华浩然	物业管理	100%	476
康复医院	医疗服务	100%	82
新华健康	投资服务、资产管理等	45%	1109
中国金茂	房地产	9.15%	421896

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2022 年高级管理层的变动有望为新华保险注入新动力。李全现担任新华保险董事长，其任职资格于 2023 年 4 月获批。李全于 2010 年 3 月加入新华保险并担任资产管理公司总裁；自 2019 年 8 月起担任新华保险首席执行官、总裁，并于同年 11 月起担任执行董事；2022 年 9 月 26 日起，李全代行新华保险第七届董事会董事长职务，其任职资格于 2023 年 4 月获批。同时，李全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。李全曾就任于博时基金管理有限公司及正大国际财务有限公司。张泓现担任新华保险总裁；自 2021 年 6 月起担任新华保险执行董事和副总裁，2019 年 9 月起任党委副书记，张泓现兼任新华健康董事长、资产管理公司董事。张泓曾任中国再保险（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。

表2：新华保险 2022 年主要高级管理人员

姓名	职务	任职开始时间	任职经历
李全	新华保险董事长	2023 年 4 月	博时基金管理有限公司 正大国际财务有限公司 中国人寿再保险有限责任公司 中国财产再保险有限责任公司 中国大地财产保险股份有限公司 中再资产管理股份有限公司 中国核保险共同体
张泓	新华保险总裁	2023 年 4 月	中国人寿保险股份有限公司 中国精算师协会 中国再保险（集团）股份有限公司 中国大地财产保险股份有限公司 中国人寿再保险股份有限公司 太平养老保险股份有限公司 太平人寿保险有限公司
杨征	新华保险副总裁	2016 年 12 月	中国人寿保险股份有限公司
龚兴峰	新华保险副总裁	2016 年 11 月	中国精算师协会
秦泓波	新华保险副总裁	2021 年 11 月	中国再保险（集团）股份有限公司 中国大地财产保险股份有限公司 中国人寿再保险股份有限公司
王练文	新华保险副总裁	2022 年 12 月	太平养老保险股份有限公司 太平人寿保险有限公司

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

新华保险控股股东为汇金公司。汇金公司是国有独资公司，根据国务院授权，汇金公司对国有重点金融企业进行股权投资，以出资额为限代表国家依法对国有重点金融企业行使出资人权利和履行出资人义务，实现国有金融资产保值增值。汇金公司不开展其他任何商业性经营活动，不干预其控股企业的日常经营活动。

截至 2022 年 12 月 31 日，中国宝武持有新华保险 377,162,581 股 A 股，占新华保险已发行股份总数的 12.09%。中国宝武由原宝钢集团有限公司和武汉钢铁（集团）公司联合重组而成，于 2016 年 12 月 1 日正式揭牌成立，是依法成立的国有独资公司，由国务院国有资产监督管理委员会代表国务院履行出资人职责。

表3：新华保险主要股东（2022 年年末）

主要股东名称	股份类别	持股比例
中央汇金投资有限责任公司	A 股	31.34%
中国宝武钢铁集团有限公司	A 股	12.09%
Fosun International Limited	H 股	4.84%
Fosun International Holdings Ltd.	H 股	5.00%
郭广昌	H 股	5.00%
Shanghai Fosun High Technology (Group) Co., Ltd.	H 股	0.40%
BlackRock, Inc.	H 股	2.02%
Taikang Insurance Group, Inc.	H 股	2.00%
Fidelidade – Companhia de Seguros, S.A.	H 股	2.00%
中国宝武钢铁集团有限公司	H 股	0.95%

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

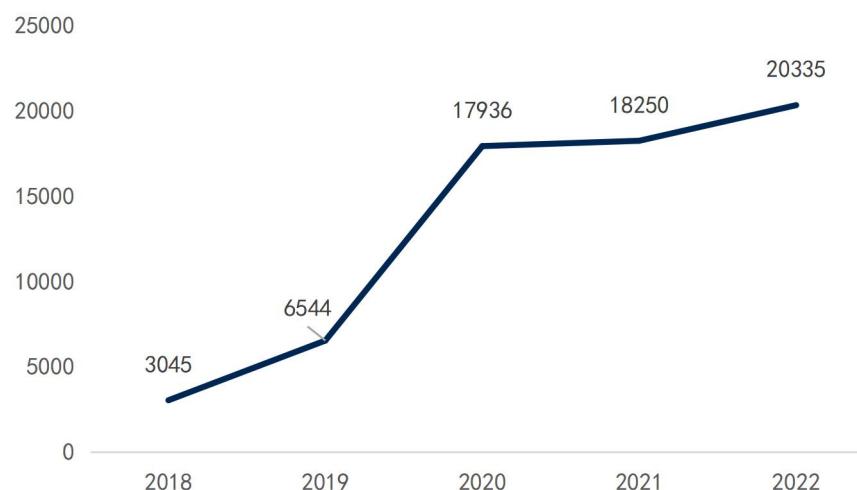
作为中国头部的寿险公司之一，新华保险坚持以个险渠道为核心，为消费者提供全面的保险保障服务，在保险回归保障的同时为投资者贡献收益。过去 5 年，受整体经济形势、行业变革、公司战略调整等多重因素影响，新华保险负债端持续承压，投资利润收窄。目前，新华保险通过产品结构优化、销售队伍调整、改善投资结构等措施逐步实现负债端的转型，从而进一步拉动资产端投资收益。

负债端：渠道变化带来价值提升

产品：分红型保险及健康保险双轮驱动

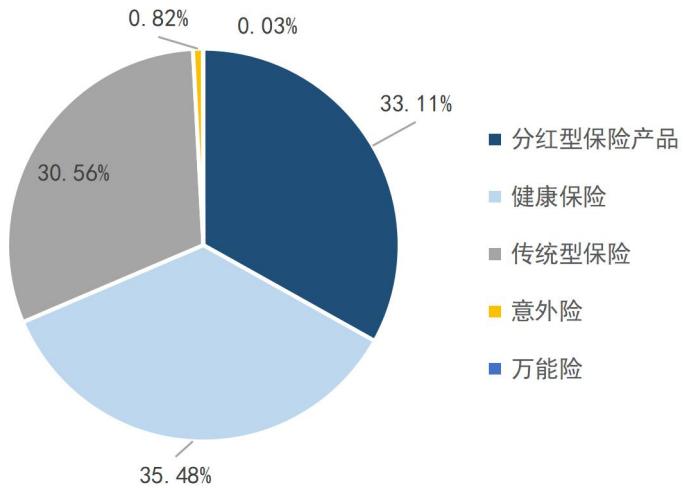
受整体重疾市场低迷的影响，新华保险主动调整产品结构，进一步提高分红型保险产品的占比。2022年，分红型保险长期险首年保费收入203.35亿元，同比增长11.4%。分红型保险及健康保险保费收入分别占新华保险总保费收入的33.1%和35.5%。未来分红型产品保费收入有望继续呈稳定上升趋势。随着市场需求逐渐向全面化、多样化、稳定化等方向的发展，能够覆盖保障及投资价值的保险产品成为更多投资者的首选。作为2022年新华保险保费收入第一的产品，由银保渠道销售的稳得福两全保险（分红型）实现了19.95亿元的首年保费收入，占全年总保费收入的12.23%。该产品为一次性交费型产品（趸交），在短期内拉动保险公司现金流的优势以缓解新业务价值端的压力，从而使得保险公司具有更多资产配置及投资的空间。满期给付为被保险人的资金规划提供更高保障性；同时兼顾身故保障和特定公共交通工具意外身故的双倍关爱实现了保障与投资的结合；被保险人可享有保单红利分配机会，分享公司经营成果。

图4：新华保险过去五年分红型产品长期保费收入稳定增长



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图5：分红型保险及健康险引领新华保险 2022 年保费收入



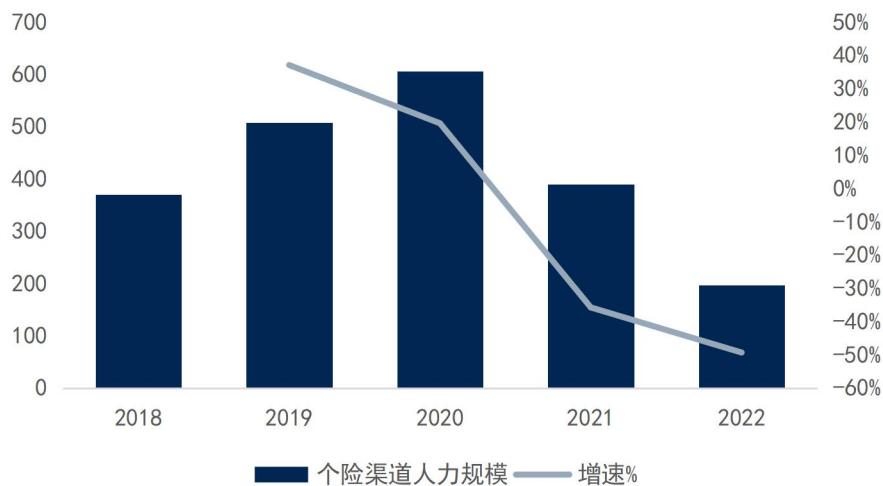
资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

自 2019 年开始，新华保险趸交比例持续攀升，主要是受一次性缴费型产品热销的影响，例如上文所述的稳得福两全保险（分红型）。2022 年新华保险通过推出增额终身寿险、中长期年金险、月交养老险等产品，进一步提升分红型保险产品及传统险的比例，实现重疾险与理财型保险产品的双轮驱动。

人力：增长动能从规模到绩优驱动

2022 年，个险渠道保费收入占新华保险总保费收入的 71%，作为主要的保费收入来源，新华保险个险渠道面临巨大挑战。截止到 2022 年年末，新华保险个险渠道新业务价值较上一年骤降 59.5%。背后的主要原因源自于个险渠道代理人规模萎缩及合格人力的下降，从而进一步导致人员活动率持续下降，新单保费和数量堪忧。截至 12 月末，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%；月均合格率 15.0%，同比下降 4.1 个百分点。代理人的流失同时带来了短期退保率的上升和继续率下降的问题。其中 2022 年个险业务 13 个月继续率同比下降 1.1%，25 个月继续率同比下降 6.6%。另一个方面来看，团队规模的下降拉升了人均产能，2022 年新华保险月均人均综合产能为 3,237 元，同比提高 18.8%，为拉动人均利润奠定基础。

图6: 新华保险个险人力规模拐点已现且数量急剧下降



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

为实现代理人团队的转型及以个险渠道为核心的二次腾飞，新华保险提出了“老城改造+新城打造”的策略。1) “老城改造”方面致力于筛选及优化原有的代理人团队，通过六个“优标准”：优新增、优培训、优客服、优活动、优科技、优政策进一步提升销售人员综合素质，从而提高人均产能及人均利润。其中，通过前期完善并提高新增人员的筛选标准、加强代理人的销售技能及专业知识的培训来增强客户优质的服务体验，同时结合定期的客户经营活动、便捷的科技支持和优惠的政策从而为获客及客户经营增添新动力。以此，通过强化代理人与客户间的纽带，在提高客户体验的同时，培养一支绩优的代理人团队，并为公司提供持续的利润与价值形成良性销售闭环。2022年，公司全年共2.2万余名员工完成在线岗位提升培训，20.4万人次参与8期新华大讲堂专题辅导，人均培训时长超过90学时。公司外勤培训聚焦个险，注重实效及科技赋能，2022年全年举办培训班3.9万个、培训人次达249万、人均学习时长44.5小时，人工智能实战训练353万人次。2) “新城打造”方面，随着“80后”和“90后”逐渐成为保险的主要消费人群，新华保险着力打造一支“年轻化、专业化、城市化”的代理人队伍，逐步实现从“人海战术”到绩优团队的价值驱动，通过结合“1+2+1”战略中的科技赋能，从线上获客、线上养客、线上管理等方面实现客户的持续经营，从而拉动新业务价值及内含价值。2022年新华保险月均人均综合产能为3,237元，同比提高18.8%，人均产能的转型已初见成效。

渠道：银保渠道持续发力，团险渠道聚焦“员福”及短险

2022年，公司银保渠道抢抓市场机遇，着力发展期交业务，利用自身国有性质，加强与大型银行间的合作，通过优化渠道合作模式与产品服务供给，实现保费收入439.31亿元，同比增长7.8%，其中长期险首年期交保费77.48亿元，同比增长7.9%；续期保费158.67亿元，同比增长2.4%。同时，过去5年，银保渠道占每年保费收入前五的产品的比例逐步提升，逐步成为拉动新华保险新业务价值的核心。

表4：新华保险 2018 年保费收入前 5 的产品

产品名称	原保费收入（百万元）	主要销售渠道
福享一生终身年金保险（分红型）	10183	个人代理
健康无忧 C 款重大疾病保险	7482	个人代理
惠鑫宝二代年金保险	6295	银行邮政代理
健康无忧重大疾病保险（C1 款）	4621	个人代理
多倍保障重大疾病保险	4339	个人代理

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

表5：新华保险 2022 年保费收入前 5 的产品

产品名称	原保费收入（百万元）	主要销售渠道
稳得福两全保险（分红型）	10183	银保
惠添富年金保险	7482	个人代理、银保
荣华世家终身寿险	6295	银保
健康无忧 C 款重大疾病保险	4621	个人代理
惠金享年金保	4339	个人代理

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

新华保险团险渠道积极满足企业客户员工福利保障需求，聚焦短期险业务发展，优化业务结构，2022 年实现保费收入 28.06 亿元，其中团体短险保费 26.85 亿元，同比增长 4.6%。公司政策性健康保险业务实现保费收入 7.62 亿元，同比增长 48.5%。过去几年团险渠道以短险业务为核心，为企业客户提供全面的员工福利保障项目，并利用团体客户平台，进一步开发个人客户长期险保险需求。截止到 2022 年，团险渠道累计覆盖客户 1795 万人，同比增长 108.2%。

建立康养生态圈，捕捉中高净值客户需求

经过多年的深耕布局，新华保险逐步形成了“康养综合社区+照护医养社区+休闲旅居社区+健康管理中心”的全功能康养服务体系，为客户提供康养、医养、旅居、健康管理一体化的全生命周期服务。在康养结合、多网点、全产品的发展战略下，新华保险正在推动打造“保险—客户—康养”生态圈。

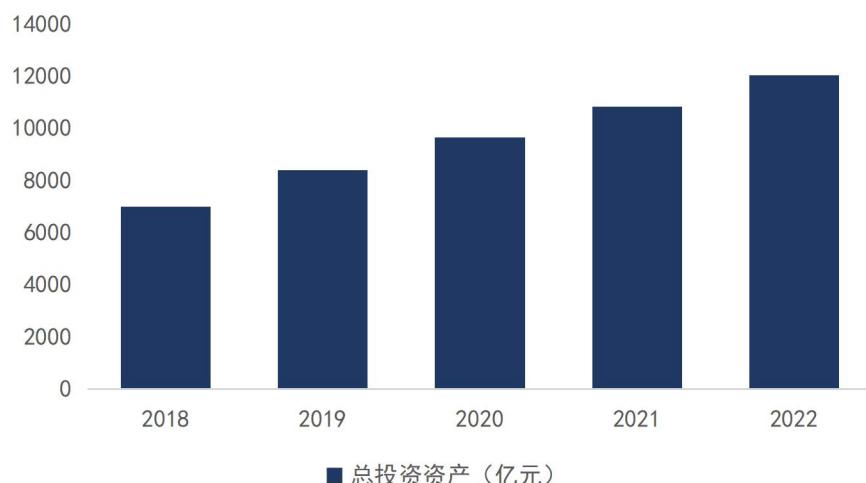
2021 年，新华保险已落地北京莲花池尊享公寓、北京延庆颐享社区、海南博鳌乐享社区项目，共计配备 206 套房间、约 360 张床位，由新华保险下属子公司新华家园养老服务(北京)有限公司运营，为中高净值人群提供养老解决方案。该项目的指导思想是“医养合一”，通过区位优势，结合所在城市的功能拓展区内高端养老。由新华家园养老投资管理（海南）有限公司管理的海南博鳌养生养老休闲度假社区也在建设中，建成后共计约 2700 套养老居住房屋。结合康复医院及健康管理平台，为客户提供全面的保障、医疗、健康管理服务体系化服务。

资产端：资产配置灵活，权益表现突出

股权资产收益稳增，铸就高弹性资产配置

截至 2022 年末，新华保险总投资资产达 1.2 万亿元，较 2021 年增加 11.1%。过去五年，新华保险总投资资产呈稳定攀升趋势，年均增长速率 14.5%。

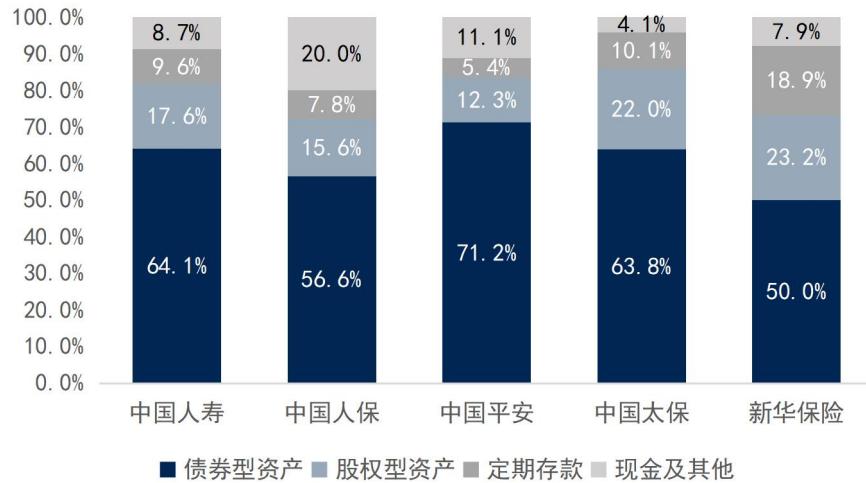
图7：新华保险总投资资产逐年稳定攀升



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

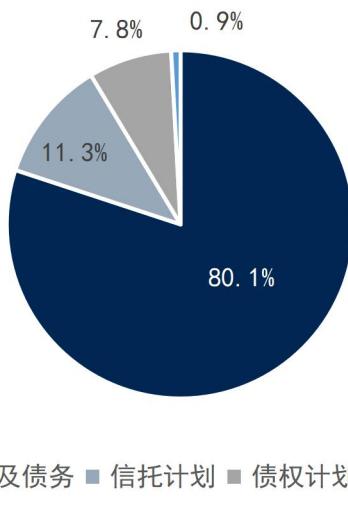
2022 年，受到俄乌战争、美联储加息等多重因素的影响，国内外资本市均受到多轮冲击，新华保险资产管理业务秉持“稳健、长期、价值”投资理念，面对权益类资产频繁轮动、固收类资产“资产荒”的投资环境，灵活调整战术资产配置，在保证风险可控的前提下积极把握市场机遇。2022 年，新华保险总投资收益率为 4.3%，净投资收益率为 4.6%。债权型金融资产投资方面，投资金额 6017.94 亿元，占总投资资产的 50.0%，较上年末减少 3.3 个百分点。从配置角度来看，新华保险持续配置长期地方债、国债等利率债品种，拉长资产久期；同时灵活把握债券的交易性机会。另外，在金融产品的配置上，继续围绕绝对收益目标寻找风险收益满足要求的项目进行配置。

股权型金融资产投资方面，2022 年投资金额 2791.72 亿元，占总投资资产的 23.2%，较上年末减少 0.6 个百分点。2022 年，权益市场整体以结构性行情为主，各行业板块快速轮动，整体市场全年震荡下行。新华保险权益类投资坚持价值投资、长期投资的理念。作为投资最前线的权益投资团队，近三年股票部累计收益率 95.6%。相比其他上市险企（中国人寿、中国人保、中国平安、中国太保），新华保险债权类金融资产占比相对较低，股权型金融资产占比相对更高，是一支高弹性的保险股，从而使得新华保险具有更好的向上弹性。

图8：上市险企投资组合不同资产占比情况


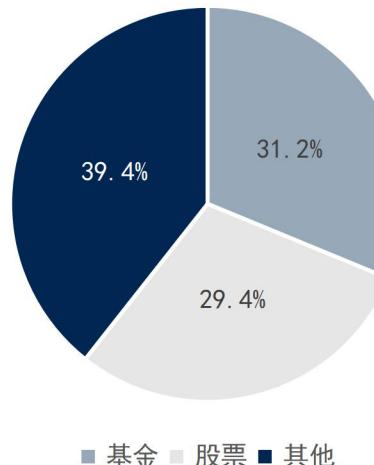
资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

具体来看，新华保险债权型资产投资主要分为债券及债务、信托计划、债权计划和其他，2022年分别占总债权型资产投资金额的80.1%/11.3%/7.8%/0.9%，其中其他主要包括永续债、资产管理计划、同业存单和项目资产支持计划等。股权型金融资产主要包括基金、股票和其他，2022年分别占总债权型资产投资金额的31.2%/29.4%/39.4%，其他主要包括资产管理计划、私募股权、股权计划、未上市股权、永续债等。

图9：新华保险2022年债权型金融资产分类及占比


资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图10: 新华保险 2022 年股权型金融资产分类及占比



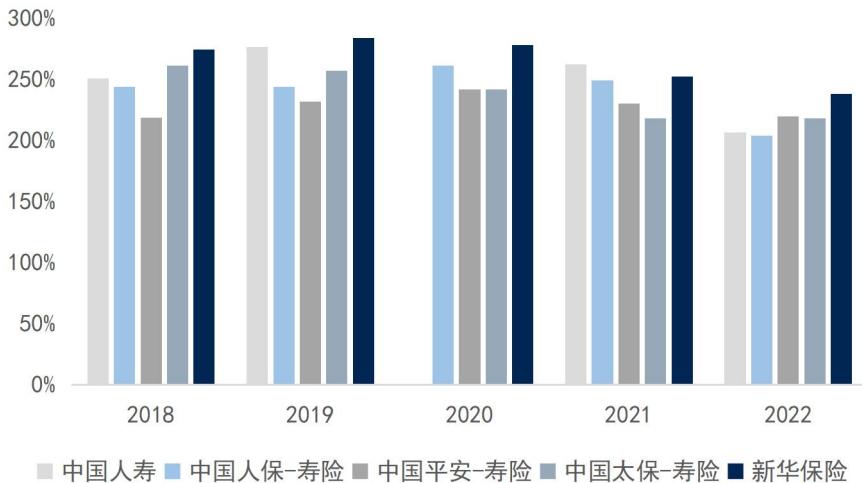
资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

为响应国家政策，新华保险增加战略性新兴产业等国家重点领域和服务于 ESG 的战略领域的投资，目前新华保险已在相关领域投资超 1900 多亿元，同比增长 29%；1) 扶持小微企业，加大中小微企业投资和采购，推出针对中小微企业、货运物流人员的专属意外险等；2) 落实健康中国战略，政策性保险业务覆盖 9 个省 1795 万人，参与 30 多个惠民保项目，覆盖人群超 160 万人；3) 助力乡村振兴，向定点帮扶地区累计投入各类帮扶资金超 1500 万元。

根据新华保险 2021 年至 2022 年财务数据，对其 2023 年至 2025 年盈利近况进行了预测。受整体转型政策的影响，新华保险盈利能力逐渐复苏，预计总体保费收入及投资收益呈上升趋势，并预计均以 8% 的速率增长。

财务分析

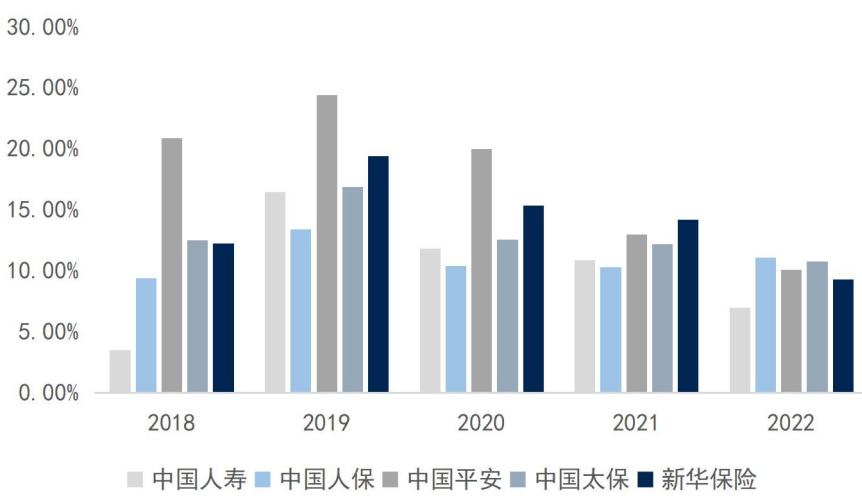
2022 年新华保险综合偿付能力充足率为 238.20%，高于 2022 年 A 股上市险企中国人寿、中国人保寿险、中国平安寿险、中国太保寿险的 206.78%/204%/219.7%/202%。过去五年，新华保险综合偿付能力均处于行业高位水平，具有稳健的投资价值。

图11：过去5年新华保险偿付能力高于行业平均水平


资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

资产端方面，新华保险2018年至2022年的总投资收益率分别为4.6%/4.9%/5.5%/5.9%/4.3%，截止2022年年底，新华保险总投资资产突破1.2万亿元，并且年均总投资资产规模增速达14.5%，我们预计未来3年新华保险总投资资产规模将保持15%左右的增速。

运营能力方面，受负债端转型等外部因素的影响，新华保险2018年至2022年ROE呈下降趋势，分别为12.25%/19.41%/15.36%/14.22%/9.29%。中国人寿、中国人保、中国平安、中国太保、新华保险过去5年分别实现了年均先ROE10.0%/10.9%/17.7%/13.0%/14.1%，其中新华保险年均ROE位列行业第二。

图12：过去5年新华保险ROE表现相对突出


资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

根据新华保险 2021 年至 2022 年财务数据，我们对其 2023 年至 2025 年盈利能力进行了预测，预测结果主要基于以下关键假设：

1. 受整体转型政策的影响，新华保险盈利能力逐渐复苏，负债端各渠道转型策略初见成效，预计总体保费收入及投资收益呈上升趋势，总保费收入及投资收益增长速率预计为 10% 和 15%，远超 2022 年人身险行业整体同比增速的 2.8% 和 13.09%。
2. 受代理人质量持续优化的影响，销售人员与客户间纽带得到增强，退保金增幅有望保持较低水平，预计 2023-2025 年退保金增速为 6%。
3. 随着产品结构的持续优化，健康险保费收入占比持续下降。同时，定价利率的下调也将助力保险公司减少利差损失。因此，我们预计 2023-2025 年赔付支出增速为 10%。
4. 随着理财型保险产品保费收入占比逐步的拉升，手续费及佣金支出也将随之增高，因此 2023-2025 年手续费及佣金支出增幅预计为 25%。

未来 3 年盈利预测

结合以上假设，我们对新华保险 2023-2025 年进行了盈利预测：

表6：新华保险盈利能力预测（百万元）

利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	222,380.00	214,319.00	238,433.00	265,361.85	295,447.78
已赚保费	161,314.00	160,904.00	176,994.40	194,693.84	214,163.22
投资收益	60,217.00	53,188.00	61,166.20	70,341.13	80,892.30
其他	849.00	227.00	272.40	326.88	392.26
营业支出	-206742.00	-207804.00	-214468.78	-226912.67	-240814.93
退保金	-17786.00	-18547.00	-19288.88	-20446.21	-21672.99
赔付支出	-43577.00	-40522.00	-39306.34	-43236.97	-47560.67
提取保险责任准备金	-113187.00	-118388.00	-121939.64	-125597.83	-129365.76
手续费及佣金支出	-14592.00	-10168.00	-12506.64	-15633.30	-19541.63
业务及管理费用	-12872.00	-11739.00	-12678.12	-13692.37	-14787.76
其他业务成本	-3619.00	-4259.00	-4088.64	-3925.09	-3768.09
资产减值损失	-2272.00	-4958.00	-4660.52	-4380.89	-4118.04
营业利润	15,638.00	6,515.00	23,964.22	38,449.18	54,632.85
净利润	14,951.00	9,826.00	17,973.17	28,836.89	40,974.64
每股收益	4.79	3.15	5.12	8.21	11.66

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

根据上述预测结果，我们预计新华保险 2023 年至 2025 年 P/EV 为 0.56/0.51/0.47；净利润增速为 29.9%/35.9%/42.1%，每股收益为 5.12 元/8.21 元/11.66 元。

盈利预测的敏感性分析

我们对于上述盈利能力预测进行了敏感性分析，其中我们主要针对营业支出变化及已赚保费变化对于 EPS 的影响进行了分析（双因素敏感性分析），结果如下：

表7: 2023年EPS受已赚保费及营业支出的敏感性分析(元)

EPS	2023年EPS随已赚保费及营业支出的敏感性分析(元)				
	8%	10%	11%	13%	15%
营业 支出 变化	1%	5.41	6.09	6.44	7.13
	3%	4.43	5.11	5.64	6.14
	6%	3.19	3.97	4.22	4.91
	8%	2.3	2.99	3.33	4.02
	10%	1.42	2.1	2.45	3.13
	13%	0.08	0.77	1.12	1.8
					2.49

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表8: 2024年EPS受已赚保费及营业支出的敏感性分析(元)

EPS	2024年EPS随已赚保费及营业支出的敏感性分析(元)				
	8%	10%	11%	13%	15%
营业 支出 变化	1%	9.9	11.4	12.15	13.69
	3%	7.9	9.39	10.15	11.69
	6%	5.49	8.21	7.56	9.1
	8%	3.41	4.91	5.66	7.2
	10%	1.47	2.97	3.73	5.27
	13%	-1.49	0	0.76	2.3
					3.87

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表9: 2025年EPS受已赚保费及营业支出的敏感性分析(元)

EPS	2025年EPS随已赚保费及营业支出的敏感性分析(元)				
	8%	10%	11%	13%	15%
营业 支出 变化	1%	1%	14.92	17.37	18.62
	3%	3%	11.85	14.3	15.56
	6%	6%	7.79	11.66	11.49
	8%	8%	4.74	7.19	8.45
	10%	10%	1.58	4.03	5.28
	13%	13%	-3.39	-0.94	0.32
					2.91

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

估值与投资建议

估值：目标价为 45-50 元

新华保险负债端处在转型的关节阶段，各渠道积极调整战略，结合产品及人力的转型，在分红型保险产品及健康险的双轮驱动下，2023 年开始有望实现触底反弹，逐步进入修复的第一阶段，新业务价值及内含价值压力逐步释放；资产端股权收益具有优势，结合资产组合的调整，持续拉动 EPS。通过多角度估值，我们预计新华保险合理估值区间为 45-50 元，目前仍有 25%以上的上升空间。

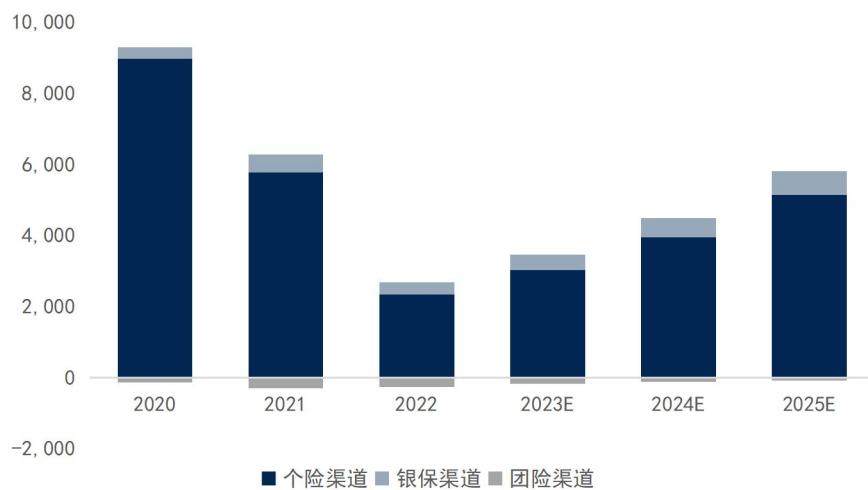
我们采用了相对估值法及内含价值估值法对新华保险进行了估值预测，其主要基于以下关键假设：

1. 调整后净资产：长端利率下行导致整体经济形势受影响，因此 2023 年至 2025 年调整后净资产预计增速为 6%。
2. 有效业务价值：考虑到整体转型的实施及业务压力的释放，新华保险逐步迈入修复期，2023 年至 2025 年有效业务价值预计增速为 10%/15%/15%。
3. 新业务价值：个险渠道过去 3 年持续承压，人力脱落严重导致新单数量持续下滑，从而导致新业务价值受挫。预计 2023 年开始，个险渠道转型初见成效，销售团队人均产能提升，人力规模开始修复。因此 2023 年至 2025 年个险渠道新业务价值增速预测为 29%。银保渠道 2022 年受疫情等原因影响，新业务价值有所下降，但长期来看，国有体制的背景使新华保险在与大型银行间合作模式上更具优势，同时结合产品的竞争力，2023 年至 2025 年银保渠道新业务价值有望保持 25%的增速。随着整体经济的复苏，企业保险需求及短期险需求较去年大幅提升，因此团险渠道未来两年新业务价值预计将保持 35%，渠道规模将得到进一步提升。同时，新华保险近 3 年各渠道趸交比例持续攀升，2020 年、2021 年、2022 年趸交保费分别占总保费收入的：11.35%、11.74%、12.84%，带动新业务价值增长。

表 10：各渠道新业务价值预测

新业务价值（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
个险渠道	5,780.00	2,339.00	3,040.70	3,952.91	5,138.78
银保渠道	497.00	346.00	432.50	540.63	675.78
团险渠道	-297.00	-262.00	-170.30	-110.70	-71.95
合计	5,980.00	2,423.00	3,302.90	4,382.84	5,742.61

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图13: 各渠道新业务价值预计逐年回升


资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

表11：新华保险内含价值预测

内含价值 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
调整后净资产	163,027.00	165,666.00	175,605.96	186,142.32	197,310.86
持有要求资本成本	-24,481.00	-26,947.00	-29,641.70	-32,605.87	-35,866.46
有效业务价值 (扣除要求资本成本后)	95,797.00	89,916.00	98,907.60	113,743.74	130,805.30
期初内含价值	240,604.00	258,824.00	276,941.68	301,866.43	329,034.41
内含价值预期回报	19,342.00	20,009.00	21,009.45	22,059.92	23,162.92
一年新业务价值 (扣除要求成本后)	5,980.00	2,423.00	3,302.90	4,382.84	5,742.61
期末内含价值 (扣除资本变动前)	263,160.00	260,074.00	301,254.03	328,309.19	357,939.94
注资及股东红利分配	-4,336.00	-4,492.00	-4,671.68	-4,858.55	-5,052.89
期末内含价值	258,824.00	255,582.00	296,582.35	323,450.65	352,887.05
内含价值增长	7.57%	-1.25%	16.04%	9.06%	9.10%
每股对应内含价值	54.91	54.23	62.92	68.62	74.87
P/EV (倍)	0.71	0.55	0.56	0.51	0.47

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表12: 各上市险企内含价值预测对比

每股对应内含价值(元)	2020	2021	2022	2023E	2024E
中国人寿-A	37.93	42.56	43.54	46.15	48.92
中国人保-A	26.51	28.85	27.59	29.24	31.00
中国平安-A	45.28	48.13	48.04	51.88	56.03
中国太保-A	47.74	51.80	54.01	58.33	63.00
新华保险-A	51.05	54.91	54.23	62.92	68.62

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表13: 各上市险企 P/EV 预测对比

P/EV	2020	2021	2022	2023E	2024E
中国人寿-A	1.00	0.89	0.87	0.82	0.77
中国人保-A	0.23	0.21	0.22	0.21	0.20
中国平安-A	1.07	1.01	1.01	0.94	0.87
中国太保-A	0.60	0.55	0.53	0.49	0.45
新华保险-A	1.13	0.71	0.55	0.56	0.51

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议

行业层面: 受市场需求端的改变、监管政策的引导、整体经济形势等多重因素的影响, 国内寿险行业逐步实现从以重疾险为核心到重疾险与理财型保险产品双轮驱动。行业整体从以单一渠道为战略重心向多元化发展, 银保渠道及网销渠道增速可观。上市险企已逐步实现复苏, 转型初步成果见效, 行业存在重估机会。

业务层面: 我们认为新华保险正处于从低谷期迈入复苏期的关键转型阶段, 目前估值较低, 具有长期持有价值。负债端整体转型思路清晰, 随着人力转型的持续实施, 代理人销售团队质量将得到持续改善, 从而为未来 NBV 增长奠定基础, 随着未来基本面的持续改善, 业务整体表现彰显出较高的转型弹性, 在行业整体转型向上的基础上, 新华保险有望展现出更好的向上弹性。

估值层面: 从估值结果来看, 我们预计新华保险 2023 年至 2025 年 EVPS 有望实现 62.92 元/68.62 元/74.87 元, P/EV 预估为 0.56/0.51/0.47, 大概率将超过同业, 主要驱动力是独具特色的业务模式及高弹性的资产配置。随着产品结构的不断调整, 结合人力的转型, 未来新华保险分红险等储蓄型保险具有较高的上升空间, 叠加其高弹性的资产配置, 也为整体新业务价值增速注入增长势能。同时随着定价利率的下调, 利差损有望得到进一步改善, 从助力企业的长期稳定经营。

综合来看, 新华保险转型成果已初见成效, 随着基本面的改善将持续带动资产端的利率风险敞口逐步缩小, 再结合其独具特色的个险业务平台, 我们认为未来新华保险的估值将得到进一步提升, 股价表现也将彰显出更好的向上弹性, 建议增持。

风险提示

盈利预测及估值的风险

盈利预测的风险：我们分别采用了盈利能力预测模型（财务会计模型）及内含价值预测模型针对新华保险 2023 年至 2025 年的盈利能力及内含价值进行了预测。考虑到财务会计模型受赔付率、退保率等外部因素影响较大，因此我们主要采用了内含价值模型对新华保险的企业价值进行了预测。如上文所示，我们对于新华保险 2023 年至 2025 年每股对应内含价值的预测分别为 62.92/68.62/74.87 元，而以上预测主要基于主观假设，投资者应关注可能存在的以下风险：

1. 如前文所示，我们假设人身险行业整体未来将逐步实现触底反弹，负债端表现将逐步改善。但若行业负债端转型不及预期，短期内新业务价值增速将减缓，进而影响公司整体有效业务价值及内含价值，最终影响负债端与资产端不匹配。其中，人力的转型若不及预期，销售人员综合能力与销售人员数量得不到显著提升，导致销售动能得不到有效改善，从而使得新单保费及人均产能的增量不能弥补利润所需缺口，负债端压力进一步增大。同时，随着产品结构的调整，储蓄型保险及年金险产品销售增速若不及预期，叠加健康险持续衰落，可能导致公司短期内利润率持续承压。
2. 我们认为未来新华保险的新晋管理层将趋于稳定，从而带动新华整体步入新的发展阶段。然而受过去几年新华高级管理层持续变动的影响，未来仍然存在管理层频繁变更的风险，而管理层的变动也直接影响公司整体的发展战略，从而可能导致新华保险未来负债端转型的不及预期。
3. 业务表现方面，过去新华保险以“大个险”闻名，通过行业内典型的人海战术在重疾险发展黄金阶段实现了保费的规模增速。然而，代理人综合素质及销售技能相对欠缺也是新华代理人队伍急需改善的方面，同时随着产品结构向储蓄型保险转型，对于代理人综合销售能力的要求提高，因此若新华保险未能按照预期实现代理人团队的转型，整体个险渠道的业务表现将持续承压。
4. 我们对于新华保险未来投资收益的增速预计为 15%，然而作为纯寿险公司，新华保险主要通过下属的资产管理子公司进行保险资金的运作和管理，因此新华资管每年的投资表现也将直接影响集团公司整体的收益率。同时，随着新华保险分红险占比逐步增高，对于投资能力的要求也将更好，若资产管理公司表现不及预期，则分红险收益率也将受到影响，从而进一步影响未来分红险销售。

估值的风险：我们使用了内含价值估值法对新华保险未来三年企业价值进行估值，其中内含价值主要包括新业务价值与有效业务价值两个部分，分别代表了保险公司一年内及一年以上承保的保单价值。然而宏观经济表现及公司本身未来实际经营状况均会影响我们对于最终企业估值的准确性，投资者还应关注以下主要风险：

1. 我们假设未来三年宏观经济将持续复苏，人身险行业因此受益，从而驱动资产端投资收益的表现。然而对于未来宏观经济的预测仍存在诸多不确定性，同时宏观经济的表现也受许多包含各类主观及客观因素的影响，例如疫情导致的经济衰退、俄乌战争等预期外因素均有可能影响我们对于宏观经济预测的准确性。
2. 我们所使用的内含价值估值模型并没有针对运营经验偏差和假设变动作出具体假设，因此该项未来实际发生额也可能导致我们的估值预测存在偏差。
3. 同时市场对于人身险行业和整体经济形势的预期也将直接影响个股表现，尤其作为一只高弹性的保险股，行业震荡下行时，新华保险股价表现有可能远低于预期水平。如前文所阐述，我们预计新华保险的目标价为 45-50 元，同时我们预计新华保险 2023 年至 2025 年的 P/EV 分别为 0.56/0.51/0.47 倍，股价的波动也将影响我们对于 P/EV 预测的准确性。

市场风险

市场风险，是指由于利率、权益价格、房地产价格、汇率等不利变动导致公司遭受非预期损失的风险。其中，利率风险是指因利率波动而导致公司资产端承受潜在损失的风险。随着长期利率的下行，导致长期型债券现价上升，从而影响新华保险整体投资收益及投资表现。同时权益市场的波动直接影响资产端投资收益，新华保险整体股权类资产配置比例相较其他上市险企更高，权益市场的波动可能将对其资产端收益有更大的负面影响。因此，若资产端整体投资收益不及预期，保险公司整体盈利能力及内含价值增速也将受挫。

费用风险

费用风险主要是指保险公司渠道费用成本过高而带来的风险。随着储蓄型保险产品的快速发展，银保渠道具有更多的天然优势，其规模化平台及丰富的客户储备，成为储蓄型保险销售的主要渠道，银保渠道未来有较大潜力。然而因储蓄型保险市场规模较小，叠加近期各险企银保方面竞争加剧，导致银保渠道费率及佣金有上浮的风险，从而进一步削弱银保渠道利润空间。

监管风险

监管政策趋于严格，未来利润空间可能受影响。以重疾险为例，随着保险业相关政策日渐完善及严格，各险企间产品差异化进一步减小，从业各险企将更难通过差异化的产品获取市场份额，因此在行业竞争逐渐激烈的背景下，可能导致各险企利润空间受到影响。同时，在监管政策的指引下，定价利率的下调依旧存在可能影响长期人身险产品销售增速的因素。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产总计	1,127,721	1,255,044	1,443,301	1,659,796	1,908,765	营业收入	222380	214319	238433	265362	295448
物业、厂房及设备	15,476	17,586	20,224	23,257	26,746	已赚保费	161314	160904	176994	194694	214163
投资性房地产	9,427	9,533	10,486	11,535	12,688	投资收益	60217	53188	61166	70341	80892
联营企业和合营企业投资	70,000	79,269	91,159	104,833	120,558	其他	849	227	272	327	392
持有至到期证券	301,102	378,391	416,230	457,853	503,638	营业支出	-206742	-207804	-214469	-226913	-240815
贷款	40,806	43,626	47,116	50,885	54,956	退保金	-17786	-18547	-19289	-20446	-21673
定期存款	168,540	227,547	250,302	275,332	302,865	赔付支出	-43577	-40522	-39306	-43237	-47561
存出资本保证金	6,333	1,715	1,715	1,715	1,715	提取保险责任准备金	-113187	-118388	-121940	-125598	-129366
可供出售证券	403,427	375,654	390,680	406,307	422,560	手续费及佣金支出	-14592	-10168	-12507	-15633	-19542
通过净利润反映公允价值变动的证券	5,452	5,820	6,169	6,539	6,932	业务及管理费用	-12872	-11739	-12678	-13692	-14788
买入返售证券	4,112	8,847	9,201	9,569	9,952	其他业务成本	-3619	-4259	-4089	-3925	-3768
应收保费	12,021	16,241	19,489	23,387	28,064	资产减值损失	-2272	-4958	-4661	-4381	-4118
保险负债	15,322	15,873	16,190	16,514	16,845	营业利润	15638	6515	23964	38449	54633
投资合同	75,703	74,942	164,338	272,068	401,246	净利润	14951	9826	17973	28837	40975
总负债	1,019,207	1,152,139	1,324,960	1,523,704	1,752,259	归属于母公司净利润	14,947	9,822	17,969	28,833	40,974
总权益	108,514	102,905	118,341	136,092	156,506	每股收益	4.79	3.15	5.12	8.21	11.66
关键财务与估值指标（百万元）						内含价值（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
期初 EV	240,604	258,824	255,582	296,582	323,450	调整后净资产	163027	165666	175606	186142	197311
EV 增长	18220	-3,242	41,000	26,868	29,436	持有要求资本成本	-24481	-26947	-29642	-32606	-35866
内含价值预期回报	19,342	20,009	21,009	22,060	23,163	有效业务价值（扣除要求资本成本后）	95,797	89,916	98,908	113,744	130,805
新业务价值贡献	5,980	2,423	3,303	4,383	5,743	期初内含价值	240,604	258,824	276,942	301,866	329,034
EV（分红前）	258,824	255,582	296,582	323,451	352,887	内含价值预期回报	19,342	20,009	21,009	22,060	23,163
ROEV	8%	-1%	15%	9%	9%	一年新业务价值（扣除要求成本后）	5,980	2,423	3,303	4,383	5,743
内含价值预期回报	7%	8%	7%	7%	7%	经济经验偏差	-1440	-17838	0	0	0
新业务价值贡献	2%	1%	1%	1%	2%	运营经验偏差	-3101	-2989	0	0	0
净投资收益率	4%	5%	5%	5%	5%	经济假设变动	1242	-2137	0	0	0
总投资收益率	5%	5%	5%	5%	5%	运营假设变动	-3101	-2989	0	0	0
总投资资产	1,082,803	1,203,008	1,323,309	1,203,009	1,323,310	其他	-100	341	0	0	0
每股内含价值(元)	55	54	63	69	75	寿险以外的股东价值变化	545	-1355	0	0	0
EPS(元)	4.79	3.15	5.12	8.21	11.66	期末内含价值（扣除资本变动前）	263,160	260,074	301,254	328,309	357,940
						风险贴现率变动					
						注资及股东红利分配	-4336	-4492	-4672	-4859	-5053
						期末内含价值	258,824	255,582	296,582	323,451	352,887
						内含价值增长	7.57%	-1.25%	16.04%	9.06%	9.10%
						每股对应内含价值	55	54	63	69	75
						P/EV	0.71	0.55	0.56	0.51	0.47

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032