

# 新华保险 (601336)

## 凤凰涅槃启新篇，机制改革续华章

2024年01月06日

买入 (维持)

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

研究助理 罗宇康

执业证书: S0600123090002  
luoyk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
归属于母公司的净利润 (百万元)	9,822	9,418	12,450	13,659
同比增长率 (%)	-34.3%	-4.1%	32.2%	9.7%
新业务价值 (百万元)	2,423	3,031	3,748	4,152
新业务价值增长率 (%)	-59.5%	25.1%	23.7%	10.8%
EVPS (元/股)	84.0	89.2	96.4	103.8
P/EV	0.37	0.35	0.32	0.30

关键词: #困境反转 #比同类公司便宜

### 投资要点

- **凤凰涅槃启新篇。**当前新华保险 P/EV 显著低于 A 股上市同业平均水平，主要因素包括板块资产端压力和公司自身基本面有待形成市场共识。板块估值掣肘主要归因于持续低利率以及权益交投情绪低迷拖累。复盘公司近一年的股价，呈现先扬后抑且波动性高于同业的特征；公司估值掣肘主要归因于疫后价值表现低于同业，主要财务指标有待改善，包括新业务价值、个险新单等指标恢复动能弱于同业。
- **机制改革续华章。**2023 年末新华保险新一届董事会成立，杨玉成任新一任董事长，预计有望成为公司 A 股 IPO 以来最年轻的董事长。到任后，杨总指出公司目前存在的七大挑战，并提出以专业化、市场化、现代化、国际化为重点的十大解决办法。此外，杨总积极响应“大兴调查研究之风”的号召，赴各分支机构进行调研，队伍渠道通过制度优化、优增强化、绩优推动及基础管理四方面推动实施转型举措。
- **2024 年公司业务展望。从渠道来看，**9M23 公司个险新单、银代新单和团险新单对新单贡献占比分别为 27.8%、66.8%和 5.4%；对原保费贡献占比分别为 67.6%、30.8%和 1.6%，1H23 对 NBV 贡献分别为 80.6%、28.3%和 -8.8%。个险渠道方面，2024 年伊始《基本法》焕新，队伍信心增强。我们预计，随着基本法落地，2024 年绩优人力人均产能和万 C 人力人均产能有望实现同比两位数的提升，其中主管层级人均收入同比提升幅度可能更大。新基本法落地带动新增回暖，新增绩优人力、规模人力有望实现正增。银代渠道方面，银代渠道定位为“规模做贡献、价值做补充”的重要渠道，并积极向“以趸促期”的目标迈进，9M23 银保期缴对长险首年保费贡献比例达 42.0%。银保渠道价值释放有望充分受益于“报行合一”的严格实施，并有望成为寿险新单和价值增长胜负手。**从产品来看，**公司积极向中高价值的增额终身寿险及长期年金转型，我们预计整体价值率水平有望触底回升。
- **新准则下公司财务分析。**新准则下公司净利润波动放大，1Q23、1H23、9M23 归母净利润的同比变化幅度分别为 114.8%、8.6%和 -15.5%。保险服务收入方面，表现略差于同业，预计受 CSM 摊销利率和产品结构差异所致。从承保利润指标来看，公司 9M23 承保利润同比下降 17.34%。公司投资收益波动高于同业，且 FVOCI 权益工具占比略低于同业，使得利润波动相对较大。拉长来看，公司近三年平均投资收益率和平均综合投资收益率分别为 5.14%和 4.78%（老七家算术平均值为 4.91%和 4.30%），具备长期稳健基础。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2023-25 年归母净利润为 94.18、124.50 和 136.59 亿元（原预测为 129、143 和 160 亿元），维持“买入”评级。需要注意的是，利差损对公司估值的隐忧，NBV 对利差敏感度高于同业。我们采用 P/EV 评估价值方法对公司进行估值，结合当前股债市场外部环境，给予投资收益率 150bps 下行和权益市场浮亏 10%的保守假设，我们给出 0.77 的 P/EV 的目标估值。
- **风险提示：**1) 权益市场大幅下行；2) 机制改革成效释放不及预期；3) 报行合一对个险及银保负面影响超出预期

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	30.88
一年最低/最高价	28.42/49.11
市净率(倍)	0.89
流通 A 股市值(百万元)	64,398.37
总市值(百万元)	96,331.60

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	34.72
资产负债率(% ,LF)	92.06
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): 2023 年一季度业绩预增点评: 保险预增第一弹, 估值业绩共振发令枪响》

2023-04-23

## 内容目录

<b>1. 引言：当前公司股价严重超跌，已过度反映悲观预期</b>	<b>5</b>
1.1. 板块估值掣肘：持续低利率+权益交投情绪低迷拖累纯寿险公司估值	5
1.2. 公司估值掣肘：疫后价值表现低于同业，主要财务指标有待改善	5
<b>2. 新一任董事长任职资格获批，直指市场化改革</b>	<b>6</b>
2.1. 杨总履新，有望成为公司 A 股 IPO 以来最年轻的董事长	6
2.2. 力争通过专业化、市场化、现代化、国际化破局	7
2.3. 大兴实地调研之风，实现公司高质量发展	9
<b>3. 2024 年公司业务展望</b>	<b>10</b>
3.1. 2024 年公司重点改革举措	10
3.2. 个险渠道：《基本法》焕新，队伍信心增强	11
3.3. 银代渠道：低利率环境下坚持战略定位，积极“以趸促期”	14
3.4. 产品供给：从短储向增额终身寿险及长期年金转型	16
<b>4. 新准则下公司财务分析</b>	<b>18</b>
4.1. 新准则下，公司净利润波动放大	18
4.2. 保险服务收入分析	18
4.3. 承保利润	19
4.4. 投资利差	19
<b>5. 投资端彰显央国企责任风范</b>	<b>21</b>
5.1. 近三年长期投资收益率保持稳健	21
5.2. 与国寿合作成立公司型基金：熨平短期业绩波动，相应监管号召	21
5.3. 与中金资本设立地产基金：借力专业机构提升非标收益贡献	22
<b>6. 盈利预测与投资建议</b>	<b>24</b>
6.1. 盈利预测	24
6.2. 投资建议	25
<b>7. 风险提示</b>	<b>27</b>

## 图表目录

图 1:	复盘公司近一年股价走势, 呈现先扬后抑, 股价波动性高于同业 .....	5
图 2:	杨总提出十大解决办法: 直指专业化、市场化、现代化、国际化 .....	8
图 3:	杨总到任公司积极到各分支机构调研 .....	9
图 4:	9M23 公司保费收入分项同比增速 .....	10
图 5:	2023 年前 11 个月公司保费增速略低于同业 .....	10
图 6:	公司通过改革解决公司长期性、系统性发展难题 .....	11
图 7:	公司已经在服务国家战略上有所成就, 希望在未来取得更高的成就 .....	11
图 8:	个险渠道新单保费贡献变化先降后升 .....	12
图 9:	个险渠道仍是原保费收入的重要贡献 (单位: 百万元) .....	12
图 10:	个险渠道是 NBV 的核心贡献 (单位: 百万元) .....	12
图 11:	个险渠道 NBV Margin 受重疾险销售拖累下降 .....	12
图 12:	新法方寸间, 执子定江山, 公司新基本法焕新 .....	13
图 13:	公司队伍综合产能明显提升抵御规模人力下滑的拖累 .....	13
图 14:	公司统筹推动渠道专业化建设 .....	14
图 15:	公司从制度、政策、流程上推进绩优队伍建设, .....	14
图 16:	新华保险银保渠道保费构成 (单位: 百万元) .....	15
图 17:	相比同业, 公司银保 NBV 贡献弹性较大 .....	15
图 18:	银保渠道 NBV Margin 仍有改善空间 .....	15
图 19:	公司银行保险业务勇抓机遇、直面挑战, 实现业绩增长 .....	15
图 20:	老准则下首年保费收入主要由分红和年金贡献 .....	17
图 21:	新准则下保险服务收入主要由健康险贡献 (单位: 百万元) .....	17
图 22:	新华的保险服务收入表现略差于同业 .....	19
图 23:	新华保险服务收入/原保费收入确认比例平均为 27.8% .....	19
图 24:	新华保险承保利润较低 (单位: 百万元) .....	19
图 25:	新华保险承保利润降幅高于行业水平 .....	19
图 26:	2023 年股债市场震荡下行 .....	20
图 27:	新华保险 FVOCI 权益投资占比略低于同业 .....	20
图 28:	9M23 “投资利差” 总额 (单位: 百万元) .....	20
图 29:	9M23 “投资利差” 同比 .....	20
图 30:	公司 FVOCI 在权益投资占比低于行业平均水平 .....	21
图 31:	公司 FVOCI 在股票投资占比低于行业平均水平 .....	21
图 32:	公司近三年平均投资收益率水平优于同业 .....	21
图 33:	公司近三年平均综合投资收益率水平优于同业 .....	21
图 34:	公司与中国人寿共同对外投资 .....	22
图 35:	新华保险 P/EV 估值水平处于历史低位 .....	24
图 36:	假设投资收益率下行 50BP 对有效业务价值的影响 .....	25
图 37:	假设投资收益率下行 50BP 对新业务价值的影响 .....	25
图 38:	寿险公司 P/EV-ROEV 估值体系探秘 .....	26
表 1:	A 股上市保险公司主要业务、财务和精算指标横向对比 .....	6
表 2:	公司新一届董事会主要高级管理人员及简历 .....	7

表 3: 历年公司原保险保费收入居前 5 位的保险产品经营情况 .....	16
表 4: 2023 年以来公司升级主要产品, 预计终身寿险业务占比进一步提高 .....	17
表 5: 9M23 新准则下净利润及同比增速 .....	18
表 6: 新保险合同准则下, 公司追溯调整 9M22 同期净利润水平 .....	18
表 7: 公司与中金资本签署有限合伙协议以共同设立基金 .....	23
表 8: 新华保险主要财务指标及预测 (2024 年 1 月 5 日) .....	24
表 9: A 股上市险企估值表 (2024 年 1 月 5 日) .....	26
表 10: 新华保险 P/EV 情景分析(横轴指权益价格波动; 纵轴指利率下降水平).....	27
表 11: 新华保险预测利润表 .....	28

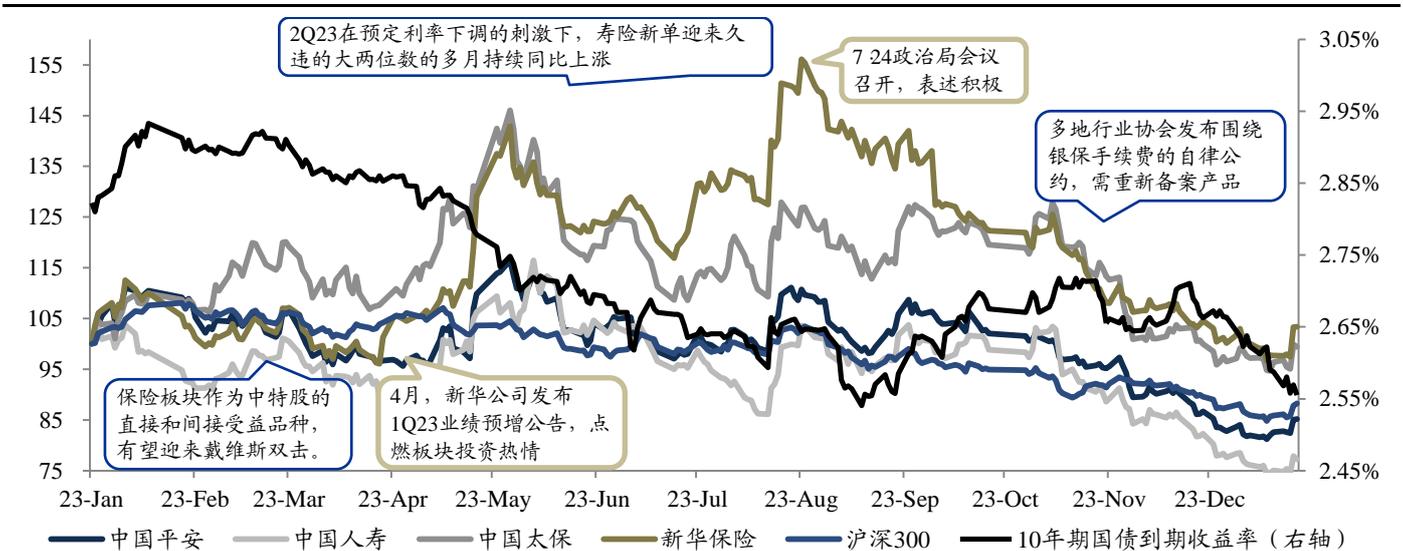
## 1. 引言：当前公司股价严重超跌，已过度反映悲观预期

截止当前（2024年1月5日），新华保险收盘价对应2023年和2024年P/EV分别为0.35X和0.32X，显著低于A股上市同业平均水平。从行业和公司来看，当前估值压制的掣肘因素主要来自板块资产端压力和公司自身基本面有待形成市场共识。

### 1.1. 板块估值掣肘：持续低利率+权益交投情绪低迷拖累纯寿险公司估值

复盘公司近一年股价走势，呈现先扬后抑，股价波动性高于同业。一方面2023年宏观经济呈弱复苏格局，在长端利率逐震荡下行和权益市场交投活跃度持续低迷的背景下，资产端对估值与业绩的贡献先扬后抑，二季度转向，三季度后大幅拖累。2023年4月23日，公司发布1Q23业绩预增公告（预计净利润同比增长110%至120%），点燃板块投资热情。而另一方面，3月末预定利率调整的预期对保险股的股价影响喜忧参半，市场既看到短期新业务的井喷和利差损隐忧缓解的曙光，又担心“炒停”对中期业绩透支。7·24政治局会议召开，“提振投资者信心”表述积极，随后引导长期资金入市对公司股价带来戴维斯双击提振，截止8月中公司股价一度涨幅近60%。9月后，随着新业务数据快速回落和各渠道“报行合一”的推进，叠加权益市场超预期下行，包括新华保险在内的A股上市险企均先后回吐全年涨幅。

图1：复盘公司近一年股价走势，呈现先扬后抑，股价波动性高于同业



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

### 1.2. 公司估值掣肘：疫后价值表现低于同业，主要财务指标有待改善

疫情对保险公司，尤其是寿险公司资产负债两端带来深远而复杂影响。从负债端来看，居民收入预期降低，营销员渠道队伍螺旋式下滑，投资端持续低利率拖累利润释放，权益市场大幅波动拖累当期利润表现等。我们横向对比了1H19（疫情前）与1H23（疫后当前）公司主要财务与业务数据，发现公司面临一定基本面恢复压力。相比A股上市

同业平均水平，新华在整体新单（较疫情前增长 132.8%）上具备明显相对优势，得益于公司提出“资产负债双轮驱动、规模与价值全面发展”战略，银保渠道规模贡献明显。但在个险新单（较疫情前下滑 20.2%，A 股上市同业同比上涨 14.4%）和新业务价值（较疫情前下滑 58.0%，A 股上市同业同比下降 31.1%）表现相对较差，具备改善空间。

表1: A 股上市保险公司主要业务、财务和精算指标横向对比

规模人力 (千人)	新华	平安	国寿	太保	人保	合计值
1H19	386	1,286	1,573	796	251	4,292
1H23	171	374	661	216	79	1,501
1H23 同比1H19 增速	-55.7%	-70.9%	-58.0%	-72.9%	-68.5%	-65.0%
个险新单 (百万)	新华	平安	国寿	太保	人保	合计值
1H19	11,377	71,722	82,948	26,305	11,781	204,133
1H23	9,084	101,072	89,602	22,286	11,582	233,626
1H23 同比1H19 增速	-20.2%	40.9%	8.0%	-15.3%	-1.7%	14.4%
新业务价值 (百万)	新华	平安	国寿	太保	人保	合计值
1H19	5,890	41,052	34,569	14,927	3,853	100,291
1H23	2,474	25,960	30,864	7,361	2,490	69,149
1H23 同比1H19 增速	-58.0%	-36.8%	-10.7%	-50.7%	-35.4%	-31.1%
寿险 EV (百万)	新华	平安	国寿	太保	人保	合计值
1H19	191,403	713,191	886,804	278,487	82,573	2,152,458
1H23	266,479	924,647	1,311,669	414,109	110,298	3,027,202
1H23 同比1H19 增速	39.2%	29.6%	47.9%	48.7%	33.6%	40.6%
整体新单 (百万)	新华	平安	国寿	太保	人保	合计值
1H19	15,595	101,258	146,214	26,305	39,847	329,219
1H23	36,299	138,864	171,213	55,713	41,868	443,957
1H23 同比1H19 增速	132.8%	37.1%	17.1%	111.8%	5.1%	34.9%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 新一任董事长任职资格获批，直指市场化改革

### 2.1. 杨总履新，有望成为公司 A 股 IPO 以来最年轻的董事长

新华保险新一届董事会成立，杨总熟悉资本市场与投资，探索新思路破解当下寿险业难题。2023 年 12 月 20 日，公司公告经股东大会决议和国家金融监督管理总局核准，杨玉成先生担任董事长，任期自 2023 年 12 月 18 日起至公司第八届董事会任期届满时止。2023 年 12 月 29 日，公司公告法定代表人变更为杨玉成先生。杨总于 1971 年 6 月出生，曾在央国企有过多段工作，加入新华保险前，杨总是申万宏源集团内“二把手”，任申万宏源集团和申万宏源证券党委副书记、申万宏源证券总经理。

杨总年富力强，我们预计杨总有望成为公司 A 股 IPO 以来最年轻的董事长。新华保险自 A 股 IPO 以来经历多任董事长，包括：康典（2009 年 12 月-2016 年 1 月）、万峰（2016 年 1 月-2019 年 1 月）、黎宗剑（代任，2019 年 1 月-2019 年 8 月）、刘浩凌（2019

年 8 月-2021 年 1 月)、徐志斌(2021 年 1 月-2022 年 9 月)、李全(2022 年 9 月-2023 年 8 月),并且近年来任期时间越来越短,不利于公司在行业下行期实施落地改革措施。从公司新一届董事会的主要高级管理人员的履历来,既有具备丰富央国企保险机构管理经验的总裁张泓总,又有行业学者型高管如杨征总,也有行业第一批精算师司龄超过 20 年的龚兴峰总,还有来自深耕公司机构一线懂业务了解渠道的王练文总,看好公司新一届领导班子在杨总带领公司积极面对行业的考验,重振新华保险的特色优势。

表2: 公司新一届董事会主要高级管理人员及简历

姓名	职务	主要简历
杨玉成	董事长	现任公司党委书记、董事长。曾任申万宏源(000166.SZ)党委副书记,申万宏源证券有限公司执行董事、总经理、党委委员,申万宏源监事长,宏源证券股份有限公司党委委员、纪委书记、副总经理、监事长,国家国有资产管理局主任科员,国务院稽察特派员助理,中共中央企业工作委员会国有企业监事会专职监事,中国网络通信有限公司综合部总监,中国经济技术投资担保有限公司办公室主任、总裁助理等职务。
张泓	总裁	现任公司执行董事、总裁(正职级)、党委副书记(正职级),新华资产管理股份有限公司(以下简称“资产管理公司”)董事。曾任中国再保险(01508.HK)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。曾任职于中国人民保险公司、中国保险(英国)有限责任公司。
杨征	副总裁 / 首席财务官	现任公司副总裁、首席财务官(暨财务负责人),资产管理公司董事。曾任公司首席执行官暨执行委员会主任委员,中国人寿财务总监、副总裁。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九届理事会常务理事、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、第三届中国保险业偿付能力监管标准委员会委员、国家会计信息化标准化技术委员会委员。
龚兴峰	副总裁 / 总精算师	现任公司副总裁、总精算师、董事会秘书,新华养老保险股份有限公司董事,资产管理公司监事会主席。曾任公司精算部总经理助理、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,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。
秦泓波	副总裁 / 首席风险官	现任公司副总裁、首席风险官。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,中国大地财产保险股份有限公司监事、董事、副总经理,中国人寿再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。具有高级经济师职称。
王练文	副总裁	自 2022 年 12 月起担任本公司副总裁。王先生自 2017 年 2 月至 2022 年 12 月担任本公司总裁助理,自 2019 年 9 月至 2022 年 7 月兼任本公司浙江分公司总经理。王先生自 2010 年 5 月加入本公司以来,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股份有限公司副总经理兼浙江分公司临时负责人等职务。王先生拥有中级会计师、经济师专业职称,于 2004 年取得复旦大学经济学博士学位。

数据来源:公司公告,东吴证券研究所

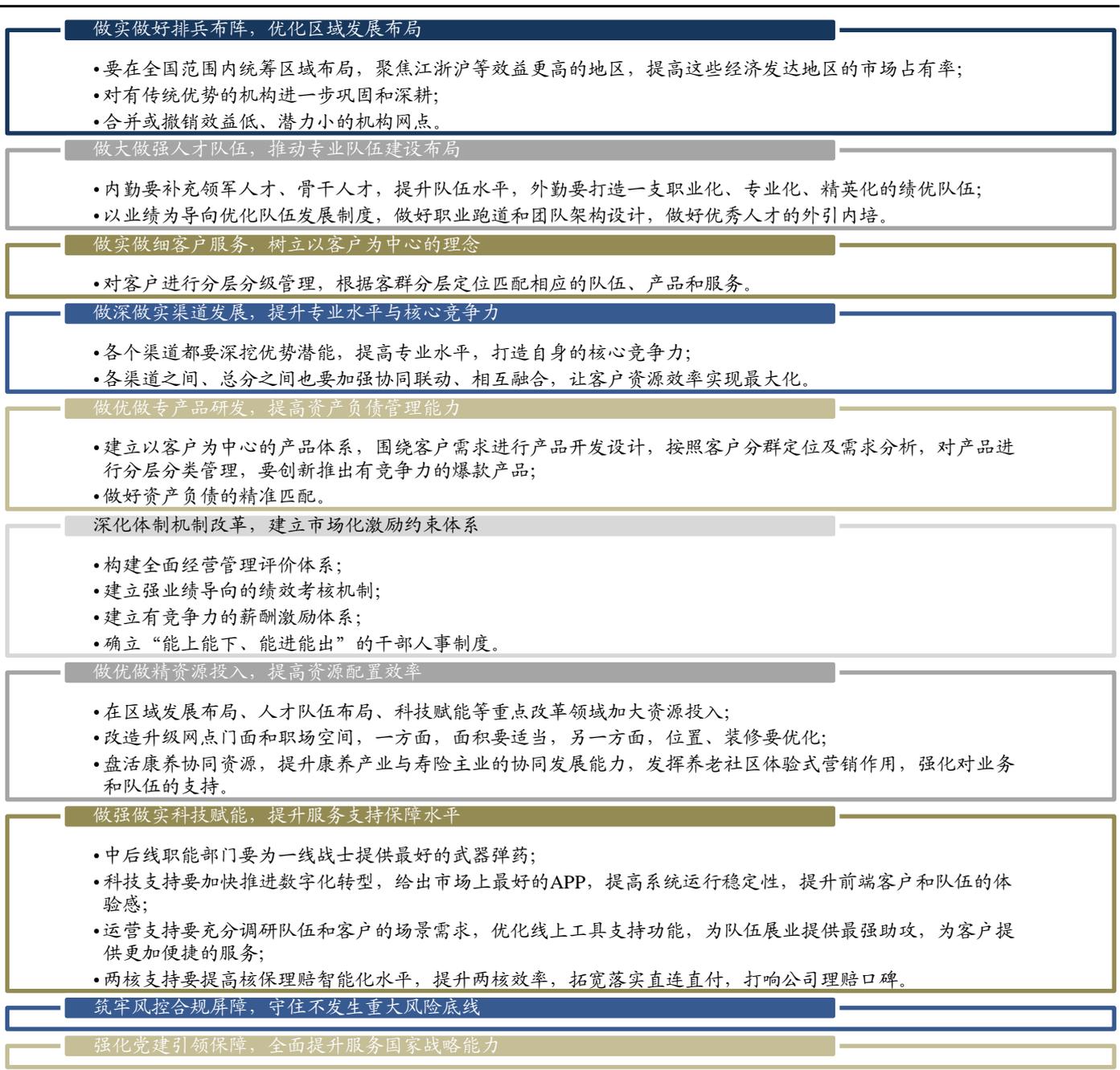
## 2.2. 力争通过专业化、市场化、现代化、国际化破局

到任后,杨总积极建言改革思路,即大力推进专业化、市场化改革,实事求是、真抓实干、凝心聚力、久久为功。2023 年 8 月,在新华保险召开的“九十双飞”启动会

上，杨总直接指出新华保险存在的七大挑战并提出十大解决方案。杨总建言将以系统化思维，紧扣“战略、机制、人才、文化、科技”几大改革发展的核心要素进行顶层设计，坚持稳中求进，加快改革创新。

从应对策略来看，杨总提出十大解决办法：直指专业化、市场化、现代化、国际化，并重点强调财务资源投入要聚焦，要把资源投入到公司真正需要、真正出效益的地方中去，在区域发展布局、人才队伍布局、科技赋能等重点改革领域加大资源投入；他指出要确立“能上能下、能进能出”的干部人事制度，重点任用有实绩、敢担当的干部，同时强化考核。公司新一轮的架构和人事调整完成后，有望给公司注入新的活力。

图2：杨总提出十大解决办法：直指专业化、市场化、现代化、国际化

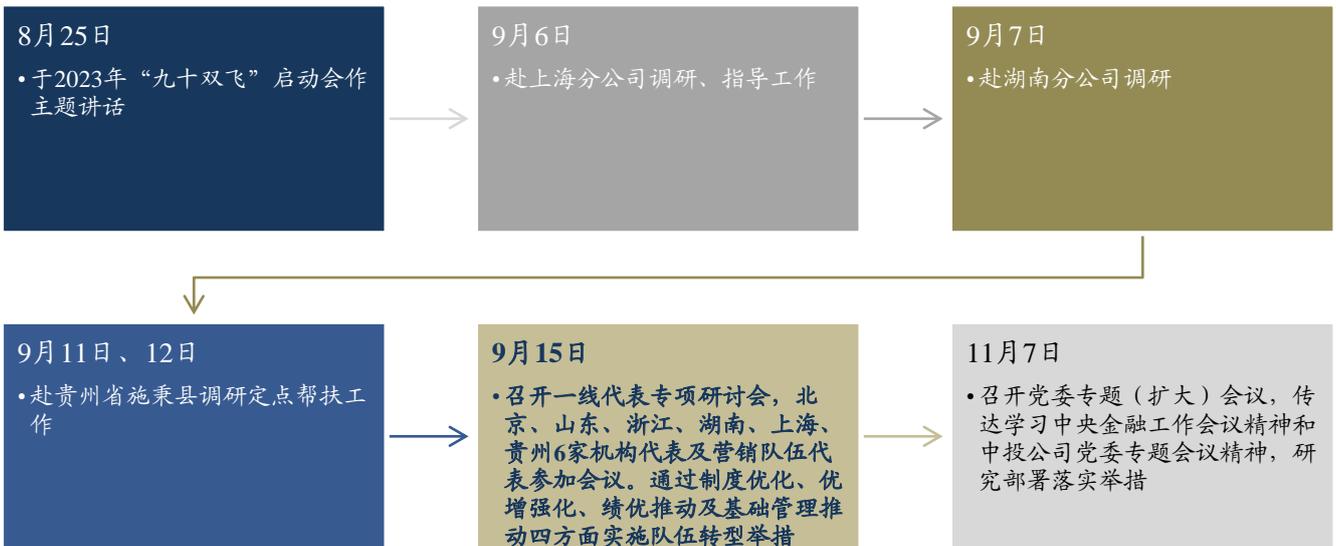


数据来源：慧保天下，东吴证券研究所

### 2.3. 大兴实地调研之风，实现公司高质量发展

杨总积极响应“大兴调查研究之风”的号召，到任后积极赴各分支机构进行调研，了解公司与行业，倾听分支机构一线声音。2023年9月6日，调任党委书记仅19天，杨总赴上海分公司指导工作，提出要“解放思想，先行先试，使上海分公司率先成为公司高质量发展新的增长点”。一要坚决扛起高质量发展的政治责任，二要进一步强化市场化基因，三要坚定不移推动公司战略落地。随后，杨总又前往湖南、贵州等地进行调研，结合具体情况进行工作指导。

图3：杨总到任公司积极到各分支机构调研



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**高质量发展业已成为公司当下面临的首要紧迫任务。**为实事求是开展调查研究，真抓实干推进改革发展，进一步了解前线业务精英的需求与建议，推动解决一线急难愁盼的发展问题，助推高质量发展，9月15日下午，公司召开营销渠道一线代表专项研讨会，来自北京、山东、浙江、湖南、上海、贵州6家机构代表及营销队伍代表参加会议，会议听取了队伍和机构在产品、服务等方面的需求建议，并由相关部门现场进行回应，杨总作总结讲话。自2022年底以来，公司营销渠道坚定推动队伍转型、不断优化思路战法，通过制度优化、优增强化、绩优推动及基础管理四方面推动实施转型举措。

**新华保险积极学习和贯彻中央金融工作会议和中央经济工作会议精神。**在学习贯彻落实中央金融工作会议精神研讨会上，公司党委提出要进一步提高政治站位，不断开创新时代新征程国有保险企业高质量发展新局面，积极发挥保险业的经济“减震器”和社会“稳定器”功能。针对中央经济工作会议提出的“稳中求进、以进促稳、先立后破”这12字要求，公司提出要突出牢牢把握高质量发展这一首要任务，充分体现对“稳”与“进”、“立”和“破”辩证关系的深刻把握。

### 3. 2024 年公司业务展望

公司整体经营情况稳定，业务进度快于序时进度。根据公司偿付能力报告摘要，截至 2023 年三季度末，公司总保费累计收入 1402.5 亿元<sup>1</sup>，同比增长 4.2%，年度计划达成率为 87.3%，快于序时进度（75%）。三季度公司首年期交保费累计收入 226.8 亿元<sup>2</sup>，同比增长 40.5%，预计拉动新业务价值较去年同期增长。

公司整体经营情况稳定，保费增速保持平稳。根据公司三季报，3Q23 末公司实现原保险保费收入 1,429.11 亿元，同比增长 3.7%，其中长期险首年期交保费 220.31 亿元，同比增长 40.2%；续期保费 1,004.25 亿元，同比增长 1.5%；短期险保费 33.60 亿元，同比下降 12.7%。2023 年前 11 个月公司原保费收入同比增速为 1.91%，保费增速略低于同业，主要系 9 月后公司部分银保渠道产品重新备案，当月保费增速出现波动，且公司主动控制银保趸交增速，积极向价值银保转型。

图4：9M23 公司保费收入分项同比增速

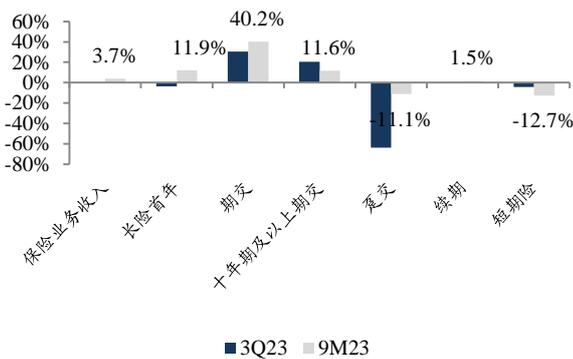
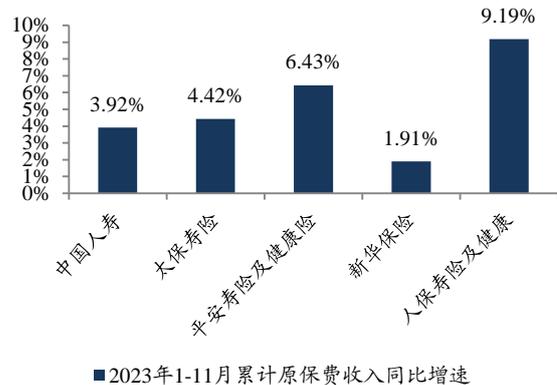


图5：2023 年前 11 个月公司保费增速略低于同业



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

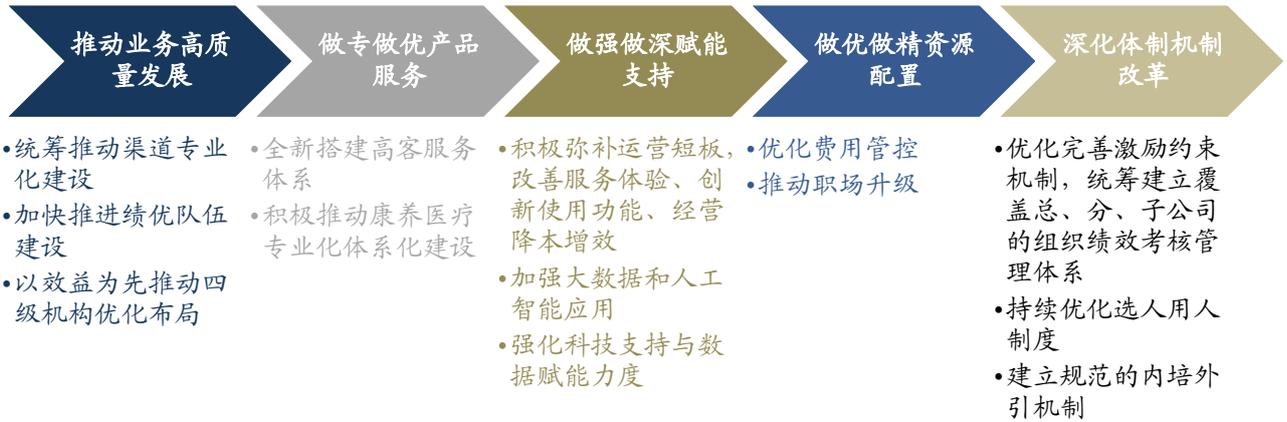
#### 3.1. 2024 年公司重点改革举措

2023 年 8 月以来，公司紧扣高质量发展主题主线，通过经营发展转型和体制机制改革，牢固树立“一盘棋”的竞争意识，围绕经营管理各个领域打系统战、协同战，通过经营发展转型和体制机制改革，从根本上解决公司长期性、系统性发展难题。具体来看，可以总结为推动业务高质量发展、做专做优产品服务、做强做深赋能支持、做优做精资源配置和深化体制机制改革五个方面。

<sup>1</sup> 此为内部管理口径，与公司财务报告披露口径存在差异

<sup>2</sup> 此为内部管理口径，与公司财务报告披露口径存在差异

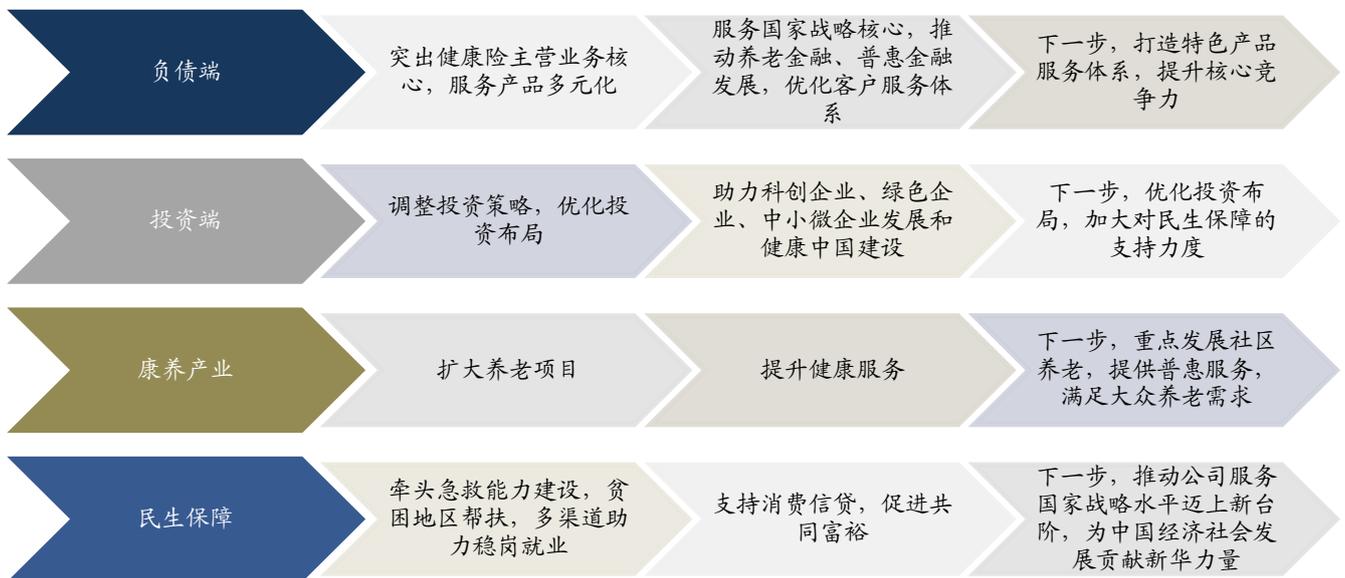
图6: 公司通过改革解决公司长期性、系统性发展难题



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司已经在服务国家战略上有所成就。公司扎实推动服务国家战略,已经取得一定实效: 负债端形成多元产品服务供给; 投资端加大投资力度,持续服务实体经济; 康养产业在公司推动下稳步发展; 完成多项民生保障工作。下一步,新华保险将继续巩固现有工作成果,在负债端、投资端、康养端和民生保障方面持续发力,进一步走深走实,形成领导重视,系统推动,全员参与,成效显著的良好局面。

图7: 公司已经在服务国家战略上有所成就, 希望在未来取得更高的成就



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3.2. 个险渠道: 《基本法》焕新, 队伍信心增强

公司个险渠道以价值为核心, 优化产品供给, 推动队伍转型。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, 全

面加强渠道基础管理，完善渠道高质量发展的基础设施，新单业务触底反弹，绩优建设卓有成效，人均产能翻倍增长。

近年来，公司个险渠道新单保费贡献变化先降后升，个险仍是原保费的重要贡献。2015年至2017年公司个险渠道新单贡献占比分别为31.6%、44.6%和78.7%，逐年提升，2018年后随着健康险销售遇到瓶颈和2019年后银保渠道规模补位影响，公司渠道结构发生变化。9M23公司个险新单、银代新单和团险新单对新单贡献占比分别为27.8%、66.8%和5.4%。不过，个险渠道仍是原保费收入的重要贡献，9M23公司个险、银代和团险对原保费贡献占比分别为67.6%、30.8%和1.6%，主要系个险渠道得益于续期拉动模式，仍是原保费的基本盘。

图8：个险渠道新单保费贡献变化先降后升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

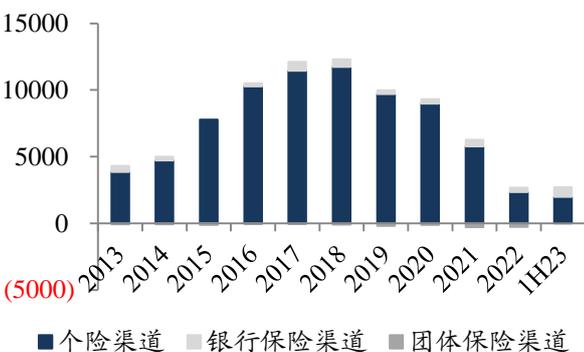
图9：个险渠道仍是原保费收入的重要贡献（单位：百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

个险渠道是公司NBV的核心贡献。1H23公司实现NBV同比增长17.1%，其中个险、银代和团险渠道占比分别为80.6%、28.3%和-8.8%。近年来，公司个险渠道NBV Margin受重疾险销售拖累下降，对NBV的释放产生量价齐跌的拖累。1H23公司个险渠道NBV Margin为21.9%，较疫情（1H19：50.7%）明显下降，主要系健康险新单快速下降拖累，而全渠道NBV Margin为6.8%，个险渠道仍是公司NBV量和价的核心支撑。

图10：个险渠道是NBV的核心贡献（单位：百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图11：个险渠道NBV Margin受重疾险销售拖累下降



数据来源：东吴证券研究所

2023年12月1日，公司新版《基本法》正式出台，并将于2024年1月1日全面实施。《基本法》是公司对个人业务保险营销员展业、晋升及奖惩等方面的管理办法。公司基本法历经2003版——2007版——2011版——2014版——2020版多次变更。本次新《基本法》以提绩优、强主管、重管理为新法核心，强组、强直辖、强部为新法导向，专业化、职业化、精英化为新法目标。公司提出了“发展路径更完善，晋升成长更稳健，考核达成多路径”的口号。具体而言，在升级精英代理人队伍荣誉体系方面，通过业绩三档、奖励三档、荣誉三档分层分类对接内外部荣誉，发挥制度与荣誉合力；优化基础管理制度，配套发布标准增员流程规范，牵引队伍养成出勤、拜访习惯，夯实发展根基；引导优增提质，推动队伍转型。新基本法于12月1日正式出台后，新华保险已全面启动新基本法制度宣导与普及，推动“双百千”活动。2024年，公司将重点推出以绩优为核心的“万众计划”，打造分层分档的绩优荣誉体系，有效牵引绩优队伍持续成长。

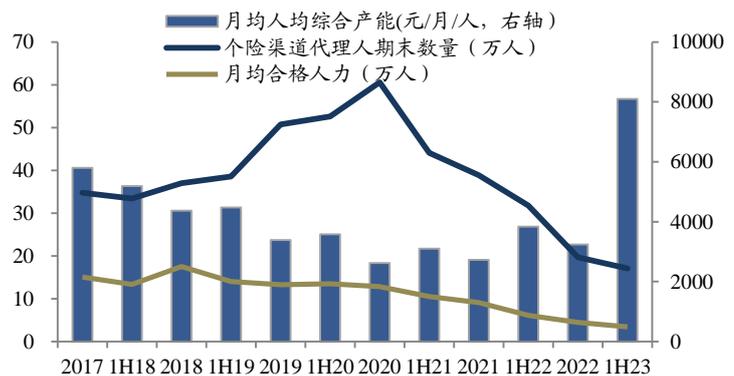
我们预计2024年新《基本法》落地，将对改革成效有望显著提升。截止1H23末，公司个险代理人规模人力17.1万人，月均合格人力<sup>3</sup>3.4万人；月均合格率<sup>4</sup>18.6%，同比提升1.1个百分点；月均人均综合产能<sup>5</sup>8,103元，同比增长111.0%。受新《基本法》影响的绩优转型政策使公司营销团队的产能、收入、人数均实现增长。我们预计，随着基本法落地，2024年公司绩优人力人均产能和万C人力人均产能有望实现同比两位数的提升，其中主管层级人均收入同比提升幅度可能更大。新基本法落地带动新增回暖，新增绩优人力、规模人力有望实现正增。

图12: 新法方寸间，执子定江山，公司新基本法焕新



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图13: 公司队伍综合产能明显提升抵御规模人力下滑的拖累



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

<sup>3</sup>月均合格人力=(Σ月度合格人力)/报告期月数，其中月度合格人力指月度内承保且未撤保一件及以上新契约(包括卡折式业务保单)、当月首年佣金≥800元的营销员人数

<sup>4</sup>月均合格率=月均合格人力/月均规模人力\*100%。月均规模人力={Σ(月初规模人力+月末规模人力)/2}/报告期月数

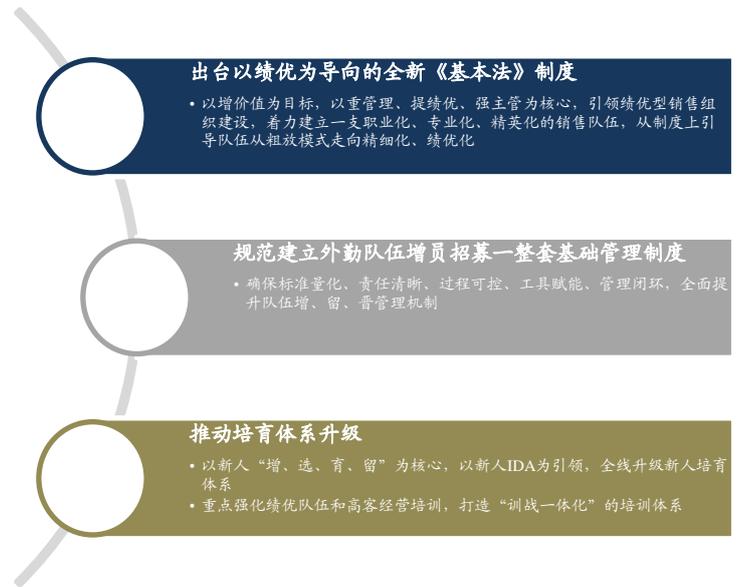
<sup>5</sup>月均人均综合产能=月均首年保费/月均规模人力

图14：公司统筹推进渠道专业化建设



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图15：公司从制度、政策、流程上推进绩优队伍建设，

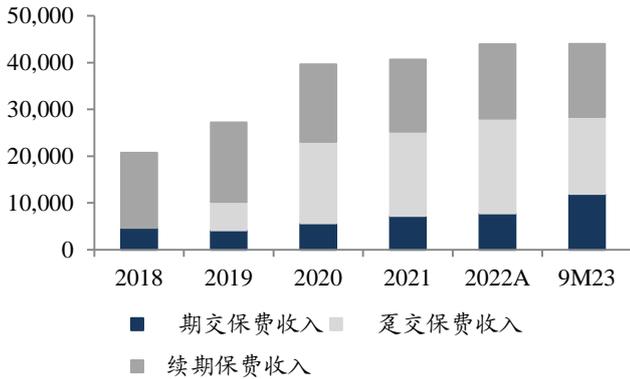


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.3. 银代渠道：低利率环境下坚持战略定位，积极“以趸促期”

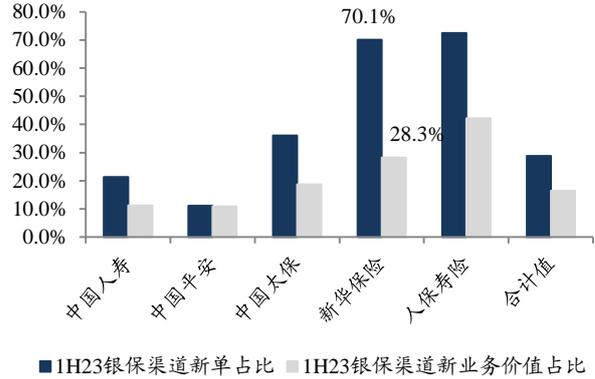
银代渠道成为公司近年来重要的规模补充，价值释放有望充分受益于“报行合一”的严格实施。2019年中，新华保险提出“资产负债双轮驱动、规模与价值全面发展”战略模式，将把银保渠道定位为“规模做贡献、价值做补充”的重要渠道。公司通过“以趸促期”——以趸交获得客户，再继续对客户提供期缴产品的销售，提升公司的价值以及完善对客户保障的需求。具体来看，2020年至2022年公司银保趸交保费分别为173.60亿元、180.25亿元和202.98亿元，9M23累计趸交为164.76亿元，总量保持平稳，而同期期缴规模分别为56.67亿元、71.81亿元、77.48亿元和119.09亿元，对新单的贡献逐步提升，积极向“以趸促期”的目标迈进。9M23公司银保渠道期缴对长险首年保费的贡献比例达到42.0%。尤其值得注意的是，2023年以来随着基金、理财等竞品表现持续低迷，银保渠道短储产品对客户吸引力大幅提升，公司在低利率环境下，主动控制趸交规模，体现了战略定力。

图16: 新华保险银保渠道保费构成 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

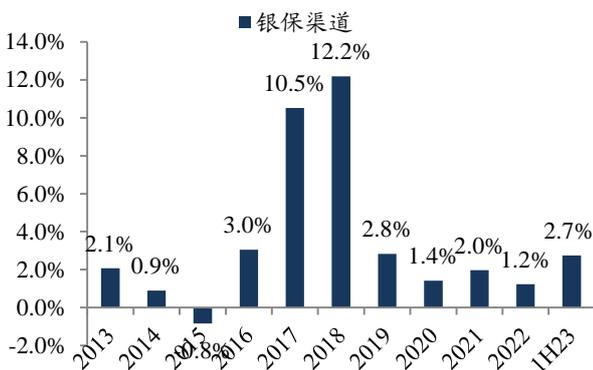
图17: 相比同业, 公司银保 NBV 贡献弹性较大



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

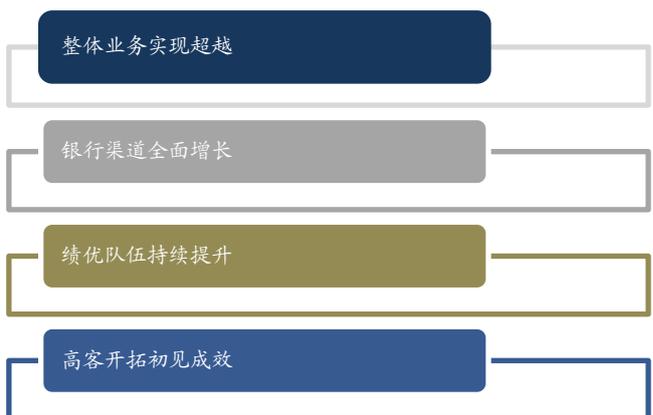
**展望 2024 年, 银保价值释放有望成为寿险新单和价值增长胜负手。**9 月以来, 多地行业协会发布围绕银保手续费的自律公约, 响应国家金融监管总局 8 月末发布的《关于规范银行代理渠道保险产品的通知》。根据部分地区银保自律公约, 银保手续费率上限 (FYC/FYP) 对应 1 年/3 年/5 年/10 年期缴分别为 3%/9%/14%/18%, 平均降幅接近一半。单纯费用竞争对行业意义不大, 潜在利差损风险是银保渠道价值发展重要制约之一, 费用管控有望提升产品核心竞争力。10 月末, 公司重新报备后的银保渠道产品上架, 手续费管控打开银保渠道价值发展掣肘。考虑到当前银行对中收的迫切渴望和居民对保本理财的需求释放, 预计 2024 年银保渠道仍将起到新单和价值的补充作用。银行或通过“以量补价”的方式加大对保险代销的投放。中小机构通过费率优势打开合作渠道的粗放式竞争手段难以为继, 新华作为头部险企有望充分受益。

图18: 银保渠道 NBV Margin 仍有改善空间



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图19: 公司银行保险业务勇抓机遇、直面挑战, 实现业绩增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**新华保险银保 NBV 贡献弹性较大。**1H23 公司银保渠道 NBV 贡献占比为 28.3% (上市同业平均: 15.5%), 公司银保渠道新单贡献占比为 70.1% (上市同业平均: 28.8%)。2022 年公司银保渠道价值率为 -0.8%, 我们预计主要受费差损拖累所致, 具备改善空间。

我们测算假设，公司银保渠道 NBV Margin 提升至 5% 的行业平均水平，在量保持平稳的假设下，对整体 NBV 的贡献有望带来翻番的影响。

**公司银行保险业务勇抓机遇、直面挑战，实现业绩增长。**公司在银保渠道以“客户需求”为导向，加强推动终身寿险、年金险等产品，满足客户多样化需求，不断深化业务的期交化、长期化转型发展，深耕合作渠道，推动主力合作渠道期交业务全面正增长，队伍和网点产能全面提升。1H23 公司银保渠道实现保费收入 368.30 亿元，同比增长 18.1%。多项核心指标提前达成年度挑战目标。期交保费更是超越历年同期，达到新的历史峰值。期交增速超越市场均值，排名实现提升。通过绩优体系和培训体系建设，提升队伍能力、改善队伍结构。队伍绩优人力大幅增长，精英俱乐部会员人数、IDA 人力加速增长。未来，公司将强化与国有大行、大型股份银行的合作，继续挖掘银行客户需求，加强产品多元化创新，持续完善公司的队伍经营和客户管理，提高公司的竞争力。

### 3.4. 产品供给：从短储向增额终身寿险及长期年金转型

**老准则下首年保费收入主要由年金贡献，新准则下首年保费收入主要由健康险贡献。**2022 年老准则下公司首年保费收入贡献重，传统险、分红险和健康险占比分别为 37.2%、52.4% 和 10.4%（1H23：97.3%、0.0% 和 2.7%，分红险占比下降主要系银保渠道从稳得福分红型系列切换至稳利宝传统型）；而新准则下保险服务收入主要由健康险贡献。2015 年后根据“回归保险本原”理念，公司集中开发了一系列市场领先的保障类产品，其中，“健康无忧”系列产品全年实现首年保费接近百亿元，在市场众多重疾险产品中占据领军地位；“多倍保”产品在市场上获得口碑。此后随着行业新增人力螺旋式下降和居民可支配收入预期减少，健康险新单贡献持续低迷，2022 年公司健康险长险首年新单贡献占比为 10.4%，较疫情前（2019 年）的 45.8% 差距明显。2022 年公司原保费口径下保费收入居前五产品分别为稳得福两全保险（分红型）、惠添富年金保险、荣华世家终身寿险、健康无忧 C 款重大疾病保险和惠金享年金保险。

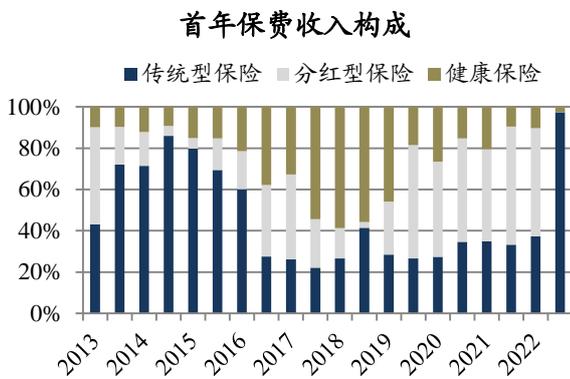
表3：历年公司原保险保费收入居前 5 位的保险产品经营情况

2022 年	保费占比	2021 年	保费占比	2020 年	保费占比	2019 年	保费占比
稳得福两全保险（分红型）	12.2%	稳得盈两全保险（分红型）	9.4%	稳得盈两全保险（分红型）	11.2%	惠添富年金保险	5.9%
惠添富年金保险	7.9%	惠添富年金保险	9.0%	惠添富年金保险	8.9%	福享一生终身年金保险（分红型）	5.7%
荣华世家终身寿险	4.9%	健康无忧 C 款重大疾病保险	3.9%	福享一生终身年金保险（分红型）	4.3%	健康无忧 C 款重大疾病保险	5.2%
健康无忧 C 款重大疾病保险	3.6%	惠金生年金保险	3.6%	健康无忧 C 款重大疾病保险	4.2%	多倍保障重大疾病保险	4.7%
惠金享年金保险	3.2%	多倍保障重大疾病保险	3.4%	多倍保障重大疾病保险	3.8%	稳得盈两全保险（分红型）	4.4%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

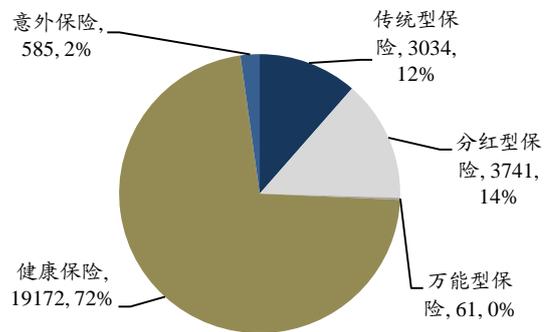
公司实现从短期储蓄型业务向增额终身寿的产品转型和年期转型。公司逐渐从低价值的短期储蓄型业务转向中高价值的终身寿险，与健康险一起成为价值的主要来源；在终身寿险总量快速增长的同时，同步推进年期结构优化。通过方案推动和激励牵引，拉升长年期高价值业务占比，实现整体长年期保费增长。2023 年公司创新升级产品体系，秉持“以客户为中心”的经营理念，重磅推出增额终身寿险最新力作“荣耀鑫享庆典版终身寿险”。这是一款利益明确、保障稳健增长的终身寿险产品，满足身故保障、资金安全性需求，实现财富传承。我们认为，在低利率环境下，增额终身寿险可以科学匹配子女教育、晚年生活规划、财富传承、家庭资产配置等不同人生阶段的不同财富需求。

图20: 老准则下首年保费收入主要由分红和年金贡献



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图21: 新准则下保险服务收入主要由健康险贡献 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表4: 2023 年以来公司升级主要产品, 预计终身寿险业务占比进一步提高

产品名称	荣耀鑫享庆典版终身寿险	惠鑫享年金保险
保险期限	终身	8 年和 10 年两种
保险责任	1) 18 周岁 (含) 后且交费期间届满后, 身故或身体全残保险金不低于基本保额 $\times (1+3\%)^{(n-1)}$ (n 为身故或身体全残时的保单年度数)。 2) 明确指定身故保险金受益人且支持变更。 3) 支持保单贷款, 满足灵活周转需求。支持减保, 以备急需。	1. 关爱金。被保险人于本合同生效满五年的首个保单周年日 (详见释义) 零时生存, 关爱金=首次交纳保险费的金额 $\times$ 关爱金给付比例。 2. 生存保险金。被保险人于本合同生效满六年起至保险期间届满之前, 在每个保单周年日零时生存, 保单给付生存保险金。 3. 满期生存保险金。被保险人生存至保险期间届满, 保单按基本保险金额给付满期生存保险金, 本合同终止。 4. 身故保险金被保险人身故, 保单按本合同实际交纳的保险费与现金价值二者之较大者给付身故保险金, 合同终止。

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

公司强化品质管控, 稳定续期底盘。公司持续强化业务品质管控, 通过加强制度建设, 推动健康险继续率指标持续改善; 建立业务品质预警机制, 开展新单品质预警, 正本清源, 推动前端业务品质持续提升。2023 年, 公司 13 个月继续率指标实现同比大幅提升, 公司整体续期保费实现同比增长。

## 4. 新准则下公司财务分析

### 4.1. 新准则下，公司净利润波动放大

新华保险前三季度公司净利润大幅波动。9M23 的归母净利润由上年同期 112.92 亿元降至 95.42 亿元，降幅为 15.5%。1Q23 的归母净利润由上年的同期的 32.2 亿元升至 69.17 亿元，上升 114.8%。3Q23 的归母净利润由上年的同期的 21.02 亿元降至-4.36 亿元，下降 120.7%。1Q23、1H23、9M23 公司归母净利润的同比变化幅度分别为 114.8%、8.6%和 15.5%，波动较大。2023 年前三个季度，新华保险的净利润前期表现较好，后期表现较差。新华保险累计净利润虽有下降但优于同业平均水平，9M23A 股上市同业合计归母净利润同比下降 17.8%。

表5: 9M23 新准则下净利润及同比增速

单位: 百万元	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险	中国人保	合计
9M23 净利润-新准则	87,575	35,541	23,149	9,542	20,503	176,310
同比 (可比口径)	-5.6%	-36.0%	-24.4%	-15.5%	-15.5%	-17.8%
同比 (非可比口径, 追溯前)	14.5%	14.2%	14.2%	83.9%	-12.7%	12.6%
ROE 非年化						
9M22	11.2%	6.6%	16.1%	12.5%	11.0%	9.9%
9M23	9.9%	7.6%	9.9%	8.6%	8.7%	9.1%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

新华保险的净利润大幅波动源自于保险合同计量方法变动和资本市场宽幅波动。公司按照 IFRS17 规定追溯上年可比数据,按照 IFRS9 规定选择不追溯上年可比数据。9M22 新华保险可比归母净利润由上年同期 51.9 亿元调增至 112.92 亿元,调增比例达 117.6%,高于同业,主要得益于新旧保险合同准则使用不同的折现率以及新增的保险合同计量方法具有直接参与分红特征降低了对净利润的波动。

表6: 新保险合同准则下, 公司追溯调整 9M22 同期净利润水平

单位: 百万元	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险	中国人保	合计
9M22 净利润 (原三季报披露)	76,463	31,117	20,272	5,190	23,495	156,537
9M22 净利润 (新准则追溯)	92,781	55,514	30,617	11,292	24,262	214,466
追溯差异	21.3%	78.4%	51.0%	117.6%	3.3%	37.0%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

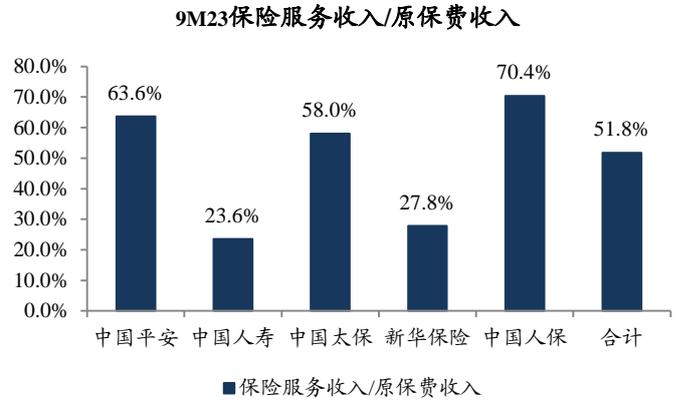
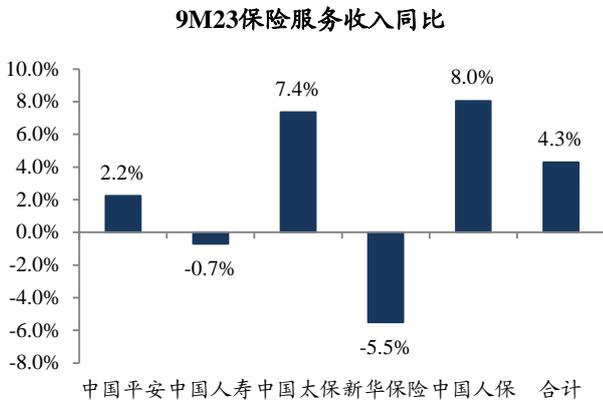
### 4.2. 保险服务收入分析

新华的保险服务收入表现略差于同业。公司 9M23 实现保险服务收入为 397.26 亿元,同比下降 5.5%。A 股上市同业 9M23 的保险服务收入同比增长 4.3%。公司保险服务收入表现略慢于同业,主要是因为公司合同服务边际 (CSM) 受业务结构和期限影响边际摊销相对较慢。同时,9M23 新准则保险服务收入/旧准则原保费收入比例为 51.8%,新华保险服务收入/原保费收入确认比例平均为 27.8%,主要系作为纯寿险公司,部分寿险

和年金等储蓄型业务在新准则下不再计入保险服务收入所致。

图22: 新华的保险服务收入表现略差于同业

图23: 新华保险服务收入/原保费收入确认比例平均为27.8%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

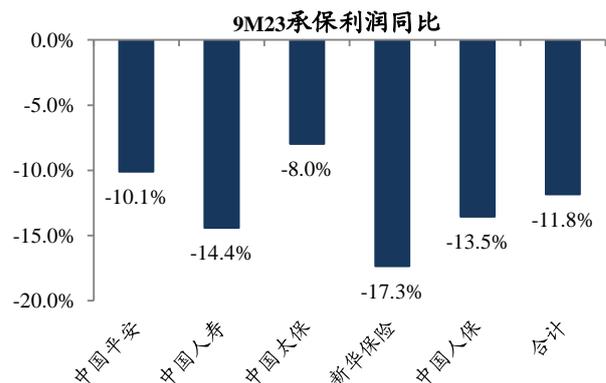
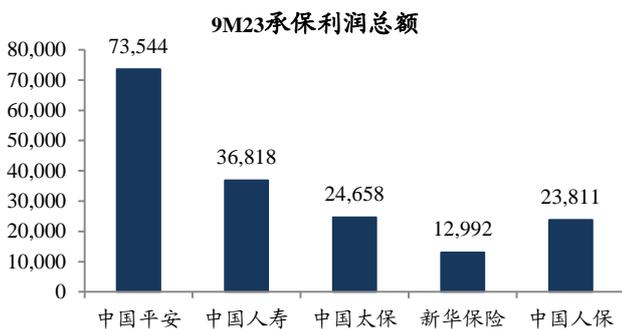
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 4.3. 承保利润

我们设立了指标——承保利润来评价保险公司在保险业务上的表现。具体来看, 我们定义承保利润=保险服务收入-(保险服务费用+(分出保费的分摊-摊回保险服务费用)+提取保费准备金)。新准则下, 寿险承保利润类似运营利润概念, 主要系其中含有合同服务边际(CSM)释放, 但投资收益率假设高于营运利润, 寿险业务的承保财务净损益类似资金成本, 用于计算投资利差。新华保险9M23的承保利润由去年同期的157.17亿元降至129.92亿元, 同比下降17.34%, 降幅高于11.83%的行业水平。主要受新金融工具准则实施, CSM摊销减少, 以及利率下行的资本市场波动的影响。

图24: 新华保险承保利润较低(单位: 百万元)

图25: 新华保险承保利润降幅高于行业水平



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 4.4. 投资利差

我们设立了指标——投资利差来评价保险公司在投资业务上的表现。具体来看, 我们定义投资利差=利息收入+投资收益+公允价值变动+汇兑损益-承保财务净损益-利息

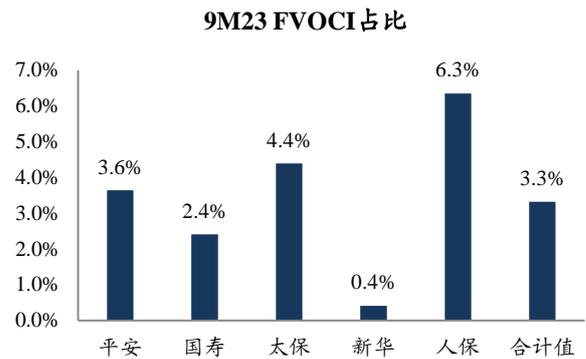
支出-信用减值损失。3Q23 股票市场延续低位震荡（沪深 300 指数和创业板指数 3Q23 分别下跌 3.98%和 9.53%），严峻的资本市场环境下投资收益持续承压。A 股上市同业 9M23 的投资利差均低于去年同期。由于未追溯同期 IFRS9 新金融工具准则，报表科目同比意义不大。新华保险 9M23 的投资利差为-22.02 亿元，同比下降 4.1%，优于同业平均水平。

图26：2023 年股债市场震荡下行



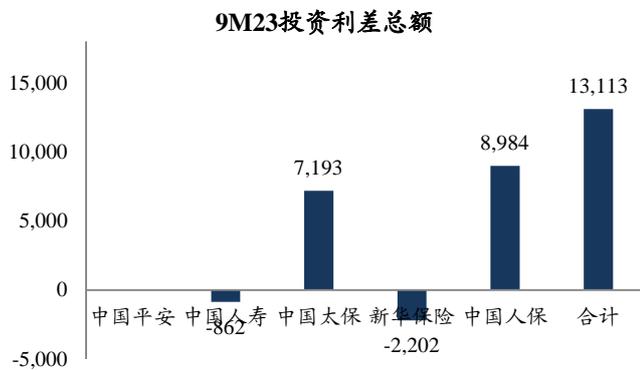
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图27：新华保险 FVOCI 权益投资占比略低于同业



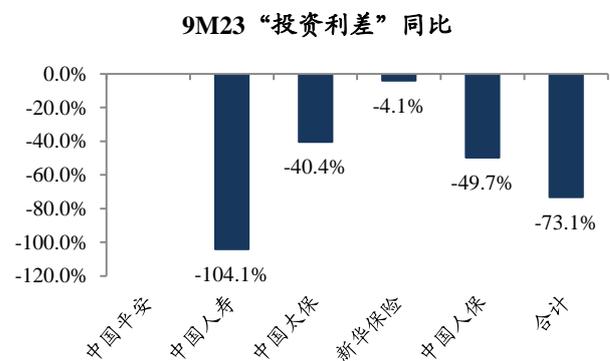
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图28：9M23 “投资利差”总额（单位：百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所；中国平安为集团上市公司，无法拆分保险业务同业可比数据

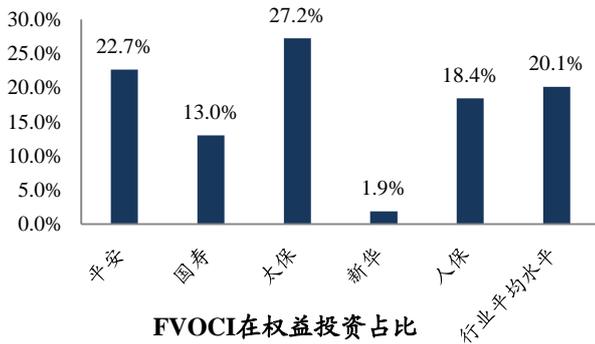
图29：9M23 “投资利差”同比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所；中国平安为集团上市公司，无法拆分保险业务同业可比数据

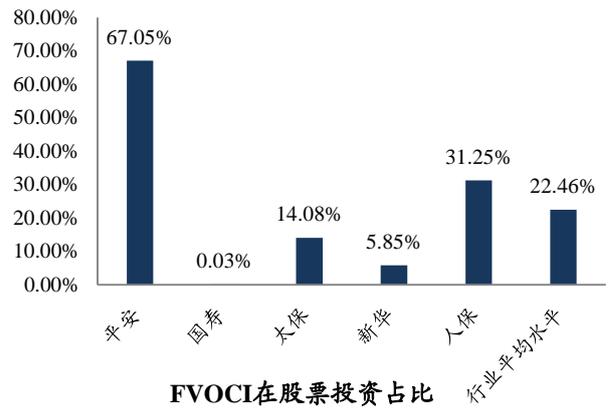
公司 FVOCI 权益工具占比略低于同业，使得利润波动相对较大。公司 1Q23、1H23、9M23 的投资利差分别同比变化-409.3%、516.7%和-4.1%，A 股上市同业 1Q23、1H23、9M23 的投资利差分别同比变化 156.9%、-4.9%和-68.2%。新华保险作为纯寿险公司，净利润相对依赖投资收益，同时公司新准则下 FVOCI 权益类资产占比相对较低，使得 FVTPL 权益资产对当期净利润的波动冲击较为明显。1H23 公司新准则下 FVOCI 权益类资产占比相对较低，FVOCI 在权益投资占比 1.9%，上市同业平均占比 20.1%，FVOCI 在股票投资占比 5.85%，上市同业平均占比 22.46%。公司 FVOCI 权益类资产占比低于行业平均水平，使得 FVTPL 权益资产对当期净利润的波动冲击较为明显。

图30: 公司 FVOCI 在权益投资占比低于行业平均水平



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图31: 公司 FVOCI 在股票投资占比低于行业平均水平



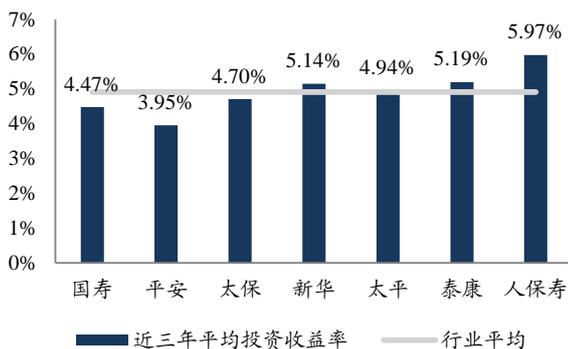
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 5. 投资端彰显央企国企责任风范

### 5.1. 近三年长期投资收益率保持稳健

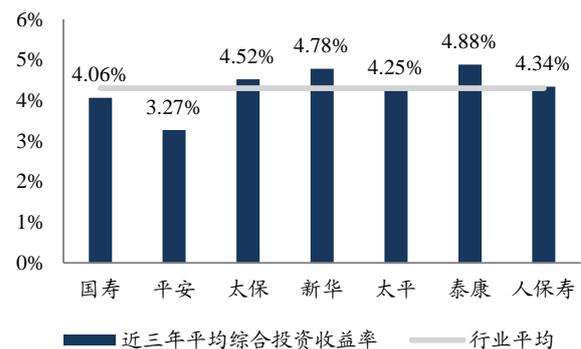
公司的近三年长期投资收益率保持稳健。根据国家金融监管总局发布的《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》，保险公司应加强投资收益长期考核，在偿付能力季度报告摘要中公开披露近三年平均的投资收益率和综合投资收益率。新华保险近三年平均投资收益率和近三年平均综合投资收益率分别为 5.14% 和 4.78%，同行业平均水平的近三年平均投资收益率和近三年平均综合投资收益率分别为 4.91% 和 4.30%。公司重视长期投资，积极发挥中长期资金的市场稳定器和经济发展助推器作用，近三年长期投资收益率表现优于同业。

图32: 公司近三年平均投资收益率水平优于同业



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图33: 公司近三年平均综合投资收益率水平优于同业



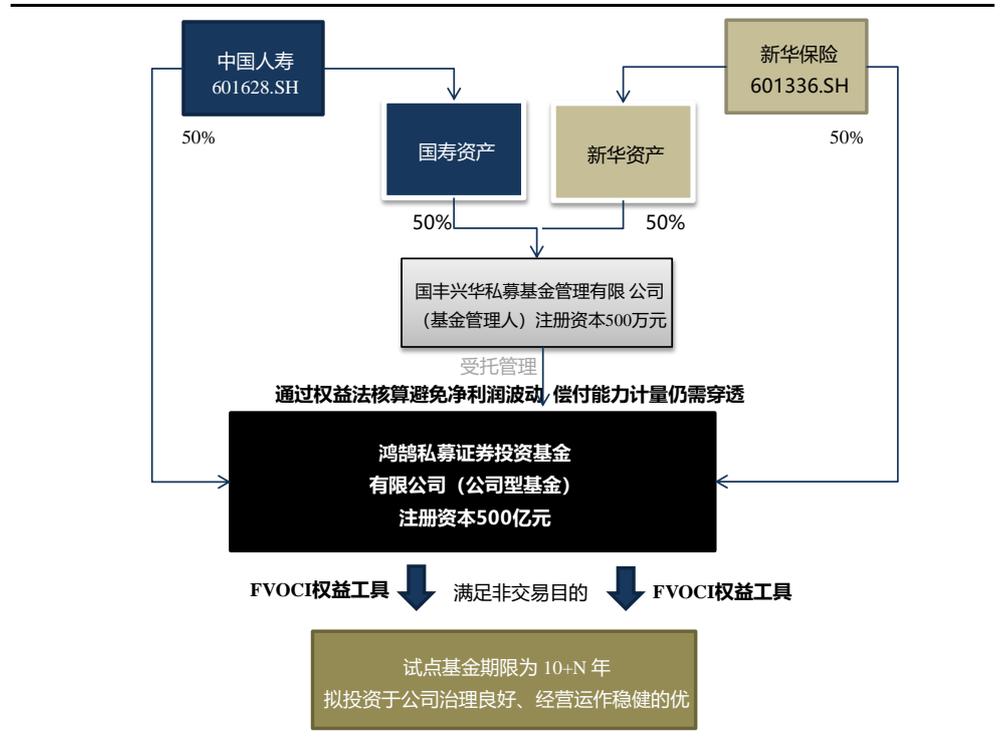
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 5.2. 与国寿合作成立公司型基金: 熨平短期业绩波动, 相应监管号召

为进一步增加符合公司投资策略的长期投资资产, 优化保险资金资产负债匹配, 提高资金使用效率, 公司与中国人寿共同出资发起设立基金管理人, 管理私募基金公司。

基金双层架构设立。基金管理人为国丰兴华私募基金管理有限公司。该基金期限为 10+N 年，在 10 年期届满后，可以通过变更备案的方式进行延期，或者经双方协商一致后退出。该私募基金拟投资于公司治理良好、经营运作稳健的优质上市公司股票，将根据市场形势把握建仓时机，动态优化策略。

图34: 公司与中国人寿共同对外投资



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司型基金成立，公司短期业绩波动有望被熨平。新金融工具准则下，公司型基金对旗下非交易性权益类资产指定为 FVOCI，FVOCI 权益工具对净资产的波动体现为上市公司报表中其他综合收益。公司通过权益法对公司型基金后续计量中，有望熨平净利润波动。初步估算下，若 250 亿元全部配置沪深 300 股票对公司 3Q23 综合偿付能力充足率静态影响幅度为 16.2 个 pct。

公司积极响应监管长期资金入市号召。近期，监管鼓励长期资金入市，相关政策思路一脉相承。9 月《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》从差异化调节最低资本要求、引导保险公司回归保障本源、引导保险公司支持资本市场平稳健康发展和引导保险公司支持科技创新四个方面展开；8 月末证监会召开机构投资者座谈会；9 月 4 日，监管下发《关于开展保险资金长期入市情况调研的通知》。公司与中国人寿共同设立私募基金，积极响应监管号召，充分发挥在权益投资领域的“头雁效应”。

### 5.3. 与中金资本设立地产基金：借力专业机构提升非标收益贡献

2023 年 12 月 31 日，公司与中金资本签署共同设立基金的有限合伙协议，基金规模为 100 亿元，新华保险作为有限合伙人拟认购 99.99 亿元（缴款由内部资源拨付），中金

资本作为普通合伙人拟认购 100 万元，基金设立尚需履行基金备案等监管手续。

近年来，受权益市场、长端利率波动影响，险资投资表现持续承压，市场对于利差损风险的担忧抬头。本次设立基金是继新华资产与国寿资产共同发起设立基金公司后对于优化资产端表现的又一次新尝试，有望通过借力专业机构赋能公司投资表现。本次投资具有优势主要体现在：①中金资本为中金公司的全资子公司，在私募股权投资领域位居行业前列，新华保险、中金公司的控股股东均为汇金公司，同根同源为二者合作奠定了良好的外部条件；②投向持有型物业，有望抵御利率下行及市场波动风险，对投资表现形成支撑。持有型物业兼具资产增值潜力及租金收入现金流，与人身险经营对于现金流及投资表现的要求匹配度较高；同时，具有风险分散、弱周期波动、抵抗通胀的特征。

表7: 公司与中金资本签署有限合伙协议以共同设立基金

<b>基金类型</b>	有限合伙企业
<b>基金管理人</b>	中金资本，负责基金的投资、管理及运营
<b>管理费</b>	<p>1) 在投资期内，年度管理费为有限合伙人的实缴出资初始金额的 0.4%；</p> <p>2) 此后（除退出期外，亦包括延长期），年度管理费为按照每一有限合伙人于管理费计费当期的第一日届时尚未退出的投资项目的投资成本中该有限合伙人分摊的金额 0.4%；</p> <p>3) 在投资期内，如投资决策委员会决定将任何投资项目的资金返还或分配金额留存于被投资企业、特殊目的载体或基金层面，进一步用于支付投资项目（包括对已投项目的追加投资及对其他投资项目的投资）的投资成本或实施外部债务清偿等用途（「循环投资」），就每次循环投资安排，管理人有权收取相应的循环投资管理费，年度循环投资管理费的金额为当次循环投资款项的 0.4%。</p>
<b>基金投向</b>	通过股权及其他方式直接或间接主要投向持有型不动产项目资产的被投资企业。
<b>基金期限</b>	经营期限为 8 年（可结合实际情况延长或缩短），投资期原则上为 4 年，投资期结束后，基金进入退出期。
<b>利润分配</b>	<p>扣除应分摊费用后，除另有约定外，基金利润分配方式如下：</p> <p>1) 基金利润 100% 向新华保险分配，直至累计取得的分配等于其累计实缴资本；</p> <p>2) 如有余额，100% 向新华保险分配，直至累计分配金额达到实缴资本复利每年 8% 的金额；</p> <p>3) 如有余额，其中 10% 分配给新华保险，剩余分配给中金资本。</p>
<b>基金管理</b>	中金资本为基金管理人，负责基金投资、管理及运营，投资决策委员会设置两名委员，均由中金资本委派。投资期内管理费为实缴出资金额的 0.4%，延长期内管理费为年度首日未退出投资项目中投资成本中新华保险分摊金额的 0.4%，如投资期内将项目的资金返还或分配金额留存于被投资企业循环投资，按照 0.4% 收取循环投资管理费。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 6. 盈利预测与投资建议

### 6.1. 盈利预测

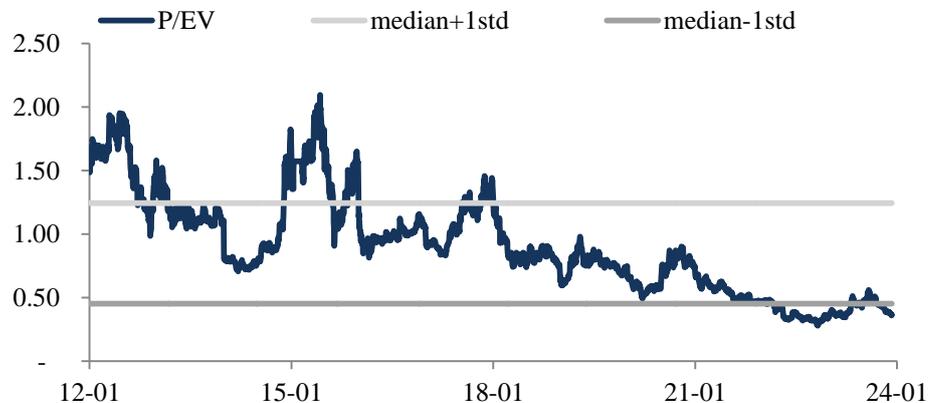
由于公司尚未披露 2023 年新准则下首份年报，新准则下模型预测难度较大，我们预计 2023-25 年归母净利润为 94.18、124.50 和 136.59 亿元（原预测为 129、143 和 160 亿元），维持“买入”评级。

表8: 新华保险主要财务指标及预测（2024 年 1 月 5 日）

财务指标(百万元)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
保费收入	138,131	159,511	163,470	163,099	173,642	186,741	202,569
营业收入	174,566	206,538	222,380	214,319	232,425	252,466	271,254
归母净利润	14,559	14,294	14,947	9,822	9,418	12,450	13,659
总资产	878,970	1,004,376	1,127,721	1,255,044	1,404,486	1,539,175	1,681,384
净资产	84,451	101,667	108,497	102,884	110,001	120,426	131,198
<b>价值指标</b>							
内含价值	205,043	240,604	258,824	261,893	278,316	300,765	323,920
新业务价值	9,779	9,182	5,980	2,423	3,031	3,748	4,152
新业务价值率	36.5%	30.4%	13.0%	5.6%	6.3%	7.0%	6.9%
<b>每股指标</b>							
EVPS	65.7	77.1	83.0	84.0	89.2	96.4	103.8
BVPS	21.02	27.07	32.59	34.77	32.98	35.46	38.82
EPS	4.7	4.6	4.8	3.2	3.0	4.0	4.4
<b>估值</b>							
P/B	1.14	0.95	0.89	0.94	0.87	0.80	0.73
P/EV	0.47	0.40	0.37	0.37	0.35	0.32	0.30
P/E	6.6	6.7	6.4	9.8	10.2	7.7	7.1

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

图35: 新华保险 P/EV 估值水平处于历史低位

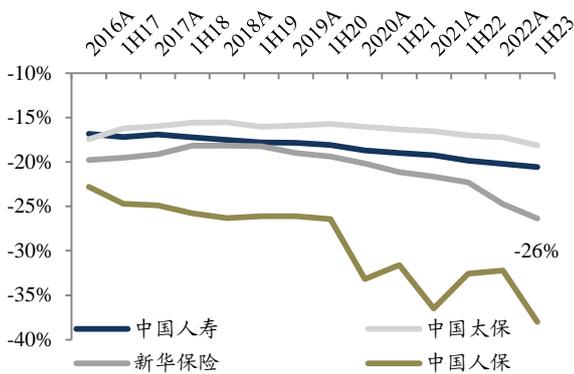


数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 6.2. 投资建议

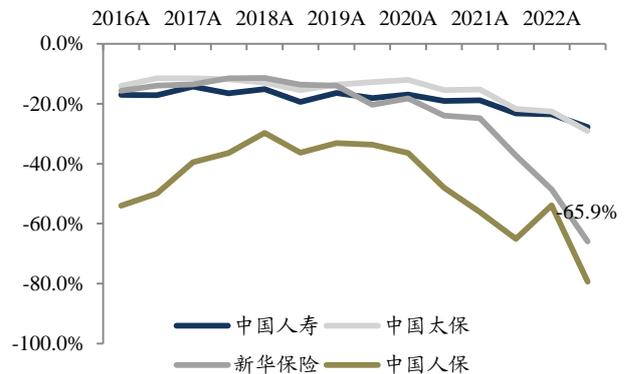
利差损隐忧是悬在当前保险股投资的“达摩克利斯之剑”。根据上市险企内含价值（EV）中敏感性变动分析表，我们测算 1H23 假设投资收益率下行 50bps 对公司有效业务价值（VIF）和新业务价值（NBV）影响分别为-26%和-65.9%，而 2016 年（施行偿二代后 EV 计算标准可比统一）分别仅为-20%和-15.6%，NBV 的敏感度比 VIF 降幅扩大更为明显且公司敏感度较同业明显扩大，说明公司新业务对投资收益的依赖度在不断提升，主要系近年来公司产品策略转向以年金和长期储蓄型等利率敏感性业务。

图36: 假设投资收益率下行 50BP 对有效业务价值的影响



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图37: 假设投资收益率下行 50BP 对新业务价值的影响



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们采用 P/EV 评估价值方法对公司进行估值。我们采用  $1*EV+X*NBV$  来评估平安寿险及健康险业务价值。其中，X 是 NBV 的倍数，r 为风险贴现率，NBV 为过去 12 个月的新业务价值，g 为未来 VONB 的增长，则截至评估日期，未来新业务的现值如下：

$$NBV_0 * X = \sum_{t=1}^{\infty} \left( NBV_0 \left( \frac{1+g}{1+r} \right)^{t-1} \right)$$

由于当前仍处于寿险业务复苏过渡期，NBV 增长在低基数上出现恢复性增长，但出于保守假设，我们赋予 X 为零。从 P/EV-ROEV 估值体系出发，1 倍 P/EV 以下看资产端支撑，1 倍以上 P/EV 看负债端催化。1 倍以下 P/EV 展现了资本市场对保险股资产端的担忧（潜在利差损风险和内含价值中投资收益率不达预期压力），核心压制估值因素在于资产端，投资者缺乏对 EV 投资收益率假设的可信度。1 倍以上 P/EV 则需要负债端的强劲表现作为催化。核心逻辑在于负债端盈利能力提升，关注 NBV 增长和 ROEV 提升空间。

我们对比了新华保险与 A 股上市同业估值水平。估值折价主要系疫后价值表现低于同业，主要财务指标有待改善。同时利率敏感度较高以及机制体制改革成效有待释放也是估值掣肘之一。

表9: A股上市险企估值表(2024年1月5日)

代码	公司名称	收盘价	EVPS (元)				P/EV			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
601318.SH	中国平安	38.97	77.89	81.37	86.99	89.79	0.50	0.48	0.45	0.43
601628.SH	中国人寿	26.80	43.54	46.56	50.44	54.42	0.62	0.58	0.53	0.49
601601.SH	中国太保	24.23	54.01	60.17	64.92	69.35	0.45	0.40	0.37	0.35
601336.SH	新华保险	30.88	83.94	89.20	96.40	103.82	0.37	0.35	0.32	0.30

代码	公司名称	收盘价	EPS (元)				P/E			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
601318.SH	中国平安	38.97	4.58	5.27	7.98	8.62	8.50	7.39	4.89	4.52
601628.SH	中国人寿	26.80	1.14	0.75	1.52	1.65	23.61	35.84	17.66	16.22
601601.SH	中国太保	24.23	2.56	3.02	3.54	3.95	9.47	8.02	6.85	6.14
601336.SH	新华保险	30.88	3.15	3.02	3.99	4.38	9.81	10.23	7.74	7.05

代码	公司名称	收盘价	BVPS (元)				P/B			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
601318.SH	中国平安	38.97	46.05	47.75	52.32	56.72	0.85	0.82	0.74	0.69
601628.SH	中国人寿	26.80	15.43	15.86	17.25	18.51	1.74	1.69	1.55	1.45
601601.SH	中国太保	24.23	23.75	27.29	29.79	32.50	1.02	0.89	0.81	0.75
601336.SH	新华保险	30.88	32.98	35.26	38.60	42.05	0.94	0.88	0.80	0.73

代码	公司名称	收盘价	BVPS (元)				P/B			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
2328.HK	中国财险	9.89	9.57	10.74	11.93	13.13	0.95	0.84	0.76	0.69

数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

图38: 寿险公司 P/EV-ROEV 估值体系探秘



数据来源: 东吴证券研究所整理

股债市场的大幅波动往往会对寿险公司估值产生较大扰动。我们对利率(投资收益率假设)和股市波动假设的不同情况进行了情景分析。结合当前股债市场外部环境, 我们给予投资收益率假设 150bps 下行和权益市场浮亏 10% 的保守假设, 我们给出 0.77 的 P/EV 的目标估值。

表10: 新华保险 P/EV 情景分析(横轴指权益价格波动; 纵轴指利率下降水平)

		权益市场变动								
		-20.0%	-15%	-10.0%	-5.0%	0.0%	5.0%	10.0%	15.0%	20.0%
投资收益率假设变动	-200bp	0.68	0.69	0.70	0.71	0.73	0.74	0.75	0.76	0.77
	-150bp	0.75	0.76	0.77	0.78	0.79	0.80	0.82	0.83	0.84
	-100bp	0.82	0.83	0.84	0.85	0.86	0.87	0.88	0.90	0.91
	-50bp	0.89	0.90	0.91	0.92	0.93	0.94	0.95	0.96	0.98
	0bp	0.96	0.97	0.98	0.99	1.00	1.01	1.02	1.03	1.04
	+50bp	1.02	1.04	1.05	1.06	1.07	1.08	1.09	1.10	1.11
	+100bp	1.09	1.10	1.12	1.13	1.14	1.15	1.16	1.17	1.18
	+150bp	1.16	1.17	1.18	1.20	1.21	1.22	1.23	1.24	1.25
	+200bp	1.23	1.24	1.25	1.26	1.27	1.29	1.30	1.31	1.32

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所; 注: 情景分析测算方法如下: 由于我们按照评估价值= $1*EV+X*NBV$  估算,  $P/EV=(1*EV+X*NBV)/EV$ ; 当利率下降 50 个基点股票市场不波动时,  $P/EV=[1*EV*(1+利率下行 50bps 对 EV 静态冲击)+X*NBV*(1+利率下行 50bps 对 NBV 静态冲击)]/EV$ , 需要指出的是此处的 EV 是静态水平。

## 7. 风险提示

**权益市场大幅下行。**当前权益市场交投情绪持续低迷, 2024 年开年以来估值表现依旧差强人意。新准则下, 权益市场持续低迷, 将对公司当期净利润, P/EV 估值产生交织共振拖累, 陷入持续低估值泥潭。从公司凤凰涅槃的改革, 到股价业绩表现上仍需权益市场整体配合。

**机制改革成效释放不及预期。**从应对策略来看, 杨总提出十大解决办法, 直指专业化、市场化、现代化、国际化, 并重点强调财务资源投入要聚焦, 要把资源投入到公司真正需要、真正出效益的地方中去。新华保险作为金融保险国企, 机制体制改革成效仍需进一步检验。相较于 A 股上市同业来看, 公司业务底子相对薄、成立时间相对短、渠道队伍结构基础不够牢靠。实际改革成效仍需时间和业绩的持续检验。

**报行合一 对个险及银保负面影响超出预期。**当前, 市场将报行合一 对个险及银保影响解读中性。若营销费用的管控拖累渠道展业积极性将对公司疫后新单复苏产生拖累。

表11: 新华保险预测利润表

人民币: 百万	2021	2022	2023E	2024E	2025E
一、营业收入	222,380	214,319	232,425	252,466	271,254
已赚保费	161,314	160,904	175,557	189,972	204,992
保险业务收入	163,470	163,099	173,642	186,741	202,569
减: 分出保费	-2,772	-2,609	-2,959	-3,112	-3,356
提取未到期责任准备金	616	414	4,875	6,343	5,780
投资收益	60,217	53,188	56,392	61,007	64,756
二、营业支出	-206,742	-207,804	-224,594	-240,979	-258,470
退保金	-17,786	-18,547	-16,119	-17,709	-19,352
赔付支出	-43,577	-40,522	-54,743	-61,675	-67,261
提取保险责任准备金	-113,187	-118,388	-106,926	-110,494	-116,556
保险业务手续费及佣金支出	-14,592	-10,168	-19,975	-22,146	-24,609
营业税金及附加	-323	-282	-282	-281	-281
业务及管理费	-12,872	-11,739	-20,918	-22,722	-24,413
其他业务成本	-3,619	-4,259	-4,400	-4,800	-4,800
资产减值损失	-2,272	-4,958	-4,870	-5,210	-5,575
三、营业(亏损)/利润	15,638	6,515	7,831	11,486	12,784
四、(亏损)/利润总额	15,670	6,507	7,831	11,486	12,784
减: 所得税费用	-719	3,319	1,590	967	879
五、净利润	14,951	9,826	9,421	12,454	13,663
归属于母公司股东的净利润	14,947	9,822	9,418	12,450	13,659
少数股东损益	4	4	3	4	5
六、每股收益(单位: 元)	4.79	3.15	3.02	3.99	4.38

数据来源: 公司公告, 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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>