

新华保险 (601336.SH)

渠道转型，立意长远

增持

核心观点

新会计准则实施及投资收益拖累业绩表现。受新会计准则实施及资本市场波动影响，2023年，公司累计实现营业收入715.5亿元，可比口径下同下降33.8%。公司持续推进渠道价值改革，叠加监管趋严等因素影响，公司实现保险服务收入480.5亿元，可比口径下同下降15.5%；实现归母净利润87.2亿元，可比口径下同下降59.5%。公司聚焦产品长期化转型，实现长期险首年期交保费占比提升11.6pt，其中十年期及以上期交保费28.9亿元，同比提升12.7%。

个险聚焦长期化产品转型，推动团队绩优建设。2023年，公司个险渠道累计实现保费收入1155.8亿元，同比下降0.7%，占公司总保费收入的69.7%，价值贡献稳步提升。产品方面，公司进一步优化产品结构，推动长期化转型，渠道累计实现长期首年期交保费117.1亿元，同比增长9.7%。人均产能方面，2023年，月人均综合产能大幅提升94.4%至6294元/人/月，增幅位居行业前列。2024年，随着行业代理人分级管理制度的实施，叠加公司新基本法的推行，有望持续优化个险渠道质态，奠定NBV增长势能。

银保渠道“报行合一”，构建渠道新生态。2023年，公司运用自身历史渠道优势，实现渠道总保费收入478.2亿元，同比增长8.9%。渠道加强从趸交型保费收入结构向期交的转型，2023年长期险首年期交保费同比增长60.5%，续期保费增长18.1%。公司持续提升产品创力，更好的捕捉中高净值客户保险需求，保险金信托服务已成功落地，丰富保险赔偿金的分配方式。

会计准则调整加大投资收益波动。截至2023年末，受资本市场持续低位震荡及新会计准则实施等因素影响，公司累计实现投资净收益222.5亿元，同比下降50.3%。同时，新金融工具准则的实施加大利润表波动，年度投资收益出现大幅下降。为降低投资收益震荡导致的利润表波动，2023年公司积极增配债券类资产，占比提升8.8%。非标资产方面，截至2023年末，公司非标资产占比为11.7%，同比下降6.7；存量非标资产质量较高，其中AAA级占比达98.6%。在新金融工具准则实施的过度期，公司持续优化包括高分红、债券等资产的配置结构，预计2024年公司投资收益将持续回暖。

投资建议：基于人身险行业转型调整及资产端收益承压，我们下调2024年及2025年盈利预测、新增2026年盈利预测，预计2024至2026年公司EPS为4.35/5.36/5.99元/股（原2024/2025年为6.97/8.63元/股），对应P/EV为0.34/0.31/0.29x，维持“增持”评级。

风险提示：公司改革成效不及预期；权益市场持续波动；利率中枢下行等。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	214,319	71,547	82,566	87,940	92,145
(+/-%)	-3.62%	-66.62%	15.40%	6.51%	4.78%
归母净利润(百万元)	9,822	8,712	13,560	16,725	18,676
(+/-%)	-34.29%	-11.30%	55.65%	23.34%	11.67%
摊薄每股收益(元)	3.15	2.79	4.35	5.36	5.99
每股内含价值	54.23	80.29	87.90	96.05	104.79
(+/-%)	-1.25%	48.07%	9.47%	9.28%	9.09%
PEV	0.55	0.37	0.34	0.31	0.29

资料来源：Wind、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·财报点评

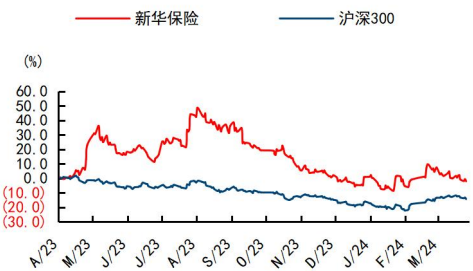
非银金融·保险 II

证券分析师：孔祥 联系人：王京灵
021-60375452 0755-22941150
kongxiang@guosen.com.cn wangjingling@guosen.com.cn
S0980523060004

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	30.23元
总市值/流通市值	94304/94304百万元
52周最高价/最低价	49.11/27.35元
近3个月日均成交额	511.21百万元

市场走势



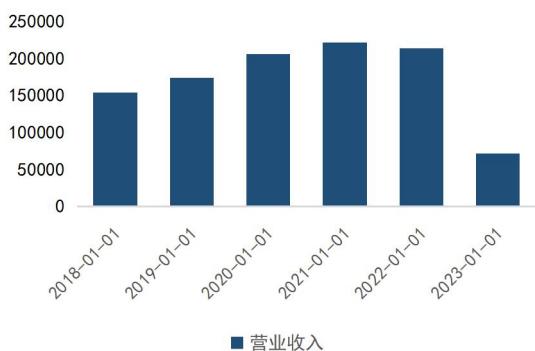
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《新华保险(601336.SH)-投资收益拖累短期业绩，渠道聚焦长期转型》——2023-10-28
- 《新华保险(601336.SH)-人均产能翻倍，聚焦长期转型》——2023-08-31
- 《新华保险(601336.SH)-渠道转型，困局反转》——2023-06-29
- 《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

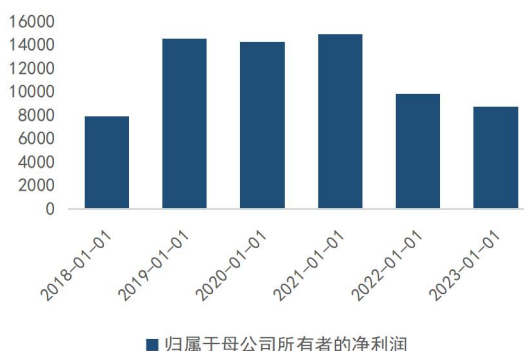
2023年，保险行业新会计准则实施加大公司利润表波动，叠加资本市场延续低位震荡态势，公司2023年利润表现出现一定下滑，实现归母净利润87.2亿元，可比口径下同比下降59.5%。新金融工具准则调整对险企利润表波动的影响主要体现在以下两方面：**第一**，大量权益资产被指定为FVTPL计量，直接加大利润表波动。按照新金融工具准则规定，权益资产被指定为FVOCI后，该决策不可撤销，只有分红可计入损益，处置时买卖价差不得计入损益，只能计入留存收益，因此保险公司将大量权益资产归入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVTPL），资本市场变动导致的金融资产公允价值变动对利润表的影响变大。**第二**，利润表中与投资收益核算有关的科目发生变化。旧准则下与投资收益核算相关的主要科目是投资收益、公允价值变动损益和资产减值损失；新准则下的主要相关科目是利息收入、投资收益、公允价值变动损益、信用减值损失，具体计算公式及计算过程请参考上表。其中，“利息收入”反映新金融工具准则下对分类为以摊余成本计量的金融资产和分类为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产按照实际利率法计算的利息收入。“信用减值损失”反映企业按新金融工具准则计提金融工具信用损失准备所确认的信用损失。综上，在多因素影响下，公司2023年投资净收益222.5亿元，同比下降50.3%。为降低投资收益震荡导致的利润表波动，2023年公司积极增配债券类资产，占比提升8.8%。非标资产方面，截至2023年末，公司非标资产占比为11.7%，同比下降6.7；存量非标资产质量较高，其中AAA级占比达98.6%。在新金融工具准则实施的过度期，公司持续优化包括高分红、债券等资产的配置结构，预计2024年公司投资收益将持续回暖。

图1：新华保险营业收入（单位：百万元）



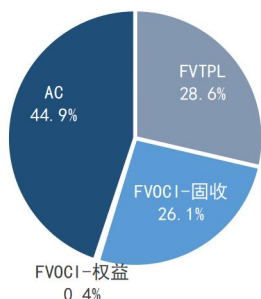
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：新华保险归母净利润（单位：百万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：新华保险投资资产占比（按会计核算方法，单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：新华保险总投资收益率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	17,586	21,808	22,898	24,043	25,245	保险业务收入	163,099	不适用	不适用	不适用	不适用
应收保费	3,088	不适用	不适用	不适用	不适用	保险服务收入	不适用	48,045	49,889	53,092	56,535
买入返售金融资产	8,847	5,265	5,265	5,265	5,265	利息收入	不适用	32,268	32,913	33,572	34,243
衍生金融资产	3	2	2	2	2	投资收益	53,188	-3,775	-755	30	33
其他应收款	5,461	13,529	4,059	4,870	5,845	公允价值变动损益	-1,442	-6,124	-612	37	40
定期存款	227,547	255,984	258,544	261,129	263,741	汇兑收益	452	113	136	163	195
长期股权投资	5,820	5,174	5,691	6,261	6,887	其他收益	1,118	958	996	1,046	1,098
投资性房地产	9,553	9,383	9,664	9,954	10,253	营业收入合计	214,319	71,547	82,566	87,940	92,145
无形资产	4,002	4,063	4,388	4,739	5,118	赔付支出	40,522	不适用	不适用	不适用	不适用
其他资产	1,656	836	836	836	836	保险业务手续费及佣金支出	10,168	不适用	不适用	不适用	不适用
资产总计	1,255,044	1,403,257	1,459,915	1,533,053	1,611,248	保险服务费用	不适用	33,252	34,802	36,067	37,413
卖出回购金融资产款	43,617	106,987	96,288	91,474	86,900	其他业务支出	4,259	587	646	710	781
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	25,877	不适用	不适用	不适用	不适用	营业支出合计	207,804	66,003	68,324	70,380	72,539
预收保费	3,760	274	301	332	365	利润总额	6,515	5,544	14,243	17,560	19,605
其他应付款	14,240	12,217	13,194	14,250	15,390	净利润	6,507	5,515	14,214	17,531	19,577
保险合同负债	不适用	1,146,497	1,212,814	1,278,217	1,335,419	归属于母公司净利润	9,822	8,712	13,560	16,725	18,676
应付债券	10,000	20,262	20,262	20,262	20,262						
递延所得税负债	57	56	58	59	61						
其他负债	1,199	1,439	1,439	1,439	1,439						
负债合计	1,152,139	1,298,165	1,350,056	1,411,825	1,465,727						
总权益	102,905	105,092	109,859	121,228	145,521						
关键财务与估值指标											
每股收益	3.15	2.79	4.35	5.36	5.99						
每股净资产	32.98	33.68	35.21	38.85	46.64						
每股集团新业务价值	54.23	80.29	87.90	96.05	104.79						
P/E	9.50	10.72	6.88	5.58	5.00						
P/B	0.91	0.89	0.85	0.77	0.64						
P/EV	0.55	0.37	0.34	0.31	0.29						
集团内含价值增长	-1%	-2%	9%	9%	9%						
新业务价值 (百万元)	2423	3023	3472	3966	4478						
新业务价值同比	-59%	25%	15%	14%	13%						

资料来源: Wind、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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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。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所提及的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