

新华保险 (601336)

2024年中报点评: 二季度利润激增价值提速, 关注净资产波动

买入 (维持)

2024年08月30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 武欣姝

执业证书: S0600524060001
wux@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

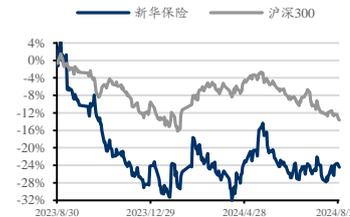
执业证书: S0600123090002
luoyk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
归母净利润(百万元)	21,500	8,712	11,669	12,765	13,574
同比增长率(%)	43.8%	-59.5%	33.9%	9.4%	6.3%
新业务价值(百万元)	2,423	3,024	3,592	3,983	4,367
新业务价值增长率(%)	-59.5%	24.8%	18.8%	10.9%	9.6%
EVPS(元/股)	81.9	80.3	88.8	97.6	107.2
P/EV	0.37	0.38	0.34	0.31	0.28

投资要点

- 事件: 公司披露 1H24 中报: 实现归母净利润 110.83 亿元, 同比增长 11.1% (对应 2Q24 单季同比翻番), 对应 ROE 达 11.2%, 同比提升 2.5 个 pct。业绩表现好于预期。公司首次新增中期派息, 每股派息 0.54 元 (现金分红率 15%, 绝对额已达 2023 年年度 63.5%)。
- 新准则专项分析。1H24 公司实现保险服务收入同比下滑 11.9% (对应 2Q24 同比下降 10.4%), 保险服务业绩同比下降 8.3% (对应 2Q24 同比下降 0.8%, 降幅边际收窄); 我们搭建的承保利润同比下降 6.1%, 主要系长端利率下行, 1H24CSM 摊销同比下降 23.5%。期末 CSM 余额为 1718.29 亿元, 较年初增长 1.7%; 我们搭建的投资利差同比增长 10.5% 至 50.1 亿元 (对应 2Q24 同比增长 817.9%), 是当期净利润增长和 2Q24 单季度利润大增的核心原因。1Q24 至 2Q24 单季投资利差分别为 17.24 亿元和 32.86 亿元波动较大, 主要系 IFRS9 下, 大量权益投资计入交易性金融资产, 使得当期利润波动被放大。1H24 公司总投资收益同比上升 43.3%, 其中公允价值变动损益同比翻番, 年化净/总/综合投资收益率为 3.20%/4.8%/6.5%, 同比-0.2/+1.1/+1.8pct., 公司加大权益配置比例的同时把握住 2Q24 市场结构性行情机会。1H24 公司归母净资产较年初下降 14.3%, 主要系公司其他综合收益转负, 资产负债匹配仍有待改善。
- NBV 高基数进一步提速优于大势, EV 重拾升势。1H24 公司实现 NBV 同比大幅增长 57.7% (1Q24: 51%), 跑赢主要上市同业。归因来看, 其中新单保费 (长期首年+短期险) 同比下降 41.7%, 但 NBV Margin 提升至 18.8% (1H23: 6.8%): 1) 分渠道来看, 个险和银保 NBV 同比增速分别为 39.5% 和 97.1%, NBV Margin 分别为 30.5% 和 13.8% (1H23: 21.9% 和 2.7%), 受益于报行合一和 2023 年 7 月预定利率下调影响; 2) 1H24 公司十年期及以上期交保费同比增长 16.3%, 个险期缴高基数下同比增长 4.1%, 业务结构改善。NBV 敏感性有所收窄, 投资回报率降低 50bps 将使得 1H24 的 NBV 大幅下降 40.2% (2023 年: 86.0%)。1H24 末公司内含价值较年初增长 7.13%, 年化 ROEV 达 13.3% (1H23: 9.9%) 得益于新业务增速回暖和运营经验偏差以及经济经验偏差改善所致。
- 绩优和万 C 人力占比提升, 银保趸交仍在控速。1H24 公司个险/银保新单同比增速为 0.4% 和 -60.8% (对应 2Q24 增速为 -18.1% 和 -56.3%, 主要系同期高基数压力), 1H24 个险/银保/团险新单贡献占比为 43.1%/47.1%/9.8% (1H23: 25.0%/70.1%/4.9%), 期末个险代理人规模 13.9 万人, 月均合格/绩优/万 C 人力分别为 2.7/1.85/0.47 万人, 结构进一步改善, 月均人均综合产能 1.04 万元, 同比增长 28.3%, 公司个险出台新《基本法》和“XIN 一代”项目落地。公司银保渠道持续推进核心、重点、潜力渠道建设, 总部合作全面覆盖, 机构布局优化完善。
- 盈利预测与投资评级: 二季度利润激增价值提速, 关注净资产波动。投资收益表现略超预期, 上调盈利预测 2024-26 年归母净利润为 117、128 和 136 亿元 (原预测为 109、125 和 132 亿元), 维持“买入”评级。
- 风险提示: 权益市场和长端利率持续下行, 战略持续成效低于预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	30.13
一年最低/最高价	27.35/43.38
市净率(倍)	1.04
流通 A 股市值(百万元)	62,834.29
总市值(百万元)	93,991.94

基础数据

每股净资产(元,LF)	28.86
资产负债率(% ,LF)	93.98
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): 2024 年一季报点评: 价值增速跑赢上市同业, 季度信息披露大幅丰富》

2024-05-01

《新华保险(601336): 2023 年报点评: 高利差依赖加剧业绩与价值的波动敏感性》

2024-03-28

表1: 新华保险新准则分析 (单位: 百万元)

累计值及同比分析	1Q23	1H23	9M23	2023A	1Q24	1H24
保险服务收入	13,558	26,593	39,726	48,045	11,742	23,421
同比	-4.4%	-6.5%	-5.5%	-15.5%	-13.4%	-11.9%
保险服务成本	-8,928	-17,590	-26,254	-33,252	-7,826	-15,165
同比	-0.1%	1.0%	-2.0%	-1.6%	-12.3%	-13.8%
原保险合同保险服务业绩	4,630	9,003	13,472	14,793	3,916	8,256
同比	-11.6%	-18.3%	-11.6%	-35.9%	-15.4%	-8.3%
承保利润	4,485	8,626	12,992	14,026	3,851	8,099
同比	-13.5%	-22.0%	-17.3%	-41.1%	-14.1%	-6.1%
投资利差	4,175	4,533	-2,202	-6,450	1,724	5,010
同比	-409.3%	516.7%	-4.1%	-739.9%	-58.7%	10.5%
归母净利润	6,917	9,978	9,542	8,712	4,942	11,083
同比	114.8%	8.6%	-15.5%	-59.5%	-28.6%	11.1%
归母综合收益	7,292	1,336	-2,620	-5,863	-11,060	-12,386
同比	-5582.7%	-69.6%	-28.1%	-168.1%	-251.7%	-1027.1%
归母净资产	121,602	112,286	108,312	105,067	94,002	90,025
同比	29.7%			7.2%	-22.7%	-19.8%
保险服务毛利率	34.1%	33.9%	33.9%	30.8%	33.4%	35.3%
同比	-2.8 个 pct.	-4.9 个 pct.	-2.4 个 pct.	-9.8 个 pct.	-0.8 个 pct.	1.4 个 pct.
合同服务边际 CSM		171,364		169,004		171,829
较年初		-2.3%		-3.6%		1.7%
合同服务边际/保险合同负债		15.5%		14.7%		13.6%
同比				-2.6 个 pct.		-2 个 pct.
ROE-非年化(披露值)	5.9%	8.7%	8.5%	7.9%	5.0%	11.2%
同比	2.4 个 pct.	-0.9 个 pct.	-4 个 pct.	-14.5 个 pct.	-0.9 个 pct.	2.5 个 pct.
ROAE(测算)	6.3%	9.5%	9.3%	8.6%	5.0%	11.4%
同比				-13.8 个 pct.	-1.3 个 pct.	1.9 个 pct.

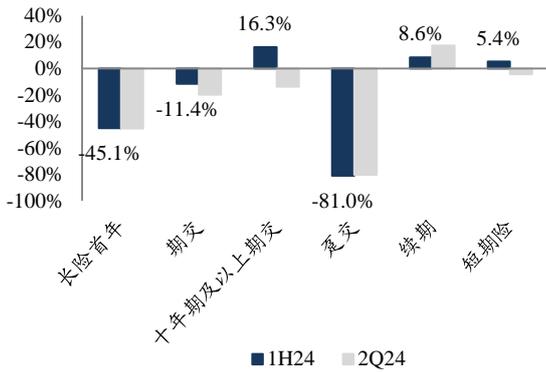
数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

表2: 新华保险新准则分析 (单位: 百万元)

单季度值和同比分析	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
保险服务收入	13,558	13,035	13,133	8,319	11,742	11,679
同比	-4.4%	-8.6%	-3.4%	-43.9%	-13.4%	-10.4%
保险服务成本	-8,928	-8,662	-8,664	-6,998	-7,826	-7,339
同比	-0.1%	2.1%	-7.6%	0.1%	-12.3%	-15.3%
原保险合同保险服务业绩	4,630	4,373	4,469	1,321	3,916	4,340
同比	-11.6%	-24.3%	5.7%	-83.2%	-15.4%	-0.8%
承保利润	4,485	4,141	4,366	1,034	3,851	4,248
同比	-13.5%	-29.5%	-6.3%	-87.2%	-14.1%	2.6%
投资业绩	4,175	358	-6,735	-4,248	1,724	3,286
同比	-409.3%	-82.8%	122.2%	-228.6%	-58.7%	817.9%
归母净利润	6,917	3,061	-436	-830	4,942	6,141
同比	114.8%	-48.7%	-120.7%	-108.1%	-28.6%	100.6%
归母综合收益	7,292	1,336	-2,620	-5,863	-11,060	-12,386
同比	-5582.7%	-69.6%	-28.1%	-168.1%	-251.7%	-1027.1%
归母净资产	121,602	112,286	108,312	105,067	94,002	90,025
同比	29.7%			7.2%	-22.7%	-19.8%
保险服务毛利率	34.1%	33.5%	34.0%	15.9%	33.4%	37.2%
同比	-2.8 个 pct.	-7 个 pct.	2.9 个 pct.	-37 个 pct.	-0.8 个 pct.	3.6 个 pct.
合同服务边际 CSM		171364		169004		171829
较年初		-2.3%		-3.6%		1.7%
合同服务边际/保险合同负债		15.5%		14.7%		13.6%
同比				-2.6 个 pct.		-2 个 pct.
ROAE	6.3%	2.9%	-0.4%	-0.8%	5.0%	6.3%
同比				-11.5 个 pct.	-1.3 个 pct.	3.4 个 pct.

数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

图1: 新华保险 1Q24 原保费分项增速



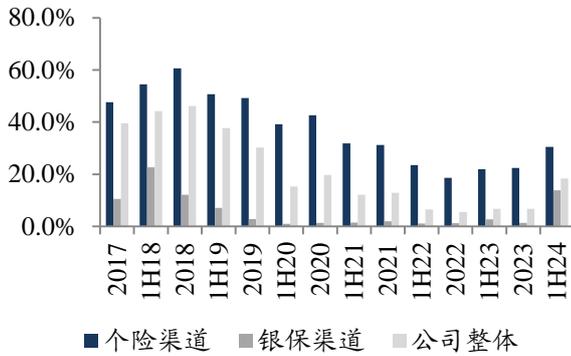
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图2: 1H24 新华保险新单贡献中个险占比提升



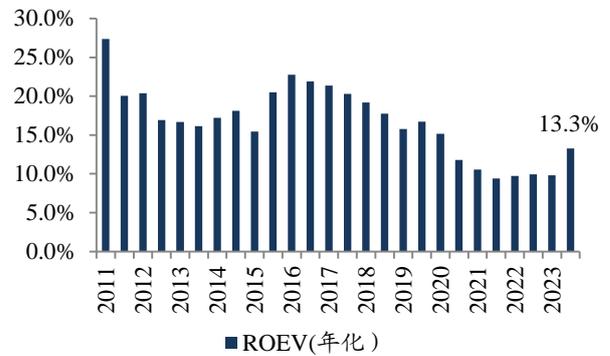
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 新华保险 NBV Margin 快速回升(新单保费口径)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 新华保险 ROEV 重回两位数, 实属不易



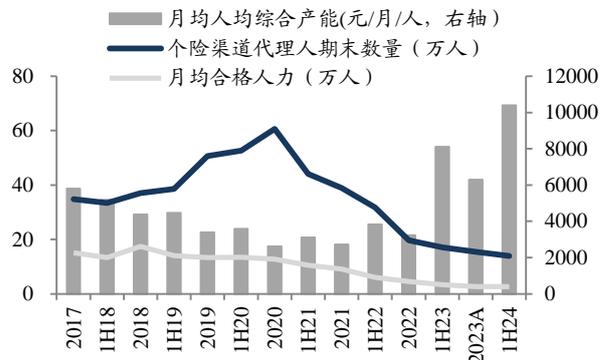
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 新华保险 1 H24 首年保费收入构成



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 新华保险队伍质态提升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表3: 新华保险利润表 (新准则下对 2022 年数据进行重述)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
一、营业收入	108,048	71,547	69,366	75,877	80,690
保险服务收入	56,878	48,045	50,525	54,329	57,141
利息收入	32,001	32,268	24,823	27,153	28,875
投资收益	19,037	-3,775	5,895	6,448	6,857
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	-18	-639	-254	-278	-295
公允价值变动损益	-1,442	-6,124	-2,922	-3,197	-3,399
汇兑收益	452	113	218	239	254
其他收益	99	62	62	68	72
其他业务收入	1,023	958	765	837	890
二、营业支出	-85,961	-66,003	-58,694	-64,203	-68,275
保险服务费用	-33,789	-33,252	-35,894	-38,324	-40,121
分出保费的分摊	-1,168	-2,448	-1,397	-1,528	-1,625
减: 摊回保险服务费用	1,874	1,681	1,373	1,502	1,597
承保财务损失	-43,129	-26,800	-27,009	-29,544	-31,418
减: 分出再保险财务收益	220	261	186	203	216
利息支出	-1,173	-2,086	-1,259	-1,377	-1,464
税金及附加	-100	-95	-75	-82	-88
业务及管理费	-3,124	-2,370	-2,122	-2,321	-2,468
信用减值损失	不适用	-307	-237	-259	-276
资产减值损失	-4,958	-	-3,830	-4,189	-4,455
其他业务成本	-614	-587	-464	-507	-540
三、营业利润	22,087	5,544	10,672	11,674	12,414
营业外收入	98	68	64	70	75
营业外支出	-106	-97	-78	-86	-91
四、利润总额	22,079	5,515	10,658	11,658	12,398
: 所得税费用	-575	3,201	1,014	1,109	1,180
五、净利润	21,504	8,716	11,672	12,768	13,577
归属于母公司股东的净利润	21,500	8,712	11,669	12,765	13,574

数据来源: 公司公告, 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>