

# 新华保险 (601336)

## 国泰君安港股复牌大涨，或利好公司盈利改善 买入 (维持)

2024年10月11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  
wuxs@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	19,623	13,543	14,407
同比增长率(%)	43.8%	-59.5%	125.2%	-31.0%	6.4%
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	92.4	101.0	111.2
P/EV	0.57	0.58	0.50	0.46	0.42

### 投资要点

■ 事件: 10月9日晚间, 国泰君安换股吸收合并海通证券并募集配套资金暨关联交易预案披露, 10月10日国泰君安与海通证券A股与H股同时复牌。根据港交所披露易显示, 截止2024年8月30日, 新华保险通过新华资产管理(香港)持有国泰君安H股合计约4.23亿股, 占国泰君安H股流通股的30.41%, 占国泰君安总股本约4.75%。

■ 国泰君安港股复大涨, 利好公司盈利改善。新华保险对曾于2024年8月30日大幅增持国泰君安港股, 平均成交价为7.8港元/股, 增持股数逾1.6亿股, 期末持有股数达4.23亿股。10月10日, 国泰君安H股涨幅达55.07%, 单日每股上涨4.354港元, 对应公司持仓市值增长18.4亿港元, 不过考虑在新保险合同与新金融工具准则对于不同保单账户以及FVTPL(交易性金融资产)和FVOCI(其他权益工具)认定差异, 实际对净利润影响无法直接估算, 但是也体现了公司在当前低利率环境下, 积极寻找优质权益资产的成效。强强联合、优势互补、对等合并为国泰君安与海通证券合并原则, 合并后新公司资本实力与创收能力全面领先, 在总资产、归母净资产、净资产、营收均排名证券行业第一。

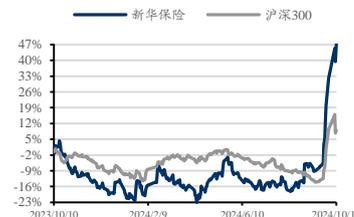
■ 新华保险披露2024年前三季度业绩预增公告, 预计9M24累计实现归母净利润为186.07亿元至205.15亿元, 对应同比增长95%至115%; 预增中板对应3Q24归母净利润为84.78亿元, 而上年同期3Q23单季归母净利润-4.36亿元, 大幅扭亏为盈。业绩表现超出预期, 预告时间点更超预期, 彰显新一届管理层底部权益加仓信心, 同时也稳定了投资者预期。10月8日为2024年第四季度的首个工作日, 公司旋即披露前三季度业绩预增公告, 字里行间彰显了新一届管理层对当前寿险转型期下公司获取的投资和经营业绩信心, 尤其认可年初至今公司在权益市场底部持续加仓获取的绝对收益业绩表现。我们根据新金融工具准则分类下测算, 当沪深300指数上涨20%对A股上市险企期末内含价值、净利润和归母净资产的影响幅度分别为4.15%、94.5%和8.19%, 其中新华得益于纯寿险公司和年初以来增配FVTPL交易性金融资产, 业绩弹性更为充分。

■ 随着对宏观预期的逐步修复和权益市场快速回暖, 上市险企估值与业绩双击可期。从本轮弹性来看, 我们计算了1H24上市险企股票余额/所有者权益比值, 其中新华(160%)>国寿(88%)>太保(75%)>平安(26%)>人保(13%); 我们计算了1H24上市险企交易性股票余额占股票投资比例, 其中国寿(92%)>新华(88%)>太保(79%)>人保(59%)>平安(38%)。我们预计若后市权益市场进一步向上, 公司业绩弹性将进一步得到释放。

■ 盈利预测与投资评级: 国泰君安港股复牌大涨, 或利好公司盈利改善。券商逼空式上涨阶段往往是保险板块蓄势的重要阶段, 保险弹性弱于券商但持续性可能更强。9月末我们将新华保险作为板块首推, 兼具“保险股中的券商股”+“逆势底部加仓收获权益浮盈”。因新保险合同与新金融工具准则计量的复杂性, 我们保守维持盈利预测, 我们预计公司2024-26年归母净利润为196、135和144亿元, 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)	51.73
一年最低/最高价	27.35/53.90
市净率(倍)	1.79
流通A股市值(百万元)	107,879.78
总市值(百万元)	161,374.15

### 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年前三季度业绩预增点评: 净利润同比翻番, 彰显新一届管理层底部权益加仓信心》

2024-10-09

图1: 新华保险对曾于 2024 年 8 月 30 日增持国泰君安港股, 平均成交价为 7.8 港元/股, 增持比股数逾 1.6 亿股

表格序号:	CS20240904E00163	
1. 有关事件的日期:	30/08/2024 (日 / 月 / 年)	
2. 大股东知悉有关事件 / 股份权益的日期(如在有关事件的日期之后):	(日 / 月 / 年)	
3. 股份代号:	02611	
4. 上市法团名称:	国泰君安证券股份有限公司 - H股	
5. 股份类别:	H股	
6. 该类别的已发行股份的数目:	1,391,827,180	
7. 大股东的名称:	New China Asset Management (Hong Kong) Limited	
8. 注册办事处:	Suite 2701-2705, 27/F, Two International Finance Centre, 8 Finance Street, Central, Hong Kong	
9. 香港主要营业地点:	Suite 2701-2705, 27/F, Two International Finance Centre, 8 Finance Street, Central, Hong Kong	
15. 在哪家交易所上市:	N/A	
16. 上市母公司的名称及母公司在哪一家交易所上市:	New China Life Insurance Company Ltd. (SSE, SEHK)	
17. 有关事件的详情:		

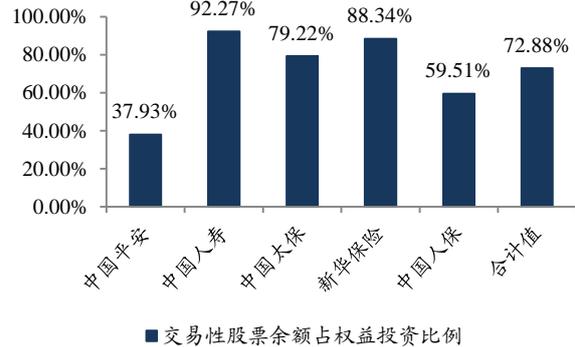
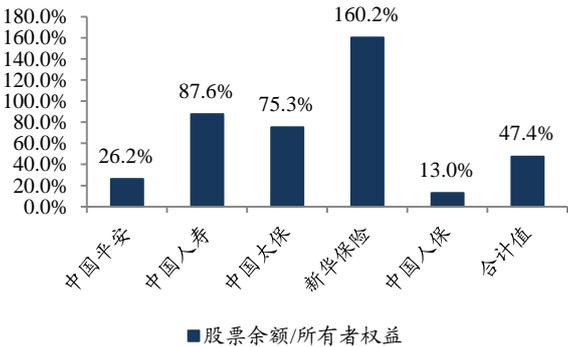
有关事件的简述	以前 / 现时持有股份的身分		买 / 卖或涉及的股份数目	交易的货币	场内		场外	
	有关事件之前	有关事件之后			最高价 (每股)	平均价 (每股)	平均价 (每股)	代价的性质
好仓 1101 你的股份权益的百分率有所上升, 原因是: 你买入了股份	2102 投资经理	2102 投资经理	160,609,600	HKD			7.80003101	现金

18. 紧接在有关事件之前的股份总数:	股份总数	百分率数字(%)
好仓	262,684,400	18.87
19. 紧接在有关事件之后的股份总数:	股份总数	百分率数字(%)
好仓	423,294,000	30.41

数据来源: 港交所披露易, 东吴证券研究所

图2: 上市险企 1H24 末股票投资占净资产比例

图3: 上市险企 1H24 末交易性股票占股票配置比例

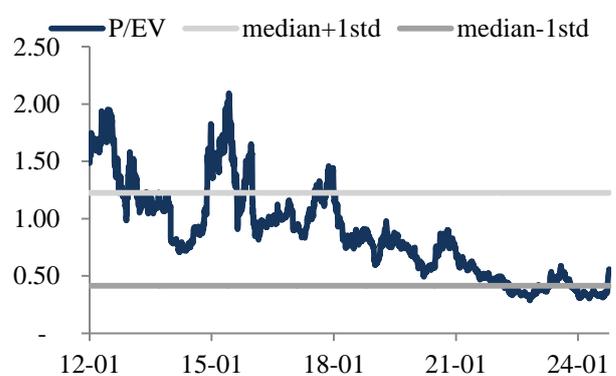
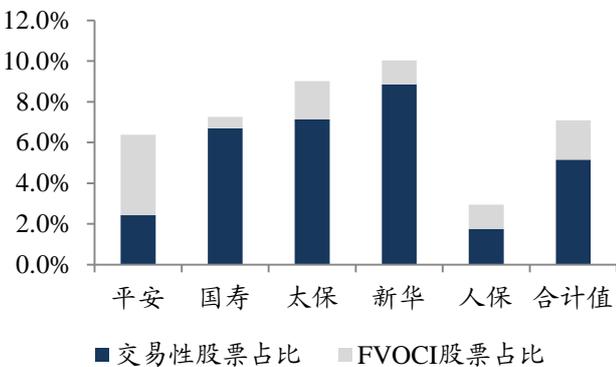


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 新华保险整体股票投资的占比显著高于同业

图5: 当前公司 P/EV 水平仍处于历史中枢低位



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表1: 沪深 300 指数上涨 20%对 A 股上市险企业绩静态影响测算 (单位: 百万元)

单位: 百万元	平安	国寿	太保	新华	人保	合计
<b>资产端影响</b>						
1H24 保险资金可投资资产	5,203,251	6,086,485	2,456,027	1,438,991	1,531,827	16,716,581
合计股票余额占比	6.38%	7.26%	9.01%	10.03%	2.94%	7.08%
其中: 交易性金融资产 FVTPL 股票余额	125,895	407,595	175,270	127,474	26,773	863,007
上涨 20%影响	25,179	81,519	35,054	25,495	5,355	172,601
其中: 其他权益工具 FVOCI 中股票余额	206,035	34,144	45,982	16,824	18,214	321,199
上涨 20%影响	41,207	6,829	9,196	3,365	3,643	64,240
<b>负债端影响</b>						
非寿险业务资产占比	12.0%	0.0%	15.0%	0.0%	60.0%	8.4%
寿险业务可投资资产影响幅度	58,420	88,348	37,613	28,860	3,599	216,839
存量分红险和万能险比例	60%	40%	45%	40%	40%	46%
分红实现率	70%	70%	70%	70%	70%	70%
剔除分红险和万能险负债端影响	-24,536	-24,737	-11,848	-8,081	-1,008	-70,210
非寿险业务可投资资产影响幅度	7,966	0	6,638	0	5,398	20,002
<b>结果分析</b>						
对集团内含价值净影响	41,850	63,610	32,402	20,779	7,990	166,631
1H24 末集团内含价值	1,476,108	1,404,536	568,766	268,368	296,284	4,014,062
对期末内含价值影响	2.84%	4.53%	5.70%	7.74%	2.70%	4.15%
对集团净利润净影响	15,873	58,694	25,668	18,356	4,755	121,435
2023 年末静态归母净利润	87,575	35,541	23,149	9,542	20,503	176,310
对期末净利润影响	47.8%	179.0%	140.0%	217.8%	39.0%	94.5%
对净资产净影响	41,850	63,610	32,402	20,779	7,990	166,631
1H24 末静态净资产	931,208	493,834	267,310	90,025	253,020	2,035,397
对期末归母净资产影响	4.49%	12.88%	12.12%	23.08%	3.16%	8.19%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表2: 新华保险利润表(新准则下对 2022 年数据进行重述)

单位: 百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
一、营业收入	108,048	71,547	116,641	80,501	85,637
保险服务收入	56,878	48,045	78,144	57,030	60,031
利息收入	32,001	32,268	41,741	28,808	30,645
投资收益	19,037	-3,775	9,912	6,841	7,277
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	-18	-639	-427	-294	-313
公允价值变动损益	-1,442	-6,124	-4,914	-3,391	-3,608
汇兑收益	452	113	367	253	269
其他收益	99	62	105	72	77
其他业务收入	1,023	958	1,287	888	945
二、营业支出	-85,961	-66,003	-98,696	-68,115	-72,461
保险服务费用	-33,789	-33,252	-53,541	-40,050	-41,967
分出保费的分摊	-1,168	-2,448	-2,348	-1,621	-1,724
减: 摊回保险服务费用	1,874	1,681	2,309	1,593	1,695
承保财务损失	-43,129	-26,800	-45,417	-31,345	-33,344
减: 分出再保险财务收益	220	261	312	216	229
利息支出	-1,173	-2,086	-2,117	-1,461	-1,554
税金及附加	-100	-95	-127	-87	-93
业务及管理费	-3,124	-2,370	-3,568	-2,463	-2,620
信用减值损失	不适用	-307	-399	-275	-293
资产减值损失	-4,958	-	-6,440	-4,445	-4,728
其他业务成本	-614	-587	-780	-538	-573
三、营业利润	22,087	5,544	17,945	12,385	13,175
营业外收入	98	68	108	74	79
营业外支出	-106	-97	-132	-91	-97
四、利润总额	22,079	5,515	17,921	12,369	13,158
: 所得税费用	-575	3,201	1,706	1,177	1,252
五、净利润	21,504	8,716	19,627	13,546	14,410
归属于母公司股东的净利润	21,500	8,712	19,623	13,543	14,407

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>