

# 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

买入 (维持)

2024 年 03 月 28 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

研究助理 罗宇康

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

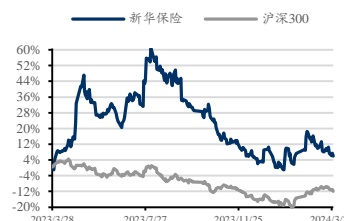
盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
归母净利润 (百万元)	21,500	8,712	10,921	12,458	13,246
同比增长率 (%)	43.8%	-59.5%	25.4%	14.1%	6.3%
新业务价值 (百万元)	2,423	3,024	3,592	3,983	4,367
新业务价值增长率 (%)	-59.5%	24.8%	18.8%	10.9%	9.6%
每股内含价值 (元/股)	81.9	80.3	88.5	97.2	106.6
P/EV	0.37	0.38	0.34	0.31	0.28

关键词: #业绩不及预期

### 投资要点

- **事件: 新华保险披露 2023 年年报: 实现新准则下归母净利润 87.12 亿元, 可比同比下降 59.5% (对应 4Q23 单季净利润为 -8.30 亿元, 同比由盈转亏), 对应 ROE 达 7.9%, 可比口径减少 14.5 个 pct. 净利润表现略低于此前报告预测的 94.18 亿元, 主要系投资拖累所致。新金融工具准则 (IFRS9) 实施, 公司认为数据口径不同不完全可比, 在模拟调整可比调整后归母净利润同比下降 43%。公司每股派息 0.85 元 (2022 年: 1.08 元), 分红率达 30.4% (2022 年: 34.3%)。**
- **新准则专项分析。2023 年公司实现保险服务收入同比下滑 15.5% (对应 4Q23 同比下降 43.9%), 主要系健康险保险服务收入同比减少 19.6%; 保险服务业绩较上年同期下降 35.9%; 我们搭建的承保利润 (详见附表计算方式) 同比下降 41.1%, 主要系长端利率下行放缓合同服务边际 (CSM) 摊销速度; 我们搭建的投资利差 (详见附表计算方式) 同比由盈转亏至 -64.50 亿元, 是造成当期净利润大幅下降的核心原因。客观来看, 公司 1Q23 至 4Q23 单季投资利差分别为 41.75、45.33、-22.02 和 -64.50 亿元波动较大, 主要系公司 IFRS9 下, 大量权益投资计入交易性金融资产, 而其他权益工具 (FVOCI) 期末仅为 53.70 亿元, 股票中 FVOCI 类占比仅为 5.0% (上市同业平均: 20% 左右), 使得当期利润波动被放大。2023 年公司净/总投资收益率达 3.4%/1.8% (2022 年为 4.60%/4.30%), 主要系投资资产买卖价差损益和公允价值变动损益大幅拖累所致, 2023 年沪深 300 指数下跌约 11.4%。期末公司 CSM 余额为 1690.04 亿元, 较年初下降 3.6%, 占当期合同负债比例同比下降 2.6 个 pct. 至 14.7%。**
- **EV 经济假设调整分析: 利率敏感性较强, EV 已经连续两年下降。公司下调 EV 非投连账户长期投资回报率假设至 4.5% (原 5.0%)、风险贴现率至 9.0% (原 11.0%)。若基于旧经济假设计算, 2023 年 NBV 可比口径下增长 65.1% (归因来看, NBV 单季同比增长 2.5%, NBV Margin 同比上升 3.4 个 pct. 至 8.9%), EV 较年初增长 3.2%。基于新经济假设计算, 2023 年 NBV 较旧假设下降 24.4%, 2023 年末 EV 较旧假设减少 5.0%。综合影响下, 2023 年末公司每股内含价值为 80.3 元, 已出现连续两年下降, 但调整后价值可信度提升。公司 NBV 敏感性大幅提升, 投资回报率降低 50bps 将使得 2023 年 NBV 大幅下降 86.0%, 预计系利率敏感所致。**
- **主动压降低质量趸交业务, 十年期及以上期缴业务增速显持续改善迹象。2023 年实现总保费收入 1,659.03 亿元, 同比增长 1.7%。1) 从缴费方式看, 2023 年趸交同比下降 17.1%, 占长险首年保费比例约为 42.4%, 期缴保费同比增速为 31.8% (1Q23 至 4Q23 单季增速为 9.2%、121.9%、30.5% 和 -29.8%), 其中核心业务十年期及以上期交保费同比增速为 12.7% (1Q23 至 4Q23 单季增速为 -38.6%、63.0%、20.5% 和 21.5%)。2) 从渠道角度看, 2023 年个险/银保/团险的新单贡献为 29.4%/65.2%/5.5%, 个险新单逐季同比增速为 -27.0%、75.2%、17.6% 和 2.1%。期末个险代理人规模人力 15.5 万人, 月均人均综合产能 6,293.7 元, 同比增长 94.4%, 公司积极打造“专业化”“职业化”“精英化”销售队伍。**
- **盈利预测与投资评级: 高利差依赖加剧业绩与价值的波动敏感性。因投资收益走低下调盈利预测, 我们预计 2024-26 年归母净利润为 109、125 和 132 亿元 (原 2024-25 年预测为 125 和 137 亿元, 并新增 2026 年预测), 新经济假设下 2024 年 3 月 27 日收盘价对应 2024 年动态 PEV 为 0.34 倍, 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)	30.23
一年最低/最高价	27.35/49.11
市净率(倍)	0.90
流通 A 股市值(百万元)	63,042.83
总市值(百万元)	94,303.89

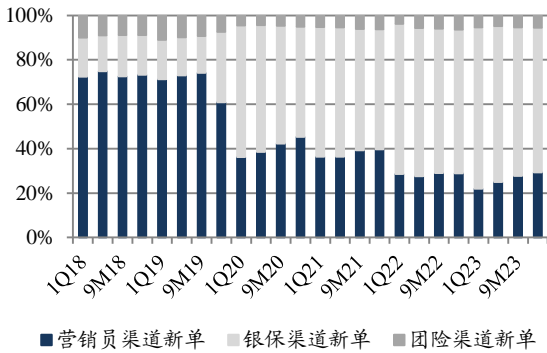
### 基础数据

每股净资产(元,LF)	33.68
资产负债率(% ,LF)	92.51
总股本(百万股)	3,119.55
流通 A 股(百万股)	2,085.44

### 相关研究

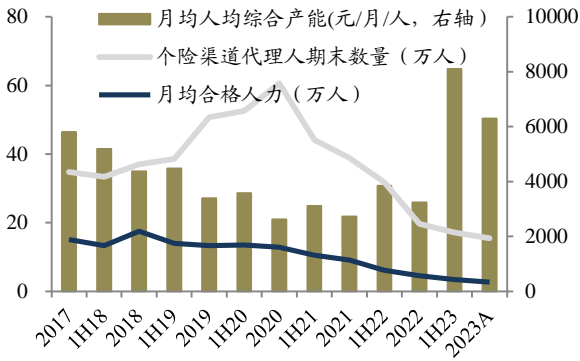
- 《新华保险(601336): 凤凰涅槃启新篇, 机制改革续华章》  
2024-01-06
- 《新华保险(601336): 2023 年一季度业绩预增点评: 保险预增第一弹, 估值业绩共振发令枪响》  
2023-04-23

图1: 2023 年个险/银保/团险的新单贡献为 29.4%/65.2%/5.5%



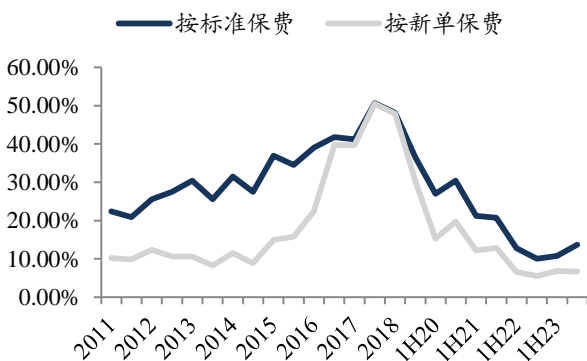
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 公司加快以绩优为核心加快推动队伍转型



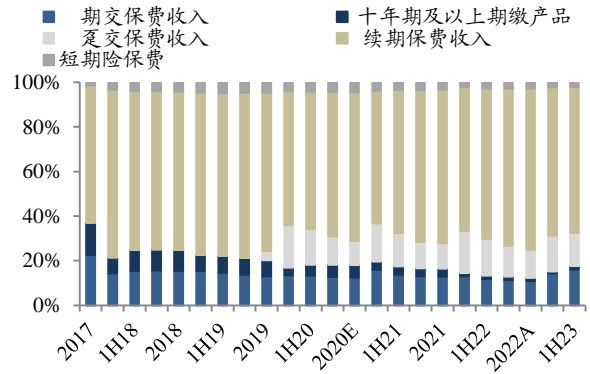
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 公司总投资收益率持续下降,



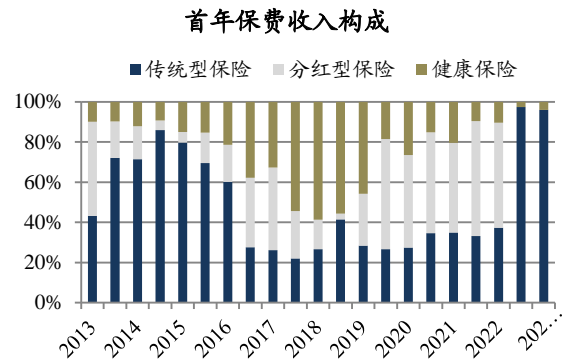
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所, 此处价值按照旧经济假设: 非投连账户投资回报率假设 5.0%、风险贴现率假设 11.0%

图2: 公司趸交业务占比略有下降



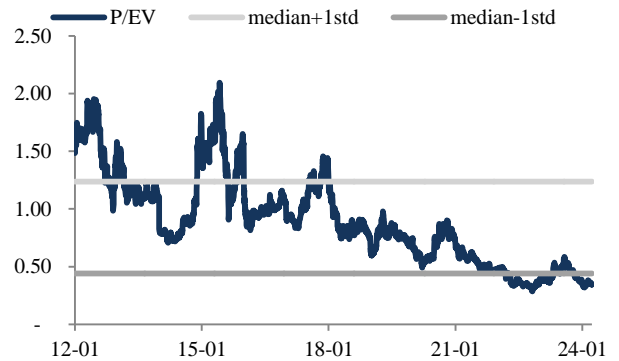
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 公司健康险新单占比持续下降拖累利润释放



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 新经济假设下 2024 年 3 月 27 日收盘价对应 2024 年动态 PEV 为 0.34 倍



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

表1: 新华保险新准则业绩分析 (单位: 百万元)

新准则分析-累计	2022A	1Q23	1H23	9M23	2023A
保险服务收入	56,878	13,558	26,593	39,726	<b>48,045</b>
同比		-4.4%	-6.5%	-5.5%	<b>-15.5%</b>
保险服务成本	-33,789	-8,928	-17,590	-26,254	<b>-33,252</b>
同比		-0.1%	1.0%	-2.0%	<b>-1.6%</b>
原保险合同保险服务业绩	23,089	4,630	9,003	13,472	<b>14,793</b>
同比		-11.6%	-18.3%	-11.6%	<b>-35.9%</b>
承保利润 <sup>1</sup>	23,795	4,485	8,626	12,992	<b>14,026</b>
同比		-13.5%	-22.0%	-17.3%	<b>-41.1%</b>
投资利差 <sup>2</sup>	1,008	4,175	4,533	-2,202	<b>-6,450</b>
同比		-409.3%	516.7%	-4.1%	<b>-739.9%</b>
归母净利润	21,500	6,917	9,978	9,542	<b>8,712</b>
同比		114.8%	8.6%	-15.5%	<b>-59.5%</b>
归母综合收益	8,606	7,292	1,336	-2,620	<b>-5,863</b>
同比		-5582.7%	-69.6%	-28.1%	<b>-168.1%</b>
归母净资产	97,975	121,602	112,286	108,312	<b>105,067</b>
同比					<b>7.2%</b>
保险服务毛利率	40.6%	34.1%	33.9%	33.9%	<b>30.8%</b>
同比		-2.8 个 pct.	-4.9 个 pct.	-2.4 个 pct.	<b>-9.8 个 pct.</b>
合同服务边际	175,317		171,364		<b>169,004</b>
较年初					<b>-3.6%</b>
合同服务边际/保险合同负债	17.3%		15.5%		<b>14.7%</b>
同比					<b>-2.6 个 pct.</b>
ROE-非年化(披露值)	22.4%	5.9%	8.7%	8.5%	<b>7.9%</b>
同比		2.4 个 pct.	-0.9 个 pct.	-4 个 pct.	<b>-14.5 个 pct.</b>
ROAE(测算)	22.4%	6.3%	9.5%	9.3%	<b>8.6%</b>
同比					<b>-13.8 个 pct.</b>

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所; 注: 新金融工具准则实施的影响, 数据口径不同, 设计投资业务的数据并不完全可比, 此处同比供参考。因新准则切换实施, 部分数据未披露

<sup>1</sup>注: 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);

<sup>2</sup>注: 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

表2: 新华保险预测利润表(新准则)

单位: 百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
一、营业收入	108,048	71,547	64,919	74,052	78,737
保险服务收入	56,878	48,045	47,927	53,263	56,000
利息收入	32,001	32,268	23,232	26,500	28,176
投资收益	19,037	-3,775	5,517	6,293	6,691
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	-18	-639	-237	-271	-288
公允价值变动损益	-1,442	-6,124	-2,735	-3,120	-3,317
汇兑收益	452	113	204	233	248
其他收益	99	62	58	66	71
其他业务收入	1,023	958	716	817	868
二、营业支出	-85,961	-66,003	-54,931	-62,659	-66,623
保险服务费用	-33,789	-33,252	-34,234	-37,643	-39,392
分出保费的分摊	-1,168	-2,448	-1,307	-1,491	-1,585
减: 摊回保险服务费用	1,874	1,681	1,285	1,466	1,559
承保财务损失	-43,129	-26,800	-25,278	-28,834	-30,658
减: 分出再保险财务收益	220	261	174	198	211
利息支出	-1,173	-2,086	-1,178	-1,344	-1,429
税金及附加	-100	-95	-70	-80	-85
业务及管理费	-3,124	-2,370	-1,986	-2,265	-2,409
信用减值损失	不适用	-307	-222	-253	-269
资产减值损失	-4,958	-	-3,584	-4,089	-4,347
其他业务成本	-614	-587	-434	-495	-527
三、营业利润	22,087	5,544	9,988	11,393	12,114
营业外收入	98	68	60	68	73
营业外支出	-106	-97	-73	-84	-89
四、利润总额	22,079	5,515	9,975	11,378	12,098
减: 所得税费用	-575	3,201	949	1,083	1,151
五、净利润	21,504	8,716	10,924	12,461	13,249
归属于母公司股东的净利润	21,500	8,712	10,921	12,458	13,246

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>