

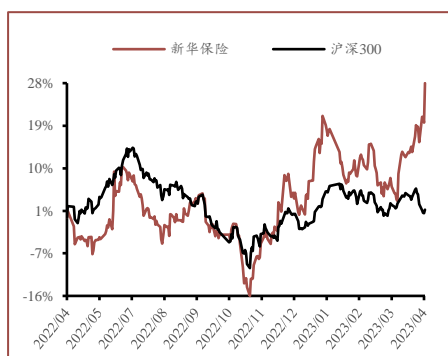
# 利润、净资产增速大超预期，银保期交高增带来负债端正增长

■ 证券研究报告


**投资评级:增持(首次)**
**核心观点****基本数据****2023-04-27**

收盘价(元)	35.80
流通股本(亿股)	31.20
每股净资产(元)	38.98
总股本(亿股)	31.20

最近 12 月市场表现

**分析师** 夏昌盛

SAC 证书编号: S0160522100002

xiacs@ctsec.com

**相关报告**

❖ **摘要:** 新华为资产端+负债端高弹性标的: 经济复苏预期增强情况下, 保险公司资产端修复加快, 而新华资产端弹性最大, 其 2022 年权益杠杆“(股票+基金)/净资产”为 1.65 高于其他公司, 且 I9 准则下, 权益向上将对于利润的增厚更大。在负债端, 低基数下叠加银保高增长, 其 23 年 NBV 有望实现双位数正增长。

❖ **整体业绩(22 年数据已按照新准则回溯):** 利润、净资产增幅大超预期。23Q1 归母净利润(69 亿元)同比+114.8%, 主要源于权益市场向好带动投资收益大幅好转, 尤其是切换了 IFRS9 之后, 权益市场向上对于利润提振更大。归母净资产较年初+24.1%, 一方面主要由利润高增驱动, 另一方面, I17 下当期利率变动对于净资产影响增大(贴现率等经济假设变动带来的负债变化可选择计入 OCI, 3 月末 10 年期国债收益率较上年末微升 1.75bps)。

❖ **去年同期数据按照 I17 准则回溯, 未按照 I9 准则回溯, 回溯后的数据净利润大幅提升, 保险业务收入大幅下滑, 资产、权益小幅下滑:**

1) 新准则下 22Q1 实现保险服务收入 141.77 亿元, 较去年披露的 648.9 亿元保险业务收入减少 78.2%, 预计主要由于公司银保收入占比高, 投资成分较高。

2) 22Q1 归母净利润较去年披露值相比+139.6%(+18.8 亿元), 预计主要源于 I17 准则下: 非经济假设调整带来的与未来服务有关的变动由合同服务边际吸收, 并在保单服务年度逐年释放, 增厚了当期利润; 贴现率等经济假设变动带来的负债变化可计入其他综合收益, 从而降低了利率下行对当期利润的影响。

3) 22 年末总资产、归母净资产分别较去年披露值+6.2%、-5.6%。

❖ **负债端: 银保期交高增, 但个险承压。** 新单保费同比-5.2%, 但我们预计其 NBV 实现了正增长, 主要源自于期交同比+9.2%, 带来价值率提升。1) 个险渠道: 代理人持续下滑, 导致其新单保费、期交保费分别同比-27%、-26%。2) 银保渠道: 新单同比+1.5%, 公司推动期交转型, 期交保费同比+75%, 趸交同比-16%, 预计带来银保 NBV 同比高增。

❖ **资产端:** 年化总投资收益率 5.2%, 同比+1.2pct, 主要源自于权益市场向好驱动公允价值变动收益从去年同期的-11 亿元提升至+92 亿元。

❖ **投资建议:** 新华为资产端+负债端高弹性标的: 经济复苏预期增强情况下, 保险公司资产端修复加快, 而新华资产端弹性最大, 其 2022 年权益杠杆“(股票+基金)/净资产”为 1.65 高于其他公司, 且 I9 准则下, 权益向上将对于利润的增厚更大。在负债端, 低基数下叠加银保高增长, 其 23 年 NBV 有望实

现双位数正增长。我们预计 23Q1 同比+5%、H1 同比+6%、全年同比+16%左右（H2 的 NBV 基数极低，仅 3 亿）。截至 4 月 27 日，新华 A 2023PEV 为 0.41 倍，历史估值分位处于 9%。

❖ **风险提示：**寿险转型成效不及预期；代理人规模下滑超预期；COR 抬升超预期；长端利率下滑；权益市场波动加剧。

**盈利预测：**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	222380	214319	229802	250005	271361
收入增长率(%)	7.67	-3.62	7.22	8.79	8.54
归母净利润(百万元)	14951	9826	17870	20878	23834
净利润增长率(%)	4.57	-34.29	81.92	16.83	14.16
EPS(元/股)	4.79	3.15	5.73	6.69	7.64
PE	7.47	11.37	6.25	5.35	4.69
ROE(%)	14.23	9.30	16.12	16.27	16.01
PB	1.03	1.09	0.94	0.81	0.70

注：2023 年起为新会计准则下数据预估  
 数据来源：wind 数据，财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

### ● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。