

# 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

买入 (维持)

2023 年 04 月 23 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 朱洁羽

执业证书：S0600520090004  
zhujieyu@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
归属于母公司的净利润 (百万元)	9,822	12,865	14,250	15,972
同比增长率 (%)	-34.3%	31.0%	10.8%	12.1%
新业务价值 (百万元)	2,423	2,644	3,131	3,734
新业务价值增长率 (%)	-59.5%	9.1%	18.4%	19.3%
EVPS (元/股)	84.0	90.3	97.4	106.6
P/EV	0.39	0.36	0.33	0.30

关键词：#业绩超预期

投资要点

- 事件：公司公告 1Q23 归母净利润与根据新生效的企业会计准则追溯调整后同期相比，预计同比增长 110% 至 120%，业绩增速超出市场预期。
- 新准则实施追溯调高同期基数主要系新旧保险合同准则对折现率使用变化以及新增具有直接参与分红特征的保险合同计量方法降低对净利润的波动。公司公告按照新保险合同准则 (IFRS17) 规定追溯调整保险业务相关上年同期对比数据，按照新金融工具准则 (IFRS9) 规定选择不追溯调整投资业务相关上年同期对比数据。追溯后，公司 1Q22 净利润基数由上年同期季报披露的 13.44 亿元提升至 32.20 亿元，追溯调增主要系：1) 1Q22 同期原保险合同准则准备金折现率采用对应期限国债 750 天移动平均线+溢价，而 IFRS17 准则按照当前可观察折现率为基础，1Q22 十年期国债收益率 750 天移动平均曲线下行侵蚀税前利润，而十年期国债的时点值 (当前可观察) 于 1Q22 期间小幅上升 2.79%；2. 根据 IFRS17 (第三十四条保险合同金融变动额的会计处理) 精算假设调整对未来利润的影响不计入当期损益，公司可以选择将差额计入其他综合收益，并在未来提供服务的期间逐步确认，降低了当期的波动；3. IFRS17 新增具有直接参与分红特征的保险合同计量方法，避免分红险合同因金融假设变动导致当期利润和净资产的大幅波动。
- IFRS9 新金融工具准则实施，1Q23 权益市场温和上行，同期投资收益基数较低，权益市场回暖推升 1Q23 利润表现。根据公告，1Q23 公司归母净利润预计同比增长 110% 至 120%，1Q23 归母净利润中枢为 69.2 亿元 (2022 年全年 98.22 亿元)。IFRS9 下，大量权益类金融资产划入 FVTPL (以公允价值计量且其变动计入当期损益)，增加了股票持仓对当期净利润的波动，1Q23 沪深 300 指数和创业板指数分别上涨 4.6% 和 2.2% (1Q22 同期沪深 300 和创业板指分别下跌 14.5% 和 20.0%)，权益投资收益同比明显提升助力净利润回暖。
- 负债端同期基数同业最低，2023 年轻装上阵。2022 年实现 NBV 为 24.23 亿元，同比下降 59.5% (A 股同业降幅 25%，负债端同期基数同业最低，2023 年轻装上阵)，归因来看：NBV 新单同比小幅下滑 5.5%，但 NBV Margin 同比大幅下滑 7.4 个 pct. 至仅为 5.5%，主要系受行业健康险业务低迷和公司人力主动清虚影响，健康险长险首年保费同比大幅下降 52.2%，公司明确 2023 年将长期期缴保费作为独立的指标下发到分支机构，我们预计 1Q23 公司 NBV 同比增长 5%，全年增速接近 10%。
- 盈利预测与投资评级：宏观经济拐点确认，金融板块估值修复演绎从“弱预期”转向“强现实”，公司作为保险股预增第一弹，估值业绩共振发令枪响。根据一季报预增公告，我们上调投资收益预测，预计 2023-25 年归母净利润为 129、143 和 160 亿元 (原 2023-24 年预测 125 和 137 亿元，并新增 2025 年预测)，维持“买入”评级。
- 风险提示：权益市场持续下行，寿险需求复苏不畅

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	32.35
一年最低/最高价	22.80/34.34
市净率(倍)	0.98
流通 A 股市值(百万元)	67,463.96
总市值(百万元)	100,917.33

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	32.98
资产负债率(% ,LF)	91.80
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)：2022 年三季报点评：资负两端深度承压，全面下调盈利预测》

2022-10-31

《新华保险(601336)：2022 年中报点评：资负两端深度承压》

2022-08-31

图1: IFRS17 准则按照当前可观察折现率为基础, 且可以将保险合同金融变动额分解计入当期保险财务损益和其他综合收益

简化利润表 (新保险准则)		
保险服务收入	收入不含“储蓄”成分, 且根据服务提供逐步确认	X
利息收入/投资收益/资产公允价值变动损益		X
<b>营业总收入</b>		<b>X</b>
保险服务费用	含赔付、费用、亏损合同损益, 但不含“储蓄”成分	(X)
分出保费的分摊		(X)
摊回保险服务费用	相当于因承保而流入 (可用于投资) 的资金的 (计入损益的) “资金成本”	X
承保财务损失		(X)
分出再保险财务收益		X
<b>营业总支出</b>	金融假设变更的影响 (也可视为一种“资金成本”) 可选择计入其他综合收益, 以避免其导致保险负债的波动直接影响利润	<b>(X)</b>
其他损益/所得税等		X
<b>净利润</b>		<b>X</b>
其他综合收益-不能转损益的金融资产公允价值变动		X
其他综合收益-可转损益的金融资产公允价值变动		X
其他综合收益-不能转损益的保险合同金融变动		(X)
其他综合收益-可转损益的保险合同金融变动		(X)
其他综合收益-可转损益的分出再保险合同金融变动		X
<b>综合收益合计</b>		<b>X</b>

第三十四条 企业应当考虑持有的相关资产及其会计处理, 在合同组合层面对保险合同金融变动额的会计处理做出下列会计政策选择:

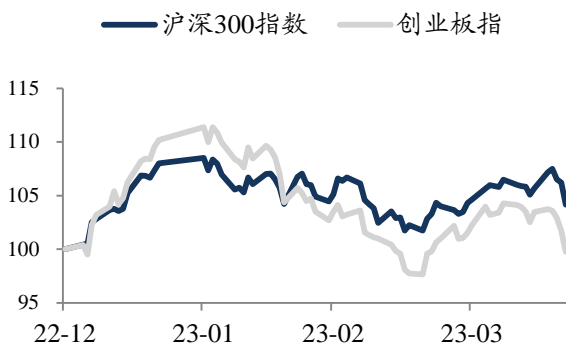
(一) 将保险合同金融变动额全额计入当期保险财务损益。

(二) 将保险合同金融变动额分解计入当期保险财务损益和其他综合收益。选择该会计政策的, 企业应当在合同组剩余期限内, 采用系统合理的方法确定计入各个期间保险财务损益的金额, 其与保险合同金融变动额的差额计入其他综合收益。

保险财务损益, 是指计入当期及以后期间损益的保险合同金融变动额。保险财务损益包括企业签发的保险合同的承保财务损益和分出的再保险合同的分出再保险财务损益。

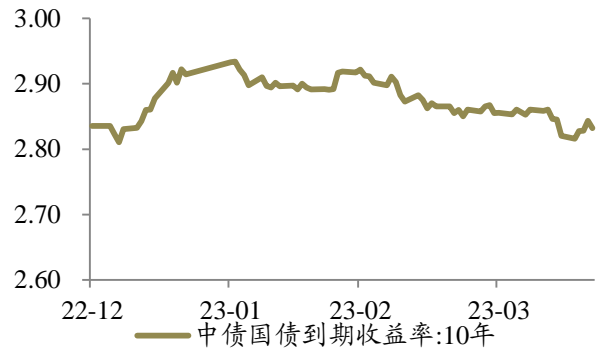
数据来源: 财政部, 安永华明会计师事务所, 东吴证券研究所

图2: 2023年以来权益市场温和上行



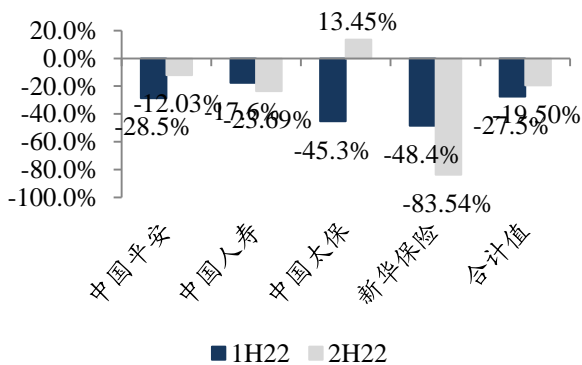
数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 基期选2022年末, 为100

图3: 2023年以来长端利率窄幅震荡



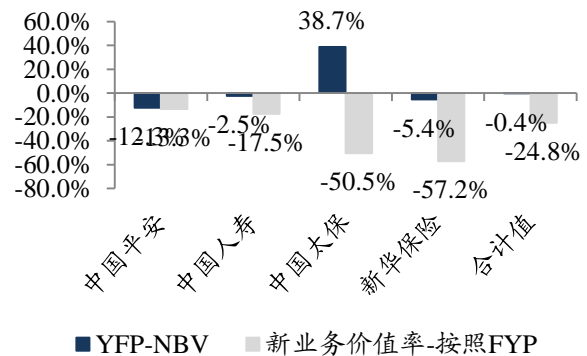
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 上市险企2022年上下半年NBV同比增速一览



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 上市险企2022年NBV增长归因分析



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表1: 新华保险预测利润表

人民币: 百万	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
一、营业收入	206,538	222,380	214,319	236,027	253,723	273,122
已赚保费	156,398	161,314	160,904	175,557	189,972	204,992
保险业务收入	159,511	163,470	163,099	173,642	186,741	202,569
减: 分出保费	-2,898	-2,772	-2,609	-2,959	-3,112	-3,356
提取未到期责任准备金	-215	616	414	4,875	6,343	5,780
投资收益	51,267	60,217	53,188	59,102	62,264	66,623
二、营业支出	-190,961	-206,742	-207,804	-223,827	-239,941	-257,409
退保金	-12,258	-17,786	-18,547	-16,119	-17,692	-19,320
赔付支出	-55,741	-43,577	-40,522	-54,743	-61,625	-67,160
提取保险责任准备金	-87,199	-113,187	-118,388	-105,836	-109,408	-115,456
保险业务手续费及佣金支出	-17,826	-14,592	-10,168	-19,975	-22,146	-24,609
营业税金及附加	-263	-323	-282	-282	-281	-281
业务及管理费	-13,175	-12,872	-11,739	-21,242	-22,835	-24,581
其他业务成本	-3,849	-3,619	-4,259	-4,400	-4,800	-4,800
资产减值损失	-2,740	-2,272	-4,958	-4,870	-5,210	-5,575
三、营业(亏损)/利润	15,577	15,638	6,515	12,200	13,782	15,712
四、(亏损)/利润总额	15,491	15,670	6,507	12,200	13,782	15,712
减: 所得税费用	-1,194	-719	3,319	669	473	265
五、净利润	14,297	14,951	9,826	12,869	14,255	15,977
归属于母公司股东的净利润	14,294	14,947	9,822	12,865	14,250	15,972
少数股东损益	3	4	4	4	5	5
六、每股收益(单位: 元)	4.58	4.79	3.15	4.12	4.57	5.12

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

