

新华保险（601336.SH）——2022年一季度报点评

销售逐步稳定，资产端有待观察

核心观点

2022年一季度业绩略低于预期，资产收益率承压

营业收入约750亿元，同比下滑7.9%，归母净利润约13亿元，同比下滑78.7%，主要受投资收益下滑的影响。二三季度，我们重点关注资产端配置情况。

销售业绩方面，预计一季度销售增速前低后稳，逐步稳定。长期险首年保费约210亿元，同比下降2.9%，其中期交约86亿元（-18.3%），而期交中十年期及以上期交保费约9亿元（-63.3%），主要是因为去年一月旧重疾险下架促销，基数较高。同时，首年保费中趸交保费约125亿元（+11.5%）。考虑到去年一月的高基数效应，以及今年年初以来增额终身寿等储蓄类产品的销售转暖，预计一季度销售增速前低后稳，三月标保降幅收窄至个位数。

财务业绩方面，续期保费贡献增长但投资收益率下滑。总保费收入约649亿元，同比提升2.4%，主要受益于续期保费同比增长8%至424亿元，而投资收益约119亿元，同比下滑39.3%，公允价值变动损益同比从-6亿元下滑至-11亿元，对应的总投资收益率为4.0%，同比下滑3.9个百分点。同时，归入综合收益的公允价值变动损益同比从-23亿元下滑至-195亿元，整体的投资收益率明显承压。

投资业务：短期资产规模环比提升，净投资收益率承压

一季度期末买入返售资产规模约111亿元，创历史新高，环比提升170%，同比提升53%，预计净资产收益率进一步承压。同期，公司的金融投资规模及结构环比稳定，其中交易性金融资产约710亿元，环比+1%，可供出售3968亿元，环比-2%，持有至到期3099亿元，环比+3%。公司在调整资产配置节奏，欲等待更好的利率时机配置长期资产。二三季度的资产配置为重点关注。

现金流量：收回投资收到的现金规模创新高，低利率下资产配置压力加大

经营活动的现金流量净额约361亿元（同比+39%），同时收回投资收到的现金约1230亿元（同比+30%），规模再创新高，估计部分到期资产为2017年左右配置的非标资产。低利率环境下，公司的资产配置压力正在加大。

投资建议：关注二三季度资产配置情况，下调评级至“增持”评级

目前，长期债券利率维持低位，而公司的长期负债规模正在增长，包括续期保费的贡献以及部分固收类产品的销售转暖，同时再考虑到部分高收益率资产的逐步到期，预计公司在资产配置方面的压力正在提升，需要等待二三季度长期利率的改善。我们维持盈利预测，下调评级至“增持”评级。

风险提示：新单价值规模下滑，净投资收益率持续下滑。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	206,538	222,380	228,260	255,549	283,936
(+/-%)	20%	8%	3%	12%	11%
净利润(百万元)	14,294	14,948	16,570	19,826	23,272
(+/-%)	-2%	5%	11%	20%	17%
摊薄每股收益(元)	4.6	4.8	5.3	6.4	7.5
市盈率(PE)	10.5	10.0	9.1	7.6	6.4
市净率(PB)	1.9	1.4	1.2	1.0	2.5
PEV	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

非银金融·保险 II

证券分析师：王鼎

0755-81981000

wangding1@guosen.com.cn

S0980520110003

证券分析师：王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

证券分析师：戴丹苗

0755-81982379

daidanmiao@guosen.com.cn

S0980520040003

基础数据

投资评级	增持(下调)
合理估值	33.00 - 36.00 元
收盘价	29.83 元
总市值/流通市值	93070/93070 百万元
52 周最高价/最低价	52.55/28.45 元
近 3 个月日均成交额	357.16 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《新华保险（601336.SH）-总体规模稳中有升》——2022-04-05
- 《新华保险-601336-2021年一季度业绩点评：以趸促期战略取得成效》——2021-05-07
- 《新华保险-601336-2020年业绩点评：产品结构改善，人力超出预期》——2021-03-26
- 《新华保险-601336-2020年三季度报点评：保费稳增，投资收益提振利润》——2020-10-29
- 《新华保险-601336-2020年中报点评：确保规模，以待价值》——2020-08-27

图1：资产配置情况

单位：人民币百万元

资产	2022 年 3 月 31 日 合并	2021 年 12 月 31 日 合并	2022 年 3 月 31 日 公司	2021 年 12 月 31 日 公司
资产				
货币资金	17,488	15,476	15,360	13,442
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	70,959	70,000	39,299	41,671
衍生金融资产	3	4	3	4
买入返售金融资产	11,140	4,112	8,284	2,086
应收利息	14,147	12,021	13,287	11,255
应收保费	4,990	2,867	4,990	2,867
应收分保账款	261	243	261	243
应收分保未到期责任准备金	102	69	102	69
应收分保未决赔款准备金	60	74	60	74
应收分保寿险责任准备金	1,459	1,595	1,459	1,595
应收分保长期健康险责任准备金	2,024	2,000	2,024	2,000
保户质押贷款	41,540	40,806	41,540	40,806
其他应收款	2,608	3,864	2,129	3,455
定期存款	169,647	168,540	144,887	147,580
可供出售金融资产	396,786	403,427	394,795	401,381
持有至到期投资	309,945	301,102	309,673	300,830
归入贷款及应收款的投资	57,200	59,895	51,553	54,523
长期股权投资	5,276	5,452	65,723	65,152

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：关注二三季度的资产配置情况，下调评级至“增持”评级

目前，长期债券利率维持低位，而公司的长期负债规模正在增长，包括续期保费的贡献以及部分固收类产品的销售转暖，同时再考虑到部分高收益率资产的逐步到期，预计公司在资产配置方面的压力正在提升，需要等待二三季度长期利率的改善。我们维持盈利预测，下调评级至“增持”评级。

风险提示：新单价值规模下滑，净投资收益率持续下滑。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	206,538	222,380	228,260	255,548	283,935	资产总计	1004376	1121595	1258784	1412279	1453930
保费业务收入	159,511	163,470	181,155	199,238	220,089	金融投资	960686	1077351	1212733	1363999	1400930
分出保费	(2,898)	(2,772)	(3,071.8)	(3,378.5)	(3,732.1)	债券型金融资产	567171	577212	649748	730792	750578
净保费	156,613	160,698	178,083	195,860	216,357	持有至到期资产	273076	301102	338939	381215	391537
提取未到期责任准备金	(215)	616	682.643	750.786	829.359	可供出售金融资产	238957	181346	204134	229596	235813
净保费收入	156,398	161,314	178,765	196,610	217,187	通过损益反映公允价值变动的金融资产	13754	34869	39251	44147	45342
投资净收益	51,267	60,217	50,110.3	58,473.4	67,098.0	贷款和应收账款	41384	59895	67421	75831	77884
其他收入	(1,127)	849	(616.222)	(349.707)	(349.707)	股权型金融资产	206290	257212	289534	325648	334465
总收入	206,538	222,380	228,260	255,548	283,935	可供出售金融资产	187746	222081	249988	281170	288782
总赔付支出	(153,311)	(176,005)	(175,766)	(196,187)	(217,122)	通过损益反映公允价值变动的金融资产	18544	35131	39546	44478	45682
赔款支出准备金等	(2,875)	(3,748)	(4,540.3)	(4,993.5)	(5,516.1)	保险负债	754409	863695	975153	1093705	1222931
寿险死亡等	(63,937)	(59,536)	(60,390)	(73,227)	(82,379)	长期合同负债	750258	859926	970761	1088727	1217954
长期保险合同负债	(86,499)	(112,721)	(110,834)	(117,966)	(129,226)	短期合同负债	4151	3769	4392	4978	4978
保户红利支出	(577)	(1,207)	(42)	(42)	(42)	投资合同	51672	57691	64379	71440	71440
投资合同账户损益	(2,042)	(2,042)	(1,940.3)	(2,279.2)	(2,535.9)	总负债	902693	1019207	1133457	1263327	1389515
手续费及佣金支出	(17,826)	(14,592)	(16,170)	(17,784)	(19,646)						
管理费用	(13,175)	(12,872)	(14,264)	(15,688)	(17,330)						
其他支出	(1,129)	(1,105)	(1,105)	(1,105)	(1,105)						
所得税	(1,194)	(719)	(1,338.8)	(1,601.8)	(1,880.2)						
利润总额	15,491	15,670	17,911.6	21,430.8	25,155.3						
归母净利润	14,297	14,951	16,572.8	19,828.9	23,275.1						
			33	67	15						
关键指标（美元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	内含价值表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
期初 EV	203,037	999	240,604	258,824	582	寿险业务期初内含价值	203038	240604	258824	282499	309983
EV 增长	36,196	22,556	28,203.6	32,504.5	32,359.8	内含价值评估标准影响	0	0	0	0	0
内含价值预期回报	18,074	19,342	20,806.6	22,709.8	24,919.3	一年新业务价值	9182	5980	6279	6593	6923
新业务价值贡献	9,182	5,980	6,279	6,592.95	8	内含价值预期回报	18074	19342	20807	22710	24919
投资收益偏差	8,841	(1,440)	2,444	4,527.75	7	分散效应	0	0	0	0	0
其他	950	545	545	545	545	营运经验差异	3847	88	88	88	88
EV（分红前）	239,233	263,160	287,027	315,003	342,342	投资收益差异	8841	(1440)	2444	4528	1844
ROEV	17.8%	9.4%	10.9%	11.5%	10.4%	营运假设改变	(3494)	(3101)	(3101)	(3101)	(3101)
内含价值预期回报	8.9%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	经济假设改变	(1350)	1242	1242	1242	1242
新业务价值贡献	-4.5%	-2.5%	-2.4%	-2.3%	-2.2%	风险贴现率变动	0	0	0	0	0
净投资收益率	4.6%	4.3%	4.8%	4.7%	4.6%	分红	(1631)	(4399)	(4336)	(4529)	(5021)
总投资收益率	4.9%	5.9%	5.2%	5.1%	5.2%	其他改变	146	(100)	(100)	(100)	(100)
总投资资产	960,686	1	1,077.35	1,212.73	1,363.99	其余价值改变	950	545	545	545	545
每股内含价值（元）	75.314	82.968	90.558	99.368	107.815	期末内含价值	234946	258824	282499	309983	336335
						新业务价值贡献	4.5%	2.5%	2.4%	2.3%	2.2%
						预期价值贡献	8.9%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
						营运经验差异占比	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						投资收益差异占比	4.4%	-0.6%	0.9%	1.6%	0.6%
						营运假设改变占比	-0.9%	-1.9%	-1.3%	-1.2%	-1.1%

EPS(元)	4.581	4.791	5.311	6.354	7.459	经济假设改变占比	-0.7%	-0.7%	0.5%	0.5%	0.4%
						分红占比	-1.1%	-2.5%	-1.8%	-1.7%	-1.8%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032