

新华保险 (601336): 2017 年中报点评

2017 年 08 月 30 日

聚焦期交业务，战略转型持续加码

买入（维持）

首席证券分析师 丁文韬
执业证书编号: S0600515050001
dingwt@dwzq.com.cn

研究助理 马祥云
021-60199746
maxy@dwzq.com.cn

证券分析师 王维逸
执业证书编号: S0600515050002
wangwy@dwzq.com.cn

证券分析师 胡翔
执业证书编号: S0600516110001
hux@dwzq.com.cn

事件:公司发布 2017 年中报,上半年实现归属于母公司股东净利润 32.4 亿元,同比下滑 2.9%,对应 EPS 为 1.04 元/股;归属于母公司股东净资产 617.2 亿元,环比年初增长 4.4%,对应 BVPS 为 19.79 元/股;上半年新业务价值 71.5 亿元,同比增长 28.8%;期末内含价值 1420.9 亿元,环比年初增长 9.8%,对应 EVPS 为 44.55 元/股。

投资要点:

■ **结构调整及准备金补提造成业绩下滑,投资回暖业绩降幅收窄:**公司上半年归母净利润同比下降 2.9%,业绩小幅下滑主要系调整业务结构推动转型,导致新单保费收入同比减少,进而整体保费业务收入同比下降 13.8%,同时应纳税所得额增加,造成所得税大幅增长 82.9%至 16.42 亿元。此外,准备金补提对账面利润的负面影响同比加大,上半年减少税前利润 19.9 亿元(去年同期为 15.5 亿元)。不过,公司业绩降幅较一季度(-7.9%)进一步收窄,主要系二季度投资同比表现回升,上半年实现总投资收益 160.11 亿元,同比减少 1.7%,总投资收益率、净投资收益率均为 4.9%,同时价差收益、公允价值变动损益及投资资产减值损失合计 0.11 亿元,去年同期为亏损 2.88 亿元。

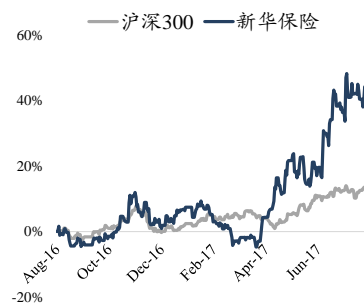
■ **大力发展期交业务并持续压缩趸交业务,战略转型进展超预期:**公司 2017 年以来进一步加大业务结构调整力度,在年度计划中取消趸交业务,聚焦期交业务发展。上半年期交新单保费占新单保费比重达到 87.2%,同比提升 49.1 个 pct.,十年期及以上期交保费规模创近年来新高,占新单保费比重达到 56.7%,同比提升 35.2 个 pct.。个险渠道,期交新单保费同比增长 23%至 125.37 亿元,十年期及以上期交新单保费同比增长 40.9%至 106.78 亿;银保渠道,主动收缩中短存续期产品规模,取消趸交业务计划(趸交新单同比下降 99.8%),保费收入同比下降 61.3%至 117.06 亿元,其中新单保费同比下降 81.9%至 41.46 亿元,但期交新单保费同比增长 21.4%至 41.14 亿元。

■ **转型提升长期盈利能力,业务价值稳步提升且业绩拐点渐近:**1) 在低利率环境中,公司发力期缴+收缩趸交的战略转型意义重大,将有效控制负债端资金成本+节约低价值业务对资本消耗,利好公司长期盈利能力提升。2) 公司上半年实现新业务价值 71.53 亿元,同比增长 28.8%,期末内含价值为 1420.89 亿元,同比增长 9.8%,价值稳步提升,同时,业务品质有所改善,13 个月、25 个月继续率分别提升至为 89.2%、82.3%,退保率同比下降 0.8 个 pct.至 3.7%。3) 随着 2016 年末国债利率触底回升,下半年准备金补提影响或将逐步见底,预计 2017Q4 补提影响将大幅下降,2018 年影响全部出清,预计业绩拐点即将到来。

■ **盈利预测与投资评级:**公司上半年业绩降幅收窄,寿险价值稳步提升,且“发展期交、压缩趸交”的战略转型进展超预期,虽然对短期保费规模及增速有所抑制,但在低利率环境下利好公司长期盈利能力提升。预计公司 17/18/19 年 EPS 分别为 1.9、2.75、2.88 元/股,目前市值约 1.31 倍 17PEV,业绩拐点渐近,维持“买入”评级。

■ **风险提示:**1) 长端利率触顶快速下行;2) 万能险新规驱动银保渠道竞争加剧;3) 战略转型造成短期保费规模持续承压。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	65.13
一年最低/最高价	40.04/66.86
市净率(倍)	3.29
流通 A 股市值(百万元)	135,825

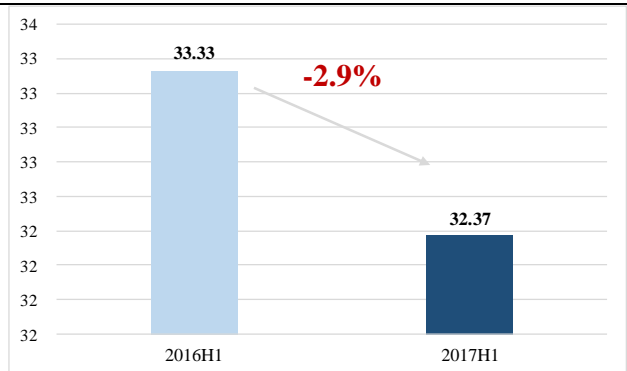
基础数据

每股净资产(元)	19.79
资本负债率(%)	91.20
总股本(百万股)	3,210
流通 A 股(百万股)	2,085

相关研究

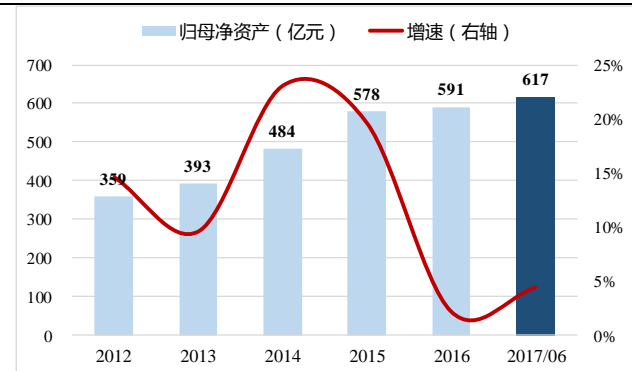
1. 新华保险: 2017 年一季报点评-期缴新单增长提速,战略转型进展超预期-20170430
2. 新华保险: 2016 年年报点评-期缴新单高增速超预期,战略转型开始兑现-20170330
3. 新华保险: 2016 年三季报点评-聚焦期缴业务战略持续推进-20161030

图表1: 2017H1 公司归母净利润及增速 (亿元)



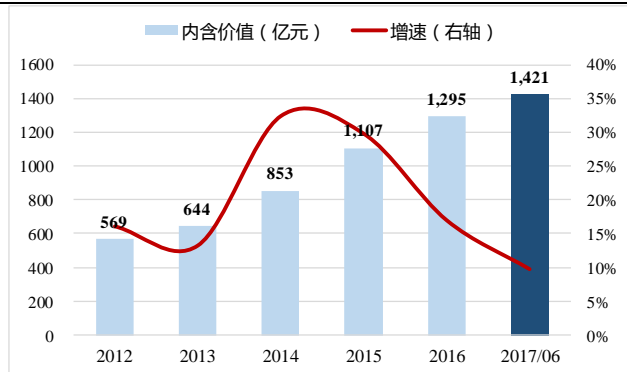
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表2: 2012-2017/06 公司归母净资产及增速 (亿元)



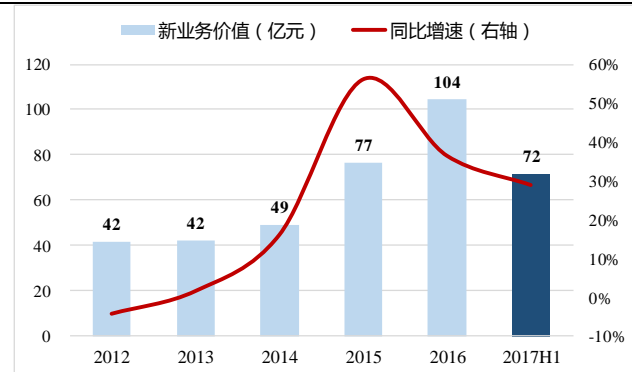
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表3: 2012-2017/06 公司内含价值及增速



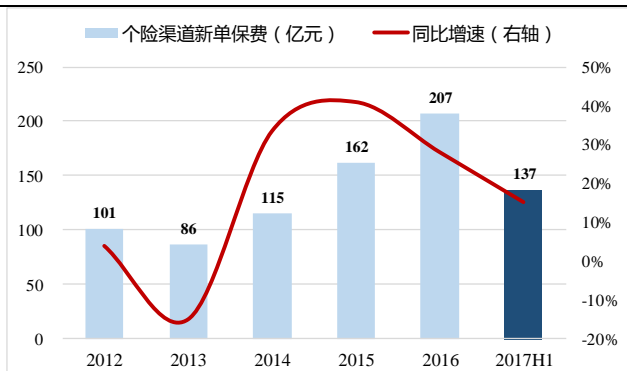
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表4: 2012-2017H1 公司寿险新业务价值及增速



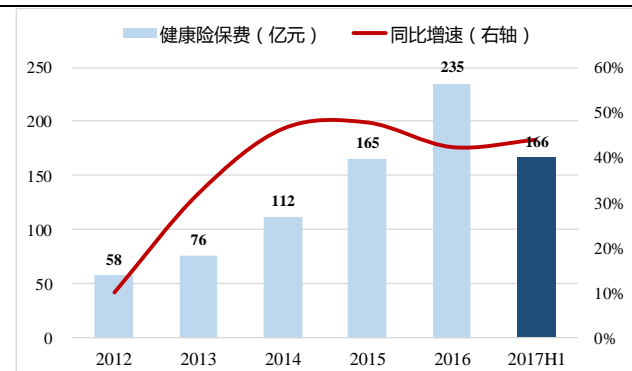
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表5: 2012-2017H1 公司个险渠道新单保费



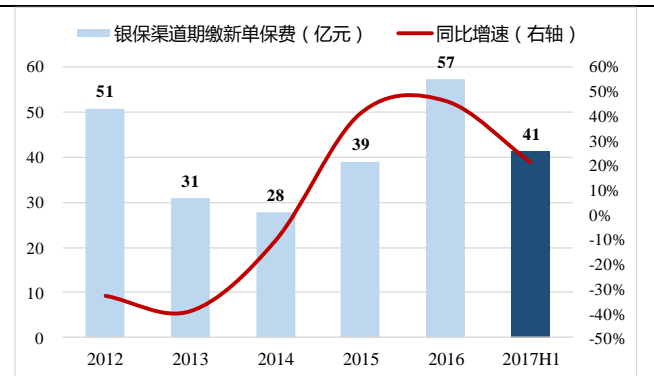
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表6: 2012-2017H1 公司健康险保费及增速



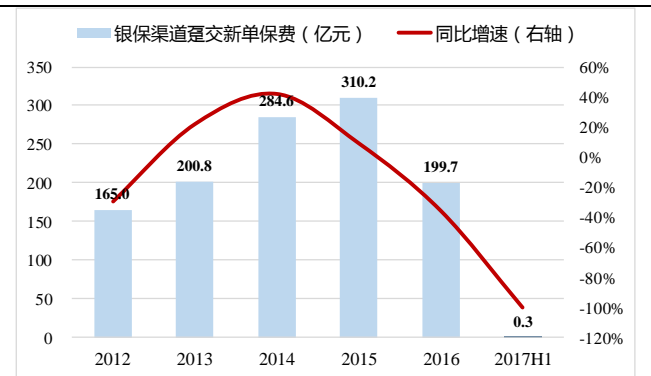
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表7：2012-2017H1 公司银保渠道期缴新单保费



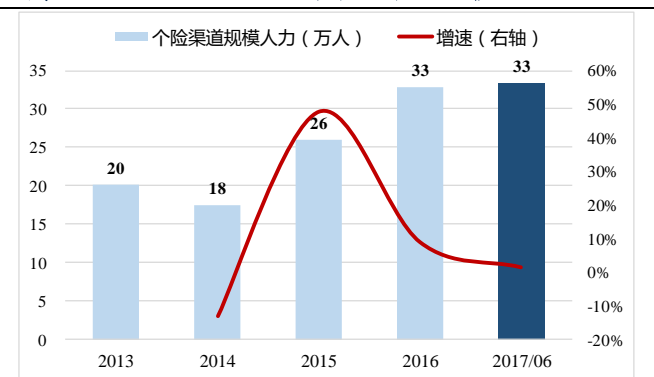
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表8：2012-2017H1 公司银保渠道趸缴新单保费



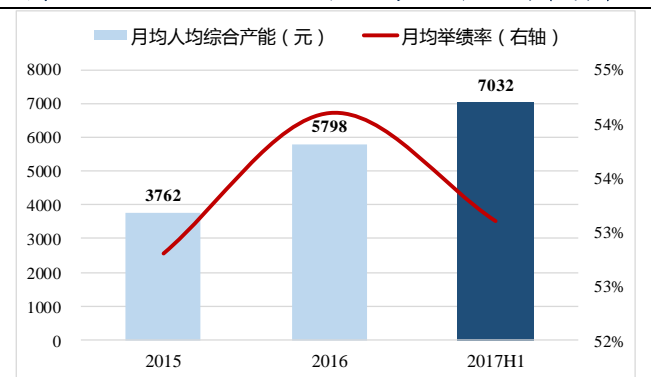
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表9：2013-2017/06 公司个险渠道规模人力



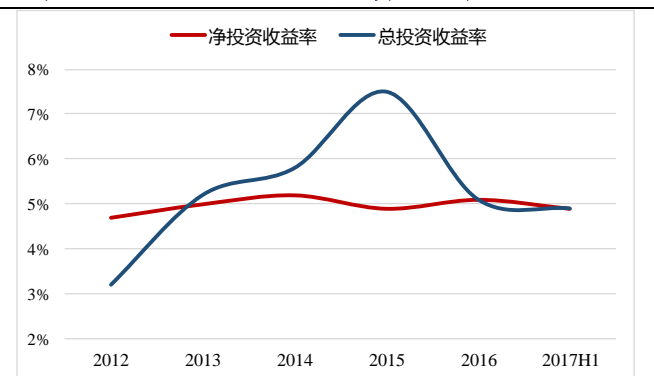
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表10：2015-2017/06 公司人力产能和月均举绩率



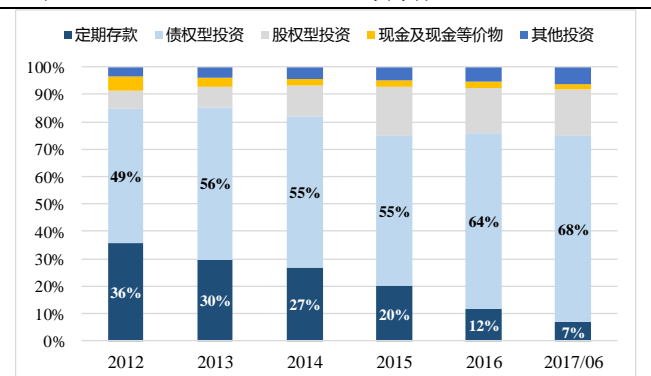
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表11：2012-2017H1 公司投资收益率



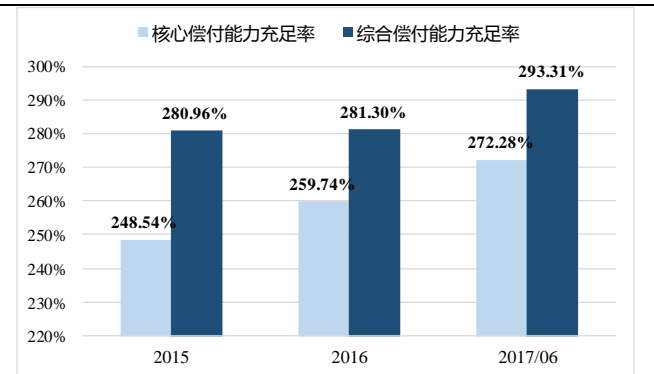
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表12：2012-2017/06 公司投资资产配置



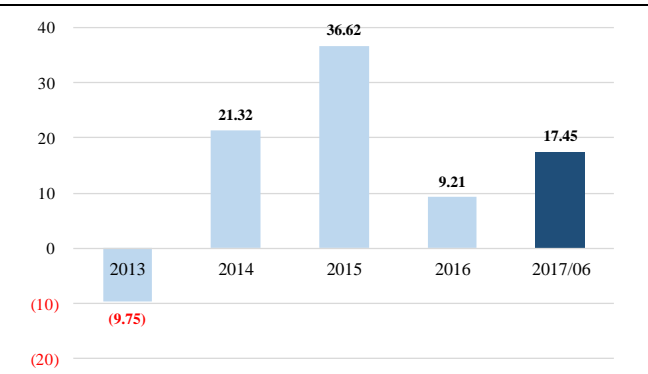
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表13: 2015-2017/06 公司偿付能力充足率(偿二代)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表14: 2013-2017/06 公司账面浮盈/浮亏(亿元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表15: 新华保险盈利预测

单位：百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	143,187	158,453	146,173	154,384	162,045	170,030
归属母公司净利润	6,406	8,601	4,942	5,921	8,584	8,977
归属母公司净资产	48,359	57,835	59,118	61,791	64,832	68,016
内含价值	85,260	103,279	129,450	154,654	184,297	219,232
EPS	2.05	2.76	1.58	1.90	2.75	2.88
BVPS	15.50	18.54	18.95	19.81	20.78	21.80
EVPS	27.33	33.11	41.50	49.58	59.08	70.28
P/E	31.72	23.62	41.11	34.31	23.67	22.63
P/B	4.20	3.51	3.44	3.29	3.13	2.99
P/EV	2.38	1.97	1.57	1.31	1.10	0.93
营业收入增速	10.5%	10.7%	-7.7%	5.6%	5.0%	4.9%
归属母公司净利润增速	44.9%	34.3%	-42.5%	19.8%	45.0%	4.6%
归属母公司净资产增速	23.0%	19.6%	2.2%	4.5%	4.9%	4.9%
内含价值增速	32.4%	21.1%	25.3%	19.5%	19.2%	19.0%

数据来源：Wind，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>

