

新华保险(601336.SH) 保险业行业

评级：增持 维持评级

公司点评

联系人：贺立
lihe@gjzq.com.cn贺国文
分析师 SAC 执业编号：S1130512040001
(8621)60230235
hegw@gjzq.com.cn

整体业绩略超预期，非标占比快速提升

事件

新华保险于8月26日晚发布2014年中报：公司上半年共实现净利润37亿元，同比增长71%，EPS为1.20元；上半年新业务价值为24.7亿元，同比增长18.2%；期末净资产为433亿元，较年初增长10.1%；期末内涵价值为731亿元，较年初增长13.6%。

评论

整体业绩略超预期：新华保险上半年净利润、净资产、内涵价值及新业务价值增速整体略超预期，净利润增长好于同业主要得益于投资收益的增长及减值准备的较少计提。其中考虑到分红及准备金的调整（精算假设调整使得准备金减少了4.5亿元）后的净资产较年初增长9.0%，略低于同口径下中国平安的12.7%，但好于中国太保。

代理人结构改善，新业务价值增长略超预期：上半年公司个险首年保费同比增长45%，其中个险期缴同比增长39%，十年及以上交费期缴保费收入为34亿元，较上年同期增长41.7%，使得公司上半年新业务价值同比增速达到18.2%，从新业务价值的构成来看，个险占比由去年同期的86%提升至97%。期末公司代理人为17.6万，较年初减少12.4%，而同业增幅约5-10%。虽然公司人力下降，但绩优人力达到3.6万人（占比20.5%），较去年同期增加1.1万人，人员结构得到改善。上半年公司高件均和高价值品种的推进使得有效人均产能同比增长6%，有效人均主险件数同比增长17%。

预计银保保费增长难以持续：上半年公司实现保费收入668亿元，同比增长30%，其中主要是银保渠道同比增长47%，个险渠道增长14%。分类来看，受银保产品大幅增长影响，公司的首年保费同比增长149%，首年期缴增长19%，标保增长42%，同时由于规模增长较快，APE Margin由去年同期的32.2%下降至26.9%。银保渠道保费的大幅增长主要是销售了费率市场化产品“惠福宝”（趸交），银保期交同比还出现了21%的下滑，我们预计银保保费增长难以持续。银保规模的提升还导致了新业务价值利润率同比下滑2.2pt至8.5%（按新单保费）。

非标资产占比较高，集合信托计划占主体：公司上半年总投资收益率和净投资收益率均为5.1%，好于同业。至中期末公司的投资资产为5948亿元，较年初增长8%；其中非标资产余额为984亿元，占全部投资资产的16.6%（公司推介材料中为1014亿元，占比17.1%），该占比显著高于同业，较年初提升4.5个百分点（推介材料口径）。公司集合信托计划占非标资产中的49%，占债权非标的54%，集合信托占非标资产的比例亦是4家上市保险公司中最高的，非标资产占比快速提升且集合信托占比高可能会提升市场对公司资产质量的担忧。

投资建议

公司寿险业务发展略超预期，但非标资产提升较快且以集合信托计划为主体，市场或担心其资产质量风险。给予“增持”评级。

新华保险 2014 年中报关键指标

图表1：中报财务概览

| 百万元，元 | 2014H | 2013H | YoY |
|------------|---------|---------|--------|
| 净利润 | 3,748 | 2,187 | 71% |
| 半年新业务价值 | 2,472 | 2,091 | 18.2% |
| 综合收益 | 4,446 | 1,813 | 145.2% |
| 加权平均净资产收益率 | 9.04% | 5.95% | 52% |
| 每股净利润 | 1.20 | 0.70 | 71% |
| 百万元，元 | 2014H | 2013A | YoY |
| 净资产 | 43,296 | 39,318 | 10.1% |
| 总资产 | 612,004 | 565,849 | 8.2% |
| 内涵价值 | 73,141 | 64,407 | 13.6% |
| 每股净资产 | 13.88 | 12.60 | 10.1% |
| 每股内涵价值 | 23.45 | 20.65 | 13.6% |

来源：国金证券研究所

单位：百万元，元，下同

图表2：三家保险公司经调整的净资产变动对比

| 时间截点 | 中国太保 | 中国平安 | 新华保险 |
|------------|---------|---------|--------|
| 2013A | 98,968 | 182,709 | 39,318 |
| 2014H（调整前） | 106,341 | 206,488 | 43,296 |
| 分红 | 0 | 3,562 | 0 |
| 募资 | 0 | 0 | 0 |
| 准备金假设调整 | -2,760 | -4,130 | -454 |
| 2014H（调整后） | 103,581 | 205,920 | 42,842 |
| 较去年末增加 | 4.7% | 12.7% | 9.0% |

来源：国金证券研究所注

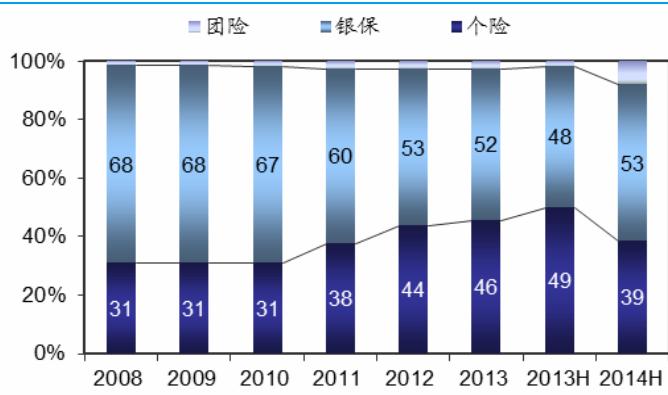
注：太保和新华的分红均在7月份，未反映在上半年净资产的变动中。

图表3：新华保险的保费结构变化

| | 2012 | 2013 | 2013H | 2014H | YoY |
|------------|---------------|----------------|---------------|---------------|------------|
| 保险营销员渠道 | 42,993 | 47,489 | 22,623 | 25,835 | 14% |
| 首年保费收入 | 10,131 | 8,488 | 3,635 | 5,261 | 45% |
| 期交 | 8,948 | 7,088 | 3,006 | 4,187 | 39% |
| 趸交 | 1,183 | 1,400 | 629 | 1,074 | 71% |
| 续期保费收入 | 32,862 | 39,001 | 18,988 | 20,574 | 8% |
| 银行保险渠道 | 52,163 | 53,395 | 24,370 | 35,726 | 47% |
| 首年保费收入 | 21,569 | 22,669 | 7,151 | 22,369 | 213% |
| 期交 | 5,074 | 2,896 | 2,001 | 1,575 | -21% |
| 趸交 | 16,495 | 19,773 | 5,150 | 20,794 | 304% |
| 续期保费收入 | 30,594 | 30,726 | 17,219 | 13,357 | -22% |
| 财富管理 | 1,097 | 1,305 | 3,445 | 4,359 | 27% |
| 首年保费收入 | 635 | 596 | 846 | 1,335 | 58% |
| 期交 | 375 | 281 | 756 | 1,116 | 48% |
| 趸交 | 260 | 315 | 90 | 219 | 143% |
| 续期保费收入 | 462 | 709 | 2,599 | 3,024 | 16% |
| 团险 | 1,466 | 1,451 | 906 | 897 | -1% |
| 合计 | 97,719 | 103,640 | 51,344 | 66,817 | 30% |
| 首年保费 | 32,335 | 31,753 | 11,632 | 28,965 | 149% |
| 首年期交 | 14,397 | 10,265 | 5,763 | 6,878 | 19% |
| 标准保费 | 16,337 | 12,559 | 6,441 | 9,176 | 42% |
| 期缴占比 | 44.5% | 32.3% | 49.5% | 23.7% | |
| APE margin | 25.5% | 33.7% | 32.2% | 26.9% | |
| FYP margin | 12.9% | 13.3% | 17.8% | 8.5% | |

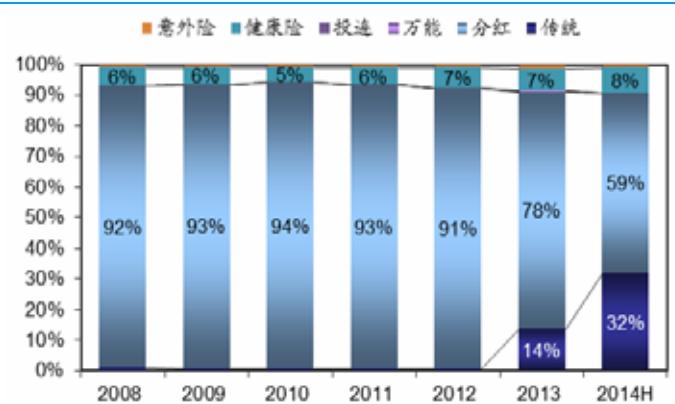
来源：国金证券研究所

图表4：个险占比有所下滑



来源：国金证券研究所

图表5：传统险占比大幅提升（受银保渠道“惠福宝”影响）



图表6：各家寿险公司代理人数据，新华人寿代理人减少

| 代理人数据 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014H |
|-----------|------|------|-------|------|-------|--------|
| 平安人寿 | 41.7 | 45.3 | 48.7 | 51.3 | 55.7 | 60.8 |
| 太保人寿 | 25.4 | 28.0 | 29.2 | 29.5 | 28.6 | 30.1 |
| 中国人寿 | 77.7 | 70.6 | 68.5 | 69.3 | 65.3 | NA |
| 新华保险 | 22.7 | 19.9 | 20.2 | 20.4 | 20.1 | 17.6 |
| 增速 | | | | | | |
| 平安人寿 | 17% | 9% | 7.5% | 5.4% | 8.6% | 9.1% |
| 太保人寿 | 15% | 10% | 4.3% | 1.0% | -3.1% | 5.2% |
| 中国人寿 | 9% | -9% | -3.0% | 1.2% | -5.8% | |
| 新华保险 | 17% | -12% | 1.6% | 1.0% | -1.5% | -12.4% |

来源：国金证券研究所

图表7：分渠道的新业务价值贡献

| 渠道 | 2014H | 2013H | YoY |
|-----------------|-------------|--------------|---------------|
| 个险 | 2400 | 1807 | 32.8% |
| 银保 | 116 | 344 | -66.3% |
| 团险 | -45 | -61 | -26.2% |
| 合计 | 2472 | 2091 | 18.2% |
| 新业务价值利润率 | 8.5% | 10.7% | -2.2pt |

来源：国金证券研究所

图表8：投资资产的占比变化及投资收益率

| | 金额 | | 占比 | | 2013H |
|------------|---------|---------|--------|-------|-------|
| | 2014H | 2013H | YoY | 2014H | |
| 投资资产 | 594,762 | 549,596 | 8.2% | | |
| 定期存款 | 162,173 | 163,137 | -0.6% | 27.3% | 29.7% |
| 债权型投资 | 335,605 | 305,558 | 9.8% | 56.4% | 55.6% |
| - 常规债权投资 | 245,270 | 245,438 | -0.1% | 41.2% | 44.7% |
| - 非标债权投资 | 90,335 | 60,120 | 50.3% | 15.2% | 10.9% |
| 股权型投资 | 42,303 | 41,589 | 1.7% | 7.1% | 7.6% |
| - 股票 | 19,205 | 19,118 | 0.5% | 3.2% | 3.5% |
| - 基金 | 11,225 | 13,067 | -14.1% | 1.9% | 2.4% |
| - 其他长期股权投资 | 777 | 781 | -0.5% | 0.1% | 0.1% |
| - 非标股权投资 | 11,096 | 8,623 | 28.7% | 1.9% | 1.6% |
| 现金及现金等价物 | 31,500 | 18,570 | 69.6% | 5.3% | 3.4% |
| 其他投资 | 23,181 | 20,742 | 11.8% | 3.9% | 3.8% |

来源：国金证券研究所

图表9：投资收益的整体状况

| | 2012H | 2013H | 2014H | YoY |
|--------------|--------------|---------------|---------------|------------|
| 现金及现金等价物利息收入 | 55 | 34 | 176 | 418% |
| 定期存款利息收入 | 3,882 | 4,450 | 4,220 | -5% |
| 债权型投资利息收入 | 4,704 | 5,814 | 8,343 | 43% |
| 股权型投资分红收入 | 386 | 645 | 550 | -15% |
| 其他投资资产利息收入 | 145 | 161 | 357 | 122% |
| 净投资收益 | 9,172 | 11,104 | 13,646 | 23% |
| 投资资产买卖价差收益 | -126 | 1,025 | 493 | -52% |
| 公允价值变动损益 | 272 | -573 | 121 | -121% |
| 投资资产减值损失 | -2,016 | -928 | -754 | -19% |
| 总投资收益 | 7,302 | 10,616 | 13,775 | 30% |

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-20%；
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------------|----------------------------|---------------------------------|
| 电话: (8621)-61038271 | 电话: 010-6621 6979 | 电话: 0755-83831378 |
| 传真: (8621)-61038200 | 传真: 010-6621 6793 | 传真: 0755-83830558 |
| 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编: 201204 | 邮编: 100053 | 邮编: 518000 |
| 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼 | 地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层 | 地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD |