

新业务价值增速超预期，银保渠道改善余地大

核心观点：

1. 事件

公司发布了 2014 年年度报告。

2. 我们的分析与判断

1) 全年业绩表现略高于预期

2014 年公司共计实现营业收入 1431.9 亿元 (yoy+10.5%)，归母净利润 64.1 亿元 (yoy+44.9%)，EPS2.05 元 (yoy+44.4%)，略高于市场预期。公司期末归母净资产达 483.6 亿元 (yoy+29.0%)，ROE 达到 14.6%，同比增加 2.6 个百分点。

2) 营销员渠道带动新业务价值增长提速，银保渠道表现不佳

2014 年公司全年新业务价值增速达到了 16.0%，增幅较去年大幅提升了 15.5 个百分点，主要归因于营销员渠道 22.5% 的新业务价值增速。公司期末营销员总人数（保险营销渠道+服务经营渠道）达到 20.6 万人 (yoy+2.5%)，人均产能则增长至 4698 元/月 (yoy+32.7%)，由此营销员渠道的合计新单保费收入达到了 114.7 亿元 (yoy+33.4%)。但由于公司银保渠道新单保费收入中趸交保费大幅增长 (yoy+41.7%) 且期交保费持续下滑 (yoy-10.5%)，因而整体新单保费利润率下滑 1.6ppt 至 11.1%，与此同时银保渠道的新业务价值出现负增长，仅有 2.82 亿元 (yoy-40.3%)。此外，归因于银保渠道高现金价值产品退保增加，公司退保金及退保率也分别大幅提升至 490.3 亿元 (yoy+70.3%) 和 9.20% (+3.0ppt)。

3) 投资表现亮眼，股权型资产配置占比显著提升

受益于股债双市的强劲表现，公司投资表现同比大幅改善。2014 年，公司可比口径的净投资收益率和总投资收益率分别达到了 5.2% (+0.2ppt) 和 5.8% (0.6ppt)，较去年显著提升。在资产配置方面，股权型资产占比提升至 11.3% (+3.7%)，很好地抓住了股票市场表现强劲的机会。此外，可供出售金融资产的公允价值变动收益同样大幅提升。

4) 偿付能力大幅提升，经营现金流压力较大

归因于本期综合收益的大幅上升以及 40 亿元次级债的成功发行，公司 2014 年的偿付能力充足率大幅提升至 227% (+52ppt)，达到一个非常好的水平。此外，由于退保金大幅上升的影响，公司经营活动产生的现金流同比大幅下降了 55.4%，预计今年将有所改善。

3. 投资建议

我们认为公司营销员渠道表现持续改善，而银保渠道则依然有较大改善空间，业绩弹性显著并且市值最小。我们维持“推荐”评级，提高盈利预测为 2015/2016 年 EPS（摊薄）2.87/3.88 元；2015/16 年每股 EV35.53/45.48 元，对应当前股价 P/EV 倍数为 1.52X/1.19X。

新华保险 (601336.SH)

推荐 维持评级

分析师

赵强

☎: (8621) 2025 2661

✉: zhaoliang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512050002

特别鸣谢:

白舟

☎: (8610) 8357 4603

✉: baizhou@chinastock.com.cn

一般从业证书编号: S0130113090032

对本报告的贡献

市场数据 时间 2015.03.25

A 股收盘价(元)	54.03
A 股一年内最高价(元)	57.60
A 股一年内最低价(元)	19.45
上证指数	3660.73
市净率	3.60
总股本(万股)	311954.66
实际流通 A 股(万股)	208543.93
限售的流通 A 股(万股)	0
流通 A 股市值(亿元)	1126.76

相关研究

表 1: 公司关键指标一览

单位: 百万元	2013	2014	变动幅度
营业收入	129,594	143,187	10.5%
归母净利润	4,422	6,406	44.9%
总资产	565,849	643,709	13.8%
归母净资产	39,312	48,359	23.0%
内涵价值	64,407	85,260	32.4%
新业务价值	4,236	4,912	16.0%
EPS (基本)	1.42	2.05	44.4%
ROE	11.8%	14.6%	增加 2.6 个百分点

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究所整理

表 2: 保费收入分渠道

单位: 百万元	保费收入				
	2013	占比	2014	占比	同比增幅
保险营销员渠道	42,792	41.3%	47,292	43.0%	10.5%
银保渠道	53,336	51.5%	53,434	48.6%	0.2%
服务经营渠道	6,086	5.9%	7,698	7.0%	26.5%
团险渠道	1,426	1.4%	1,444	1.3%	1.3%
合计	103,640	100.0%	109,868	100.0%	6.0%

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究所整理

表 3: 新单保费分渠道: 银保渠道期交保费收入持续下滑

单位: 百万元	新单保费收入				
	2013	占比	2014	占比	同比增幅
保险营销员渠道	7,200	21.7%	9,171	20.8%	27.4%
趸交	1,291	3.9%	1,913	4.3%	48.2%
首年期交	5,909	17.8%	7,258	16.4%	22.8%
银保渠道	23,173	69.8%	31,226	70.7%	34.8%
趸交	20,083	60.5%	28,460	64.5%	41.7%
首年期交	3,090	9.3%	2,766	6.3%	-10.5%
服务经营渠道	1,403	4.2%	2,302	5.2%	64.1%
趸交	138	0.4%	391	0.9%	183.3%
首年期交	1,265	3.8%	1,911	4.3%	51.1%
团险渠道	1,426	4.3%	1,444	3.3%	1.3%

合计	33,202	100.0%	44,143	100.0%	33.0%
趸交合计	21,512	64.8%	30,764	69.7%	43.0%
首年期交合计	11,690	35.2%	13,379	30.3%	14.4%

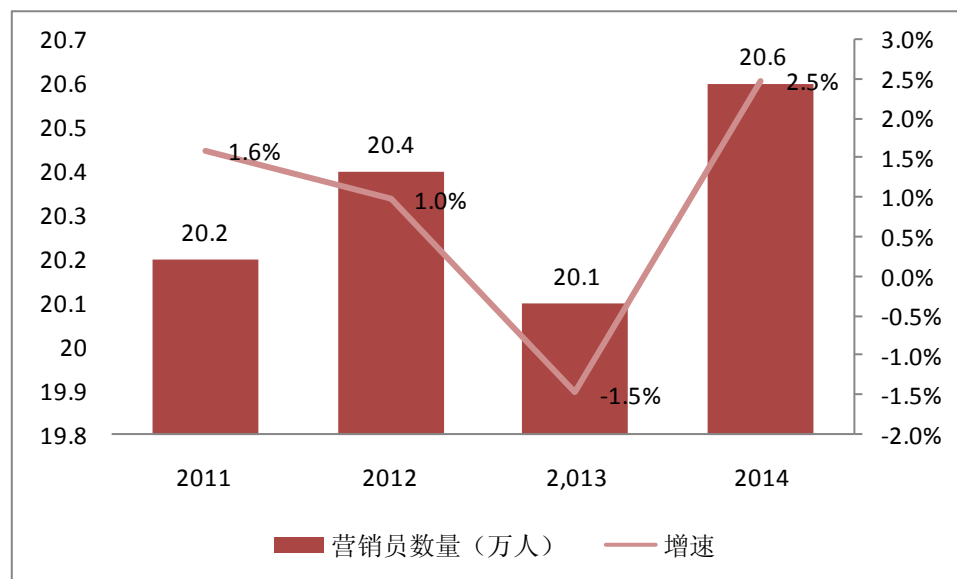
资料来源：公司年报，中国银河证券研究所整理

表 4：营销员渠道产能显著提升

	2013	2014	同比增速
营销员渠道首年规模保费（百万元）	8,603	11,473	33.4%
营销员人均产能(元/月)	3,540	4,698	32.7%

资料来源：公司年报，中国银河证券研究所整理

图 1：营销员数量同比略有上升（单位：万人；%）



资料来源：公司年报，中国银河证券研究所整理

表 5：一年新业务价值分渠道：个险渠道贡献进一步上升，银保渠道表现不佳

单位：百万元	2013	占比	2014	占比	同比增幅
保险营销员渠道	3,847	90.8%	4,713	95.9%	22.5%
银保渠道	472	11.1%	282	5.7%	-40.3%
团险渠道	-83	-2.0%	-83	-1.7%	0.0%
合计	4,236	100.0%	4,912	100.0%	16.0%

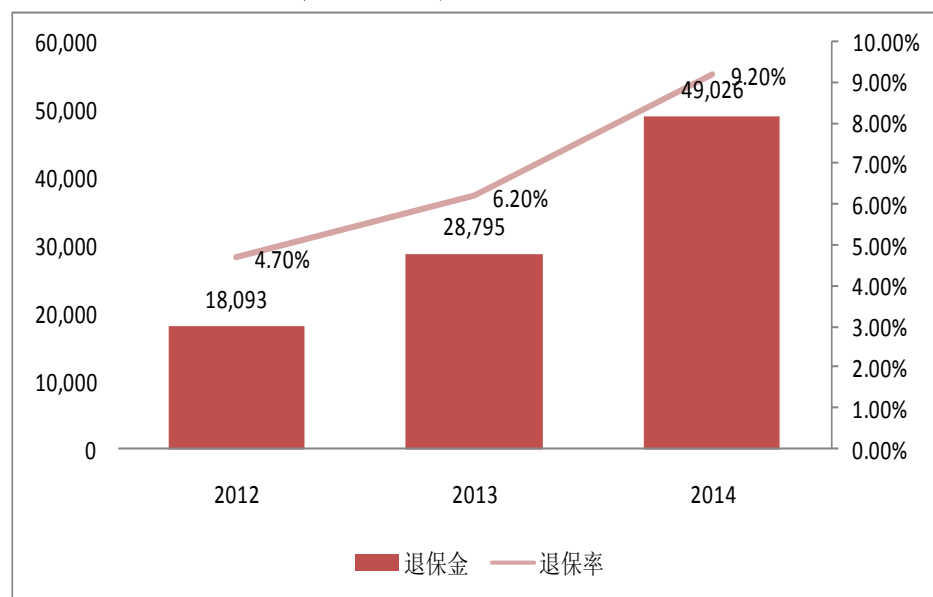
资料来源：公司年报，中国银河证券研究所整理

表 6: 保费利润率情况: 新单保费利润率下滑

单位: 百万元	2013	2014	同比增速
扣除偿付能力成本之前的一年新业务价值	5,334	6,234	16.9%
扣除偿付能力成本之后的一年新业务价值	4,236	4,912	16.0%
标准保费	13,841	16,455	18.9%
标准保费利润率	30.6%	29.9%	下降 0.8 个百分点
新单保费	33,202	44,143	33.0%
新单保费利润率	12.8%	11.1%	下降 1.6 个百分点

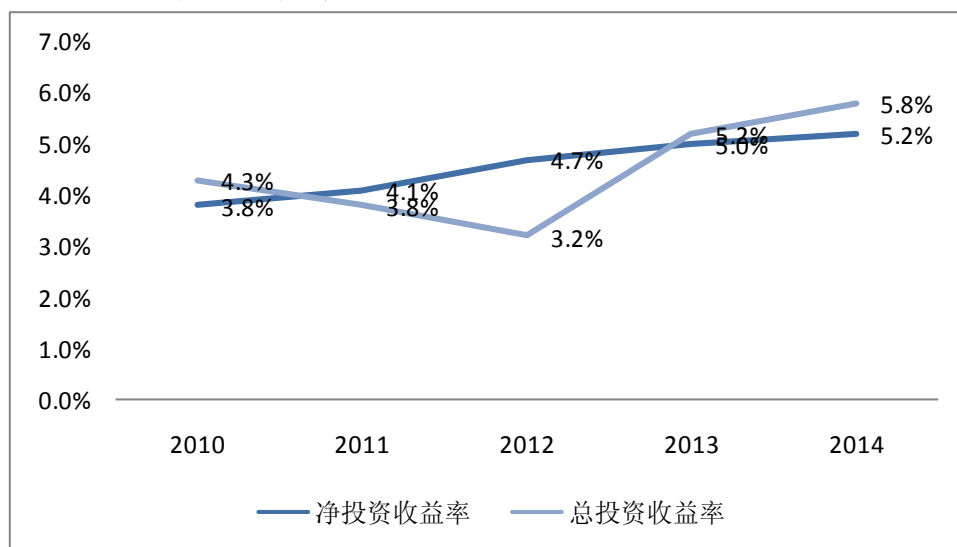
资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究所整理

图 2: 退保压力依然较大 (单位: 百万元; %)



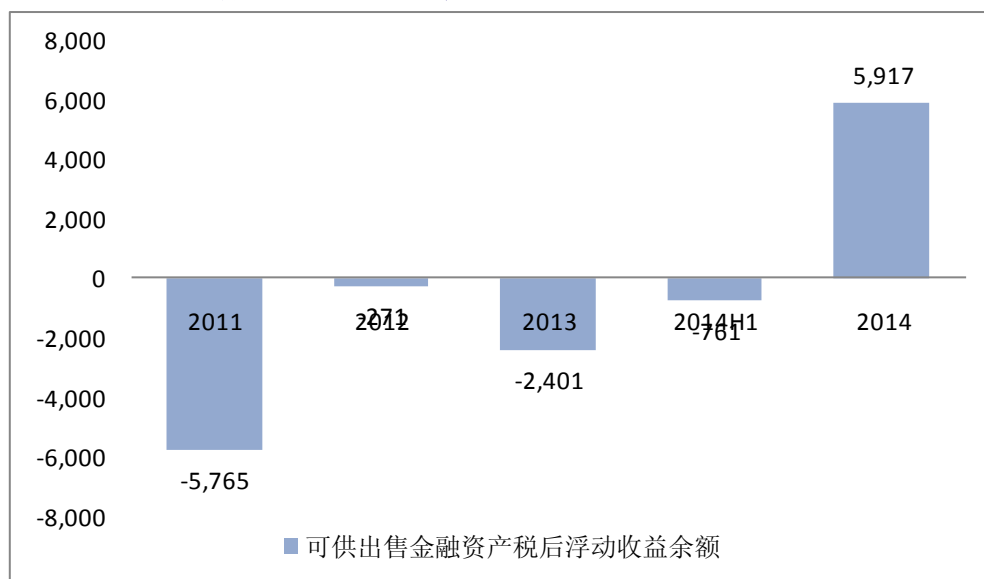
资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究所整理

图 3: 投资收益率改善显著 (单位: %)



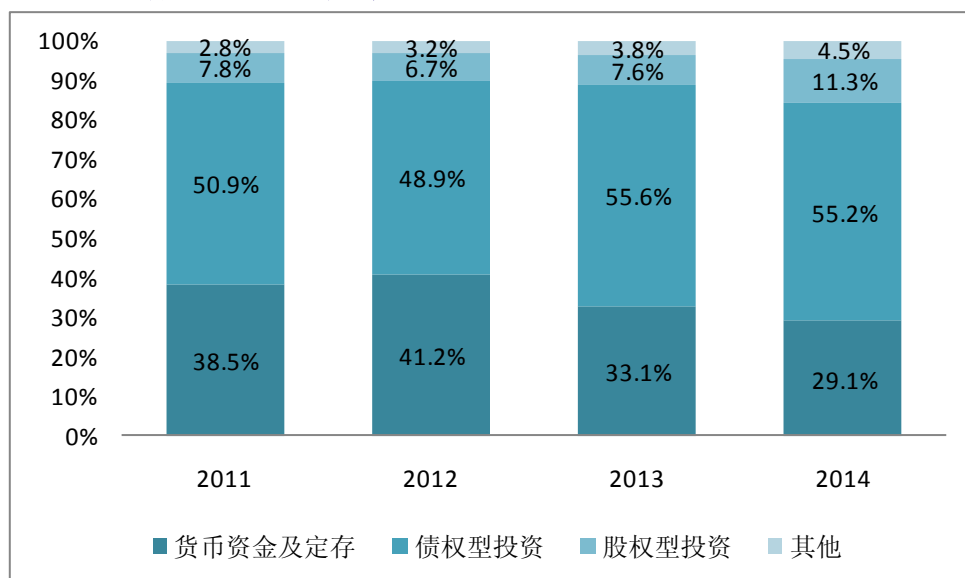
资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究所整理

图 4: 可供出售金融资产产生大量浮盈 (单位: 百万元)



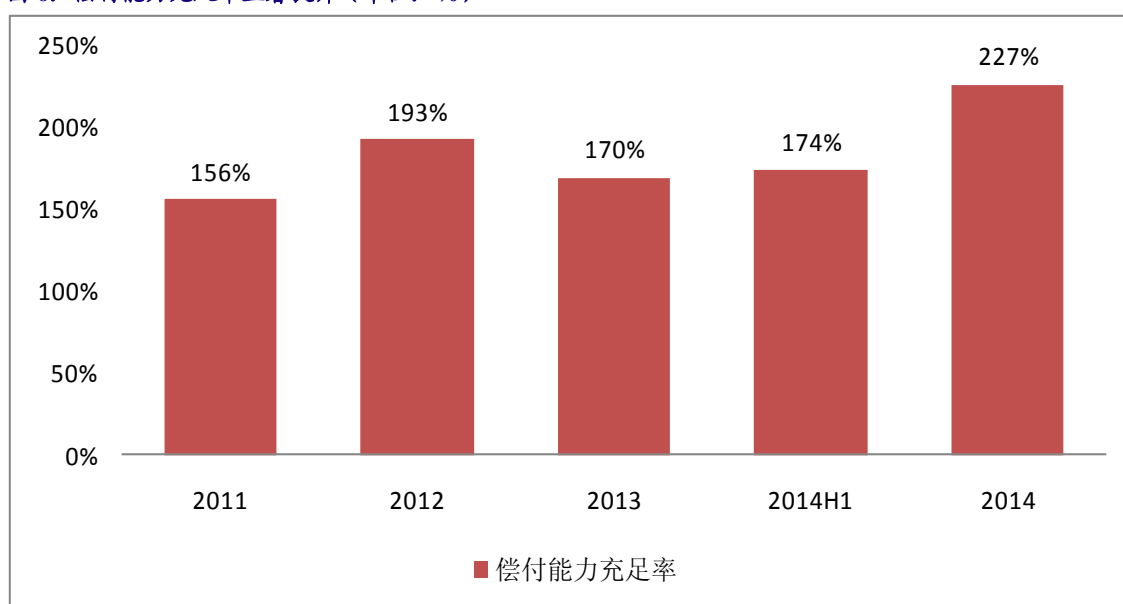
资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究所整理

图 5: 权益类资产配置占比提升 (单位: %)



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究所整理

图 6: 偿付能力充足率显著提升 (单位: %)



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究所整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

赵强，行业证券分析师。本人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，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 83571359 liusiyao@chinastock.com.cn