



东兴证券
DONGXING SECURITIES

保单结构改善提升公司业务价值

——新华保险（601336）中报点评

2015 年 08 月 27 日

推荐/维持

新华保险

财报点评

齐瑞娟	分析师	执业证书编号：S1480515080001	
	qirj@dxzq.net.cn	010-66554089	
刘湘宁	联系人		
	liu-xn@dxzq.net.cn	010-66554027	

事件：

近日,新华保险发布 2015 年中期业绩, 公司上半年实现保费业务收入规模为 726.61 亿元, 同比增长 8.7%, 实现投资收益 314.8 亿元, 同比增长 128.5%。归属母公司股东净利润达到了 67.52 亿元, 同比增长 80.1%, 上半年新业务价值达到了 34.5 亿元, 同比增长 43.2%, 内含价值达到了 992.47 亿元, 较年初增长 16.4%。

公司分季度财务指标

指标	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2
营业收入（百万元）	39096	55231	26061	28633	33262	66256	37741
增长率（%）	56.45%	48.25%	2.46%	2.97%	-14.92%	19.96%	44.82%
毛利率（%）	0.86%	3.33%	10.29%	11.11%	-0.94%	7.09%	11.10%
营业利润率（%）	0.86%	3.33%	10.29%	11.11%	-0.94%	7.09%	11.10%
净利润（百万元）	472.00	1560.00	2189.00	2577.00	81.00	3625.00	3128.00
增长率（%）	-22.50%	06.41%	203.19%	46.09%	-82.84%	132.37%	42.90%
每股盈利（季度，元）	0.15	0.50	0.70	0.83	0.03	1.16	1.00
资产负债率（%）	93.05%	93.15%	92.93%	92.33%	92.49%	91.71%	91.37%
净资产收益率（%）	1.20%	3.82%	5.06%	5.50%	0.17%	6.72%	5.49%
总资产收益率（%）	0.08%	0.26%	0.36%	0.42%	0.01%	0.56%	0.47%

观点：

➤ 保单结构价值转型。

公司保费结构大幅度改善, 新单中高利润率保单占比显著提升, 价值转型效果逐步扩大。传统型保费收入占比达到了47.66%, 较去年同期增长15.73%, 分红险保费收入由去年同期58.9%下降至40.27%。另一方面, 上半年公司首年保费达到了393.3亿元, 同比增长31.8%, 其中, 传统险和健康险首年保费占比达到15.26%, 较去年同期增长7.81%。

➤ 人均产能获得较大提升同时银保渠道价值转型。

15年上半年代理人团队规模达到了19.2万人, 人均月均产能达到了6506.08元, 较去年同期增长30.59%, 但与平安相比来看, 还有很大的提升空间。

相较于代理人渠道，银保渠道公司创新引入财富管理小团队对银保渠道进行转型，根据公司对外公布数据来看，去年不到1000人规模的团队，今年规模突破5000人，规模扩大了4倍多，同时财富管理团队也为公司创造了一定量的规模保费，我们认为公司银保渠道财富管理的转型有助于将传统银保销售高现价产品向挖掘优质高利润客户转化，我们看好后续公司银保渠道的转型。

➤ 公司投资提升权益占比顺利把握了上半年市场良机。

根据公司公布的数据来看，公司在上半年资产配置中大幅提升权益类资产占比，利于公司把握上半年市场行情。上半年，公司权益类资产占比达到了 18.82%，较去年底增长7.55%，权益类资产中基金所占份额大幅度提升，2015年中期达到了40.66%，较去年底扩大9.04%，股票所占权益投资份额与基金占比相近，但较去年底下降7.73%。我们认为公司在积极调整资产配置中对于风险考量较多。

➤ 退保在未来两年内仍是挑战。

公司上半年退保率超过了7%，较去年同期3.8%增长3.2%，这主要是受前几年较为激进的销售高现价保单所影响，一般高现价保单存续期在一到两年左右，因此公司在未来一到两年间的退保压力还会较大，这对公司现金流产生较大的影响。

➤ 我们预计全年新业务价值增速将超过20%。

监管部门积极创先，行业整体政策支持力度较高。长期我们看好保险行业的发展。短期来看，经济处于降息宽松周期，新配置保险固定收益类资产的价值有下行的趋势，权益类市场震荡不稳，权益类资产投资难度进一步加大。新华保险转型初具一定成效，上半年的业绩高速增长业务全年业绩作出了保障，我们预测公司全年FNBV增速将超过20%。现阶段公司市场估值较低，给予公司“推荐”的投资评级。

表 1：保费收入结构

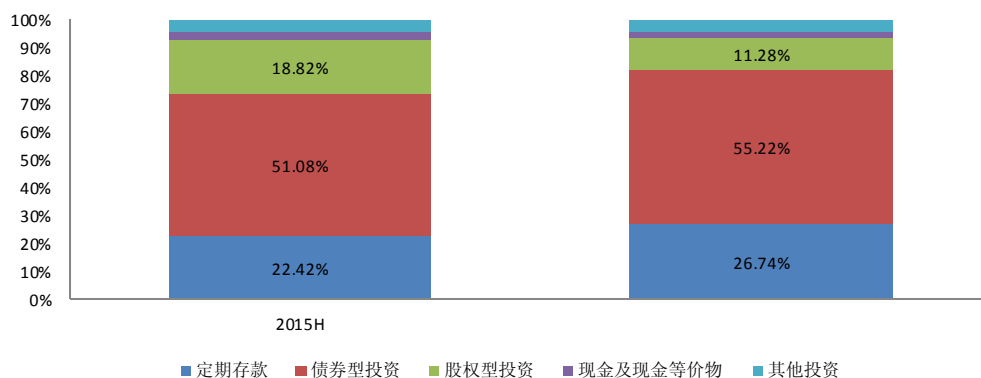
单位：百万元		2015H		2014H	
	保险业务收入	占比	保险业务收入	占比	
传统型保险	34,631	47.66%	21,336	31.93%	
分红型保险	29,262	40.27%	39,357	58.90%	
万能型保险	19	0.03%	20	0.03%	
健康保险	8,181	11.26%	5,391	8.07%	
意外保险	568	0.78%	713	1.07%	
合计	72,661		66,817		

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

表 2：代理人和人均产能变化情况

	2015H	2014H	增速
人力（万人）	19.2	17.6	9.09%
代理人渠道保费（百万元）	7,495	5,261	42.46%
人均产能/月	6,506.08	4,982.01	30.59%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 1：投资资产构成变化


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

表 3：新华保险估值

亿元	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	1,295.94	1,431.87	1,530.51	1,743.94
(+/-)%	10.84%	10.49%	6.89%	13.94%
营业利润	50.70	73.91	105.18	128.14
(+/-)%	97.66%	45.78%	42.31%	21.83%
净利润	44.24	64.07	93.65	113.59
(+/-)%	50.78%	19.69%	43.61%	14.37%
每股净资产	12.60	15.50	15.75	17.89
每股净收入(元)	1.42	2.05	3.00	3.64
PB	2.76	2.25	2.21	1.95
P/EV		1.27	0.99	0.84

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

齐瑞娟

北京大学经济学学士，纽约州立大学金融经济学硕士，曾于 2010 年至 2015 年在博时基金管理公司工作，历任养老金业务部专户业务助理、专户业务经理、专户业务总监。2015 年加盟东兴证券研究所，从事非银行金融行业研究。

联系人简介

刘湘宁

数量经济学硕士，2013 年加盟东兴证券研究所，从事非银行金融行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。