

新华保险（601336）

股灾影响见底，无碍全年业绩高增长 买入（维持）

2015年10月31日

事件

新华保险于10月31日发布15年三季报：公司15年前三季度实现归属于母公司股东净利润86.44亿元，同比增长36.7%，对应EPS 2.77元；归属于母公司净资产540.82亿元，环比年初增长11.8%，对应BPS17.33元；前三季度ROE16.84%，同比增加2.16个百分点。

投资要点

- **净利润增速放缓，主要受投资拖累。**公司前三季度净利润同比增长36.7%，较中报时点涨幅（80.1%）有所收窄。其中，第三季度单季度净利润为18.9亿元，同比下降27%，主要是因为6月以来股市杀跌拖累投资收益。
- **股灾影响见底，无碍全年业绩高增长。**由于较高的权益类持仓，公司业绩对股市表现较为敏感。第三季度投资收益受6月以来股灾冲击较大，根据我们的测算，股灾对公司的总体影响约为-60亿元左右，其中，对净利润影响约-13亿元，对浮盈影响约为-47亿元。考虑到10月以来股市逐渐企稳、债市持续走强，第四季度投资收益有望回升，预计全年净利润仍将保持50%左右高增长，浮盈也将有所回升。
- **高杠杆加强业绩弹性，ROE领先同业。**公司第三季度末杠杆倍数为11.67，为同业最高，在高杠杆的推动下，公司前三季度ROE达到16.84%，领先同业。预计未来公司的高杠杆属性将利好业绩弹性。
- **代理人准入限制放开将持续推动新单增长。**2015年上半年公司新单保费收入为393.3亿元，同比增长31.8%，同时新业务价值为34.5亿元，同比增长43.2%。下半年代理人准入限制放开将持续推动新单增长，预计全年新业务价值保持40%以上的高增长。

盈利预测及投资建议

受股灾拖累，公司三季度业绩增幅放缓。随着股市企稳，公司第四季度投资收益有望回升，预计全年业绩仍将保持50%左右高增长；代理人准入限制的放开将推动全年新业务价值维持40%以上的高增速。考虑到公司全年业绩有望超出市场预期以及业绩的较高弹性，估值向上空间较大。预计15~17年EPS分别为3.07、4.32和5.48元。目前公司15PEV1.3倍，估值处于较低水平。我们认为公司合理估值为1.5倍15PEV，对应目标价48元/股，维持“买入”评级。

风险提示

1. 长期低利率环境对投资端的不利影响
2. 分红险费改对分红险利润率的压力

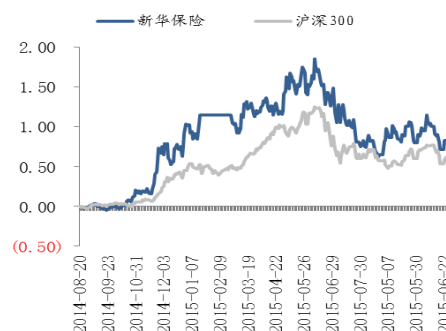
首席分析师 丁文韬

执业资格证书号码：S0600515050001
dingwt@dwzq.com.cn

分析师 王维逸

执业资格证书号码：S0600515050002
wangwy@dwzq.com.cn

股价走势

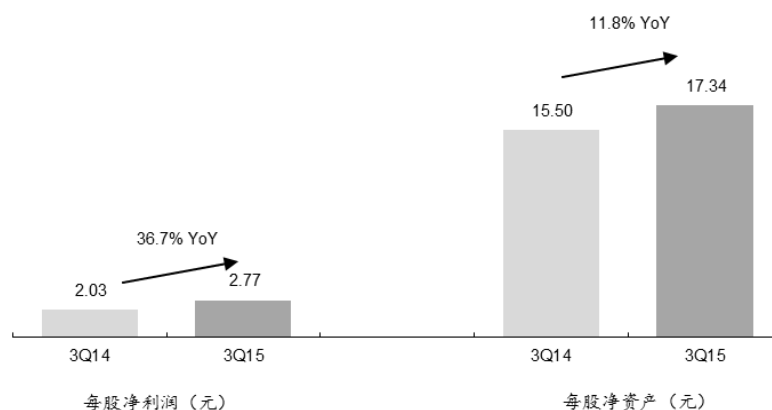


市场数据（10月30日）

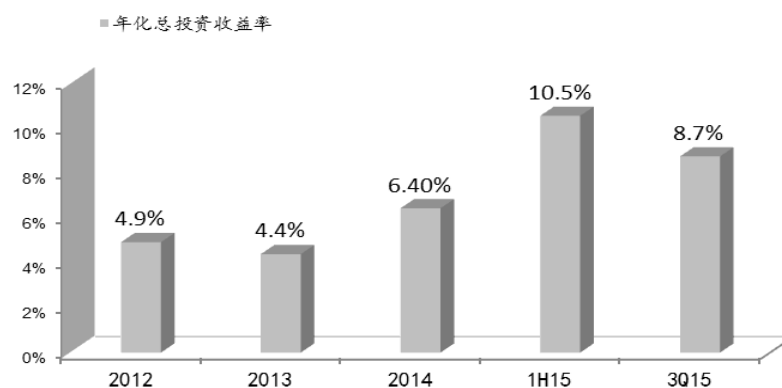
| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价（元） | 42.5 |
| 一年最低价/最高价 | 23.18/70.60 |
| 市净率 | 2.45 |
| 流通A股市值（百万元） | 88631.2 |

基础数据

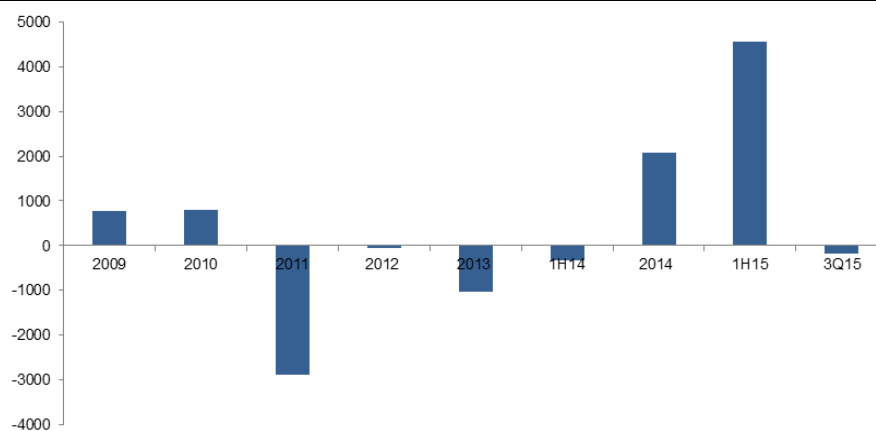
| | |
|-----------|---------|
| 每股净资产（元） | 17.34 |
| 资产负债率（%） | 91.37 |
| 总股本（百万股） | 3119.55 |
| 流通A股（百万股） | 2085.44 |

图表 1：净利润及净资产增速

资料来源：公司 2015 三季报，东吴证券研究所

图表 2：年化总投资收益率

资料来源：公司 2015 三季报，东吴证券研究所

图表 3：浮盈大幅下降（百万元）

资料来源：公司 2015 三季报，东吴证券研究所

图表 4: 盈利预测与估值

| | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-------|--------|--------|---------|---------|---------|
| EV | 64,407 | 85,260 | 101,065 | 118,735 | 138,513 |
| VNB | 4,235 | 4,912 | 6,671 | 6,991 | 7,319 |
| 净利润 | 4,422 | 6,406 | 9,590 | 13,468 | 17,085 |
| 净资产 | 39,312 | 48,364 | 56,688 | 69,430 | 85,558 |
| EVPS | 20.64 | 27.33 | 32.39 | 38.06 | 44.40 |
| VNBPS | 1.36 | 1.57 | 2.14 | 2.24 | 2.35 |
| EPS | 1.42 | 2.05 | 3.07 | 4.32 | 5.48 |
| BVPS | 12.60 | 15.50 | 18.17 | 22.25 | 27.42 |

资料来源：公司历年年报，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 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

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>