



保单结构与质量齐改善助力价值增长

2016年03月30日

推荐/维持

新华保险

财报点评

——新华保险（601336）2015年财报点评

刘湘宁

分析师

执业证书编号：S1480516020001

liu-xn@dxzq.net.cn 010-66554027

事件：

公司2015年共实现营业收入1584.53亿元，同比增长10.66%，归属母公司股东净利润为86.01亿元，同比增长34.3%。其中，公司全年实现保费收入1118.59亿元，同比增长1.8%。公司业绩增速基本符合我们的预期。

公司分季度财务指标

指标	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
营业收入（百万元）	26061	28633	33262	66256	37741	29997	24459
增长率（%）	2.46%	2.97%	-14.92%	19.96%	44.82%	4.76%	-26.47%
毛利率（%）	10.29%	11.11%	-0.94%	7.09%	11.10%	8.42%	-0.54%
营业利润率（%）	10.29%	11.11%	-0.94%	7.09%	11.10%	8.42%	-0.54%
净利润（百万元）	2189.00	2577.00	81.00	3625.00	3128.00	1892.00	-43.00
增长率（%）	203.19%	46.09%	-82.84%	132.37%	42.90%	-26.58%	-153.09%
每股盈利（季度，元）	0.70	0.83	0.03	1.16	1.00	0.61	-0.01
资产负债率（%）	92.93%	92.33%	92.49%	91.71%	91.37%	91.43%	91.24%
总资产收益率（%）	0.36%	0.42%	0.01%	0.56%	0.47%	0.30%	-0.01%

观点：

➤ 保单结构价值转型颇有成效。

公司全年推进保险业务价值转型，效果较为显著。从保单险种结构来看，传统型寿险占比大幅提升至39.53%，较2014年底提升11个百分点；从保费收入渠道数据来看，代理人渠道的首年保费占比显著提升较14年底扩大5.03个百分点，银保渠道保费占比稳步下行，同时其中新单保费占比较14年底增长12.16个百分点，另一方面银保新单保费中期缴保费占比也在不断扩大，较14年底提升2.32个百分点。公司16年进一步加强对新单期缴业务和传统险业务的发展，我们认为公司保险业务的价值还将进一步的提升。

➤ 一年新业务价值增长小幅超预期，代理人团队的进一步发展有望推动新业务价值进一步增长。

2015年公司实现一年新业务价值66.21亿元，较14年增长34.79%。从各渠道对于一年新业务价值贡献度的来看，代理人渠道的发展推动了新业务保单量与质的增长，其对公司一年新业务价值的贡献度也稳步提升至了96.07%，较14年增长0.12%。

从公司营销员团队发展来看，代理人人力达到了25.9万人，较14年增长48%，我们认为随着代理人团队的进一步扩大，公司新业务价值仍有较为广阔的增长空间。

➤ **权益类资产配置加大。**

根据公司公布的数据来看，公司截止到15年底，权益类资产配置比例达到了17.98%，较14年底增加了6.7个百分点，同时公司对于非标资产的配置在总投资资产中占比达到了22.65%，较14年末上升3.24个百分点。我们认为公司主动性较高，在市场利率不断下行的趋势下，公司投资收益率下行的速度相较于其他公司有望更为缓慢。

➤ **我们看好公司16年进一步价值转型的发展空间。**

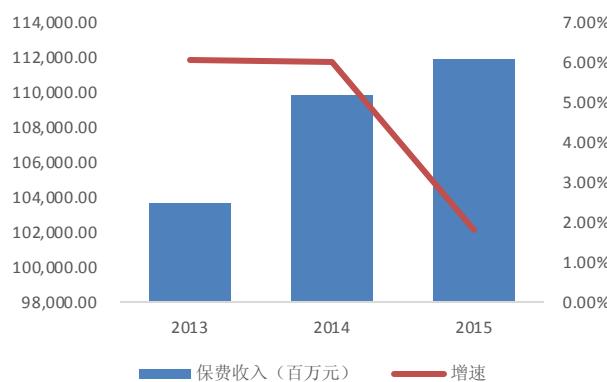
相较于其他三家险企，公司在代理人团队发展和保单价值转型等方面可发展空间巨大，我们认为公司16年强调的“三大着力点”有望保障公司实现以上两方面的发展。我们预计公司2016-2018年的EPS为3.19元、3.45元和3.67元，对应现阶段股价PE为12.8X、11.9X和11X。维持公司“推荐”的投资评级。

图 1: 公司营业收入和增速

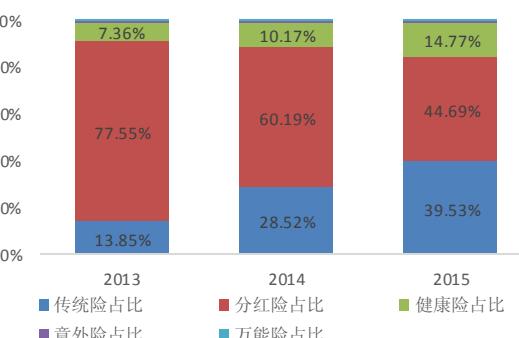

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 2: 公司净利润和增速


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 3: 公司保费收入和增速


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 4: 公司保费各险种占比情况


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 1: 分渠道一年新业务价值情况

	2015		2014	
	规模	占比	规模	占比
保险营销员渠道	6,361	96.07%	4,713	95.95%
银行保险渠道	321	4.85%	282	5.74%
团体保险渠道	-61	-0.92%	-83	-1.69%
合计	6,621	100.00%	4,912	100.00%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 2: 公司盈利与预测和估值

亿元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,431.87	1,584.53	1,790.51	2,020.95	2,418.18
(+/-)%	10.49%	10.66%	13.00%	12.87%	19.66%
营业利润 (EBIT)	73.91	112.79	111.76	120.61	128.53
(+/-)%	45.78%	52.60%	-0.91%	7.91%	6.57%
净利润	64.07	86.02	99.67	107.61	114.35
(+/-)%	44.82%	34.26%	15.87%	7.97%	6.26%
每股净收益 (元)	2.05	2.76	3.19	3.45	3.67
PE	19.96	14.83	12.81	11.86	11.16

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

分析师简介

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。

联系人简介

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。