

2016年5月2日

核心高价值业务增长超预期

买入(维持)**事件**

新华保险发布16年一季报：公司实现归属于母公司股东净利润19.9亿元，同比下降45%，对应EPS 0.64元；归属于母公司净资产572.4亿元，环比年初下降1.0%，对应BPS 18.4元。

投资要点

- **公司业绩下降符合预期，投资下降+准备金折现率变化所致。**公司一季度实现税前利润22亿元，较去年同期下降24.9亿元，同比下降53%，主要因为：1)投资收益同比大幅下降36%（今年一季度股市震荡导致股票投资价差收益同比大幅减少，浮盈亦大幅缩水约26亿元），对一季度税前利润直接影响约为-18亿元；2)750国债收益率移动平均在2016年开始进入快速下行通道，导致传统险准备金显著上升，对一季度净利润直接影响约为-7亿元。
- **主动优化业务结构推动高价值新业务爆发式增长。**公司近年来坚持主动调整业务结构，推进以价值为导向的转型效果显著：1)公司一季度个险渠道新业务保费大幅增长51.3%，其中新业务价值率最高的期缴新单保费强劲增长54.5%，增速领先同业；2)公司一季度银保渠道坚持承保高价值业务（价值率较高期缴新单大幅增长107.8%），并主动收缩低价值业务（银保趸交新单下降35.4%），对银保渠道依赖进一步下降。公司收缩低价值业务节约资本+专注于高价值业务的战略将推动内含价值长期强劲增长，预计16年全年新业务价值保持30%以上高增速。
- **准备金折现率变化影响与公司未来实际盈利能力无关。**根据我们测算，750国债收益率移动平均变化造成的准备金上升，或降低16年全年净利润超过30亿元，对于17年净利润亦会有较大影响。传统险准备金折现率变动对于利润的影响本质上来源于会计处理方法造成的滞后性（16年开始准备金折现率的快速下行是由于14-15年市场利率曲线下行的滞后体现）与公司未来的实际现金流和内含价值无关。

盈利预测及投资建议

公司2016年会计利润下行符合市场预期，对估值的负面影响基本见底。公司长期坚持核心高价值业务+收缩低价值业务的成果已开始兑现（价值率最高的个险期缴新单强劲增长54.5%），这将推动公司的新业务价值和内含价值增长超出市场预期。预计16~18年EPS分别为2.89、3.18和3.50元。目前公司16PEV仅1.0倍，估值具有较高安全边际。结合考虑潜在的价值增长超预期+优良的估值弹性，公司依然是最具投资价值的保险标的。我们认为合理估值为1.25倍16PEV，对应目标价48.8元/股，维持“买入”评级。

风险提示

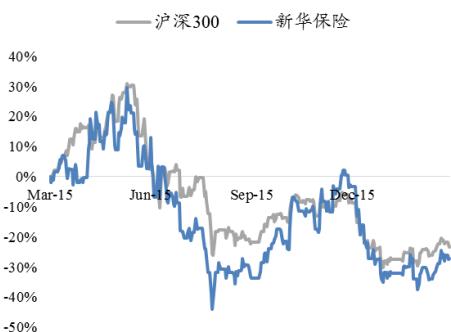
1. 长期低利率对投资端的不利影响；2. 传统险折现率曲线快速下行对于未来2年账面利润带来较大压力。

首席分析师 丁文韬

执业资格证书号码：S0600515050001

dingwt@dwzq.com.cn**分析师 田耽**

执业资格证书号码：S0600515050002

wangwy@dwzq.com.cn**股价走势****市场数据 (2016年3月29日)**

收盘价 (元)	39.90
市盈率 (2015)	14.5
市净率 (2015)	2.15
流通A股市值 (百万元)	83209

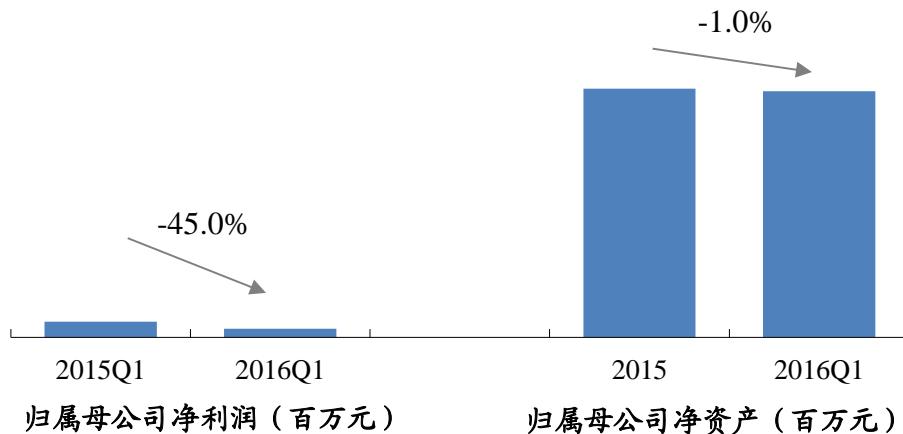
基础数据 (2015)

每股净资产 (元)	18.35
资产负债率 (%)	91.24
总股本 (百万股)	3120
流通A股 (百万股)	2085

相关报告

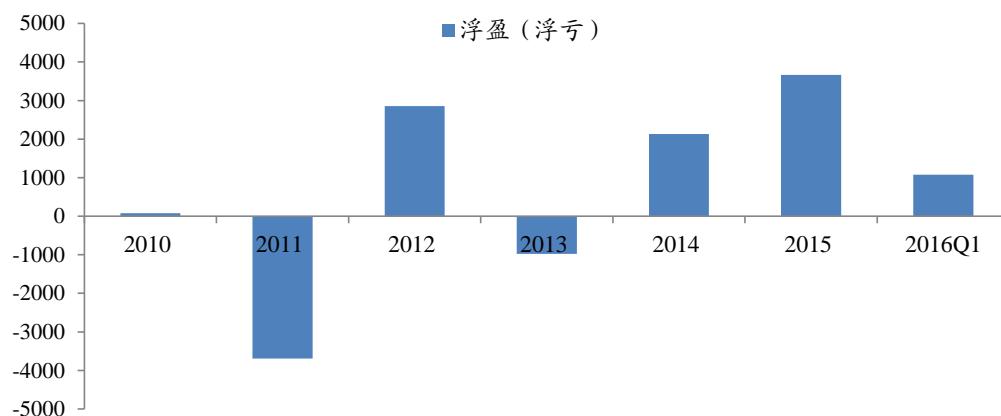
1. 新华保险2015年报点评：业务结构优化+偿二代实施利好估值
2. 新华保险2015年三季报：股灾影响见底，无碍全年业绩高增长
3. 新华保险2015年中报：新业务价值迅速提升

图表 1：净利润及净资产增速



资料来源：公司 2016 年一季报，东吴证券研究所

图表 2：浮盈（百万元）



资料来源：公司 2016 年一季报，东吴证券研究所

图表 3：传统险准备金折现率曲线将快速下行



资料来源：东吴证券研究所

图表 4: 盈利预测与估值

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润 (百万元)	6,406	8,601	9,031	9,934	10,928
净资产 (百万元)	48,364	57,835	66,006	75,037	84,971
内含价值 (百万元)	85,260	103,280	121,726	143,747	169,530
新业务价值 (百万元)	4,912	6,621	7,945	9,534	10,964
EPS (元)	2.05	2.76	2.89	3.18	3.50
EVPS (元)	27.33	33.10	39.01	46.07	54.34

资料来源：东吴证券研究所

图表 5：保险行业估值表

证券简称	价格	EVPS			1YrVNB		
A股	人民币	2014	2015	2016E	2014	2015	2016E
中国人寿	21.69	16.09	19.82	23.24	0.82	1.12	1.35
中国平安	32.04	25.10	30.24	35.17	1.20	1.69	2.02
中国太保	27.61	18.90	22.69	25.90	0.96	1.33	1.59
新华保险	39.90	27.33	33.11	39.02	1.57	2.12	2.55
证券简称	价格	P/EV			VNBX		
A股	人民币	2014	2015	2016E	2014	2015	2016E
中国人寿	21.69	1.35	1.09	0.93	6.80	1.67	-1.15
中国平安	32.04	1.28	1.06	0.91	5.78	1.06	-1.55
中国太保	27.61	1.46	1.22	1.07	9.04	3.71	1.08
新华保险	39.90	1.46	1.21	1.02	7.98	3.20	0.35
证券简称	价格	EPS			BVPS		
A股	人民币	2014	2015	2016E	2014	2015	2016E
中国人寿	21.69	1.14	1.23	1.17	10.05	11.41	12.11
中国平安	32.04	2.15	2.97	2.99	15.84	18.28	20.98
中国太保	27.61	1.22	1.96	2.00	12.93	14.71	15.83
新华保险	39.90	2.05	2.76	2.90	15.50	18.54	21.16
证券简称	价格	P/E			P/B		
A股	人民币	2014	2015	2016E	2014	2015	2016E
中国人寿	21.69	19.10	17.67	18.60	2.16	1.90	1.79
中国平安	32.04	14.91	10.81	10.70	2.02	1.75	1.53
中国太保	27.61	22.64	14.11	13.84	2.14	1.88	1.74
新华保险	39.90	19.43	14.47	13.78	2.57	2.15	1.89

资料来源：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，并注明出自为东吴证券研究所，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>