



2016-08-15

公司点评报告

买入/维持

新华保险(601336)

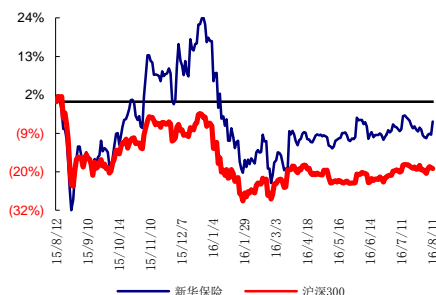
目标价: 44.92

昨收盘: 43.3

非银金融 保险 II

新华保险(601336): 复兴系举牌, 转型升级带动新业务价值增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,120/3,120
总市值/流通(百万元)	135,076/135,076
12 个月最高/最低(元)	55.20/30.31

相关研究报告:

《新华保险(601336): 转型进行时, 业绩基本符合预期》—2016/05/03

证券分析师: 张学

电话: 010-88321528

E-MAIL: zhangx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511030001

联系人: 孙立金、方刚

电话: 010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

核心观点:

行业性机遇确定性高, 利率下行因素的影响正在弱化。虽然近些年我国保险行业取得了飞速发展, 但保险密度仅为 1771 元/人, 保险深度仅为 3.59%, 与发达国家相比还有很大的发展空间, 以日本为例, 近十年的平均保险密度约为 4000 美元/人, 保险深度约为 10.48%。因此, 我国的保险行业机遇确定性非常高。近两年, 保险牌照略有放松, 各类资本纷纷发起设立、收购、参股保险公司, 无论是综合型的寿险、产险公司, 还是专业化的健康险公司, 以及相互保险公司、互联网保险公司等牌照都备受资本青睐。从产业资本的角度也印证了未来行业性机遇。而影响当下保险股估值的核心因素——利率下行风险, 也随着保险责任准备金的加大计提而得到一定程度的释放, 未来大幅度货币宽松的可能性不大, 因此这一因素的影响在弱化, 当下估值修复行情配合内在价值空间, 是一个非常理想的配置时点。

转型升级: 大力发展保障型产品和期交业务, 主动收缩银保渠道, 带动新业务价值显著增长。新华保险一直坚定不移地走在转型之路上, 大力发展保障型产品和期交产品, 聚焦个险, 优化之前银保渠道占比较高的渠道结构, 提高公司利润水平和价值水平。2016 年 1 季度, 公司保险营销员渠道首年保费收入同比增长 51.3%, 而银保渠道首年保费收入下降 30.3%。公司新业务价值显著增长, 2015 年实现新业务价值 662 亿元, 同比增长 35%, 预计 2016 年新业务价值增长超预期。

催化剂: 复兴 H 股举牌新华保险, 成为新华第三大股东。复星系是资本市场上一支具有影响力的资本, 在近期“险资举牌”风向标式股价提振效应下, 实力派的举牌对于价值修复具有重要的示范效应, 这种示范效应配合价值基础, 修复空间非常值得期待。

投资建议:新华保险受益于寿险行业的快速发展, 近年来业务结构持续优化, 新业务价值大幅提升, 预计 2016 年-2018 年 P/EV 分别为 1.04、0.91、0.80, 估值处于低位, 推荐买入。

风险提示: 保费增速不及预期、利率下行压力。

■ 主要财务指标

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	158,454	160,038	176,042	195,407
净利润(百万元)	8,601	6,107	7,328	9,526
摊薄每股收益(元)	2.76	1.96	2.35	3.05
每股内含价值(元)	33.1	38.1	43.8	50.2

资料来源: Wind, 太平洋证券

一、复兴 H 股举牌新华保险, 成为新华第三大股东

2016 年 8 月 8 日, 上海复兴高科技(集团)有限公司通过证券交易所集中交易方式购买了新华保险 55 亿股 H 股股份, 约占公司总股本的 0.02%, 交易完成后, 复兴旗下上海复兴高科技(集团)有限公司、复兴国际有限公司、Fidelidade-Companhia de Seguros, S.A、鼎睿再保险有限公司、南京钢铁联合有限公司分别持有新华保险 1.74%、1%、1.43%、0.44%、0.4%的股份, 合计持股比例由原来的 4.99%提升至 5.01%, 举牌新华保险, 成为中央汇金(31.34%)、宝钢集团(15.11%)之后的第三大股东。

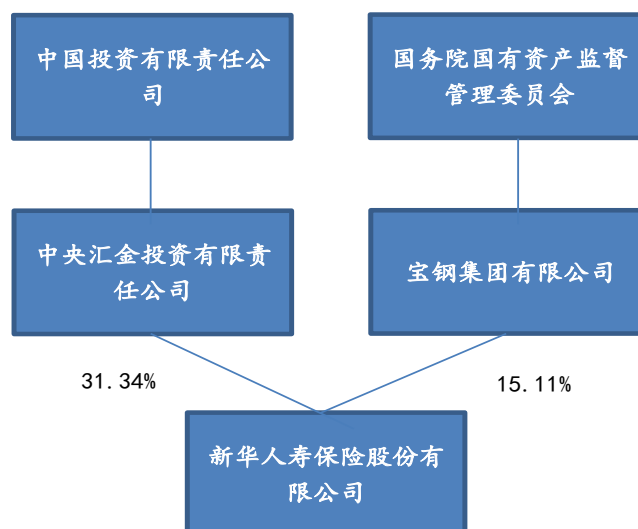
复兴集团布局保险由来已久, 旗下拥有复兴保德信人寿、永安财险、鼎睿再保险、Fidelidade、Ironshore、MIG 等, 此次举牌也明确表示对新华保险未来发展前景的看好, 具有战略投资意义, 不排除进一步增持的可能性。

图表 1: 复兴系持有新华保险股权情况

股东名称	持股数量	持股比例
上海复兴高科技(集团)有限公司	54244300	1.74%
复兴国际有限公司	31101900	1.00%
Fidelidade-Companhia de Seguros, S.A	44661800	1.43%
鼎睿再保险有限公司	13764000	0.44%
南京钢铁联合有限公司	12487200	0.40%

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 2: 新华保险股权结构图

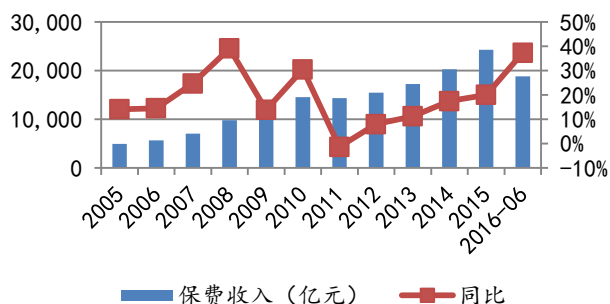


资料来源: WIND, 太平洋证券整理

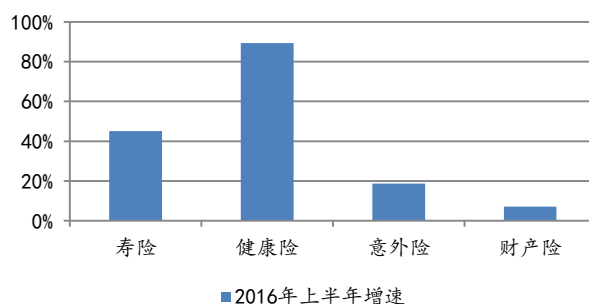
二、行业性机遇确定性高, 利率下行因素的影响正在弱化

过去十年, 保险行业发展迅速。保费收入从 2005 年的 4927.34 亿元迅速增长到 2015 年的 24282.52 亿元, 年化增速高达 17.3%。在经历了 2011 年的转折之后, 行业保费增速稳步提高, 2015 年达到 20.0%。2016 年保险行业发展更是突飞猛进, 上半年实现原保费收入 18812.82 亿元, 同比增长 37.29%, 增速较去年同期提升 18.02 个百分点, 健康险增速更是高达 89.37%。

图表 3: 2005-2016 年原保费收入及增长率



图表 4: 2016 年上半年各险种保费增速对比

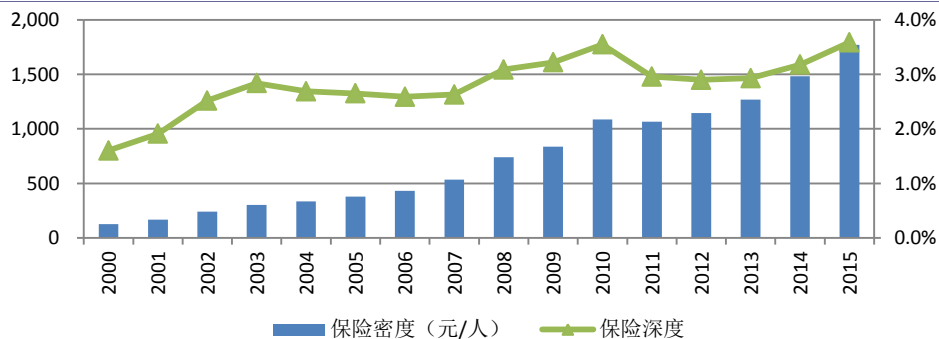


资料来源: WIND, 太平洋证券整理

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

行业性机遇确定性高, 利率下行因素的影响正在弱化。虽然近些年我国保险行业取得了飞速发展, 但保险密度仅为 1771 元/人, 保险深度仅为 3.59%, 与发达国家相比还有很大的发展空间, 以日本为例, 近十年的平均保险密度约为 4000 美元/人, 保险深度约为 10.48%。因此, 我国的保险行业机遇确定性非常高。近两年, 保险牌照略有放松, 各类资本纷纷发起设立、收购、参股保险公司, 无论是综合型的寿险、产险公司, 还是专业化的健康险公司, 以及相互保险公司、互联网保险公司等牌照都备受资本青睐。从产业资本的角度也印证了未来行业性机遇。而影响当下保险股估值的核心因素——利率下行风险, 也随着保险责任准备金的加大计提而得到一定程度的释放, 未来大幅度货币宽松的可能性不大, 因此这一因素的影响在弱化, 当下估值修复行情配合内在价值空间, 是一个非常理想的配置时点。

图表 5: 新华保险股权结构图



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

三、转型升级: 大力发展保障型产品和期交业务, 主动收缩银保渠道

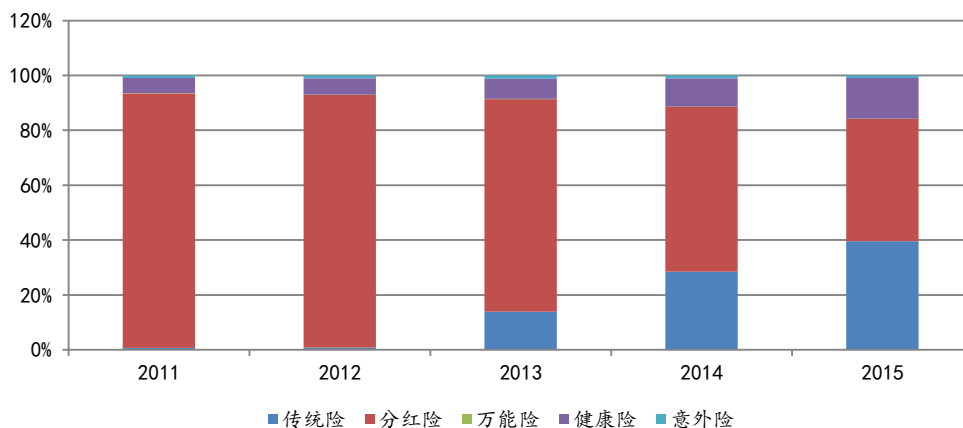
2016年1月18日, 新华保险在2016年工作会议上确定了“规模稳定、价值增长、结构优化、风险可控”的总基调, 意味着转型升级是公司发展的重心所在, 其核心一是在于大力发展期交业务, 二是大力发展传统险和健康险等保障型产品, 优化公司业务结构, 提高公司内含价值和新业务价值。

从产品角度来看:

● 传统险和健康险业务占比不断增大, 回归保险保障本源

从2011年开始, 公司将产品开发和销售的重心转移到传统险和健康险等保障型产品上, 逐步降低分红险的业务比例。受益于利率市场化完成后传统险吸引力的大幅提高, 截止2015年, 公司产品结构的调整已初显成效, 传统险业务占比由2011年的0.74%大幅提升到2015年的39.52%; 健康险业务占比由2011年的5.54%提升到2015年的14.76%; 而2011年占比高达92.77%的分红险业务下调到了44.69%。

图表 6: 新华保险险种结构



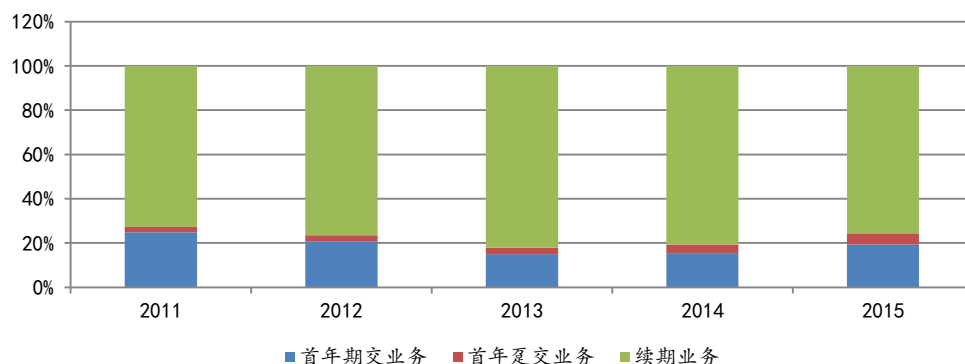
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

传统险和健康险等保障型产品占比的增加对公司未来的利润水平有着积极影响, 一方面该类产品以保险保障为卖点, 利率敏感度较低, 利率下行环境给保费收入带来的压力较小; 另一方面, 该类产品大都非高现价产品, 与其他理财产品的竞争性低, 投保人看重的是其健康养老方面的保障功能, 而非单纯的理财收益率, 在一定程度上减少在其他理财产品收益率提高时出现集中退保的情况, 降低退保率, 提升保险公司利润水平。众所周知, 保险公司的优势体现在保险产品的设计和精算上, 而并非投资理财, 大力发展保障型产品正是充分发挥行业优势, 回归保障本源, 增强内生发展动力的体现。

● 各渠道侧重销售期交产品, 期交产品增速大幅提升

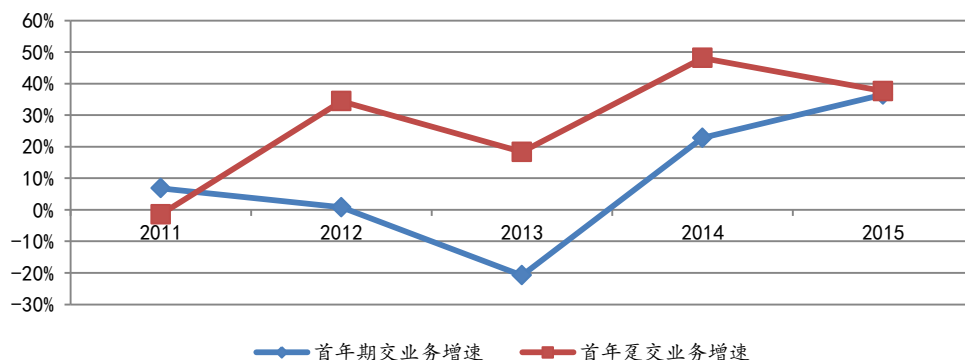
期交产品对保险公司来说能够带来较高的新业务价值, 对保险公司内含价值的提升贡献较大, 是保险公司衡量业务质量和持续盈利能力的重要指标。当前, 大力发展期交产品已成为大型保险公司的经营共识。新华保险期交产品发展的拐点在 2014 年, 无论是个人代理人渠道还是银保渠道, 2014 年首年期交业务增速开始快速提升。2015 年, 个人代理人渠道中, 首年期交业务占比达到 19.29%, 同比增速 36.5%; 银保渠道中, 首年期交业务占比达到 7.89%, 同比增速 41.1%, 增速首次超过了首年趸交业务的 9%。

图表 7: 新华保险个人代理人渠道业务比例



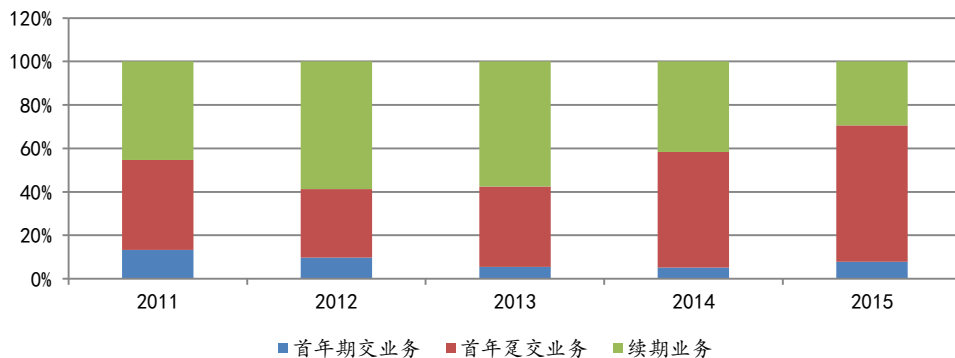
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 8: 新华保险个人代理人渠道首年业务增速



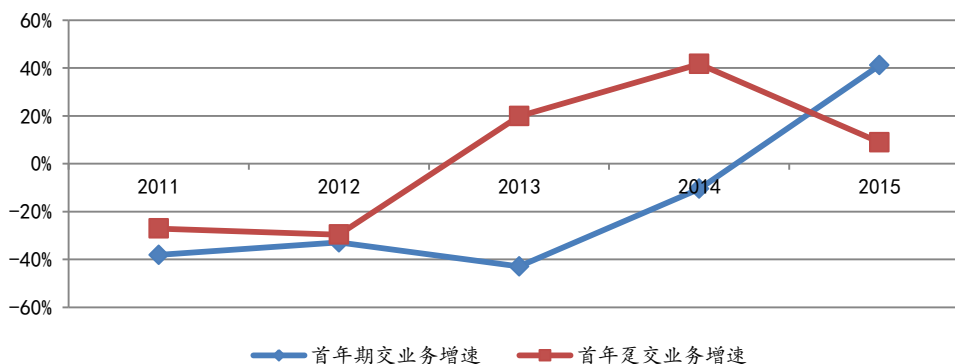
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 9: 新华保险银保渠道业务比例



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 10: 新华保险银保渠道首年业务增速



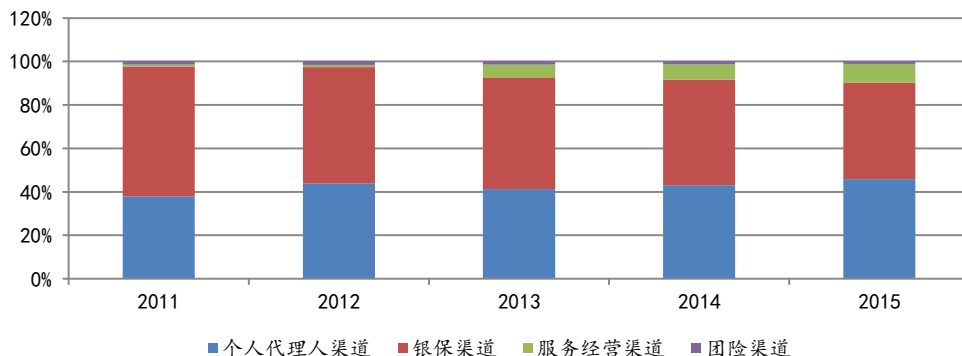
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

从渠道角度来看:

新华保险建立了覆盖全国各省、市、自治区的机构网络和多元化的销售渠道, 致力于为客户提供便捷、优质的寿险服务。截至 2015 年底, 新华保险在全国拥有 36 家分公司、264 家中心支公司、700 家支公司、692 家营销服务部及 30 家营业部, 形成了包括个人代理、银行代理及各类创新渠道在内的多元化销售和服务渠道。

渠道结构方面, 2015 年, 新华保险个人代理人渠道占比 45.91%; 服务经营渠道占比 8.7%; 团险渠道占比 1.16%; 银保渠道占比 44.23%, 银保渠道在四家上市保险公司占比处较高水平。

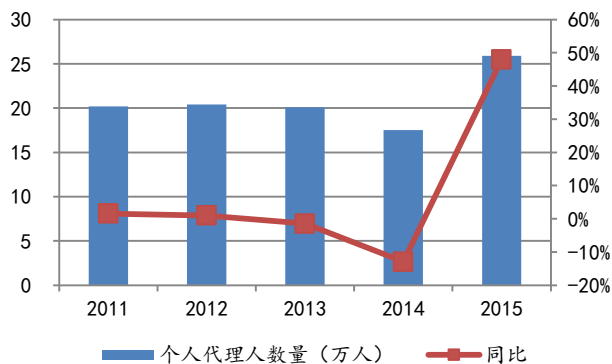
图表 11: 新华保险渠道结构



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

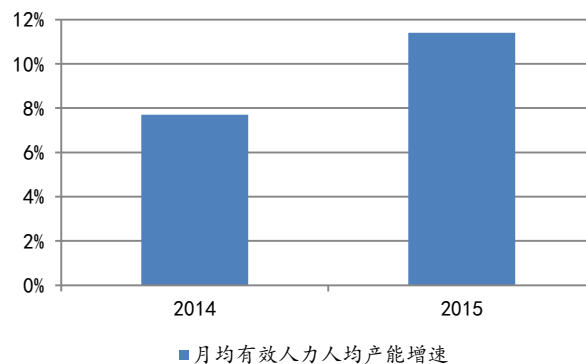
公司着重发展对新业务价值贡献度最高的代理人渠道, 打造高产能、高效率的代理人队伍, 降低人力成本。2015 年底, 个险代理人渠道队伍规模达到 25.9 万人, 同比增长 47.6%, 同比增长 48%。个险代理人渠道月均人力 9.4 万人, 同比增长 26.2%, 人力人均产能超过 1 万元, 创历史新高。月均人力人均产能增速 11.40%, 较 2014 年提升了 3.7 个百分点。

图表 12: 新华保险个人代理人数量及增速



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 13: 月均人力人均产能增速对比



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

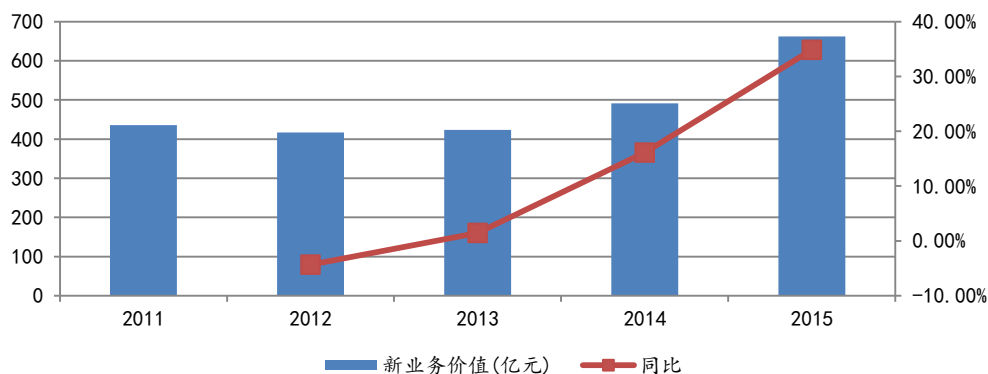
公司主动减少趸交型产品的销售策略导致银保渠道的收缩。近年来, 新华保险银保渠道占比不断减小, 从 2011 年 59.85% 下降到 2015 年的 44.23%, 2015 年, 公司银保渠道占比也首次低于个人代理人渠道。

针对 2015 年和 2016 年一季度银保渠道的负增长, 我们发现, 公司银保渠道 2013 年之前首年期交业务的持续下降带来近期续期保费的大幅减少, 与此同时, 公司致力于转型升级, 调整业务结构, 采取控制趸交产品、发展期交产品的销售经营策略。2015 年, 公司首年趸交产品同比增速

仅为 9.0%, 远远低于期交保费 41.1% 的增速, 业务转型带来银保渠道的负增长, 但对银保渠道新业务价值的提升呈正向作用。

保障型产品和期交产品的销售带来新业务价值显著增长。近年来, 新华保险新业务价值的显著增长是业务结构优化, 公司盈利能力提升的最好体现。2015 年, 公司实现新业务价值 662 亿元, 同比增长 35%, 较 2011 年提升了 51%, 年化增速 11%。2016 年, 公司转型升级还将继续深化, 短期业绩可能面临一定的压力, 目标在在保持业绩稳定的基础上不断提高价值和利润水平, 为未来的经营发展打下坚实的基础。

图表 14: 新华保险新业务价值及增速



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

四、投资建议

新华保险作为汇金公司旗下唯一的寿险标的, 受益于寿险行业的快速发展, 健康险等保障型保险发展机会巨大。近年来业务结构持续优化, 新业务价值大幅提升。此次复兴集团举牌新华保险, 充分体现出公司未来良好的发展前景和配置价值。预计 2016 年-2018 年 EPS 分别为 1.96 元、2.35 元、3.05 元, P/EV 分别为 1.04、0.91、0.80, 估值仍较低位, 推荐买入。

五、风险提示

保费增速不及预期、利率下行压力。

图表 15: 新华保险估值及盈利预测

利润表(百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	143,187	158,453	160,038	176,042	195,407
已赚保费	109,271	111,220	122,091	132,805	141,857
投资净收益	33,022	46,223	37,007	41,823	51,587
其他业务收入	570	1,019	940	1,415	1,963
营业支出	135,796	147,174	152,839	167,780	185,135
退保金	49,026	54,336	52,909	53,648	57,116
赔付支出	16,942	24,528	26,827	32,645	38,928
提取保险责任准备金	46,049	39,855	42,678	47,818	51,104
营业税金及附加	235	985	998	1,078	1,164
手续费及佣金支出	7,613	10,669	11,074	12,071	14,351
管理费用	11,335	12,655	13,811	15,158	16,611
其他业务成本	3,572	3,533	3,851	4,236	4,617
资产减值损失	1,024	613	690	1,126	1,243
营业利润	7,391	11,279	7,200	8,263	10,273
加: 营业外收入	469	610	976	1,562	2,499
减: 营业外支出	78	107	139	181	235
利润总额	7,782	11,782	8,036	9,643	12,536
减: 所得税	1,375	3,180	1,929	2,314	3,009
净利润	6,407	8,602	6,108	7,329	9,527
归母股东净利润	6,406	8,601	6,107	7,328	9,526
股本	3,119	3,119	3,119	3,119	3,119
基本每股收益	2.05	2.76	1.96	2.35	3.05

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

投资评级说明

1、行业评级

看好: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;

看淡: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15%以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;

持有: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。