

2016年10月30日

聚焦期缴业务战略持续推进

买入(维持)

事件

新华保险发布16年三季报: 公司实现归属于母公司股东净利润47.9亿元, 同比-44.6%, 对应EPS 1.53元; 归属于母公司净资产597.6亿元, 环比年初+3.3%, 对应BPS 19.15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。**公司前三季度实现净利润47.9亿元, 同比-44.6%, 降幅较中报(-50.6%)有所收窄, 主要由于去年Q3单季度业绩基数较低。2016年公司业绩同比下滑主要因为: 1) 投资收益率较去年同期大幅下降3.6pct至5.1% (Q1股市震荡导致股票投资价差收益同比大幅减少, 浮盈较年初亦缩水19亿元); 2) 750天国债收益率移动平均2016年进入快速下行通道, 导致传统险准备金显著上升, 估计影响前三季度净利润-22亿元。
- 准备金折现率变动冲击16-18年会计利润。**根据测算(基于不调整流动性溢价), 750天国债收益率移动平均变化或降低16年全年净利润35亿元, 对于17和18年净利润的影响预计分别为-55亿元和-20亿元。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传统寿险准备金变化的滞后性(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), 并不影响公司未来实际现金流和EV。
- 低利率环境中推进期缴转型具有重大战略意义。**公司近年来坚持发力期缴新业务成果显著: 1) 公司前三季度个险渠道(包括服务经营渠道)新单大幅增长26%, 其中期缴新单强劲增长39%, 赔交新单下降20%; 2) 银保渠道坚持转型期缴业务成果初现, 银保期缴新单大增64%, 赔交新单下降34%。在利率下行环境中, 发力期缴+收缩赔交的战略具有重大战略意义: 这将帮助公司有效控制负债端资金成本, 并节约资本消耗, 利好公司长期盈利能力。

盈利预测及投资建议

公司2016年业绩下行符合市场预期, 对估值的负面影响基本见底。公司长期坚持发力期缴业务+收缩赔交的战略逐步兑现, 这在利率下行的大环境中具有重大战略意义: 尽管短期保费规模增速承压, 但是转型后公司可有效控制负债端成本, 长期盈利能力显著提升。预计16/17/18年EPS分别为1.55/1.60/2.61元。目前公司16PEV仅1.15倍, 估值具有较高安全边际。我们看好公司期缴业务成长带来负债成本下降+优良的估值弹性, 合理估值为1.3倍16PEV, 对应目标价48.1元/股, 维持“买入”评级。

风险提示

- 长期低利率对投资端的不利影响;
- 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

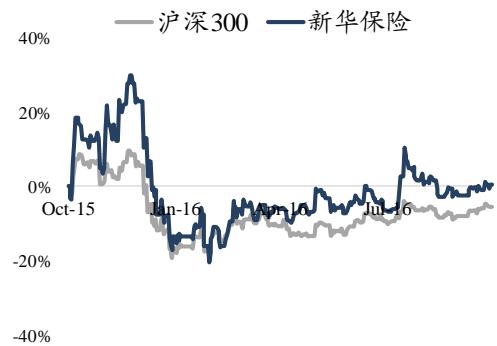
021-60199746

分析师 田眈

执业资格证书号码: S0600515050002

wangwy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	42.36
市盈率(2015)	15.36
市净率(2015)	2.28
流通A股市值(百万元)	88339

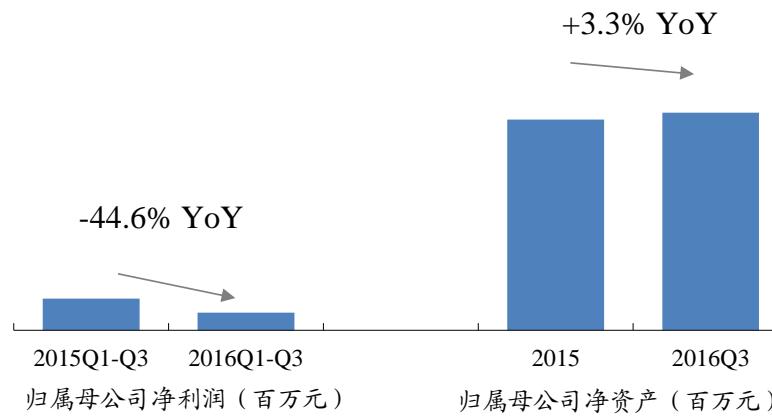
基础数据

每股净资产(元)	18.54
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

- 新华保险2016年中报点评: 高价值期缴业务保持高增长
- 新华保险2016年一季报点评: 核心高价值业务增长超预期
- 新华保险2015年报点评: 业务结构优化+偿二代实施利好估值
- 新华保险2015年三季报: 股灾影响见底, 无碍全年业绩高增长
- 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：公司公告，东吴证券研究所

图表 2：750 移动平均国债利率未来变化测算 (%)



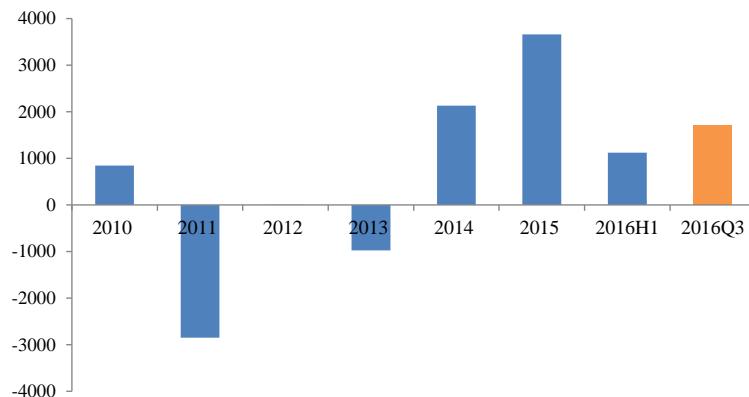
资料来源：东吴证券研究所

图表 3：投资收益率



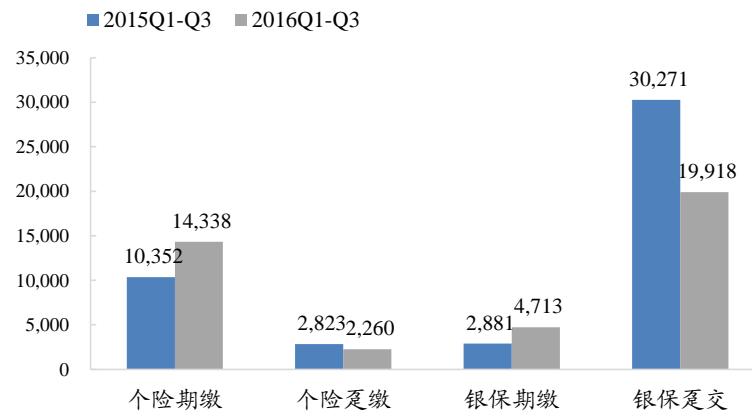
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 4: 浮盈变化 (百万元)



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 5: 分渠道新单保费明细 (百万元)



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 6: 盈利预测与估值

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	143,187	158,453	154,238	164,478	173,961
归属母公司净利润	6,406	8,601	4,844	4,992	8,136
归属母公司净资产	48,359	57,835	60,004	64,714	72,591
内含价值 (百万元)	85,260	103,279	115,346	134,532	156,275
新业务价值 (百万元)	4,912	6,621	7,614	8,756	10,070
EPS	2.05	2.76	1.55	1.60	2.61
BPS	15.50	18.54	19.23	20.74	23.27
EVPS	27.33	33.11	36.98	43.13	50.10
NBVPS	1.57	2.12	2.44	2.81	3.23
P/E	20.63	15.36	27.28	26.47	16.24
P/B	2.73	2.28	2.20	2.04	1.82
P/EV	1.55	1.28	1.15	0.98	0.85
VNBX	9.54	4.36	2.21	-0.27	-2.40
营业收入增速	10.5%	10.7%	-2.7%	6.6%	5.8%
归属母公司净利润增速	44.9%	34.3%	-43.7%	3.0%	63.0%
归属母公司净资产增速	23.0%	19.6%	3.7%	7.9%	12.2%
内含价值增速	32.4%	21.1%	11.7%	16.6%	16.2%
新业务价值增速	16.0%	34.8%	15.0%	15.0%	15.0%

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>