



价值转型成效显著 保费收入结构持续改善

——新华保险（601336）三季度财报点评

2016年10月31日

推荐/维持

新华保险

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：

公司近日发布三季报，报告期内，公司共实现营业收入 1177.85 亿元，同比下降 12.1%，归母净利润为 47.86 亿元，同比下降 44.63%，归母净资产为 597.57 亿元，较年初增长 3.3%。报告期内，公司实现保费收入 934.18 亿元，同比下降 1.27%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3
营业收入（百万元）	66256	37741	29997	24459	55267	32184	30334
增长率（%）	19.96%	44.82%	4.76%	-26.47%	-16.59%	-14.72%	1.12%
毛利率（%）	7.09%	11.10%	8.42%	-0.54%	3.90%	6.27%	6.19%
营业利润率（%）	7.09%	11.10%	8.42%	-0.54%	3.90%	6.27%	6.19%
净利润（百万元）	3625.00	3128.00	1892.00	-43.00	1994.00	1340.00	1453.00
增长率（%）	132.37%	42.90%	-26.58%	-153.09%	-44.99%	-57.16%	-23.20%
每股盈利（季度，元）	1.16	1.00	0.61	-0.01	0.64	0.43	0.47
资产负债率（%）	91.71%	91.37%	91.43%	91.24%	91.39%	91.59%	91.33%
净资产收益率（%）	6.72%	5.49%	3.50%	-0.07%	3.48%	2.32%	2.43%
总资产收益率（%）	0.56%	0.47%	0.30%	-0.01%	0.30%	0.20%	0.21%

观点：

➤ 投资收益下降和赔付与手续费的增长是利润大幅下降的主要原因

受资本市场收益率下行的影响，公司报告期内投资收益大幅下降，较去年同期下降36.95%，可供出售金融资产账面浮亏19.47亿元。当期总投资收益率为5.1%，较去年同期下降3.6个百分点，但仍高于平安与国寿，这主要受益于公司早期调整资产端配置，我们认为公司全年投资收益率仍具吸引力。

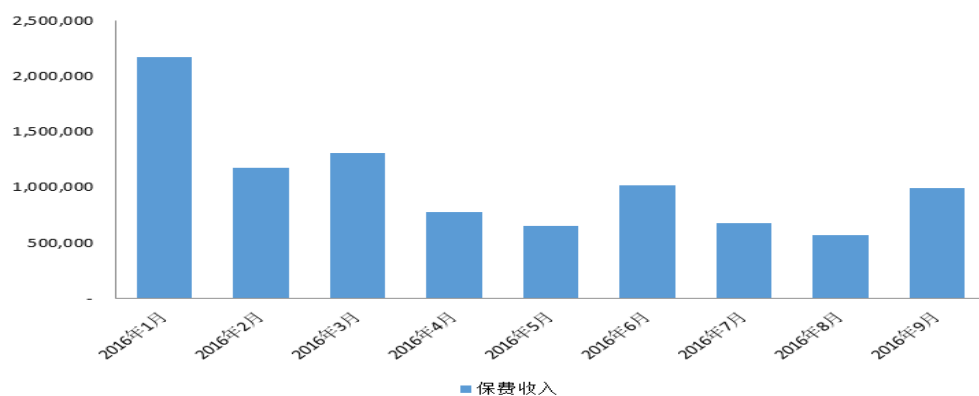
公司保险赔付与手续费支出大幅提升。公司前三季度保险赔付金同比增长65.36%，主要是满期与年金给付增长所致；手续费与佣金支出较去年同比增长37.1%，主要是公司调整产品结构和营销员费用增长所致。但我们认为随着公司产品结构的逐步调整，赔付与手续费及佣金的增幅将有所回落，不会对公司业绩造成长期的影响。

➤ 保费收入结构持续改善，成效显著

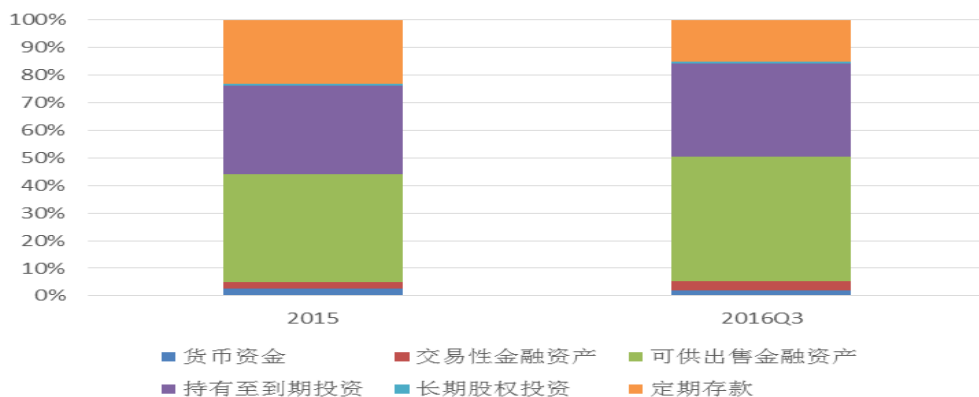
公司一直调整保费结构，成效较为显著，公司价值增长较为显著，截止到报告期末，公司个人寿险部分代理人保费收入占比首次超过50%，银保渠道保费比例降至37.84%，首年保费收入占比有所下降，但首年期缴保费占比首年保费收入大幅提升至46.21%，较去年同期提升17.64个百分点，较中期提升7.2个百分点。

结论：

公司早期调整资产配置结构利于帮助公司缓解投资受市场利率水平下行的影响，同时持续的产品结构调整为公司未来业绩的增长提供动力，全年新业务价值与内含价值仍具有较强的增长潜力。我们看好公司未来长期的发展潜力。我们预计公司16-18年EPS为1.83元、2.06元和2.17元，对应PE为23X、21X和19X，现阶段股价对应16年P/EV为1.08X，维持“推荐”的投资评级。

图 1:2016 年 1-9 月保费收入


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 2:2016 年 9 月底资产配置结构


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 1:盈利预测及估值

亿元	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,169.21	1,295.94	1,431.87	1,584.53	1,731.30	1,966.98	2,360.16
(+/-)%	7.06%	10.84%	10.49%	10.66%	9.26%	13.61%	19.99%
营业利润	25.65	50.70	73.91	112.79	61.77	69.44	73.76
(+/-)%	-24.22%	97.66%	45.78%	52.60%	-45.23%	12.40%	6.23%
净利润	29.34	44.24	64.07	86.02	57.18	64.12	67.80
(+/-)%	4.79%	50.78%	44.82%	34.26%	-33.52%	12.13%	5.73%
EPS	0.94	1.42	2.05	2.76	1.83	2.06	2.17
PE	45.06	29.83	20.66	15.35	23.11	20.61	19.49

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。