



2016-12-09

公司调研报告

买入/维持

新华保险 (601336)

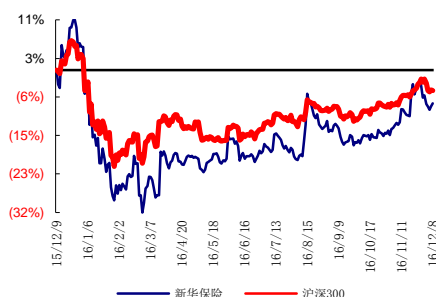
目标价: 52.56

昨收盘: 45.6

非银金融 保险 II

新华保险 (601336): 转型持续推进, 聚焦期交保障型产品

■ 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)	142,251/142,251
12 个月最高/最低(元)	55.20/33.82

相关研究报告:

《新华保险 (601336): 聚焦期交业务, 转型提升价值》—2016/08/31

《新华保险 (601336): 复兴系举牌, 转型升级带动新业务价值增长》—2016/08/15

《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: 孙立金

电话: 010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S119051609002

联系人: 董春晓、方刚

电话: 010-88321730

E-MAIL: fanggang@tpyzq.com

稳规模增价值, 收获就在转型后。新华保险明确了转型的时间和目标: 转型期 (2016-2017) 以期交和续期保费增量逐步替代趸交保费, 规模增速放缓; 收获期 (2018-2020) 完成续期拉动发展模式, 着重发展长期期交业务。截止 2016 年 10 月, 公司保费收入 1021.54 亿元, 同比下降 0.3%, 规模基本保持稳定; 截止 2016 年上半年, 公司半年新业务价值 40.5 亿元, 同比增长 18.1%, 内含价值 1096.84 亿元, 较上年末增长 6.2%, 转型有序推进, 期待收获期的到来。

聚焦个险渠道, 打造高产能高举绩率的营销队伍。个险渠道是公司重点发展渠道, 近年来转型发展成果明显。截止 2016 年 9 月, 保险营销员渠道保费收入同比增长 17.2%, 占比达到 50.72%。公司不通过大量增员来推动业务增长, 而是将发展重心放在绩效上, 打造高产能高举绩率的营销队伍。截止 2016 年 10 月, 新华保险个险规模人力为 24 万人, 同比增长 14%, 较年初下降 7.34%; 但人均期交产能达到 1.2 万, 同比增长 22%; 举绩率达到 48%, 高于行业大约 30% 的平均水平。未来公司还在考核政策、财务政策、激励政策等方面做了一系列的制度安排, 加强培训和费用投入, 激发一线销售活力。

把握健康医疗市场机会, 大力发展高保障型产品。公司积极增厚死差, 把握健康养老机会, 大力发展健康险等高保障型产品。截止 2016 年上半年, 公司健康险保费收入达到 115.34 亿元, 同比增长 41%, 占总保费比重达到 16.24%。产品方面, 公司推出预定利率 3.5% 的“健康无忧”、“多倍保障重大疾病保险”等健康险产品, 通过将产品分类来提高产品的保障水平, 满足各类人群的保险需求, 2016 年“健康无忧”单个产品保费收入已达 64 亿元, 市场竞争力明显。

投资建议:新华保险受益于寿险行业的发展机会, 转型定力强、力度大, 看好转型成果, 价值高增长可期。预计 2016-2018 年 EPS 分别为 1.88 元、2.35 元、3.05 元; 6 个月目标价 52.56, 对应当前 P/EV 分别为 1.2、1.07、0.92, 推荐买入。

■ 主要财务指标

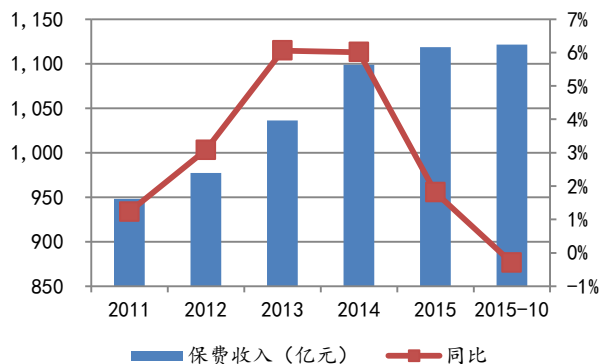
	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	158453	150783	166042	189407
净利润(百万元)	8601	5851	7328	9526
摊薄每股收益(元)	2.76	1.88	2.35	3.05
每股内含价值(元)	33	38	44	51

资料来源: Wind, 太平洋证券

一、稳规模增价值, 收获就在转型后

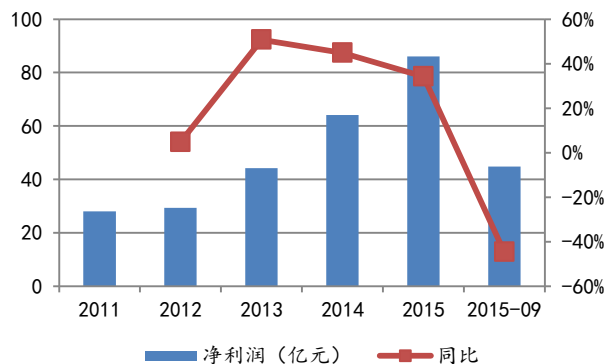
新华保险明确了转型的时间和目标: 转型期(2016-2017)以期交和续期保费增量逐步替代趸交保费, 规模增速放缓; 收获期(2018-2020)完成续期拉动发展模式, 着重发展长期期交业务。截止2016年10月, 公司保费收入1021.54亿元, 同比下降0.3%, 规模基本保持稳定; 截止2016年上半年, 公司半年新业务价值40.5亿元, 同比增长18.1%, 内含价值1096.84亿元, 较上年末增长6.2%, 转型有序推进, 期待收获期的到来。

图表1: 新华保险保费收入及增长率



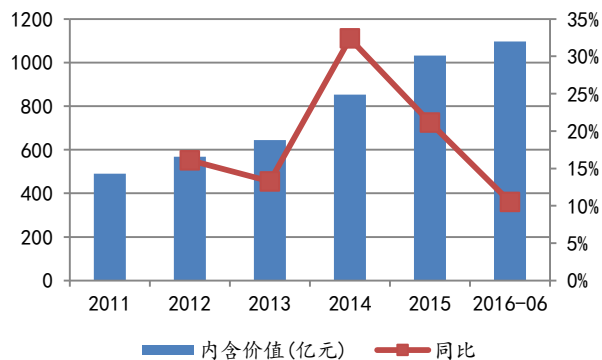
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表2: 新华保险净利润及增长率



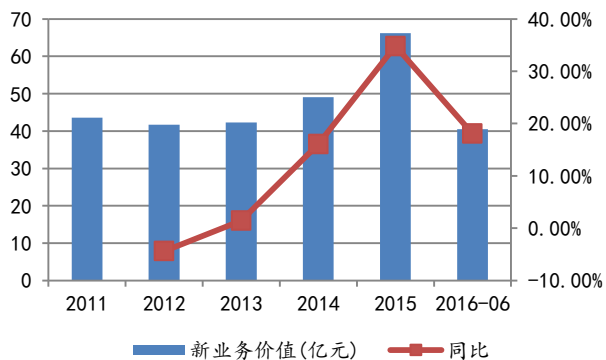
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表3: 新华保险内含价值及增长率



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表4: 新华保险新业务价值及增长率

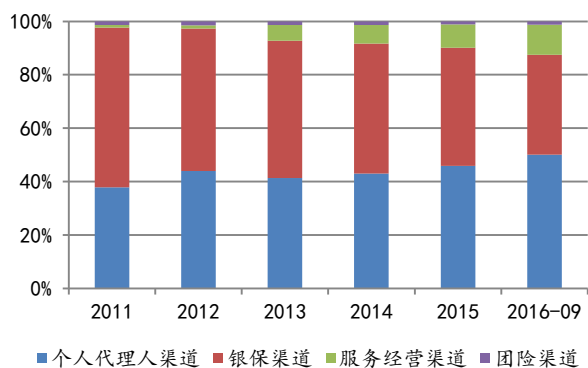


资料来源: WIND, 太平洋证券整理

二、 聚焦个险渠道, 打造高产能高举绩率的营销队伍

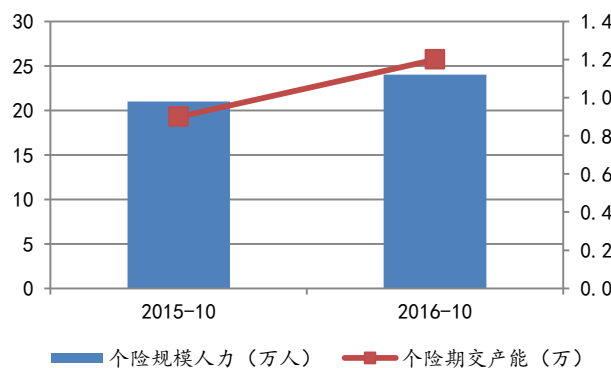
个险渠道是公司的重点发展渠道, 近年来转型发展成果明显, 保险营销员渠道保费收入快速增长, 占比不断提升。截止2016年9月, 保险营销员渠道保费收入同比增长17.2%, 占比达到50.72%。新华保险在个险渠道发展策略上与其他保险公司不同的是, 公司不通过大量增员来推动业务增长, 而是将发展重心放在绩效上, 打造高产能高举绩率的营销队伍。截止2016年10月, 新华保险个险规模人力为24万人, 同比增长14%, 较年初下降7.34; 但人均期交产能达到1.2万, 同比增长22%; 举绩率达到48%, 高于行业大约30%的平均水平。未来公司还在考核政策、财务政策、激励政策等方面做了一系列的制度安排, 加强培训和费用投入, 激发一线销售活力。

图表5: 新华保险渠道结构



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表6: 新华保险个险规模人力和期交产能

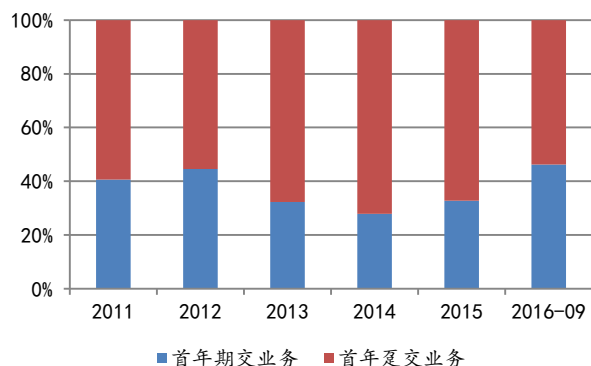


资料来源: WIND, 太平洋证券整理

三、 期交保费快速增长, 业务结构持续优化

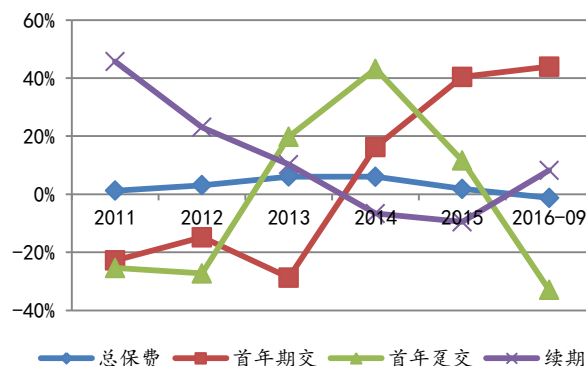
公司走可持续发展路线, 聚焦期交聚焦价值, 注重业务结构的优化。首年期交保费增长迅速, 截止2016年10月, 首年期交保费达到211亿元, 同比大幅增长44%, 占首年保费比重达到47%, 较2015年同期上升17个百分点, 即将超过首年趸交保费。十年期及以上期交保费达到125亿, 同比增长24%, 占首年期交保费比例为59.2%。同时, 公司为对应未来不断加大的利差损风险, 适当降低负债成本, 继续减少趸交产品和理财类产品的销售。

图表7: 新华保险首年保费结构



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表8: 新华保险各类保费增速比较

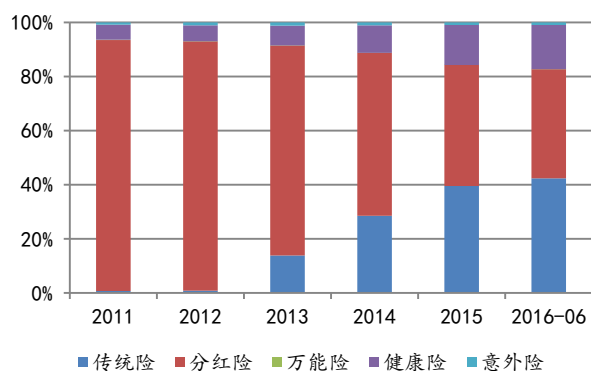


资料来源: WIND, 太平洋证券整理

四、把握健康医疗市场机会, 大力发展高保障型产品

随着中国进入老龄化社会和医疗费用的快速提高, 医疗养老保险产品市场需求巨大; 同时, 在未来利率下行、资产荒的背景下, 资产端投资收益的下行将加大利差损风险, 做保障型产品加大死差是很好的应对手段, 基于这两方面原因, 公司积极把握市场机会, 大力发展健康险等高保障型产品。截止2016年上半年, 公司健康险保费收入达到115.34亿元, 同比增长41%, 占总保费比重达到16.24%。产品方面, 公司推出预定利率3.5%的“健康无忧”、“多倍保障重大疾病保险”等健康险产品, 通过将产品分类 (A消费型、B返还型、C终身型) 来提高产品的保障水平, 满足各类人群的保险需求, 2016年“健康无忧”单个产品保费收入已达64亿元, 市场竞争力明显。

图表9: 新华保险产品结构



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表10: 健康无忧产品展示

	健康无忧A款	健康无忧B款	健康无忧C款
产品形态	定期重大疾病保险 (高杠杆消费型)	两全+附加重疾保险产品组合 (保费返还型)	终身重大疾病保险 (终身保障型)
适合人群	保险意识强, 有健康保障需求的大众富裕、金融白领人群	有保障需求并希望满期返还资金的人群	希望实现终身健康保障并兼顾长期积累的人群
保险期间	10、20、30年; 至60、70、80周岁	20、30年; 至70、80周岁	终身
交费期间	5、10、20年交	5、10、20年交	5、10、20、30年交
起售额度	按份销售, 每份10万元, 2份起售	5万基本保额起售	5万基本保额起售
保单贷款	无	有	有

资料来源: 第三方网站, 太平洋证券整理

五、 投资建议

新华保险致力于打造以全方位寿险业务为核心的金融服务集团, 专注客户保障、健康、养老等需求, 建立覆盖客户全生命周期和全方位需求的寿险产业链。公司受益于寿险行业的发展机会, 同时转型定力强、力度大, 看好转型成果, 价值高增长可期。预计2016-2018年EPS分别为1.88元、2.35元、3.05元; 6个月目标价52.56, 对应当前P/EV分别为1.2、1.07、0.92, 推荐买入。

六、 风险提示

长期利率下行风险。

转型不及预期。

新华保险财务预测 20161209

资产负债表 (百万)						利润表 (百万)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	12,672	13,765	10,237	11,261	9,009	营业收入	143,187	158,453	150,783	166,042	189,407
交易性金融资产	8,469	13,625	17,960	21,488	22,860	已赚保费	109,271	111,220	113,091	122,805	135,857
买入返售金融资产	1,584	91	359	478	550	投资净收益	33,022	46,223	37,007	41,823	51,587
应收保费	1,543	1,525	1,692	1,861	1,880	公允价值变动收益	324	-9	-55	210	215
应收利息	10,639	9,754	9,921	10,913	11,131	净汇兑收益	30	305	240	300	315
再保险资产	3,020	3,360	3,473	3,820	4,011	其他业务收入	540	714	500	905	1,433
保户质押贷款	14,903	20,879	24,426	28,650	33,867	营业支出	135,796	147,174	143,839	157,780	179,135
其他应收款	3,618	8,556	11,548	9,241	5,581	退保金	49,026	54,336	43,909	43,648	51,116
可供出售金融资产	175,502	216,897	279,243	317,858	347,177	赔付支出	16,942	24,528	26,827	32,645	38,928
持有至到期投资	175,997	177,502	204,745	230,793	254,001	提取保险责任准备金	46,049	39,855	42,678	47,818	51,104
归入贷款及应收款的投资	45,745	50,722	57,472	67,646	76,200	营业税金及附加	235	985	998	1,078	1,164
长期股权投资	10,150	3,626	4,885	5,571	6,181	手续费及佣金支出	7,613	10,669	11,074	12,071	14,351
存出资本保证金	716	716	716	716	716	管理费用	11,335	12,655	13,811	15,158	16,611
固定资产	5,917	6,827	6,412	7,053	7,194	其他业务成本	3,572	3,533	3,851	4,236	4,617
无形资产	1,559	1,693	1,837	2,021	2,122	资产减值损失	1,024	613	690	1,126	1,243
独立账户资产	255	289	234	211	190	营业利润	7,391	11,279	6,944	8,263	10,273
递延所得税资产	36	6	74	74	74	加: 营业外收入	469	610	976	1,562	2,499
投资性房地产	1,665	2,177	3,321	3,653	3,726	减: 营业外支出	78	107	139	181	235
定期存款	169,109	127,762	79,024	71,625	59,267	利润总额	7,782	11,782	7,781	9,643	12,536
其他资产	610	788	823	905	932	减: 所得税	1,375	3,180	1,929	2,314	3,009
资产总计	643,709	660,560	718,402	795,838	846,670	净利润	6,407	8,602	5,853	7,329	9,527
交易性金融负债	0	22	18	25	30	归母股东净利润	6,406	8,601	5,851	7,328	9,526
卖出回购金融资产款	59,234	19,816	29,724	44,586	35,669	股本	3,120	3,120	3,120	3,120	3,120
预收保费	2,246	2,823	3,388	3,896	4,480	基本每股收益	2.05	2.76	1.88	2.35	3.05
应付手续费及佣金	1,047	1,547	2,321	3,249	5,198						
应付分保账款	67	95	105	115	126	主要财务比率					
应付职工薪酬	1,512	1,748	1,923	2,115	2,327		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
应交税费	252	1,171	1,522	1,979	2,573	内含价值					
应付赔付款	1,301	1,624	2,436	3,654	5,481	一年新业务价值 (亿)	49	66	73	94	127
保户储金及投资款	27,965	26,881	30,913	34,004	27,204	内含价值 (亿)	853	1,033	1,188	1,371	1,593
保险合同准备金	480,100	524,441	567,119	614,937	666,041	成长能力					
应付债券	19,000	19,000	14,000	14,000	14,000	营业收入增长率	10.49%	10.66%	-4.84%	10.12%	14.07%
独立账户负债	248	285	228	205	185	已赚保费增长率	5.90%	1.78%	1.68%	8.59%	10.63%
递延所得税负债	17	853	57	57	57	净利润增长率	44.87%	34.26%	-31.97%	25.24%	30.00%
预计负债	29	29	29	29	29	新业务价值增长率	15.96%	34.79%	10.00%	29.07%	35.11%
其他负债	559	312	312	312	312	回报率分析					
其他应付款	1,768	2,072	2,486	2,984	3,580	总资产收益率	1.00%	1.30%	0.81%	0.92%	1.13%
负债合计	595,345	602,719	656,580	726,147	767,291	净资产收益率	13.25%	14.87%	9.47%	10.52%	12.00%
股本	3,120	3,120	3,120	3,120	3,120	每股指标 (元)					
资本公积金	23,964	23,964	23,920	23,920	23,920	每股净利润	2.05	2.76	1.88	2.35	3.05
其他综合收益	2,132	3,662	2,452	3,592	4,512	每股净资产	15.50	18.54	19.81	22.33	25.44
盈余公积金	2,102	2,955	3,566	4,299	5,251	每股新业务价值	1.57	2.12	2.33	3.01	4.07
未分配利润	14,939	21,179	25,192	30,454	37,316	每股内含价值	27.34	33.11	38.08	43.94	51.06
一般风险准备	2,102	2,955	3,566	4,299	5,251	估值分析					
少数股东权益	5	6	7	8	9	PE	22.79	16.98	24.96	19.93	15.33
归属于母公司所有者权益合计	48,359	57,835	61,815	69,683	79,370	PB	3.02	2.52	2.36	2.10	1.84
所有者权益合计	48,364	57,841	61,822	69,691	79,379	PEV	1.71	1.41	1.23	1.07	0.92

资料来源: WIND, 太平洋证券

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。