



2015 年将积极配置权益

中信证券研究部

2015 年 1 月 5 日

邵子钦

电话：0755-23835408

邮件：shaoziquin@citics.com

执业证书编号：S1010513110004

童成墩

电话：0755-23835416

邮件：tongchengdun@citics.com

执业证书编号：S1010513110006

田良

电话：0755-23835415

邮件：tianliang@citics.com

执业证书编号：S1010513110005

事项：

我们于 2014 年 12 月 26 日对新华保险进行了调研，与公司投资部、精算部、战略部负责人就公司 2015 年资产配置、业务策略、行业政策看法进行了交流。纪要如下：

纪要：

投资：对权益资产偏积极

1、2015 年大类资产看法及配置思路？

- ✓ 2015 年权益配置偏积极，考虑结合市场情况，择机增加配置。
- ✓ 非标投资总体上比较谨慎。理论上还有空间，占比不会提升很快，看具体品种，增长不会像过去那么快。
- ✓ 净投资收益率将处于下降趋势，长期不确定比较大。保险资金有稳健的需求，不会去冒很大的风险。
- ✓ 再投资规模和往年差不多，估计占投资资产比重 10-20%之间。
- ✓ 投资考核目标没有太大变化。

政策：偿付能力改革有望推出

1、偿付能力改革进展及影响？

估计 2015 年年初发文可能性比较大。可能 2015 年中报开始并行，大概并行一年，并行时仍然以偿一代为准。正式实施可能要到 2016 年中报。对行业影响是平稳的，新华偿付能力有一定幅度上涨。

内含价值影响：还没有明确说法。由于估计要到 2015 年中报才开始并行，2016 年报之前应该还不会变化。未来也不一定按偿二代方法来算，也可能按照欧洲的市场一致预期方法。

2、预定利率改革及影响？

万能预定利率改革到现在没有发文。新华的万能业务占比比较小，对新华影响不大。分红改革在万能改革之后，现在还没有讨论。

3、税收支持政策判断？

养老税收政策如果全面推开会带来井喷式增长。国家也在讨论健康险税收优惠政策。预计 2015 年上半年推出的可能性不大，如果 2015 年下半年推出，也要到 2016 年才有影响，对 2015 年业务影响有限。税收额度等指标都还没有明确。

承保：续期保费迎来负增长拐点

1、2015 年经营净现金流情况？

2015 年保费目标：总保费增长 1%，新单 10%以上增长。个险和服务经营渠道新单 10%以上增长，银代渠道新单 10%以上增长，银代期缴新单 40%以上增长。新业务价值增长要求在 10%以上。续期保费会有 2 位数负增长，主要是银保续期负增长导致，个险续期维持增长。

预计 2015 年退保仍有增长。除了银保退保以外，这两年卖了短期的高现金价值产品，2014 年 4 季度退保已经开始出现。高现价产品现金流问题并不担心，开发产品时就有退保的目标假设，未来也会有新的产品来续上。2014 年退保集中在 1 季度和 4 季度，预计 2015 年各个季度都有退保，1 季度会多一些。

2015 年满期：有所增长，总额 120 亿，增速不大。

综合考虑退保、满期、费用以后，预计 2015 年经营净现金流会比较少，占投资资产比重估计在个位数。

2、2015 年开门红情况？

估计一季度个险渠道、服务经营渠道、银代期缴新单占全年目标的 35%，银代规模保费占全年的 60%。银代规模 2014 年基数比较高，预计 2015 年规模持平。

开门红产品形态：

- ✓ 银代仍然以高回报、简单的高现金价值产品为主，包括惠福宝一代和二代。期缴业务主要是汇鑫宝产品，之后还有一些简单期缴产品。
- ✓ 个险：产品以福享产品为主，属于分红年金产品。还有传统年金产品精彩一生。整个系统主推这两个产品，各机构会有差异。同业主要推分红年金，国寿推费改的传统型年金。

预售产品：个险福享产品，10 亿规模。

3、2015 年业务策略？

规模和价值是均衡的，在稳定市场地位的基础上快速把期缴业务增长拉上来。2015 年将加大趸交业务发展，稳定规模。在此基础上，加快期缴发展和客户全生命周期服务体系的建设。加快期缴业务来弥补续期下滑的影响。客户全生命周期服务体系是为业务的长期发展奠定基础。2015 年将在期缴业务和客户服务转型方面加大投入力度和考核力度。

4、2015 年人力队伍发展目标？

队伍建设是长期经营发展的主题。公司在以新增人力为源头的基础上，加大健康人力建设。2014 年合格人力、绩优人力在量和率上都有所提升。公司新人的留存和造血能力仍然不强，大部分新人的留存只能为公司服务一年。公司从基本法投入和基础管理角度加强新人培训，让有效人力可以平移到下一年，提高造血能力。2015 年总人力目标是 18 万人，没有大幅增长。前些年队伍中有一些虚有人力，这几年通过基本法的引领清理掉一些，人员结构有明显改善。今年代理人人均首佣收入增长 10%左右。个险代理人人均月收入在 3000 元左右。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。