

2014年08月27日

新华保险 (601336)

——2014年中报点评：价值转型效果显著，险种结构大幅改善

报告原因：有业绩公布需要点评

增持

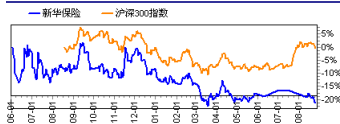
维持

市场数据:	2014年08月26日
收盘价(元)	23.74
一年内最高/最低(元)	26.19/19.21
上证指数/深证成指	2207/7814
市净率	1.8
息率(分红/股价)	0.63
流通A股市值(百万元)	26128

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年06月30日
每股净资产(元)	13.88
资产负债率%	92.93
总股本/流通A股(百万)	3120/1101
流通B股/H股(百万)	-/1034

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《新华保险(601336)——2013年年报点评：价值转型效果显著，险种结构与期限结构改善》 2014/03/27

《新华保险(601336)——2013年三季报点评：净利润大幅增长，但业务转型压力仍大》 2013/10/31

证券分析师

孙婷 A0230511040050
sunting@swsresearch.com

联系人

王丛云
(8621)23297818x7430
wangcy@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	主营收入	增长率	净利润	增长率	每股收 益	内含价值	新业务 价值	增长率
2013	129594	11	4422	51	1.42	64407	4236	2
1H2014	81292	30	3748	71	1.20	73141	2472	18
2014E	148,182	14	6,420	45	2.06	77889	4660	10
2015E	158,771	7	7,346	15	2.35	88466	5125	10
2016E	169,442	7	8,928	22	2.86	100297	5638	10

注：“净利润”是指归属于上市公司股东的净利润

投资要点:

- **新业务价值、净利润、净资产表现均好于市场预期。**1) 新华保险 2014 年上半年实现保险业务收入 668 亿元，同比增长 30%；归属于母公司股东的净利润为 37.48 亿元，同比大幅增长 71.4%，对应每股收益 1.2 元。2) 归属于母公司股东的股东权益 433 亿元，较年初增长 10.1%，好于同业。3) 上半年新业务价值 24.7 亿元，同比增长 18.2%，好于市场预期，略高于我们预期的 17%。投资收益好于预期，上调未来三年盈利预测，2014-2016 年 EPS 分别由 1.72 元、2.13 元和 2.53 元上调至 2.06 元、2.35 元和 2.86 元，上调比例分别为 20%、10%和 13%。
- **价值转型效果显著，营销渠道传统险和健康险占比大幅提高。**新华保险 2014 年推进价值转型，通过终身型产品和健康险产品等高价值产品的推动，险种结构和缴费结构明显改善：1) 营销员渠道实现保险业务收入 258 亿，同比增长 14.2%。其中，首年保费收入 52.6 亿元，同比增长 45%，十年及以上期缴保费 34 亿，同比增长 42%。传统险首年保费收入 3.7 亿，同比增长 118%；健康险首年保费收入 18.5 亿，同比增长 128%。来自传统险和健康险的首年保费收入占比由 2013 年上半年的 27%上升至 42%。2) 2014 年中期营销员人数 17.6 万，较 2013 年的 20.1 万有所下降。但绩优保险营销员人数 3.6 万名，较去年增长 1.1 万人；有效人均产能同比增长 6%，有效人均主险件数同比增长 17%。3) 银行保险渠道实现保险业务收入 357 亿元，同比增长 46.6%。其中，首年保费收入 224 亿元，同比 213%，五年及以上期缴保费 15.7 亿，同比下降 11.6%。寿险整体销售环境略有好转，且公司积极调整业务发展节奏，提出价值增长路径多样化，但预计下半年由于高基数导致价值增长放缓，预计 2014 年新业务价值将实现 10%以上增长。
- **另类投资显著增加，总投资收益率 5.1%远高于同业。**新华保险投资资产规模为 5948 亿元，较年初增长 8.2%。从配置结构来看，非标投资大幅增加：1) 权益类投资占比 7.1%，较年初低位仍下降 0.5 个百分点；2) 公司自 2013 年以来加大了高收益的非标资产配置力度，截至 2014 年 6 月末，公司非标资产投资 984 亿（其中 2014 年度新增 410 亿）。非标资产投资包括集合资金信托计划、基础设施及不动产投资计划、项目资产支持计划和专项资产管理计划，其中占比最高的为集合资金信托计划，占非标资产投资总额的 49%。3) 2013 年实现总投资收益 138 亿元，同比增长 30%，总投资收益率 5.1%，净投资收益 5.1%。5) 新华保险上半年计提 7.5 亿资产减值损失，浮亏由年初的 32 亿元减少至 10 亿元，考虑影子会计调整，实际浮亏 4 亿左右，计提资产减值压力较小。
- **退保率创新高，未来或仍将继续上升。**新华保险 2014 年退保金同比大幅增长 41%，预计主要是银保产品退保增加。退保率由 6.2%继续提高至 7.6%，为 2008 年以来最高水平。新华保险 2014 年以来销售大量资产挂钩型产品和高现金价值产品，预计未来退保率将维持高位。
- **公司积极调整业务节奏，推进价值转型，重视互联网金融发展，维持增持。**归因于上半年债券市场的大幅上涨，公司偿付能力充足率由年初的 169.66%提高至 175.14%，再融资压力下降。

1. 新业务价值增长 18.2%，好于预期

新业务价值、净利润、净资产表现均好于市场预期。1) 新华保险 2014 年上半年实现保险业务收入 668 亿元，同比增长 30%；归属于母公司股东的净利润为 37.48 亿元，同比大幅增长 71.4%，对应每股收益 1.2 元。2) 归属于母公司股东的股东权益 433 亿元，较年初增长 10.1%，好于同业。3) 上半年新业务价值 24.7 亿元，同比增长 18.2%，好于市场预期，略高于我们预期的 17%。

规模与价值并重，采取分阶段产品策略。一季度以规模型产品为主导，包括费率市场化改革产品，实现近年来最好的开门红业绩；二季度向价值型产品转变，优化结构，加大传统险、健康险以及期交产品的销售，提升价值成长，以营销员渠道为例，二季度健康险较上年同期增长了 113%，占比也提升了 27 个百分点。

表 1：新华保险险种结构，传统险和意外险大幅增长

	1H2014	1H2013	同比增长
保险业务收入	66,817	51,344	30.10%
传统型保险	21,336	527	3948.60%
首年保费收入	21,014	256	8108.60%
续期保费收入	322	271	18.80%
分红型保险	39,357	46,679	-15.70%
首年保费收入	5,304	10,057	-47.30%
续期保费收入	34,053	36,622	-7.00%
万能型保险	20	19	5.30%
首年保费收入	-	-	
续期保费收入	20	19	5.30%
健康保险	5,391	3,470	55.40%
首年保费收入	2,834	1,545	83.40%
续期保费收入	2,557	1,925	32.80%
意外保险	713	648	10.00%
首年保费收入	693	629	10.20%
续期保费收入	20	19	5.30%

资料来源：申万研究

寿险整体销售环境略有好转，且公司积极调整业务发展节奏，提出价值增长路径多样化，但预计下半年由于高基数导致价值增长放缓，预计 2014 年新业务价值将实现 10% 以上增长。

1.1 个险：传统险和健康险占比大幅提升

价值转型效果显著，营销渠道传统险和健康险占比大幅提高。新华保险 2014 年推进价值转型，通过终身型产品和健康险产品等高价值产品的推动，险种结构和缴费

结构明显改善。营销员渠道实现保险业务收入 258 亿，同比增长 14.2%。其中，首年保费收入 52.6 亿元，同比增长 45%，十年及以上期缴保费 34 亿，同比增长 42%。传统险首年保费收入 3.7 亿，同比增长 118%；健康险首年保费收入 18.5 亿，同比增长 128%。来自传统险和健康险的首年保费收入占比由 2013 年上半年的 27% 上升至 42%。

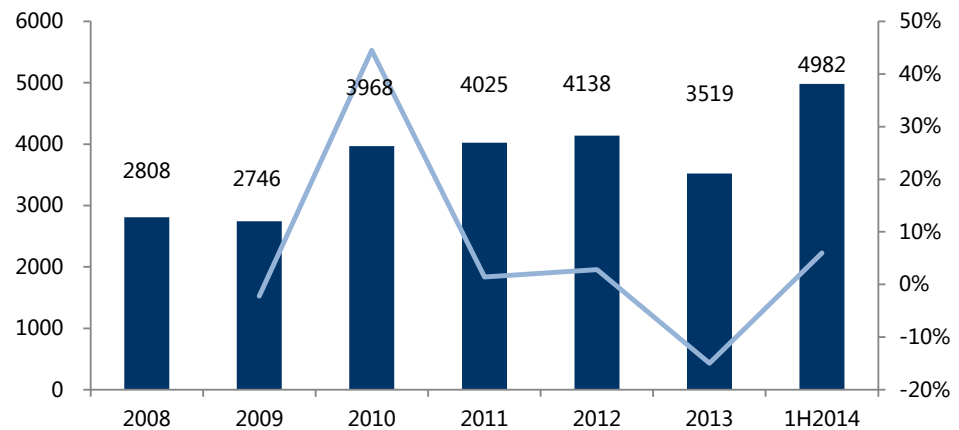
表 2：规模与价值并重，2014 年上半年新华保险营销员渠道新单保费实现大幅增长

	1H2014	1H2013	同比增长
保险营销员渠道	25,835	22,623	14.20%
首年保费收入	5,261	3,635	44.70%
期交保费收入	4,187	3,006	39.30%
趸交保费收入	1,074	629	70.70%
续期保费收入	25,835	22,623	14.20%

资料来源：申万研究

2014 年中期营销员人数 17.6 万，较 2013 年的 20.1 万有所下降。但绩优保险营销员人数 3.6 万名，较去年增长 1.1 万人；有效人均产能同比增长 6%，有效人均主险件数同比增长 17%。截至上半年末，营销员渠道有效活动率较去年提升 9 个百分点，合格人力和绩优人力分别同比增长 36% 和 45%。

图 1：保险营销员每月人均保险业务收入（元）



资料来源：公司数据，申万研究

1.2 银保销售大量资产挂钩型和高现价产品

新华保险银行渠道上半年实现保险业务收入 357 亿元，同比增长 46.6%。其中，首年保费收入 224 亿元，同比 213%，五年及以上期缴保费 15.7 亿，同比下降 11.6%。

上半年，公司推动了费率市场化趸交产品“惠福宝”及费率市场化期交产品“惠鑫宝”的销售。截至2014年6月末，银行保险渠道新增客户44.4万，渠道总网点、活动网点出现回升，公司银行保险渠道总网点18,893个，较去年同期增长7%，活动网点数增长21%。活动人力有所改善，上半年活动人力为8,286名，较去年同期增长3%，同时二季度期交平台逐月提升，趋于稳定。

表 3：2014 年上半年新华保险银保趸缴保费大幅增长，但期缴仍下滑

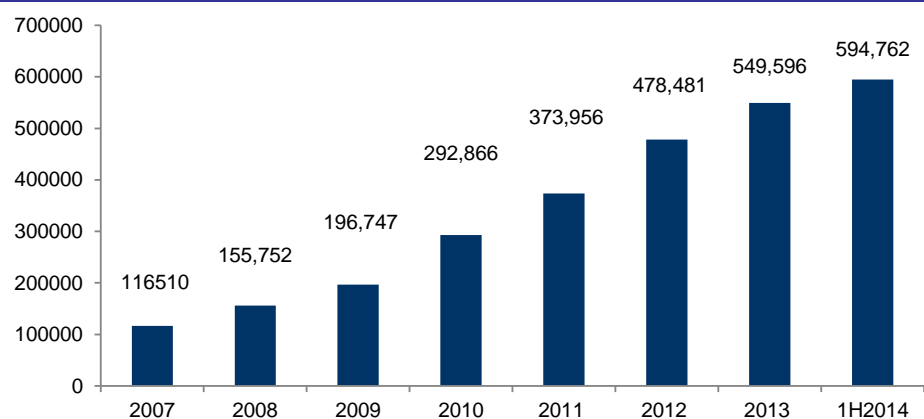
	1H2014	1H2013	同比增长
银行保险渠道	35,726	24,370	46.60%
首年保费收入	22,369	7,151	212.80%
期交保费收入	1,575	2,001	-21.30%
趸交保费收入	20,794	5,150	303.80%
续期保费收入	13,357	17,219	-22.40%

资料来源：公司数据，申万研究

2. 另类投资显著增加，投资收益率优于同业

新华保险投资资产规模为5948亿元，较年初增长8.2%。从配置结构来看，非标投资大幅增加：1) 权益类投资占比7.1%，较年初低位仍下降0.5个百分点；2) 公司自2013年以来加大了高收益的非标资产配置力度，截至2014年6月末，公司非标资产投资984亿（其中2014年度新增410亿）。非标资产投资包括集合资金信托计划、基础设施及不动产投资计划、项目资产支持计划和专项资产管理计划，其中占比最高的为集合资金信托计划，占非标资产投资总额的49%。

图 2：新华保险投资资产迅速累积，管理资产达 5948 亿元



资料来源：公司数据，申万研究

表 4：新华保险 2014 年定期存款和权益类投资占比下降，非标资产投资占比上升

	2014年6月30日		2013年12月31日	
	金额	占比	金额	占比
投资资产	594,762	100.00%	549,596	100.00%
定期存款	162,173	27.27%	163,137	29.68%
债权型投资	335,605	56.43%	305,558	55.60%
- 常规债权投资	245,270	41.24%	245,438	44.66%
- 非标债权投资	90,335	15.19%	60,120	10.94%
股权型投资	42,303	7.11%	41,589	7.57%
- 股票	19,205	3.23%	19,118	3.48%
- 基金	11,225	1.89%	13,067	2.38%
- 其他长期股权投资	777	0.13%	781	0.14%
- 非标股权投资	11,096	1.87%	8,623	1.57%
现金及现金等价物	31,500	5.30%	18,570	3.38%
其他投资	23,181	3.90%	20,742	3.77%

资料来源：公司数据，申万研究

新华保险 2014 年上半年实现总投资收益 138 亿元，同比增长 30%，总投资收益率 5.1%，净投资收益率 5.1%。上半年计提 7.5 亿资产减值损失，浮亏由年初的 32 亿元减少至 10 亿元，考虑影子会计调整，实际浮亏 4 亿左右，计提资产减值压力较小。

表 5：新华保险历史投资收益率

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	1H2014
净投资收益	7.30%	3.90%	3.80%	4.10%	4.70%	4.60%	5.10%
总投资收益	1.10%	4.60%	4.30%	3.80%	3.20%	4.80%	5.10%

资料来源：公司数据，申万研究

表 6：新华保险实际浮亏 4 亿左右，计提资产减值压力较小

	2010	2011	2012	2013	1H2014
可供出售金融资产公允价值变动	2,802	-7,687	-360	-3,201	-1,014
影子会计调整	-1,739	4,791	302	1,839	573
合计	1,063	-2,896	-58	-1,362	-441
每股浮亏	0.34	-0.93	-0.02	-0.44	-0.14

资料来源：公司数据，申万研究

3. 股价有所低估

归因于上半年债券市场的大幅上涨，公司偿付能力充足率由年初的 169.66% 提高至 175.14%，再融资压力下降。预计 2014 年下半年可能通过发行次级债（50 亿左右）形式补充资本。

表 7：新华保险偿付能力充足率小幅提升，再融资压力下降

新华保险偿付能力分析	2008	2009	2010	2011	2012	2013	1H2014
实际资本	1,802	3,265	4,402	23,866	35,764	34,782	39,029
最低资本	6,496	9,024	12,583	15,304	18,574	20,502	22,285
偿付能力充足率	27.74%	36.19%	34.99%	155.95%	192.55%	169.65%	175.14%

资料来源：公司数据，申万研究

公司积极调整业务节奏、推进价值转型，重视互联网金融发展，维持增持。采用内含价值估值方法得到新华保险合理估值 31 元/股，当前股价有所低估。

表 8：新华保险 2014 年内含价值合理估值 31 元/股

	方法/基数	倍数/贴现率	价值(百万)	每股价值	SOTP 占比
内含价值	FY2014E		73,363	23.5	76%
新业务价值	FY2014E	11.50%	4,660	1.5	
未来新业务价值	NBM*FY2014E NBV	5	23,300	7.5	24%
评估价值	总股本 3120		96,663	31	100%

资料来源：公司数据，申万研究

表 9：新华保险简易盈利预测表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	116,921	129,594	148,182	158,771	169,442
已赚保费	97,589	103,182	116,519	122,095	128,099
保险业务收入	97,719	103,640	116,659	122,196	128,318
投资收益	18,336	26,087	30,863	35,926	40,493
二、营业支出	-114,356	-124,524	-140,154	-149,584	-158,277
退保金	-18,093	-28,795	-31,052	-35,504	-40,093
赔付支出	-7,840	-9,255	-11,183	-12,614	-14,208
提取保险责任准备金	-63,876	-65,913	-72,259	-74,216	-75,483
手续费及佣金支出	-6,960	-6,195	-8,166	-8,554	-8,982
业务及管理费	-9,875	-10,097	-12,003	-12,702	-13,555
三、营业利润	2,565	5,070	8,028	9,187	11,165
加：营业外收入	23	50	50	50	50
减：营业外支出	-300	-50	-50	-50	-50
四、利润总额	2,288	5,070	8,028	9,187	11,165
减：所得税(费用)/收入	646	-535	-1,606	-1,837	-2,233
五、净利润	2,934	4,424	6,422	7,350	8,932
六、利润归属					
归属于母公司股东的净利润	2,933	4,422	6,420	7,346	8,928
少数股东收益	1	2	2	3	3
七、每股收益					
基本每股收益	0.94	1.42	2.06	2.35	2.86

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。