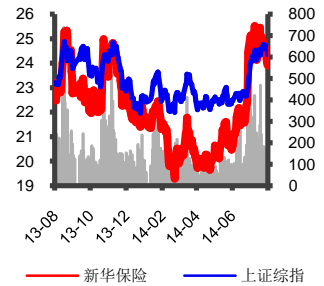




踩准节拍 琴瑟和鸣

推荐

市场表现 截至 2014.8.26



事件：

2014年8月26日新华保险公布中期业绩如下：公司上半年实现营业收入812.92亿元，同比增29.7%。其中，保险业务收入668.17亿元，同比增长30.1%；实现归属于母公司股东净利润37.48亿元，同比增71.4%。总资产达6120亿元，较上年末增长8.2%。加权平均净资产收益率9.04%，加权平均总资产收益率5.1%。每股收益1.20元，同比增长71.4%，每股净资产13.88元，同比增长10.2%。

点评：

一、五因素共推上半年寿险业务快速增长

(1) 制定阶段性产品销售战略。一季度借市场整体回暖之势，仍以费改产品的银保渠道销售为主，大推规模增长。二季度回避银保政策受阻，转向价值型产品。其中传统型保险收入占比大幅提升30.9个百分点，健康险提升1.31个百分点。

(2) 有效推动销售人力的规模与产能增长。上半年队伍总人力增长16%，绩优人力同比增长45%。

(3) 持续建设客户全生命周期服务体系，并通过客户转介绍方式有效增加新客户。上半年公司个人客户数达到3138万人，较2013年年末增加5.2%，增幅明显。

(4) 通过机构网点建设、人员队伍增加、信息化系统建设等战略举措实施，明显推动了业务发展。比如E保通承保覆盖率由去年同期的3.99%提升至今年36.25%。

(5) 去年同期业务表现不好，基数低效应。

阶段性产品策略助推寿险较快增长的同时，我们注意到(1)公司退保率有较明显的上升，主要因为分红险收益不达预期所致。但是随着投资收益的转好以及产品结构转型趋势建立，预计退保率大幅上升可能性不存在。

(2) 公司寿险过去主要依赖规模制胜的银保渠道，但是银保渠道产品偏向投资理财型，利润率较低。伴随银保政策收紧，以及银行系保险的竞争来临，我们认为公司产品结构和渠道转型要求最为迫切。从公司单月保费同比增速和寿险保费市场占有率两项数据来看，原有的银保过度依赖症已对公司的主业扩张形成很大束缚。

市场数据 2014-8-26

A股收盘价(元)	22.22
一年内最高价(元)	26.19
一年内最低价(元)	19.21
上证指数	2207
市净率	1.85
总股本(亿股)	31.20
实际流通A股(亿股)	20.85
限售流通A股(亿股)	9.85
流通A股市值(亿元)	264

分析师：赵莎莎

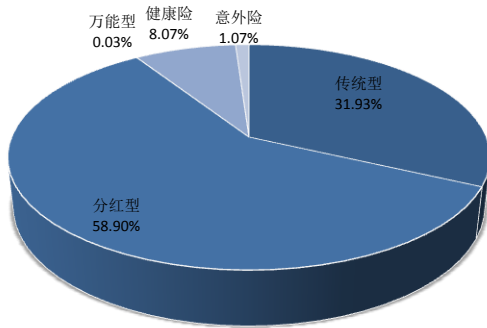
执业编号：S1490514030002

电话：010-58566806

邮箱：zhaoshasha@hrsec.com.cn

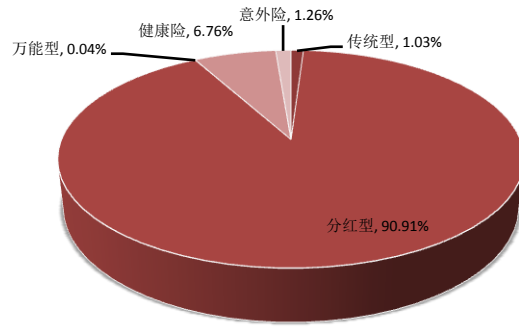
证券研究报告

图表 1: 2014H 产品收入结构: 向价值型转



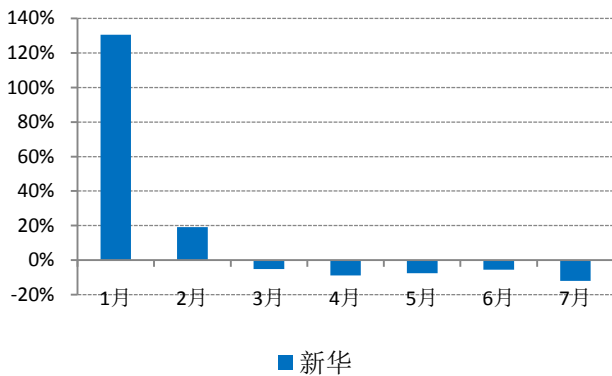
数据来源：公司公告，华融证券整理

图表 2: 2013H 产品收入结构: 以投资理财型为主



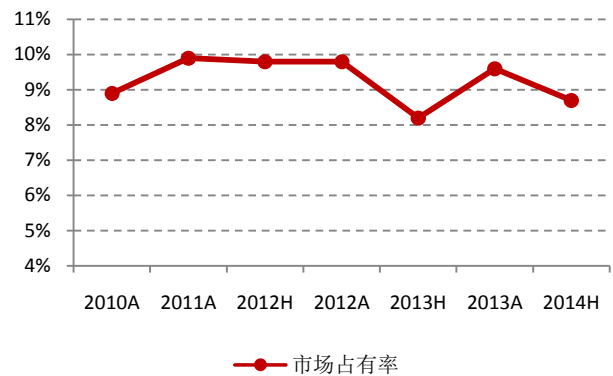
数据来源：公司公告，华融证券整理

图表 3: 公司保费单月同比增速: 二季度明显走弱



数据来源：公司公告，华融证券整理

图表 4: 公司市场占有率向下压力增大



数据来源：公司公告，华融证券整理

图表 5: 2014H 公司个人客户数增长相对较快

	平安寿险	新华寿险
个人客户数 (万)	5985.3	3138.4
较上年末增加	3.47%	5.2%
公司客户数 (万)	106.0	6.3
较上年末增加	6.21%	1.6%

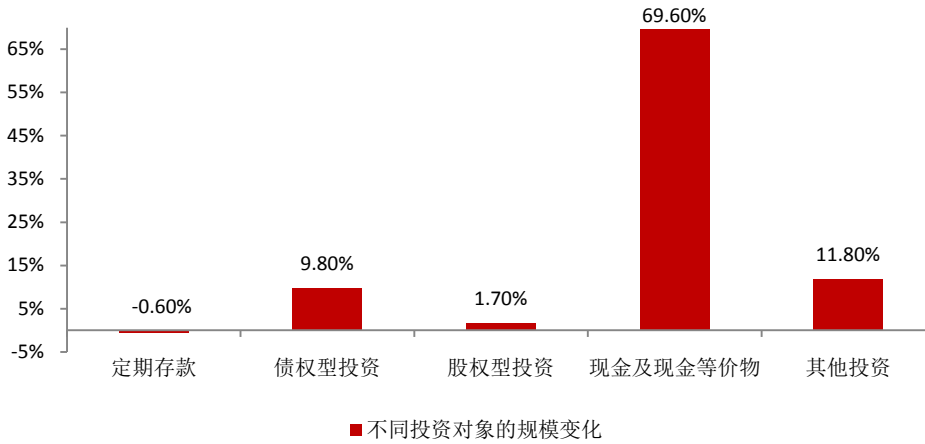
数据来源：公司公告，华融证券整理

二、非标资产投资力度加大推动投资收益率上扬

公司踩准时机于今年上半年明显增加了债权型投资额度。其中更是加大了高收益的非标资产配置力度，有效提升了资产的整体投资收益水平。截至 2014 年 6 月末，公司非标资产投资达 983.87 亿元，2014 年度新增 409.97 亿元。从投资产品类型上看，公司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

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%。另外，公司公允价值变动一项实现扭亏为盈，也助推营业收入增长。

图表 6：2014H 不同投资标的的规模同比变化



数据来源：公司公告，华融证券整理

三、投资建议

我们认为近期公司股价的上涨已经反应了公司寿险保费和投资收益的基本面好转情况，并且考虑到公司产品结构和渠道转型压力迫切，又相对 H 股股价不存在折价估值优势。但年内预计将有养老险和健康险等多条利多政策落地，有助于公司养老险和健康险业务的利润提升，预计股价也会因此获得稳定或上浮。我们暂时给与新华保险（601336）“推荐”评级。

我们预测公司 2014 年和 2015 年净利润增速约在 25% 至 28% 的区间。每股收益分别为 1.78 元和 2.27 元；每股净资产分别为 14.32 元和 17.39 元。

四、风险提示

营销员队伍（代理人）成长艰难，导致销售渠道依然严重依赖低利润的银保渠道；

非标资产投资受挫，导致整体投资损失惨重。

附录

图表 7: 公司资产负债表预测值

单位: 亿元	2012A	2013A	2014E	2015E
货币资金	248.09	164.31	293.54	320.60
保户质押贷款	38.66	88.41	138.94	178.94
可供出售金融资产	843.35	1,278.95	1,565.55	1,714.86
持有至到期投资	1,768.17	1,830.08	1,891.70	2,236.77
长期股权投资	7.08	94.04	108.28	123.77
固定资产	41.26	44.71	52.18	59.65
定期存款	1,720.83	1,652.31	1,956.93	2,162.21
资产总计	4,936.93	5,658.49	6,523.11	7,455.91
卖出回购金融资产款	554.37	522.11	546.86	691.35
保户储金及投资款	187.34	257.01	303.81	338.76
寿险责任准备金	3,427.90	4,033.48	4,678.65	5,392.50
负债合计	4,578.15	5,265.31	6,076.17	6,913.46
归属于母公司所有者权益合计	358.70	393.12	446.94	542.45
股本(亿股)	31.20	31.20	31.20	31.20
每股净资产(元)	11.50	12.60	14.32	17.39

图表 8：公司利润表预测值

单位：亿元	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	1,169.21	1,295.94	1458.71	1677.52
已赚保费	975.89	1,031.82	1120.29	1263.17
投资净收益	183.36	260.87	332.59	407.64
其他收入	9.96	3.25	5.83	6.71
营业支出	1,143.56	1,245.24	1393.42	1594.08
退保金	180.93	287.95	334.42	375.56
赔付支出	69.08	89.25	149.10	143.47
保险责任准备金	648.97	660.21	696.71	765.16
营业税金及附加	1.34	1.13	1.25	1.43
手续费及佣金支出	69.60	61.95	68.28	79.70
管理费用	97.85	99.77	90.57	103.61
资产减值损失	50.13	13.10	13.93	15.94
利润总额	22.88	49.59	65.29	83.44
减：所得税	-6.46	5.35	9.79	12.52
净利润	29.34	44.24	55.49	70.92
每股收益（元）	0.94	1.42	1.78	2.27
股本	31.20	31.20	31.20	31.20

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

免责声明

赵莎莎，在此声明，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方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，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层（100033）

传真：010-58568159

网址：www.hrsec.com.cn