

新华保险(601336)/保险

转型迎来蜕变, 价值新华渐行渐近

评级: 买入(首次)

市场价格: 57.16

目标价格: 70.06

分析师: 戴志锋

执业证书编号: S0740517030004

电话:

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

联系人: 蒋峤

电话: 021-20315286

Email: jiangqiao@r.qlzq.com.cn

联系人: 高崧

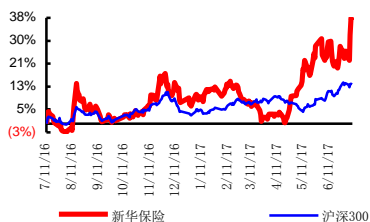
电话:

Email: gaosong@r.qlzq.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|---------|
| 总股本(百万股) | 3,120 |
| 流通股本(百万股) | 3,120 |
| 市价(元) | 55.88 |
| 市值(百万元) | 174,320 |
| 流通市值(百万元) | 174,320 |

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 158,453 | 146,173 | 148,390 | 178,906 | 220,341 |
| 增长率 yoy% | 10.66% | -7.75% | 1.52% | 20.56% | 23.16% |
| 归母净利润 | 8,601 | 4,942 | 5,615 | 7,479 | 10,431 |
| 增长率 yoy% | 34.26% | -42.54% | 13.62% | 33.20% | 39.47% |
| 每股收益(元) | 2.76 | 1.58 | 1.80 | 2.40 | 3.34 |
| 净资产收益率 | 16.20% | 8.45% | 9.14% | 11.19% | 14.06% |
| P/E | 18.21 | 31.80 | 27.92 | 20.96 | 15.03 |
| P/B | 2.71 | 2.65 | 2.46 | 2.24 | 2.00 |
| P/EV | 1.69 | 1.35 | 1.12 | 0.92 | 0.75 |

投资要点

- **核心观点: 推荐新华的核心逻辑在于转型之决心及执行力之下, 于 2018 年进入“收获期”之后价值、利润的高成长。经营利率风险与长寿风险的能力是寿险公司的核心价值, 因而在寿险公司价值评估时通常更看重内含价值评估, 预计随着新华转型逐渐深入与步入收获, 业务结构和品质显著改善之下, 估值与内含价值将持续提升。**
- **回归保险原理, 转型决心与执行力之下价值增长持续。新华 2011 年上市以来, 内含价值持续增长, 近 6 年复合增速 CAGR 达到 29%, 2016 年末内含价值达 1294.5 亿元, 是 2010 年的 4.6 倍。随着公司提出价值转型, 渠道结构、期限结构以及产品结构发生显著变化, 2014 年之后新业务价值增速转负为正保持高速增长, 2015、2016 两年分别达到 35%、36%, 我们预计未来几年公司新业务价值增速将持续保持在至少 30% 以上。**
- **个险、期交占比显著提升, 结构改善品质提升。第一渠道结构改善, 个险渠道占比由 2015 年 55% 跃升至 2016 年 65%; 第二期限结构改善, 价值率更高的期交保费占比(占首年保费)由 2015 年的 33% 提升至 2016 年的 51%, 十年期及以上期交保费占期交保费 60%, 续期保费占总保费 58%, 距离三个“70%”的“长青新华”目标渐行渐近。**
- **“健康无忧”打造重疾明星产品。2014-2016 年连续三年公司健康险保费收入保持在 40% 以上的高增速, 健康险首年保费占公司首年保费的比例持续提升, 2016 年提升至 21%, 较 2015 年提升 6.1 个百分点。健康无忧系列 2016 年实现首年保费 65 亿元(占健康险首年保费 65%), 预计其中 80% 以上为 20 年以上期交保费, 高新业务价值率对公司新业务价值贡献度极高, 预计对于公司 2016 年新业务价值贡献 70% 以上。**
- **代理人队伍增量提质, 打造“三高”营销团队。个险渠道规模人力由 2014 年的 20.6 万人迅速提升至 32.8 万人, 月均有效人力由 2015 年中时的 8.3 万人提升至 2016 年中的 11.4 万人, 同比增速达到 21%。在队伍扩张的同时更强调效率与留存, 在行业营销员留存率整体较低的情况之下(预计行业营销员一年平均留存率低于 30%), 将极大提升公司在人力上的投入产出效率。**
- **净投资收益率稳步提升, 投资风格稳健追求资产负债匹配。长端利率较去年同期提升接近 100bp 情形之下, 投资端资产再配置受益, 预计截至目前再配置债权型资产平均收益率高于 5%。新华的投资风格较为审慎稳健, 净投资收益率近年来稳中有升, 考虑到 2016 年公司调整了未来年度的长期投资收益率假设(调低 50bp), 未来内含价值中因投资形成的偏差项更为审慎可靠, 内含价值估值的可靠程度进一步提升。**
- **投资建议: 以寿险保险风险最低资本占最低资本占比, 推算存量业务中的死差占比(近似认为各家保险公司费用、退保风险最低资本占比相当), 截至 2017 年一季度新华为 40% 仅次于平安 45%, 新华存量结构在转型之下改善显著。同时在“偿二代”之下, 剩余边际被认可为资本, 是实际资本的重要组成部分;**

且如果新业务盈利能力较强，其剩余边际大于要求资本，则可以贡献资本。通过剩余边际=实际资本-净资产推算剩余边际，我们推算新华人寿 2017 年一季度剩余边际达到 1304.11 亿元，由 2016 年一季度开始每季保持环比正增长，QOQ 增速分别为 4%、0%、3%和 5%。预计公司 2017-2019 年每股内含价值分别为 50.04、60.86、74.65 元，对应目前股价的 17-19PEV 倍数分别为 1.12、0.92、0.75 倍。考虑到价值转型之下，长期保障型保险占比提高将使得公司剩余边际持续扩大，未来利润释放将逐步显现。同时死差占比提升使得未来盈利受投资环境影响变小，参考海外优秀保险公司如友邦保险，估值将进一步提升，给予 17PEV 目标估值 1.4 倍，对应短期目标价为 70.06 元，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：**股市债市大幅波动对投资收益影响超预期；政策变化对保费收入增长形成超预期影响。

内容目录

| | |
|-------------------------------------|---------------|
| 聚焦价值增长，转型发展成效显著 | - 6 - |
| 回归保险原理，转型发展再上征程..... | - 6 - |
| 新业务价值、内含价值持续增长..... | - 7 - |
| 寿险市场地位稳固，为转型收获期蓄力..... | - 9 - |
| 股东背景实力雄厚，股权架构稳定..... | - 10 - |
| 价值转型正当时，回归保障结构优化 | - 12 - |
| 业务结构：个险、期交占比显著提升，结构改善品质提升..... | - 12 - |
| “健康无忧”打造重疾明星产品，促进价值持续提升..... | - 13 - |
| 销售能力：代理人队伍增量提质，打造“三高”营销团队..... | - 17 - |
| 存量结构拆解、剩余边际推算：新华存量结构优异，逐步改善程度显著.. | - 18 - |
| 投资收益：净投资收益率稳步提升，投资风格稳健追求资产负债匹配..... | - 20 - |
| 盈利预测与估值 | - 23 - |
| 盈利预测与假设..... | - 23 - |
| 估值与投资建议..... | - 24 - |
| 风险提示 | - 26 - |

图表目录

| | |
|--|--------|
| 图表 1: 新华保险发展历程..... | - 6 - |
| 图表 2: 新华保险转型发展阶段及成果预期..... | - 7 - |
| 图表 3: 2016-2017 转型期过后, 保费增长情况演示..... | - 7 - |
| 图表 4: 内含价值持续增长 (百万元) | - 8 - |
| 图表 5: 内含价值 6 年复合增速达 29% (百万元) | - 8 - |
| 图表 6: 新业务价值 2014 年之后持续高速增长 (百万元) | - 8 - |
| 图表 7: 新业务价值 6 年复合增速达 13% (百万元) | - 8 - |
| 图表 8: 营业收入是上市时的 1.43 倍 (百万元) | - 9 - |
| 图表 9: 归母净利润是上市时的 2.2 倍 (百万元) | - 9 - |
| 图表 10: 2017 年 1-5 月累计保费 | - 9 - |
| 图表 11: 2017 年 1-5 月原保险保费收入市场份额..... | - 10 - |
| 图表 12: 2017 年 1-5 月规模保费市场份额..... | - 10 - |
| 图表 13: 新华保险股权结构图..... | - 11 - |
| 图表 14: 前十名股东持股情况 (2016 年报) | - 11 - |
| 图表 15: 保费渠道结构变化, 个险渠道占比显著提升..... | - 12 - |
| 图表 16: 首年保费期限结构变化, 期交占比显著提升..... | - 12 - |
| 图表 17: 首年期交、趸交保费及增速情况 (百万元, %) | - 13 - |
| 图表 18: 保单继续率显著提升, 退保显著改善..... | - 13 - |
| 图表 33: 新华健康险保险业务收入及增速, 单位: 百万元..... | - 13 - |
| 图表 34: 新华健康险首年保费及占比, 单位: 百万元..... | - 13 - |
| 图表 35: 健康无忧产品系列介绍..... | - 15 - |
| 图表 36: 上市保险公司重疾险基本情况对比..... | - 15 - |
| 图表 36: 行业健康险保费收入及增速, 单位: 亿元..... | - 16 - |
| 图表 37: 行业健康险占人身险比例逐年提高..... | - 16 - |
| 图表 38: 与商业健康保险相关的政策文件..... | - 16 - |
| 图表 19: 代理人人数及增速..... | - 18 - |
| 图表 20: 月均有效人力及增速..... | - 18 - |
| 图表 21: 保险公司寿险业务风险最低资本占最低资本比例..... | - 19 - |
| 图表 22: 保险公司寿险业务风险最低资本占比..... | - 19 - |
| 图表 23: 保险公司寿险业务风险最低资本增速..... | - 19 - |
| 图表 24: 根据偿二代季度报告推算保险公司剩余边际..... | - 19 - |
| 图表 25: 投资资产近 6 年复合增速达 15% (百万元) | - 21 - |
| 图表 26: 2010 年至今净投资收益率、总投资收益率分别为 4.6%、4.9%..... | - 21 - |
| 图表 27: 净投资收益率、总投资收益率趋势..... | - 21 - |
| 图表 28: 上市保险公司净投资收益率%..... | - 22 - |
| 图表 29: 上市保险公司总投资收益率%..... | - 22 - |
| 图表 30: 公司 2016 年下调长期投资收益率 50BP..... | - 22 - |
| 图表 31: 资产配置 (按投资对象) | - 23 - |
| 图表 32: 资产配置 (按投资意图) | - 23 - |
| 图表 39: 保费收入及增速预测..... | - 24 - |
| 图表 40: 主要财务指标预测..... | - 24 - |

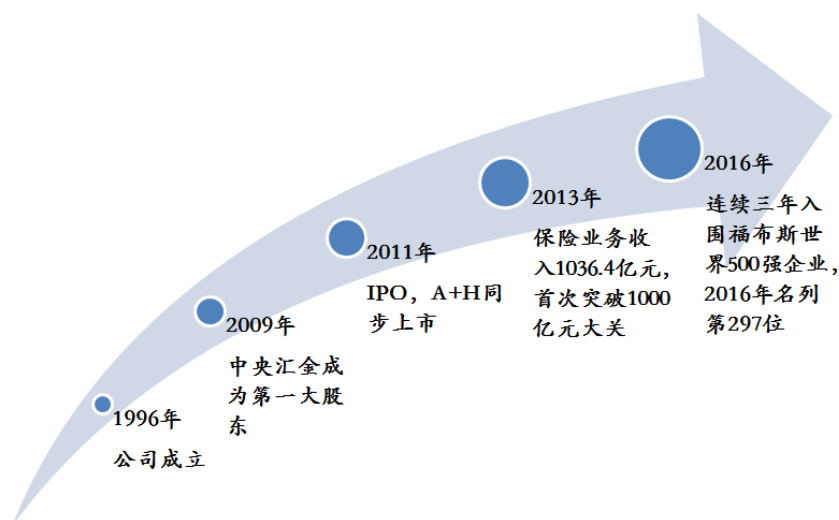
| | |
|-----------------------------|--------|
| 图表 41: 上市保险公司动态 PEV 估值..... | - 25 - |
| 图表 42: 新华保险内含价值预测..... | - 26 - |
| 图表 43: 财务报表分析与预测..... | - 27 - |

聚焦价值增长，转型发展成效显著

回归保险原理，转型发展再上征程

- 新华保险成立于1996年9月，总部位于北京市，是一家全国性的大型寿险企业，目前拥有新华资产管理股份有限公司、新华家园养老服务（北京）有限公司、新华养老保险股份有限公司和新华卓越健康投资管理有限公司等子公司。2011年，新华保险在香港联合交易所和上海证券交易所同步上市，A股代码为601336，H股代码为01336。
- 2016年，新华围绕“转型发展”和“自主经营”两大主题，确定了以续期拉动增长的转型发展路径，并以预算管理为抓手，引导机构增强自主经营能力。通过环环相扣的系列举措，有效提升了经营管理水平，激发了健康、持续、快速发展的动力。2016年，公司实现保险业务收入人民币1125.6亿元，公司总资产规模达到6991.81亿元。公司继2014年首次入围福布斯世界500强企业后，2016年再次强势登榜，名列全球第297位。

图表 1：新华保险发展历程



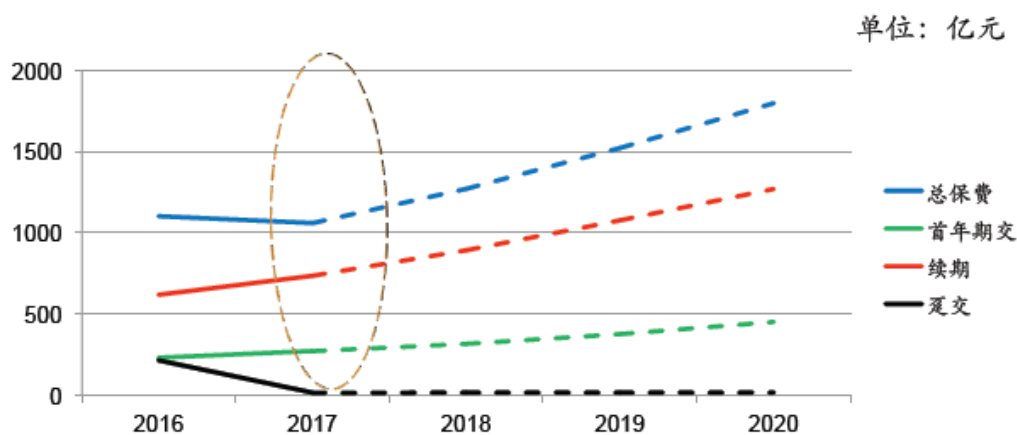
来源：公司年报，中泰证券研究所

- 2016年万峰董事长上任之后提出了围绕“转型发展”和“自主经营”两大主题的转型发展思路，确定了以续期拉动增长的转型发展路径，并以预算管理为抓手，引导机构增强自主经营能力，提出强大新华、价值新华、长青新华、和谐新华的转型发展目标。根据公司2016年开放日以及公司转型发展的最新情况，预计公司2016-2017是“转型期”，压缩趸交保费，并以期交和续期保费增量逐步替代，公司2016年总保费收入为1125.61亿元，同比提升1%，2017年前5个月累计原保险保费收入为501.54亿元，同比下降17.5%，预计2017年全年总保费收入与去年基本持平，在转型期公司规模增速放缓，初步建立期交和续期拉动业务发展的模式。2018-2020年公司将迎来收获期，即趸交压缩任务基本完成，在着重发展长期期交业务，加大业务结构调整之下，完全形成续期拉动发展的模式。

图表 2：新华保险转型发展阶段及成果预期

| 阶段 | 成果 |
|----------------|---|
| 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，初步建立期交和续期拉动业务发展的模式 |
| 收获期（2018-2020） | ✓ 完全形成续期拉动发展的模式 ✓ 着重发展长期期交业务，加大业务结构调整 |

来源：公司 2016 年开放日，中泰证券研究所

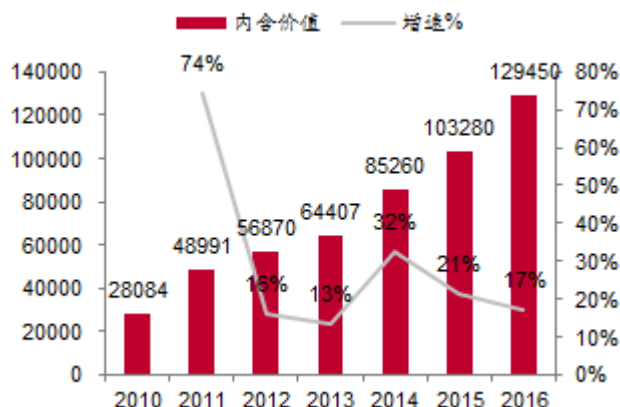
图表 3：2016-2017 转型期过后，保费增长情况演示


来源：公司 2016 年开放日，中泰证券研究所

新业务价值、内含价值持续增长

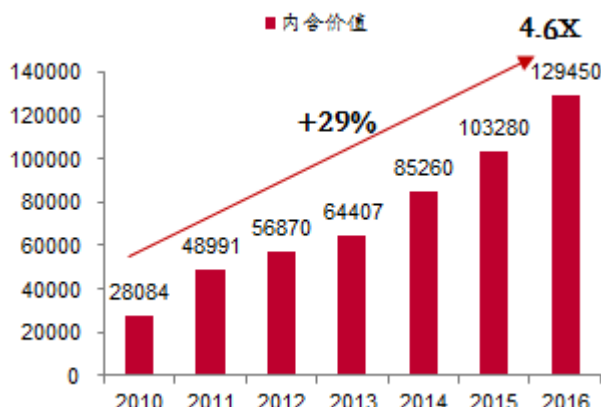
- 新华 2011 年上市以来，内含价值 (ev) 持续增长，近 6 年复合增速 CAGR 达到 29%，2016 年末内含价值达 1294.5 亿元，是 2010 年的 4.6 倍。新业务价值 (vnb) 增长是内含价值增长的重要保障，由于发展银代趸交业务较多，而银代趸交业务新业务价值率 (vnb margin) 较低，因此公司 2011-2013 年新业务价值增速为负。随着公司提出价值转型，渠道结构、期限结构以及产品结构发生显著变化，2014 年之后新业务价值增速转负为正保持高速增长，2015、2016 两年分别达到 35%、36%，我们预计未来几年公司新业务价值增速将保持在 30% 以上。

图表 4：内含价值持续增长（百万元）



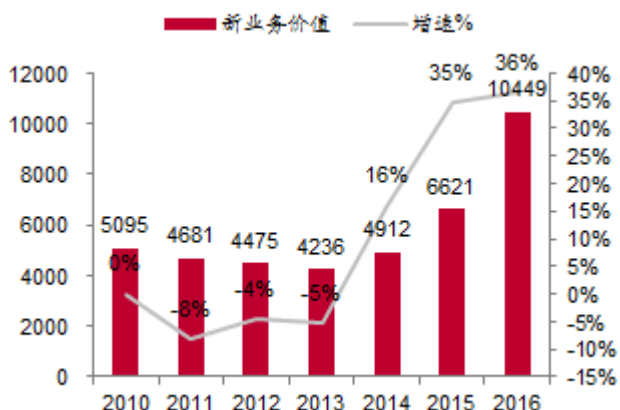
来源：wind，中泰证券研究所

图表 5：内含价值 6 年复合增速达 29%（百万元）



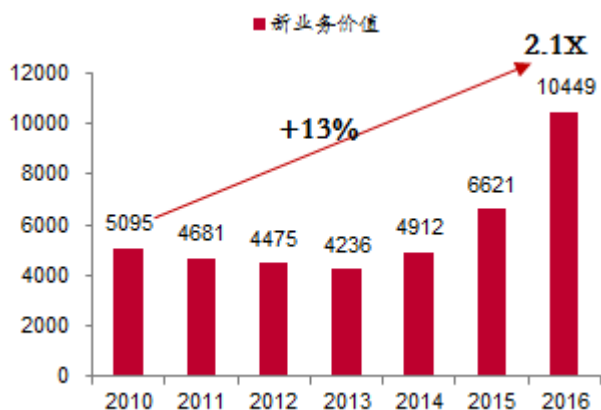
来源：wind，中泰证券研究所

图表 6：新业务价值 2014 年之后持续高速增长（百万元）



来源：wind，中泰证券研究所

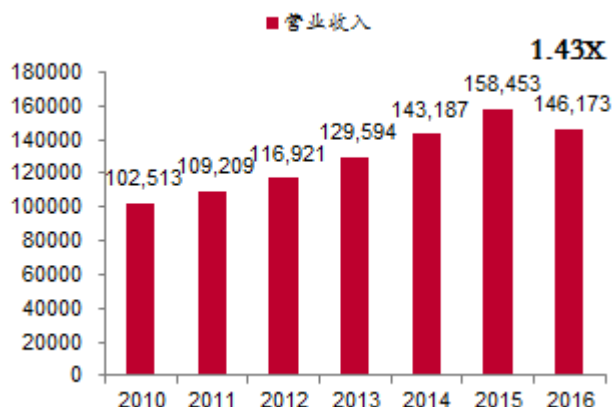
图表 7：新业务价值 6 年复合增速达 13%（百万元）



来源：wind，中泰证券研究所

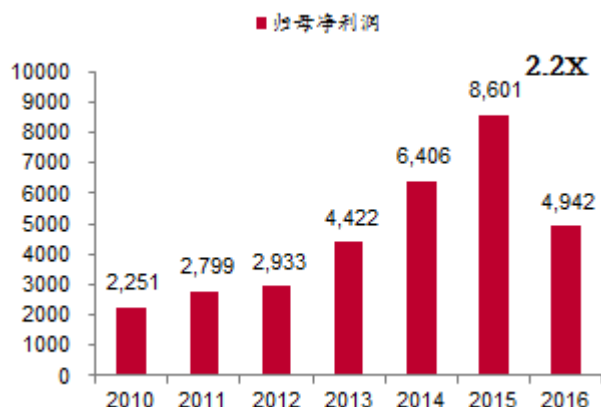
- 新华 2010 年上市之后营业收入与归母净利润持续增长，除 2016 年受股债市场下跌使得投资收益大幅下降、准备金因 750 均线持续下行大幅增提导致营业收入与净利润同比下降之外，其余年度营业收入和净利润的复合增长率 CAGR 分别为 9% 和 31%。我们认为利润表并不是判断保险公司尤其寿险公司价值的最重要因素，因为寿险公司业务经营期限长，需要穿越利率周期与生命周期，经营利率风险与长寿风险的能力是寿险公司的核心价值，因而在寿险公司价值评估时通常更看重内含价值评估，内含价值倍数或是新业务价值倍数更能反映保险公司股价的相对价值。

图表 8: 营业收入是上市时的 1.43 倍 (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 9: 归母净利润是上市时的 2.2 倍 (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

寿险市场地位稳固, 为转型收获期蓄力

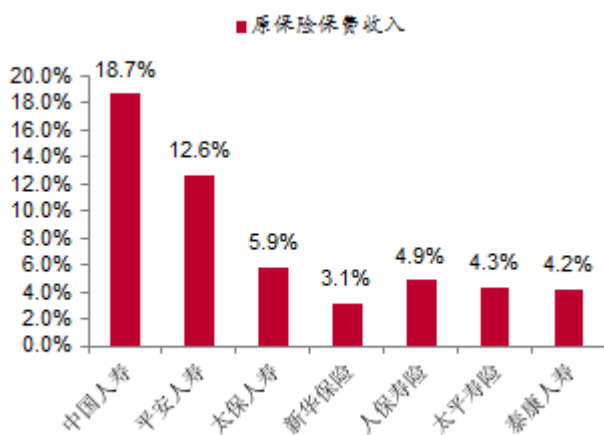
- 新华保险 2017 年 1-5 月累计实现原保险保费收入 502 亿元, 规模保费 526 亿元, 在寿险市场占有率分别为 3.1% 与 2.7%, 由于转型主动压缩银保趸交业务, 同比增速分别为 -17.5% 与 -16.1%。在坚定的转型决心之下, 规模以及市占率考核在新华内部 KPI 权重已经大幅降低, 公司聚焦个险、聚焦期交的目标明确。由于过去几年保险行业准入门槛相对降低, 以及市场上平台型保险公司的竞争与扩张, 新华原保险保费收入市占率已经由最高的 10.6% 左右降低, 规模排名也一定程度上下降, 我们认为对于寿险公司来说, 强调做大的同时, 更需要强调的“做强”的本质是持续、健康的盈利能力, 毕竟经营长期的利率风险以及寿险风险等才是寿险公司的经营之道, 因此在转型收获期到来时我们可以期待新华续期拉动的可持续模式, 目前仍为转型收获期蓄力之时。

图表 10: 2017 年 1-5 月累计保费

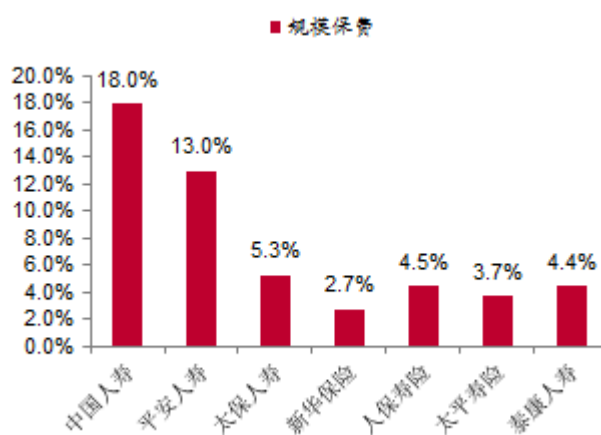
| 单位: 亿元 | 原保险保费收入 | 保护投资款新增交费 | 规模保费 |
|--------|---------|-----------|--------|
| 中国人寿 | 2,985 | 467 | 3,452 |
| 平安人寿 | 2,017 | 465 | 2,492 |
| 太保人寿 | 937 | 76 | 1,014 |
| 新华保险 | 502 | 25 | 526 |
| 人保寿险 | 781 | 75 | 857 |
| 太平寿险 | 692 | 23 | 715 |
| 泰康人寿 | 669 | 126 | 844 |
| 四家上市合计 | 6,441 | 1,033 | 7,483 |
| 老七家合计 | 8,583 | 1,257 | 9,899 |
| 行业合计 | 15,987 | 3,084 | 19,193 |
| | | | |
| 同比增速% | 原保险保费收入 | 保护投资款新增交费 | 规模保费 |

| | | | |
|------------|----------------|------------------|-------------|
| 中国人寿 | 19.3% | -42.7% | 4.1% |
| 平安人寿 | 39.9% | 12.3% | 33.4% |
| 太保人寿 | 36.5% | -2.6% | 32.5% |
| 新华保险 | -17.5% | 29.9% | -16.1% |
| 人保寿险 | 2.8% | -4.4% | 2.2% |
| 太平寿险 | 31.6% | 31.6% | 31.7% |
| 泰康人寿 | 31.8% | -39.5% | 16.6% |
| 四家上市合计 | 22.9% | -22.1% | 13.8% |
| 老七家合计 | 22.1% | -22.9% | 14.0% |
| 行业合计 | 30.0% | -59.4% | -5.8% |
| | | | |
| 占比% | 原保险保费收入 | 保护投资款新增交费 | 规模保费 |
| 中国人寿 | 18.7% | 15.1% | 18.0% |
| 平安人寿 | 12.6% | 15.1% | 13.0% |
| 太保人寿 | 5.9% | 2.5% | 5.3% |
| 新华保险 | 3.1% | 0.8% | 2.7% |
| 人保寿险 | 4.9% | 2.4% | 4.5% |
| 太平寿险 | 4.3% | 0.7% | 3.7% |
| 泰康人寿 | 4.2% | 4.1% | 4.4% |
| 四家上市合计 | 40.3% | 33.5% | 39.0% |
| 老七家合计 | 53.7% | 40.7% | 51.6% |
| 行业合计 | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 11: 2017 年 1-5 月原保险保费收入市场份额


来源: wind, 中泰证券研究所

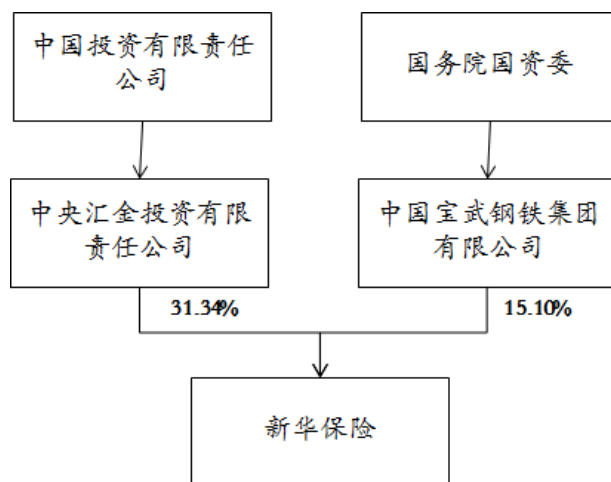
图表 12: 2017 年 1-5 月规模保费市场份额


来源: wind, 中泰证券研究所

股东背景实力雄厚, 股权架构稳定

- 新华保险的股东背景实力雄厚。公司控股股东为中央汇金投资有限责任公司，截至 2016 年末持股比例为 33.14%，中央汇金是经国务院批准设立的国有独资公司，注册资本为 8282.09 亿元，根据国务院授权对国有重点金融企业进行股权投资，新华保险是中央汇金直接控股和参股的重点金融企业中唯一一家寿险公司。持股比例超过 10% 的重要股东包括公司第二大股东中国宝武钢铁集团有限公司（15.10%），实际控制人是国务院国资委，具有深厚的国企背景。持股比例超过 1% 的股东包括了复星系（2016 年 8 月 11 日公告“复星系”增持公司股份至 5.01%），以及中国证券金融股份有限公司（2.93%）。

图表 13：新华保险股权结构图



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 14：前十名股东持股情况（2016 年报）

| 股东名称 | 股东性质 | 持股比例% | 持股总数 |
|------------------------------------|-------|-------|---------------|
| 香港中央结算（代理人）有限公司 | 境外法人股 | 33.14 | 1,033,879,836 |
| 中央汇金投资有限责任公司 | 国家股 | 31.34 | 977,530,534 |
| 中国宝武钢铁集团有限公司 | 国有法人股 | 15.1 | 471,185,465 |
| 中国证券金融股份有限公司 | 国有法人股 | 2.93 | 91,444,922 |
| 中央汇金资产管理有限责任公司 | 国有法人股 | 0.91 | 28,249,200 |
| 北京市太极华青信息系统有限公司 | 境内法人股 | 0.71 | 22,080,000 |
| 香港中央结算有限公司 | 境外法人股 | 0.59 | 18,357,712 |
| 汇添富基金—工商银行—汇添富—添富牛 53 号资产管理计划 | 其他 | 0.24 | 7,538,697 |
| 中国工商银行股份有限公司—嘉实新机遇灵活配置混合型发起式证券投资基金 | 其他 | 0.23 | 7,276,311 |
| 中国工商银行—上证 50 交易型开放式指数证券投资基金 | 其他 | 0.2 | 6,168,862 |

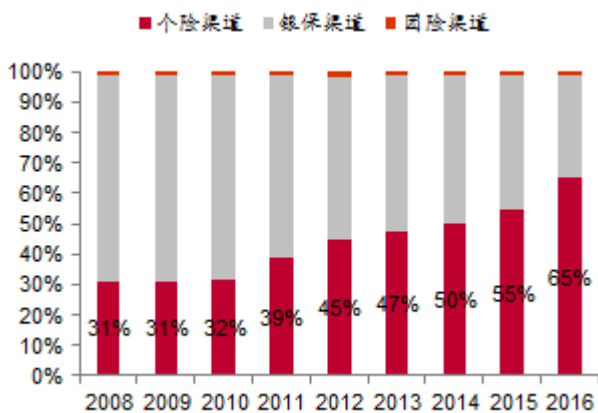
来源：公司 2016 年报，中泰证券研究所

价值转型正当时，回归保障结构优化

业务结构：个险、期交占比显著提升，结构改善品质提升

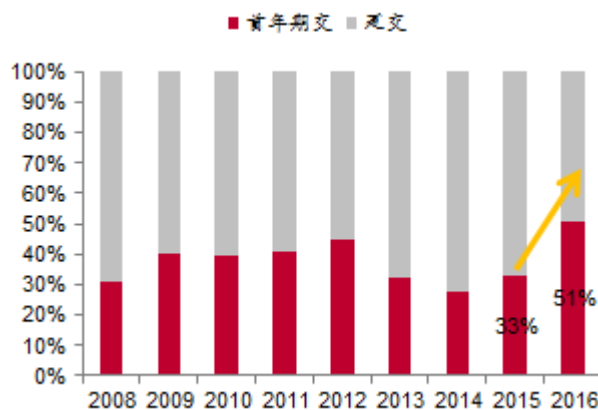
- 自从 2016 年 3 月万峰先生担任公司董事长兼首席执行官之后，公司提出价值转型战略，在渠道结构方面重视个险渠道，提升个险渠道占比，在保费期限结构方面，主动压缩趸交保费，提升首年期交保费，通过续期保费的累积来拉动总保费的稳定和增长。2016-2017 年为公司转型期，通过期交的增长和续期的拉动，填补压缩趸交保费形成的保费缺口，保持总保费的稳定；我们认为 2018 年之后公司将进入全面收获期，预计期交保费的累积将使得续期拉动保费实现至少 20% 以上的增长。
- 经过 1 年多时间的转型努力，从数据上我们看到转型带来的业务结构和品质的积极变化。第一，渠道结构方面个险渠道占比由 2015 年 55% 跃升至 2016 年 65%。在价值转型、强调保障型产品销售的大背景下，个险渠道是保障型产品，尤其是长期保障型产品销售的主力，主要原因是长期保障型产品，如终身寿险、长期健康险等产品相对复杂，而保险产品的购买一定程度上逆天人性，营销员的营销行为与技能至关重要。第二，期限结构改善，价值率更高的期交保费占比（占首年保费）由 2015 年的 33% 提升至 2016 年的 51%。公司主动压缩趸交业务，尤其是银保渠道的趸交业务，银保趸交由 2015 年 310 亿压缩至 2016 年 200 亿，2017 年公司对银保渠道趸交业务不下达指标，除了分公司自然销售需求外几乎停止。在不惜总保费增速放缓的转型决心之下，首年期交保费 2015、2016 分别实现 40%、41% 的同比增速，趸交保费同比增速分别为 12%、-34%。第三，业务品质显著改善。13 个月保单持续率由 2015 年的 85.0% 提升至 2016 年的 88.3%，而退保情况显著改善，退保率由 2015 年的 9.3% 锐减至 2016 年的 6.9%，我们认为业务品质的改善与渠道、期限结构的改善是密不可分的。

图表 15：保费渠道结构变化，个险渠道占比显著提升



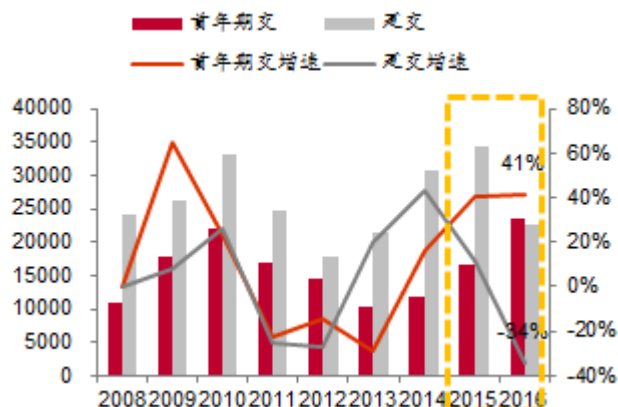
来源：wind，中泰证券研究所

图表 16：首年保费期限结构变化，期交占比显著提升



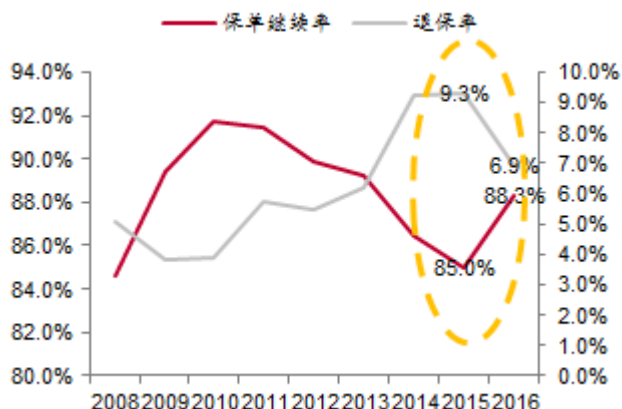
来源：wind，中泰证券研究所

图表 17: 首年期交、趸交保费及增速情况(百万元, %)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 18: 保单继续率显著提升, 退保显著改善

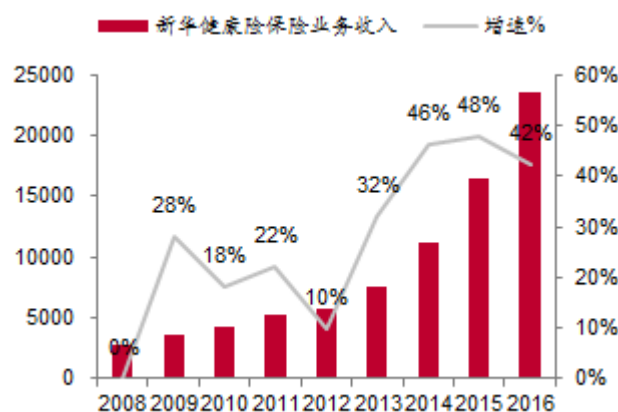


来源: wind, 中泰证券研究所

“健康无忧”打造重疾明星产品, 促进价值持续提升

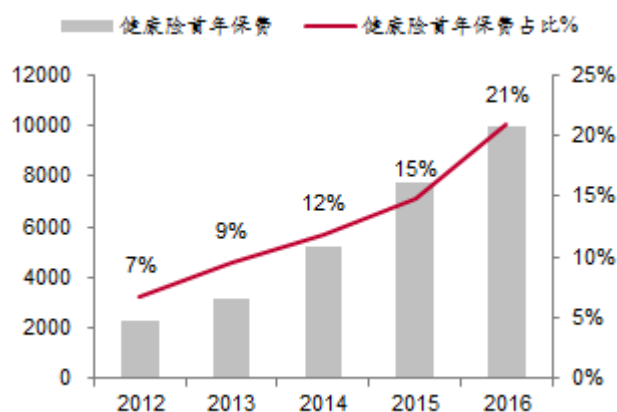
- 公司业务结构优化一方面体现在, 以健康险为代表的保障型产品规模及占比提升, 2014-2016 年连续三年公司健康险保费收入保持在 40% 以上的高增速, 健康险首年保费占公司首年保费的比例持续提升, 2016 年提升至 21%, 较 2015 年提升 6.1 个百分点。

图表 19: 新华健康险保险业务收入及增速, 单位: 百万元



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

图表 20: 新华健康险首年保费及占比, 单位: 百万元



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

- 顺应回归保障的行业趋势, 以及满足投保人对于健康险激增的需求, 打造属于新华的健康险品牌产品, 公司于 2015 年推出“健康无忧”系列产品, 当年 9-10 月即实现了 14.52 亿元的新单保费, 成为公司历史上短期内销量最高的保障型产品, 2016 年全年更是实现首年保费 65 亿元(公

司 2016 年健康险首年保费 99.45 亿元，健康无忧系列占比 65%)，且预计其中 80% 以上为 20 年以上期交保费，高新业务价值率对公司新业务价值贡献度极高，预计对于公司 2016 年新业务价值贡献 70% 以上。

图表 6：公司 2016 年原保险保费收入居前 5 位的保险产品

| 单位：百万元 | 原保费收入 | 新单标准保费 |
|-----------------------|--------------|--------------|
| 惠福宝二代年金保险 | 19,909 | 1,991 |
| 福享一生终身年金保险（分红型） | 8,850 | 4,588 |
| 健康无忧 C 款重大疾病保险 | 5,937 | 4,545 |
| 惠鑫宝二代年金保险 | 4,994 | 1,882 |
| 健康福星增额(2014)重大疾病保险 | 4,438 | 687 |

来源：公司年报，中泰证券研究所

- 健康无忧产品系列包括了 A、B、C 三款，通过不同的产品形态设计（健康无忧 A 款为定期重大疾病保险，健康无忧 B 款为两全主险+附加重大疾病保险的组合，健康无忧 C 款为终身重大疾病保险），满足不同的投保需求，因而在交费方式、保险期间和保险责任方面有着各自的特点，覆盖 60 种重大疾病、15 种轻症以及身故保障的全面保障是产品热卖的重要原因。
- 对比主要竞争对手，上市保险公司的重疾险产品，在产品形态、保险责任以及其他附加条款方面形成主要差异。中国平安的爆款产品平安福，是以主险终身寿险附加重疾/长期意外/短期意外的捆绑销售形式，形成产品的灵活设计以及全面覆盖人群，重疾和轻症的覆盖范围较为广泛，包括 80 种重疾和 20 种轻症；另外，平安福提供参加运动平台活动可提升保障额度，以及自驾车意外保障加倍的特色条款。太保寿险的金佑系列产品是主打的重疾险产品，产品形态设计为主险终身寿险+附加重疾险，提供身价保障随有效保额递增，以及可选年金转换功能。中国人寿的康宁系列产品，是以终身重疾险单独销售，交费方式可以选择趸交。由于寿险、重疾险产品设计复杂，每家公司产品保障覆盖范围以及产品形态多样，无法直接进行价格比较。我们认为相比于主要竞争对手主打产品，健康无忧系列产品，尤其最热销的 C 款产品的最大特色在于纯重疾险形成的单品突围能力。

图表 21：健康无忧产品系列介绍

| | 健康无忧 A 款 | 健康无忧 B 款 | 健康无忧 C 款 |
|------|---|--|---|
| 产品形态 | 定期重疾险 | 两全+附加重疾险组合 | 终身重疾险 |
| 投保年龄 | 18~61 周岁 | 18~61 周岁 | 18~61 周岁 |
| 交费方式 | 5、10、20 年交 | 5、10、20 年交 | 5、10、20、30 年交 |
| 保险期间 | 10、20、30 年、至 60、70、80 周岁 | 20、30 年、至 70、80 周岁 | 终身 |
| 保险责任 | 轻症疾病保险金（15 种）； 重大疾病保险金（60 种）； 身故保险金 | 主险：满期生存保险金+ 身故保险金；附加重疾险： 轻症疾病保险金（15 种） +重大疾病保险金（60 种） | 轻症疾病保险金（15 种）； 重大疾病保险金（60 种）； 身故保险金 |

来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 22：上市保险公司重疾险基本情况对比

| | 新华保险 | 中国平安 | 中国太保 | 中国人寿 |
|------|---|-----------------------------------|---------------------|---------------------|
| 名称 | 健康无忧系列 | 平安福 | 金佑 | 康宁系列 |
| 产品形态 | 定期重疾险、两全+附加重疾组合、终身重疾险 | 主险终身寿险+附加重疾险/意外伤害 | 主险终身寿险+附加重疾险 | 终身重疾险 |
| 交费方式 | 期交 | 期交 | 期交 | 期交/趸交 |
| 保险期间 | A 款：10、20、30 年、至 60、70、80 周岁； B 款：20、30 年、至 70、80 周岁； C 款：终身。 | 身故、重疾保障 终身/意外保障 至 70 周岁 | 终身 | 终身 |
| 保险责任 | 轻症疾病保险金（15 种）；重大疾病保险金（60 种）；身故保险金 | 轻症疾病保险金（20 种）；重大疾病保险金（80 种）；身故保险金 | 重大疾病保险金（20 种）；身故保险金 | 重大疾病保险金（20 种）；身故保险金 |

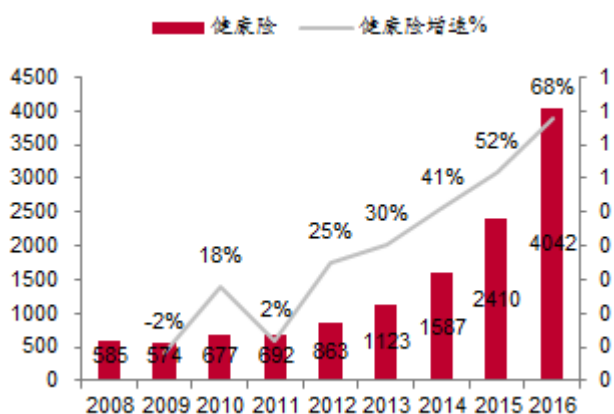
来源：公司网站，中泰证券研究所

- 政策鼓励、需求爆发，健康险保持高增长。**按照保监会 2006 年发布的《健康保险管理办法》，商业健康保险是指保险公司通过疾病保险、医疗保险、失能收入损失保险和护理保险等方式对因健康原因导致的损失给付保险金的保险；2014 年 10 月，国务院发布《关于加快发展商业健康保险的若干意见》（国办发〔2014〕50 号）将大病保险，原本划入财产保险领域的医疗责任保险，以及传统医疗费用保险之外的医疗意外、收入损失等保险也纳入商业健康保险范畴；随着国家的重视和各项扶持政

策的出台，保险业迎来了难得的政策机遇与市场空间。

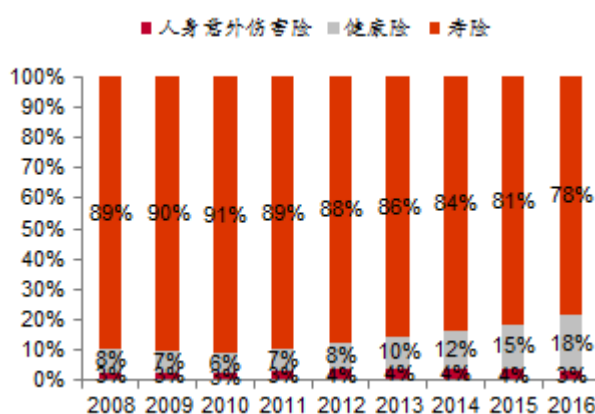
- 根据保监会保费数据统计，健康险近年来保费增速呈现逐年提升态势，同比增速由2011年的2%上升至2016年的68%，近五年的复合增长率达到43%，在人身险（包括人生意外伤害险、健康险和寿险）中的增速最高，高于人生意外伤害险的18%，以及寿险的15%。同时健康险占人身险的保费占比已经由2011年的7%，提升至2016年的18%，健康险成为人身险保费增速重要贡献的同时，对于保险公司新业务价值的贡献也持续提升。

图表 23：行业健康险保费收入及增速，单位：亿元



来源：wind，中泰证券研究所

图表 24：行业健康险占人身险比例逐年提高



来源 wind，中泰证券研究所

- 随着社会人口老龄化、医疗支出占比提升、基本医保保障效果限制等现象和问题显现，居民对于医疗保障需求的持续提升与现实保障现状无法满足之间的矛盾越来越突出，商业健康保险的补充和替代意义突出。近年来支持商业健康保险的有关政策相继出台，包括《国务院办公厅关于加快发展商业健康保险的若干意见》、《关于开展商业健康保险个人所得税政策试点工作的通知》、《中国保险业发展“十三五”规划纲要》、《“健康中国2030”规划纲要》、《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》等，通过政策鼓励、税收优惠等鼓励企业、个人通过参加商业保险及多种形式的补充保险解决基本医保之外的需求，鼓励商业保险机构开发丰富商业健康保险产品等。预计未来五年我国商业健康保险年均增速将达到25%以上，2020年达到万亿级规模。

图表 25：与商业健康保险相关的政策文件

| 时间 | 政策文件名称 | 与商业健康险相关要点 |
|----------|---------------------------|--|
| 2014年10月 | 《国务院办公厅关于加快发展商业健康保险的若干意见》 | 1、丰富商业健康保险产品。 2、鼓励商业保险机构积极开发与健康管理服务相关的健康保险产品，加强健康风险评估。 3、支持商业保险机构针对不同的市场设计不同的健康保险产品。 4、发展失能收入损失保险。 5、大力开展长期护理保险制度试点。 6、开发中医药养生保健、治未病保险产品。 7、积极开发满足老年人保障需求的健康养老产品。 8、鼓励开设残疾人康复、托养、照料和心智障碍者家庭财产信托等商业保险。 |

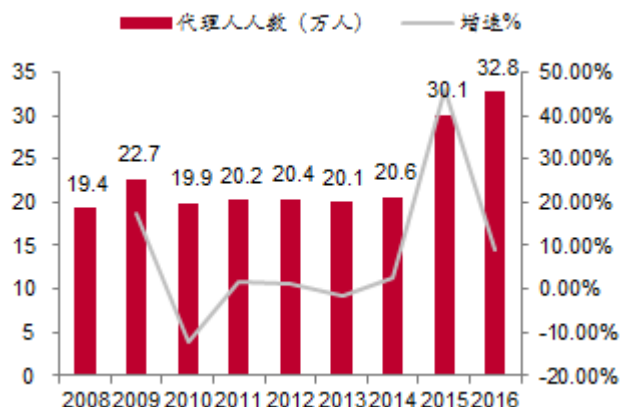
| | | |
|----------|----------------------------|--|
| 2015年5月 | 《关于开展商业健康保险个人所得税政策试点工作的通知》 | <ol style="list-style-type: none"> 1、对试点地区个人购买符合规定的商业健康保险产品的支出，允许在当年（月）计算应纳税所得额时予以税前扣除，扣除限额为2400元/年，即200元/月。 2、区别于非税优健康险，税优健康险仅限于医疗保险，采用万能险方式，要求简单赔付率不得低于80%。 |
| 2016年8月 | 《中国保险业发展“十三五”规划纲要》 | <ol style="list-style-type: none"> 1、商业健康保险发展：强调“发展多元化健康保险”和“促进大病保险稳健运行”。 2、基本医保经办：鼓励发展与基本医疗保险相衔接的补充医疗保险，推动大病保险与基本医保、医疗救助、商业健康保险等医疗保障制度的有效衔接。 3、多样化健康保障：大力开发各类医疗、疾病保险、护理保险和失能收入损失保险，全面推开个人税收优惠型商业健康保险。 4、健康保障与健康管理服务融合：积极开发和提供疾病预防、健康体检、健康咨询、健康维护、慢性病管理、养生保健等健康管理服务。 5、参与健康产业建设：支持保险机构运用股权投资、战略合作等方式，设立医疗机构和参与公立医院改制。 |
| 2016年10月 | 《“健康中国2030”规划纲要》 | <ol style="list-style-type: none"> 1、落实税收等优惠政策，鼓励企业、个人参加商业健康保险及多种形式的补充保险。 2、丰富健康保险产品，鼓励开发与健康管理服务相关的健康保险产品。 3、促进商业保险公司与医疗、体检、护理等机构合作，发展健康管理组织等新型组织形式。 |
| 2016年12月 | 《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》 | <ol style="list-style-type: none"> 1、探索建立长期护理保险制度。 2、丰富健康保险产品，大力发展消费型健康保险，促进发展各类健康保险，强化健康保险的保障属性。 3、鼓励保险公司开发中医药养生保健等各类商业健康保险产品，提供与其相结合的中医药特色健康管理服务。 4、制定和完善财政税收等相关优惠政策，支持商业健康保险加快发展。 5、鼓励企业和居民通过参加商业健康保险，解决基本医保之外的健康需求。 |

来源：保监会，中泰证券研究所

销售能力：代理人队伍增量提质，打造“三高”营销团队

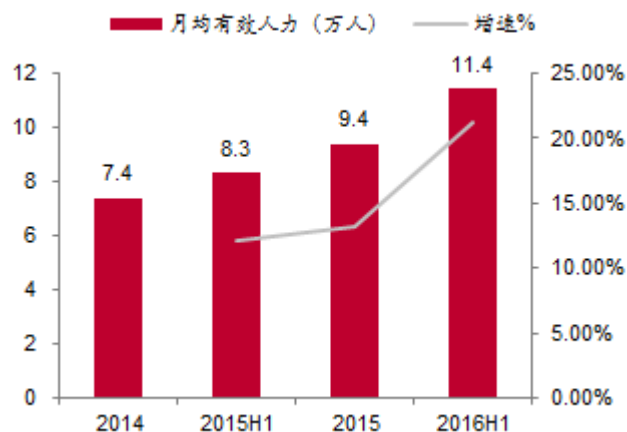
- 着力打造高举绩率、高产能的“两高”销售团队，是新华转型之后提出的对营销队伍的转型目标。2017年新华提出打造高举绩率、高产能、高留存率的“三高”营销团队的目标。新华的个险代理人队伍保持增长，且保持健康有效的增长，个险渠道规模人力由2014年的20.6万人迅速提升至32.8万人，月均有效人力由2015年中时的8.3万人提升至2016年中的11.4万人，同比增速达到21%。获益于2016年保险代理人资格考试的取消，行业迎来了保险营销员队伍快速扩张的良机，虽然新华在队伍人力规模上的增幅小于其他几家大保险公司，但是打造“三高”团队更契合目前公司转型发展的现状，同时，通过内部培训与晋升机制，更强调效率与留存，在行业营销员留存率整体较低的情况之下（预计行业营销员一年平均留存率低于30%），将极大提升公司在人力上的投入产出效率。

图表 26：代理人人数及增速



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 27：月均有效人力及增速



来源：公司年报，中泰证券研究所

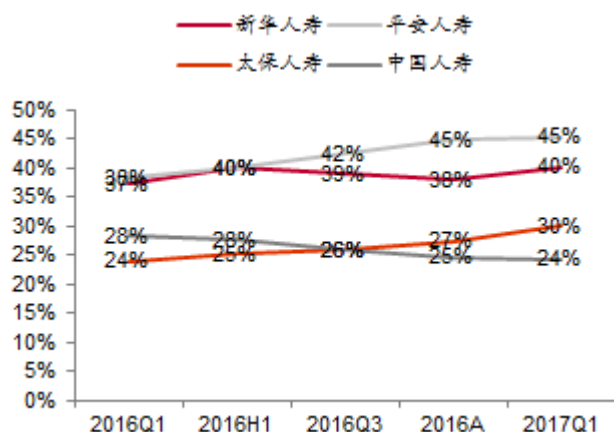
存量结构拆解、剩余边际推算：新华存量结构优异，逐步改善程度显著

- 保险公司利源主要来自于三差，即死差、利差、费差，目前长期保障型产品占比提升之下，利源结构中死差占比会提升，使得保险公司未来利源结构更为稳定、受投资影响减轻。另外，寿险公司的利润可以分解为四个部分：剩余边际摊销、投资回报偏差、经营偏差（包含风险边际释放）和会计估计变更，其中剩余边际摊销是会计利润的主要来源。剩余边际是公司未来利润的现值，摊销模式在保单发单时刻锁定，摊销稳定不受资本市场波动影响。目前保险公司对于利源结构（三差构成）以及剩余边际的披露信息有限，仅从中国平安 2016 年年报、中国平安 2016 策略日之平安寿险价值深度解析、中国太保 2017 资本市场开放日的公开材料中，可以得到对于三差以及剩余边际的一些信息。其中，平安人寿 2016 年寿险业务中，利差占比为 33.9%，死差、费差等其他差占比为 66.1%；长期保障型产品利差占比 22.0%，死差、费差等其他差占比达到 78%。
- 2016 年保险公司开始按季度披露在“偿二代”之下的偿付能力季度报告，我们认为按照其中披露的寿险业务保险风险最低资本占最低资本的占比情况可以大致推算寿险公司的死差占比。寿险业务保险风险是指由于损失发生、费用及退保相关假设的实际经验与预期发生不利偏离，导致保险公司遭受非预期损失的风险，其中的损失发生风险最低资本（包括死亡发生率风险、死亡巨灾风险、长寿风险、疾病发生率风险、医疗及健康赔付损失率风险、其他损失发生率风险）正是寿险公司为应对长期保障型产品所覆盖的风险范畴而计算的要求资本，从而成为推断各寿险公司死差占比的依据。从截至目前最新的 2017 一季度偿付能力报告数据计算结果看，占比由高到低依次为平安人寿、新华人寿、太保人寿、中国人寿，分别为 45%、40%、30%、24%，我们据此判断从长期保障型产品占比来衡量寿险公司死差占比的排序亦是如此。

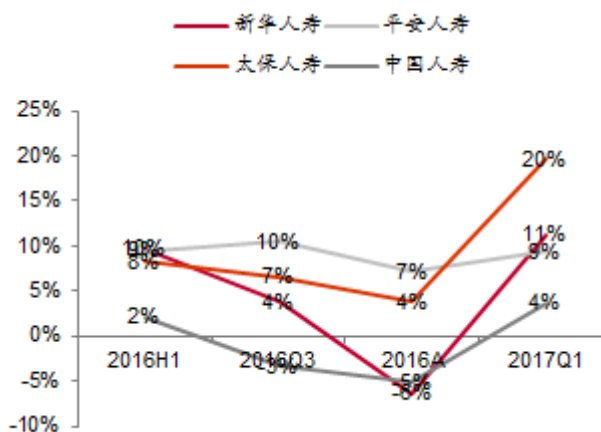
图表 28：保险公司寿险业务风险最低资本占最低资本比例

| 单位：百万元 | | 2016Q1 | 2016H1 | 2016Q3 | 2016A | 2017Q1 |
|--------|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 新华人寿 | 寿险业务保险风险最低资本 | 23,029 | 25,245 | 26,205 | 24,539 | 27,284 |
| | 最低资本 | 61,786 | 63,179 | 67,245 | 64,917 | 67,994 |
| | 占比 | 37% | 40% | 39% | 38% | 40% |
| 平安人寿 | 寿险业务保险风险最低资本 | 81,829 | 89,596 | 98,921 | 105,914 | 115,841 |
| | 最低资本 | 214,228 | 223,676 | 233,265 | 236,304 | 255,689 |
| | 占比 | 38% | 40% | 42% | 45% | 45% |
| 太保人寿 | 寿险业务保险风险最低资本 | 19,109 | 20,685 | 22,046 | 22,879 | 27,363 |
| | 最低资本 | 79,838 | 82,430 | 85,264 | 83,516 | 91,229 |
| | 占比 | 24% | 25% | 26% | 27% | 30% |
| 中国人寿 | 寿险业务保险风险最低资本 | 60,013 | 61,250 | 59,170 | 56,112 | 58,154 |
| | 最低资本 | 212,012 | 222,194 | 229,459 | 228,080 | 239,879 |
| | 占比 | 28% | 28% | 26% | 25% | 24% |

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 29：保险公司寿险业务风险最低资本占比


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 30：保险公司寿险业务风险最低资本增速


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 在会计准则下剩余边际属于负债，未进入净资产，未来逐年释放为利润，是每年会计利润的核心来源。由于在“偿二代”之下，剩余边际被认可为资本，是实际资本的重要组成部分；且如果新业务盈利能力较强，其剩余边际大于要求资本，则可以贡献资本。因此在偿二代报告之中我们通过实际资本=剩余边际+净资产，即剩余边际=实际资本-净资产可以推算寿险公司剩余边际。我们推算新华人寿 2017 年一季度剩余边际达到 1304.11 亿元，由 2016 年一季度开始每季保持环比正增长，QOQ 增速分别为 4%、0%、3%和 5%。

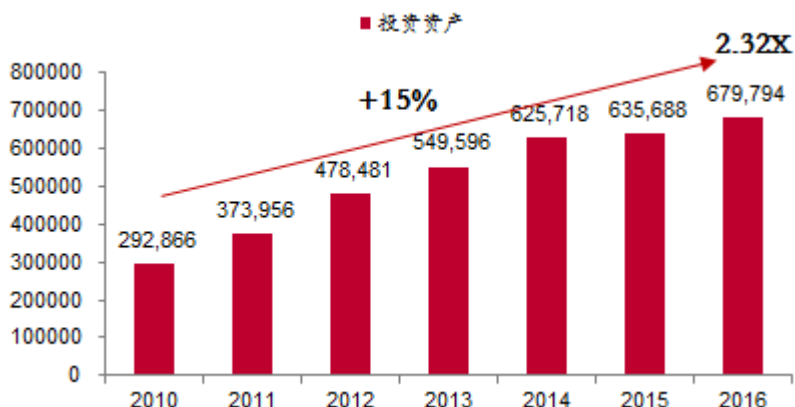
图表 31：根据偿二代季度报告推算保险公司剩余边际

| 单位：百万元 | | 2016Q1 | 2016H1 | 2016Q3 | 2016A | 2017Q1 |
|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 新华人寿 | 实际资本 | 172,580 | 178,055 | 180,069 | 182,616 | 191,521 |
| | 净资产 | 56,892 | 57,342 | 59,319 | 58,704 | 61,110 |
| | 剩余边际推算 | 115,688 | 120,713 | 120,750 | 123,912 | 130,411 |
| | QOQ | | 4% | 0% | 3% | 5% |
| 平安人寿 | 实际资本 | 470,633 | 494,897 | 534,660 | 533,710 | 578,095 |
| | 净资产 | 104,343 | 98,327 | 110,386 | 103,229 | 123,718 |
| | 剩余边际推算 | 366,290 | 396,570 | 424,274 | 430,481 | 454,377 |
| | | | 8% | 7% | 1% | 6% |
| 太保人寿 | 实际资本 | 209,527 | 210,001 | 215,787 | 214,517 | 243,180 |
| | 净资产 | 68,898 | 62,615 | 65,087 | 66,681 | 66,710 |
| | 剩余边际推算 | 140,629 | 147,386 | 150,700 | 147,836 | 176,470 |
| | QOQ | | 5% | 2% | -2% | 19% |
| 中国人寿 | 实际资本 | 738,760 | 731,222 | 729,029 | 677,768 | 721,807 |
| | 净资产 | 312,700 | 301,278 | 306,955 | 302,586 | 307,560 |
| | 剩余边际推算 | 426,060 | 429,944 | 422,074 | 375,182 | 414,247 |
| | QOQ | | 1% | -2% | -11% | 10% |

来源：公司公告，中泰证券研究所

投资收益：净投资收益率稳步提升，投资风格稳健追求资产负债匹配

- 公司 2016 年末投资资产达到 6797.94 亿元，是 2010 年的 2.32 倍，近 6 年复合增速达到 15% 之多，保费的自然增长以及每年投资收益的累积是投资资产增长的主要来源。2010-2016 年平均实现净投资收益率和总投资收益率分别为 4.6% 和 4.9%，包括了存款和债权型投资利息收益以及股权型投资分红收益净投资收益率保持稳定持续增长，包含买卖价差收益的总投资收益率波动受股票市场影响相对较大，波动性较净投资收益率来的大。总体上新华的投资风格较为审慎稳健，投资收益率也相对稳定，考虑到 2016 年公司调整了未来年度的长期投资收益率假设（调低 50bp），公司未来内含价值中因投资形成的偏差项更为审慎可靠，内含价值估值的可靠程度进一步提升。

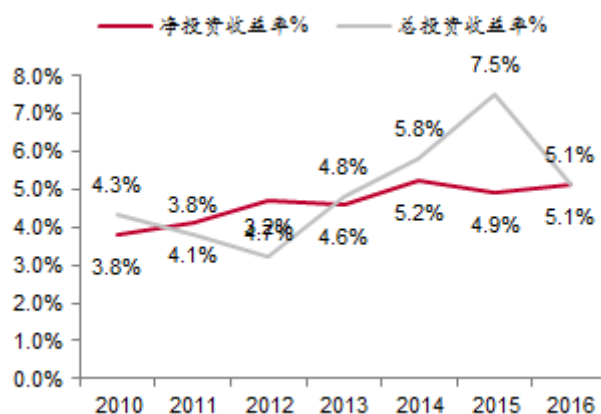
图表 32：投资资产近 6 年复合增速达 15%（百万元）


来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 33：2010 年至今净投资收益率、总投资收益率分别为 4.6%、4.9%

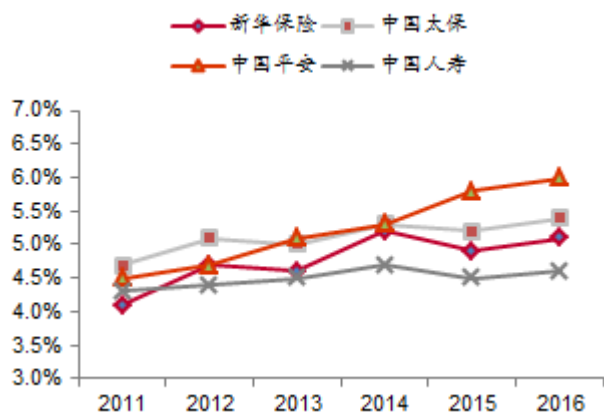
| 年度 | 净投资收益率 | 总投资收益率 |
|------------|--------|--------|
| 2010 | 3.8% | 4.3% |
| 2011 | 4.1% | 3.8% |
| 2012 | 4.7% | 3.2% |
| 2013 | 4.6% | 4.8% |
| 2014 | 5.2% | 5.8% |
| 2015 | 4.9% | 7.5% |
| 2016 | 5.1% | 5.1% |
| 2010 年至今平均 | 4.6% | 4.9% |

来源：wind，中泰证券研究所

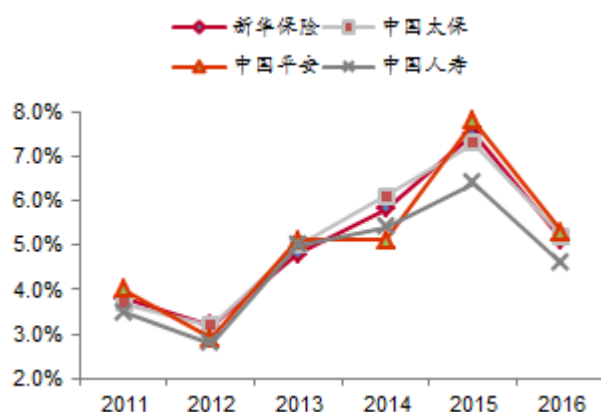
图表 34：净投资收益率、总投资收益率趋势


来源：wind，中泰证券研究所

- 上市四家保险公司投资端收益率表现总体较为趋同，差异不显著，2016 年新华、太保、平安、人寿的净投资收益率分别为 5.1%、5.4%、6.0%、4.6%，总投资收益率分别为 5.1%、5.2%、5.3%、4.6%。净投资收益主要来源于存款、债权型投资的利息收入以及股权型投资的股息收入，因此与利率走势相关度较高。随着外部美元加息、欧洲日本等经济弱复苏以及我国金融监管“去杠杆”等环节因素的变化，债券收益率上行趋势从 2016 年四季度开始提升，十年期国债收益率由最低 2.6% 左右提升至 2016 年 6 月的 3.6% 左右水平，提升接近 100bp 对于保险公司资产再配置受益，预计截至目前今年保险公司再配置债权型资产平均收益率高于 5%。而存量债券在持有至到期科目核算的比例较高（超过 60%），因此利率提升对存量资产账面价值影响相对有限。总体上，保险公司前两年担忧的持续低利率环境得到缓解，利差得到改善。

图表 35：上市保险公司净投资收益率%


来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 36：上市保险公司总投资收益率%


来源：公司年报，中泰证券研究所

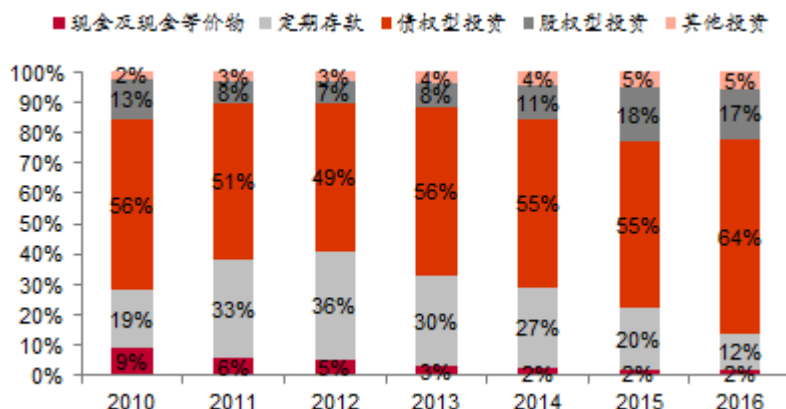
图表 37：公司 2016 年下调长期投资收益率 50BP

| | | 未来 1 年 | 未来 2 年 | 未来 3 年 | 未来 4 年以后 |
|----------|-------|--------|--------|--------|----------|
| 2016 年年报 | 传统非分红 | 4.50% | 4.60% | 4.80% | 5.00% |
| | 分红 | 4.50% | 4.60% | 4.80% | 5.00% |
| | 万能 | 4.50% | 4.70% | 5.00% | 5.10% |
| | 投连 | 7.60% | 7.60% | 7.80% | 7.90% |
| 2015 年年报 | 传统非分红 | 5.00% | 5.10% | 5.20% | 5.20% |
| | 分红 | 5.00% | 5.10% | 5.30% | 5.50% |
| | 万能 | 5.00% | 5.20% | 5.50% | 5.60% |
| | 投连 | 7.60% | 7.60% | 7.80% | 7.90% |

来源：公司年报，中泰证券研究所

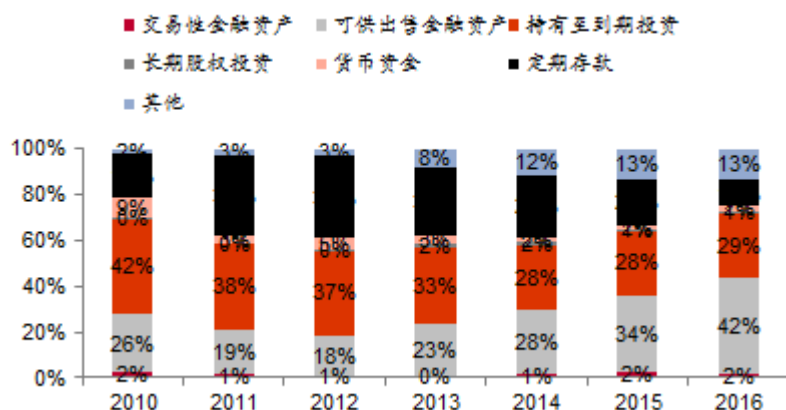
- 公司资产配置方面，定期存款配置比例持续下降，由 2012 年高峰 36% 下降至 2016 年的 12%，保险公司普遍于 2011-2012 年配置了大量银行协议存款（5 年期，收益率高达 5-6%），这部分资产陆续于 2015 年开始集中大量到期，给保险公司的再投资收益带来较大的压力。配置比例上升较为明显的是债券型投资和股权型投资，配置比例分别由 2012 年的 49% 和 7% 提升至 2016 年的 64% 和 17%。其中，债券型投资主要包括债券、债权型非标投资（信托计划、基础设施和不动产项目等债权计划、资产支持计划、资产管理计划、永续债和理财产品等），股权型投资主要包括基金、股票、长期股权投资和股权型资管计划、私募股权、股权投资计划、未上市股权等。

图表 38: 资产配置 (按投资对象)



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

图表 39: 资产配置 (按投资意图)



来源: wind, 中泰证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测与假设

- 经过 2016-2017 转型期之后, 预计保费收入将于 2018 年开始显著提升, 同时个险、期交占比提升, 业务结构和品质得到显著改善。根据新华价值转型方向与目标, 通过聚焦期交、压缩趸交、续期拉动的基调, 我们假设各渠道期交保费继续保持良好增速, 银代渠道趸交业务 2017 年预计基本压缩至零, 2017 仍处于转型期之下, 通过续期保费增长来填补压缩趸交形成的保费缺口, 预计 2017 年总保费与去年基本持平。预计 2017-2019 年总保费收入达到 1131.24、1416.17、1806.19 亿元, 同比增速为 1%、25%、28%, 其中首年期交保费增速分别为 42%、33%、33%, 续期保费增速分别为 16%、24%、26%; 按照首年期交系数为 1、趸交保费系数为 0.1 计算的新单标准保费增速均保持 30% 以上的高增速。

图表 40：保费收入及增速预测

| 单位：百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 首年期交 | 16,760 | 23,658 | 33,692 | 44,656 | 59,252 |
| 趸交 | 34,328 | 22,696 | 2,857 | 2,611 | 2,390 |
| 续期 | 59,470 | 64,839 | 75,207 | 92,982 | 117,608 |
| GPW (总保费收入) | 111,859 | 112,561 | 113,124 | 141,617 | 180,619 |
| FYP (首年保费) | 51,088 | 46,354 | 36,549 | 47,268 | 61,643 |
| APE (新单标准保费) | 20,193 | 25,928 | 33,978 | 44,918 | 59,491 |
| 增速% | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 首年期交 | 40% | 41% | 42% | 33% | 33% |
| 趸交 | 12% | -34% | -87% | -9% | -8% |
| 续期 | -10% | 9% | 16% | 24% | 26% |
| GPW (总保费收入) | 2% | 1% | 1% | 25% | 28% |
| FYP (首年保费) | 20% | -9% | -21% | 29% | 30% |
| APE (新单标准保费) | 35% | 28% | 31% | 32% | 32% |

来源：公司年报，中泰证券研究所

- 按照保费收入的预测，以及基于未来利率走势对于保险公司投资收益以及利润表准备金提转差的影响，当前利率之下预计 750 曲线下行对于准备金补提的压力将于 2018 年一季度逐步出清，使得价值转型效果显著、承保盈利逐步提升的新华保险迎来净利润的大幅增长。我们预计 2017-2019 年公司实现营业收入 1483.90、1789.06、2203.41 亿元，同比增速分别为 2%、21%、23%，预计 2017-2019 年归母净利润分别为 56.15、74.79、104.31 亿元，同比增速分别为 14%、33%、39%。

图表 41：主要财务指标预测

| 单位：百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 158,453 | 146,173 | 148,390 | 178,906 | 220,341 |
| 增速% | 11% | -8% | 2% | 21% | 23% |
| 保险业务收入 | 111,859 | 112,560 | 113,124 | 141,617 | 180,619 |
| 增速% | 2% | 1% | 1% | 25% | 28% |
| 归母净利润 | 8,601 | 4,942 | 5,615 | 7,479 | 10,431 |
| 增速% | 34% | -43% | 14% | 33% | 39% |
| 每股收益 (EPS) | 2.76 | 1.58 | 1.80 | 2.40 | 3.34 |
| 每股净资产 (BVPS) | 18.54 | 18.95 | 20.43 | 22.40 | 25.16 |

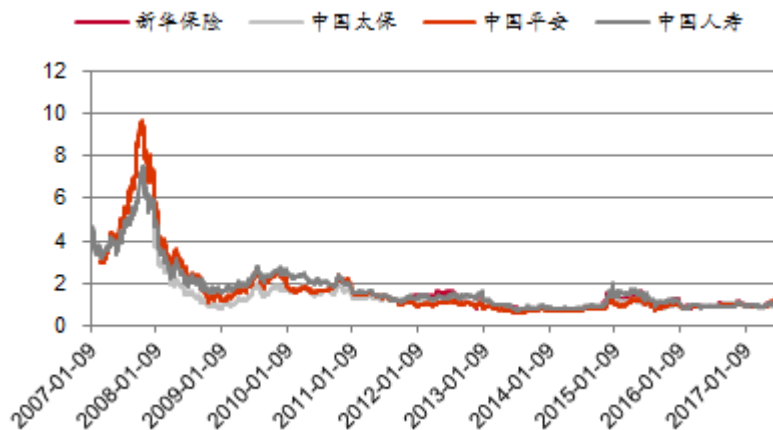
来源：wind，中泰证券研究所

估值与投资建议

- 保险公司内含价值的增长主要来自一年新业务价值的贡献，以及在目前保险公司 11.5% 贴现率假设之下内含价值每年的期望收益。随着 2016 年公司下调长期投资收益率假设 50bp，实际经营投资收益与假设之间出

现重大偏离的概率大大降低,内含价值可靠性提升。预计公司 2017-2019 内含价值分别达到 1561.31、1898.97、2329.23 亿元,内含价值同比增速分别为 21%、22%、23%。

图表 42: 上市保险公司动态 PEV 估值

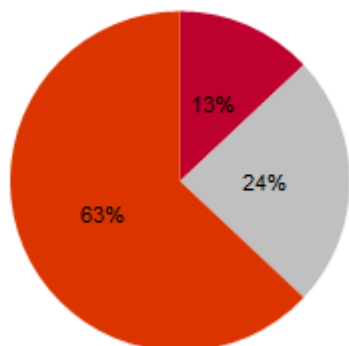


来源: wind, 公司年报。中泰证券研究所

- 我们认为对寿险公司的估值主要考虑以下几方面。首先,我们认为对于寿险公司来说, EV 涵盖了保险公司当前时点净资产以及保单未来价值的贴现价值,更能全面展现保险公司价值,因此 P/EV 估值法是最为常用的估值方法,而美国的寿险公司通常采用 P/B 估值,因为美国没有内含价值体系。其次,估值与寿险业成熟度以及社会年龄结构需匹配,美国/日本/英国寿险业已经非常成熟,因此估值普遍很低,我国保险业的发展还远没有进入成熟期,因此估值水平理应高于上述国家或地区保险公司的估值水平。友邦保险业务开展主要在中国大陆以及东南亚等国家,因此我们选取友邦保险的估值作为可比参考。
- 作为销售长期保障型保单的典范,友邦的利源结构中死差、费差等占比较高,根据公司 2016 年 IFRS PROFIT 中死费差占比为 63%。国内保险公司目前利源结构逐步接近甚至赶超友邦,2016 中国平安年报披露的寿险业务新业务价值的利源结构中,死费差已经占到 66.1%,虽然行业对于利源结构披露的口径并没有统一,我们看到国内保险公司业务结构和品质的持续改善。目前上市保险公司在经历估值修复行情之后,估值仍处于低位,四大保险公司截至 2017 年 7 月 12 日,17PEV 估值平均为 1.14 倍,相比友邦保险在港股 1.6-1.7 倍的估值仍有较大的提升空间。在目前保险公司价值转型以及监管导向之下,高价值率的保障型产品占比提升将极大程度上提升死差溢。尤其新华目前价值转型步伐坚定,看好估值继续提升。
- 结合前文对于四大保险公司死差占比的推算(根据偿二代寿险保险风险占最低资本占比推算死差占比),我们认为对于回归保险原理,聚焦长期保障业务的寿险公司,给予 1.4-1.5 倍 PEV 的目标估值。

图表 43: 2016 友邦集团利源结构

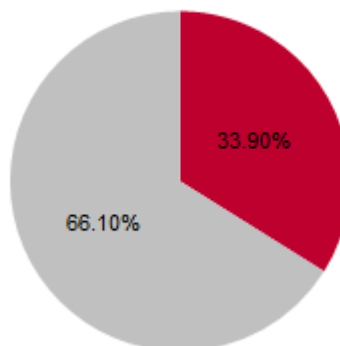
■ 净价值回报占比 ■ 利差占比 ■ 保险保障和保险费用相关占比



来源: 公司数据, 中泰证券研究所

图表 44: 2016 中国平安寿险业务利差、死差、费差占比

■ 利差 ■ 死差、费差



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

- 投资建议:** 预计公司 2017-2019 年每股内含价值分别为 50.04、60.86、74.65 元, 对应目前股价的 17-19PEV 倍数分别为 1.12、0.92、0.75 倍, 考虑到价值转型之下, 长期保障型保险占比提高将使得公司剩余边际持续扩大, 未来利润释放将逐步显现。同时死差占比提升使得未来盈利受投资环境影响变小, 参考海外优秀保险公司如友邦保险, 估值将进一步提升, 给予 17PEV 目标估值 1.4 倍, 对应短期目标价为 70.06 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 45: 新华保险内含价值预测

| 单位: 百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 寿险期初内含价值 | 85,260 | 110,650 | 129,450 | 156,129 | 189,894 |
| 一年新业务价值 | 7,663 | 10,449 | 13,693 | 18,102 | 23,975 |
| 内含价值期望收益 | 8,643 | 11,100 | 12,986 | 15,662 | 19,049 |
| 市场价值调整 | 4,048 | -8,494 | - | - | - |
| 股东分红及其他 | -1,293 | -108 | - | - | - |
| 寿险期末内含价值 | 103,280 | 129,450 | 156,129 | 189,894 | 232,919 |
| 集团其他业务年末经调整的净资产价值 | - | 1 | 2 | 3 | 4 |
| 集团内含价值 | 103,280 | 129,451 | 156,131 | 189,897 | 232,923 |
| 每股内含价值 (EVPS) | 33.10 | 41.49 | 50.04 | 60.86 | 74.65 |

来源: 公司年报, 中泰证券研究所

风险提示

- 股市债市大幅波动对投资收益影响超预期。** 投资收益是保险公司主要收入来源之一, 投资资产的增长主要依赖于保费自然增长以及投资收益的累积, 若股市债市大幅波动将对投资收益及存量资产价值形成影响。
- 政策对保费收入增长形成超预期影响。** 若政策发生超预期变化, 对保费增长构成影响, 会对保险公司保险业务收入形成较大压力。

图表 46: 财务报表分析与预测

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 资产 | | | | | 营业收入 | | | | |
| 货币资金 | 14,132 | 14,975 | 16,000 | 17,263 | 已赚保费 | 111,547 | 112,143 | 140,391 | 179,052 |
| 交易性金融资产 | 11,678 | 12,374 | 13,221 | 14,266 | 保险业务收入 | 112,560 | 113,124 | 141,617 | 180,619 |
| 买入返售金融资产 | 2,322 | 2,554 | 2,810 | 3,091 | 减: 分出保费 | 936 | 905 | 1,133 | 1,445 |
| 定期存款 | 79,845 | 84,606 | 90,397 | 97,537 | 提取未到期责任准备金 | 77 | 76 | 94 | 122 |
| 可供出售金融资产 | 283,308 | 300,201 | 320,747 | 346,082 | 投资收益 | 34,011 | 35,259 | 37,527 | 40,300 |
| 持有至到期投资 | 195,126 | 206,761 | 220,912 | 238,361 | 其中: 对联营、合营投资收益 | 148 | - | - | - |
| 长期股权投资 | 4,575 | 4,848 | 5,180 | 5,589 | 公允价值变动损益 | -373 | - | - | - |
| 其他资产 | 108,195 | 107,551 | 114,951 | 142,383 | 汇兑损益 | 475 | 475 | 475 | 475 |
| 资产总计 | 699,181 | 733,870 | 784,217 | 864,571 | 其他业务收入 | 513 | 513 | 513 | 513 |
| 负债 | | | | | 营业支出 | | | | |
| 保户储金及投资款 | 29,820 | 33,080 | 36,697 | 40,709 | 退保金 | 43,777 | 44,713 | 47,570 | 52,186 |
| 未到期责任准备金 | 1,164 | 1,244 | 1,343 | 1,471 | 赔付支出 | 39,709 | 40,639 | 43,617 | 48,380 |
| 未决赔款准备金 | 640 | 722 | 821 | 950 | 减: 摊回赔付支出 | 1,965 | 980 | 1,250 | 1,649 |
| 寿险责任准备金 | 502,493 | 519,597 | 552,324 | 600,765 | 提取保险责任准备金 | 26,077 | 25,096 | 42,374 | 60,943 |
| 长期健康险责任准备金 | 38,931 | 46,841 | 56,389 | 68,763 | 减: 摊回保险责任准备金 | -1,296 | 148 | 212 | 292 |
| 其他负债 | 67,008 | 68,636 | 66,735 | 73,415 | 营业税金及附加 | 168 | 446 | 618 | 559 |
| 负债合计 | 640,056 | 670,121 | 714,309 | 786,074 | 手续费及佣金支出 | 13,530 | 13,598 | 15,851 | 21,213 |
| 股东权益 | | | | | 业务及管理费 | | | | |
| 股本 | 3,120 | 3,120 | 3,120 | 3,120 | 减: 摊回分保费用 | 241 | 245 | 300 | 382 |
| 归母股东权益 | 59,118 | 63,742 | 69,901 | 78,491 | 其他业务成本 | 2,693 | 3,248 | 3,734 | 4,494 |
| 少数股东权益 | 7 | 7 | 7 | 7 | 资产减值损失 | 1,342 | 1,459 | 1,552 | 1,667 |
| 股东权益合计 | 59,125 | 63,749 | 69,908 | 78,498 | 营业利润 | 6,465 | 7,040 | 9,649 | 13,389 |
| 负债及股东权益总计 | 699,181 | 733,870 | 784,217 | 864,571 | 加: 营业外收入 | 127 | 322 | 384 | 469 |
| 内含价值 (百万元) | | | | | 减: 营业外支出 | | | | |
| 一年新业务价值 | 10,449 | 13,693 | 18,102 | 23,975 | 利润总额 | 6,482 | 7,275 | 9,909 | 13,670 |
| 一年新业务价值增速% | 36% | 31% | 32% | 32% | 减: 所得税费用 | 1,539 | 1,659 | 2,429 | 3,238 |
| 内含价值 | 129,450 | 156,129 | 189,894 | 232,919 | 归母净利润 | 4,942 | 5,615 | 7,479 | 10,431 |
| 内含价值增速% | 17% | 21% | 22% | 23% | 少数股东收益 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 盈利能力 (%) | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| 净利率增速 | -43% | 14% | 33% | 39% | EPS | 1.58 | 1.80 | 2.40 | 3.34 |
| 总资产收益率 | 0.73% | 0.78% | 0.99% | 1.27% | BVPS | 18.95 | 20.43 | 22.40 | 25.16 |
| 净资产收益率 | 8.45% | 9.14% | 11.19% | 14.06% | EVPS | 41.49 | 50.04 | 60.86 | 74.65 |
| 保费 (百万元) | | | | | VNBPS | | | | |
| 总保费收入 | 112,561 | 113,124 | 141,617 | 180,619 | 3.35 | 4.39 | 5.80 | 7.68 | |
| 总保费增速% | 1% | 1% | 25% | 28% | 估值指标 (倍) | | | | |
| 首年保费 | 46,354 | 36,549 | 47,268 | 61,643 | P/E | 32.53 | 28.56 | 21.44 | 15.37 |
| 首年保费增速% | -9% | -21% | 29% | 30% | P/B | 2.71 | 2.52 | 2.29 | 2.04 |
| 首年期交保费 | 23,658 | 33,692 | 44,656 | 59,252 | P/EV | 1.24 | 1.03 | 0.84 | 0.69 |
| 首年期交保费增速% | 41% | 42% | 33% | 33% | VNBX | 2.96 | -11.40 | -10.49 | -9.71 |

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

| | 评级 | 说明 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。