

推荐（上调）

新华保险（601336）深度报告

风险评级：一般风险
价值转型，提升增长潜力
2017 年 3 月 22 日

投资要点：

邓茂

SAC 执业证书编号：

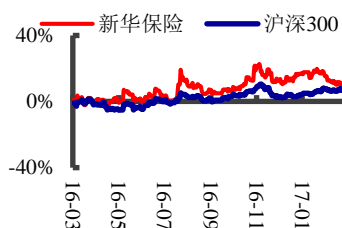
S0340512070001

电话：0769-22119270

主要数据 2017 年 3 月 22 日

收盘价(元)	41.13
总市值（亿元）	12.83
总股本(亿股)	31.20
流通股本(亿股)	20.85
ROE（TTM）	7.94%
12 月最高价(元)	48.80
12 月最低价(元)	37.41

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

■ **公司基本情况。**公司是一家全国性的大型寿险企业，2011 年，公司在香港联合交易所和上海证券交易所同步上市。公司拥有强大的寿险销售人员队伍及约 5.25 万名正式员工，建立了几乎覆盖全国各省、市、自治区的机构网络和多元化的销售渠道，全国各级分支机构约 1700 家，为约 2710.6 万名个人寿险客户和约 7.1 万名机构客户提供各类便捷、优质的人寿保险、健康保险、人身意外伤害保险及养老保险服务。

■ 2016 年前三季度，公司实现保险业务收入人民币 934.18 亿元，公司总资产规模达到 6890.96 亿元。

■ **推荐新华保险的理由如下：**

■ 我国中产阶级正在崛起，为发展商业保险提供了契机，作为社会基本保障补充的商业性、政策性医疗及养老险业务将释放巨大的发展空间；

■ 公司适时推出价值转型，虽然规模短期受到一定影响，但新业务价值的高增长体现了通过转型提升了未来获利能力，随着公司转型的深入，公司业务结构优化带来的成效将逐渐体现，带来公司长期的增长潜力；

■ 近年来公司投资组合表现总体好于同业，体现了更为灵活的资产配置和更好的投资组合管理能力；

■ 近期股价有一定幅度调整，从 P/EV 走势看，当前股价已对应历史底部区域，往下空间已不大。

主要财务指标预测表

单位	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入（亿元）	143187	158453	154819	178300
增长率（%）	10.49%	10.66%	-2.3%	15.17%
净利润（亿元）	6406	8601	4847	4917
增长率（%）	44.87%	34.26%	-43.65%	1.46%
ROAE	1.00%	1.30%	0.71%	0.71%
ROAA	13.25%	14.87%	7.01%	5.94%
每股收益（元）	2.05	2.76	1.55	1.58

资料来源：东莞证券研究所，Wind

目 录

1.公司概况	3
2.行业景气度向上	3
3.公司适时提出价值转型	6
3.1 公司价值转型目标	6
3.2 主动调整业务结构，导致保费收入增速下降	7
3.3 业务结构显著优化	7
4.投资表现好于同业	9
4.1 公司投资组合结构	9
4.2 公司投资表现好于市场	10
5.投资策略	11
5.1 公司股价观察	11
5.2 估值与投资建议	11

插图目录

图 1：新华保险股权结构	3
图 2：人身险累计保费收入	3
图 3：健康险累计保费收入占比继续上升	4
图 4：人身险市场份额排名风起云涌	5
图 5：监管层强调“保险姓保”	5
图 6：公司未来强化期交业务	6
图 7：新华保险保费收入增速较低	7
图 8：新华保险渠道结构 2016H	7
图 9：新华保险渠道结构 2015H	7
图 10：新华保险产品结构 2016H	8
图 11：新华保险产品结构 2015H	8
图 12：新业务价值增长	9
图 13：上市险企投资结构对比	10
图 14：新华保险投资表现	10
图 15：上市险企投资表现对比	11
图 16：新华保险股价走势图	11
图 17：新华保险股价 PB-BAND	12
图 18：新华保险 P/EV 走势	12

表格目录

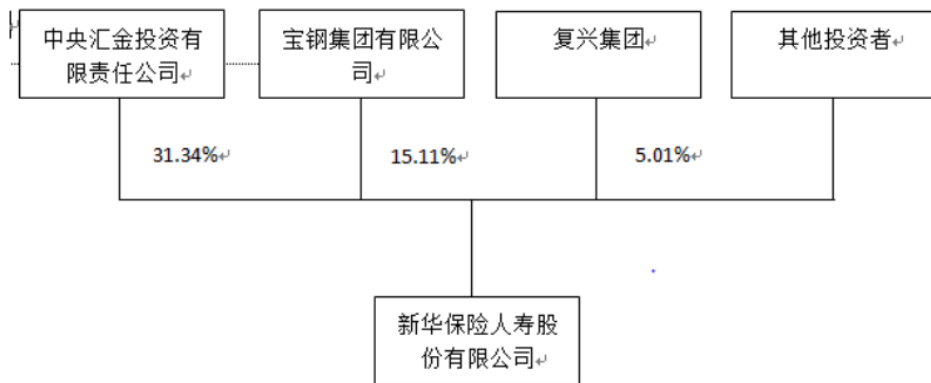
表 1：新华保险投资资产结构	9
表 2：上市险企估值比较（2017/3/22）	13
表 3：新华保险盈利预测	14

1. 公司概况

公司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、新华家园养老企业管理(北京)有限公司等子公司。2011 年，公司在香港联合交易所和上海证券交易所以同步上市。公司拥有强大的寿险销售人员队伍及约 5.25 万名正式员工，建立了几乎覆盖全国各省、市、自治区的机构网络和多元化的销售渠道，全国各级分支机构约 1700 家，为约 2710.6 万名个人寿险客户和约 7.1 万名机构客户提供各类便捷、优质的人寿保险、健康保险、人身意外伤害保险及养老保险服务。

2016 年前三季度，公司实现保险业务收入人民币 934.18 亿元，公司总资产规模达到 6890.96 亿元。

图 1：新华保险股权结构



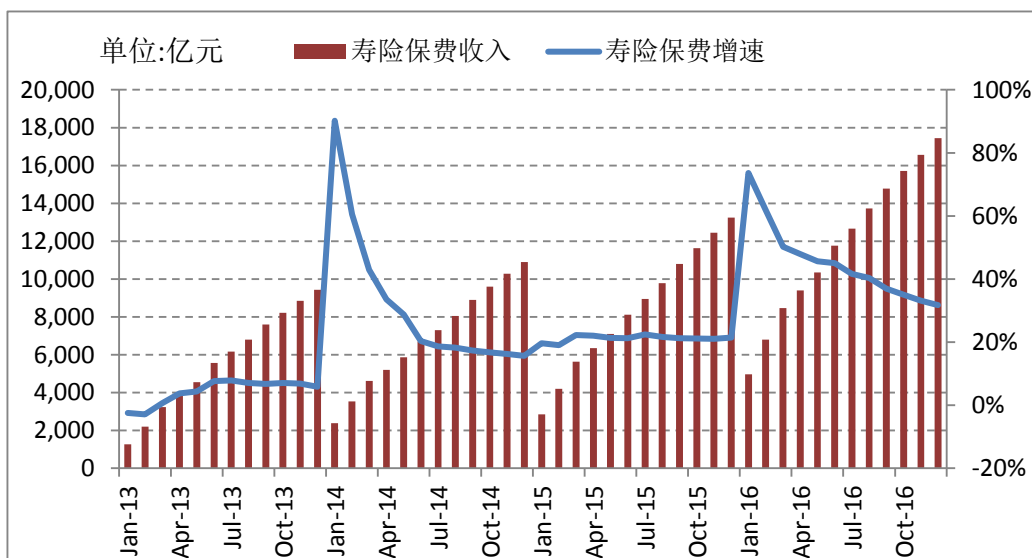
资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

公司第一大股东为汇金公司，第二大股东为宝钢集团。2016 年 8 月 8 日，上海复兴高科技（集团）有限公司通过证券交易所集中交易方式购买了新华保险 55 亿股 H 股股份，交易完成后，复兴集团持股比例由原来的 4.99% 提升至 5.01%，举牌新华保险，成为第三大股东。

2. 行业景气度向上

人身险保费收入增速继续上升，回暖迹象明显。2016 年 1-12 月人身险原保费收入 22234.6 亿元，同比增长 36.51%，其中寿险业务原保险保费收入 17442.22 亿元，同比增长 31.72%；健康险业务原保险保费收入 4042.50 亿元，同比增长 67.71%；意外险业务原保险保费收入 749.89 亿元，同比增长 17.99%。

图 2：人身险累计保费收入

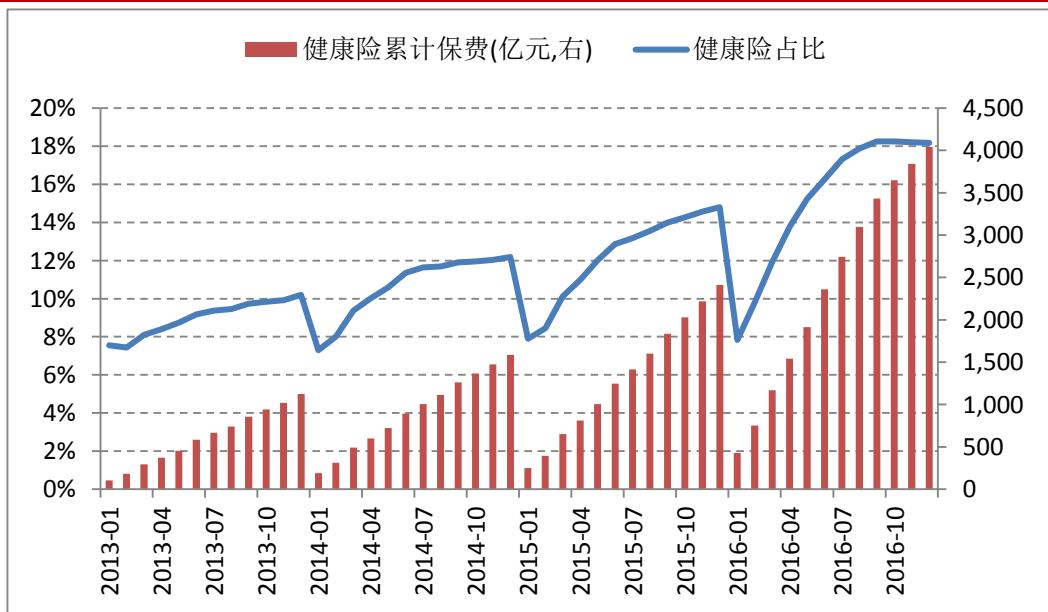


资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

健康险占比持续上升。健康险成为人身险越来越重要的部分，保费收入占比人身险也逐年上升：2012 年末为 8.49%，2013 年末 10.2%，2014 年末上升至 12.18%，2015 年末再度上升至 14.8%。2016 年末再度上升至 18.18%。

健康险的迅速发展，说明中国当前医疗保障的严重不足，由于医疗费用上涨太高、太快，健康险日渐成为一种必要的补充保障，当前中国中产阶层的崛起，特别是中产阶层对自己的生活质量的要求，促使健康保险和医疗保险大发展。

图 3：健康险累计保费收入占比继续上升

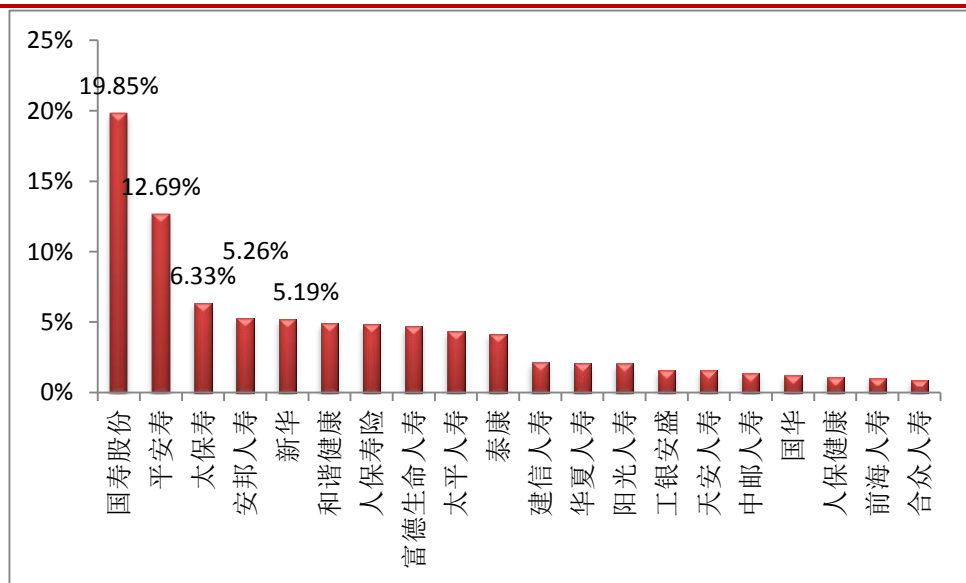


资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

人身险市场份额排名风起云涌。2016 年前 20 名人身险公司保费收入占比 87.26%，国寿、平安居前两位，太保上升一位至第三，安邦从 2015 年第 9 位上升至第四位，市场份额

也从 3.4% 上升至 5.26%，新华从第三滑落至第五，和谐健康市场份额也大幅上升，从 1.9% 升至 4.93%，排名从第 11 位上升至第 6 位。

图 4：人身险市场份额排名风起云涌



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

发展商业保险是政策导向。《中国保险业发展“十三五”规划纲要》要求保险业积极参与社会保障体系建设，把商业保险建成社会保障体系的重要支柱。

拓展多层次养老服务体系：积极发展与企业、职业年金领取相衔接的商业养老保险；积极推出个人所得税递延型商业养老保险；支持参与各类基本养老保险经办和养老服务业综合改革。发展多元化健康保险：鼓励与基本医疗保险相衔接的商业健康险加快发展；全面推开个人税收优惠型商业健康保险；鼓励发展多种形式的商业护理保险及健康服务；鼓励保险公司参与各类医保经办等等。

监管层引导保险行业回归保障。近期保监会多次强调“保险姓保”，深化人身保险市场供给侧结构性改革，出台多项新政，在资产端及负债端同时加强监管，引导保险行业回归保障。

图 5：监管层强调“保险姓保”

文号	政策名称	主要内容
保监发〔2016〕22号	《中国保监会关于规范中短存续期人身保险产品有关事项的通知》	首次以正式文件形式对中短存续期产品进行监管
保监寿险〔2016〕199号	《中国保监会关于强化人身保险产品监管工作的通知》	再次加大对中短存续期产品的规范力度明确约束条件
保监发〔2016〕76号	《中国保监会关于进一步完善人身保险精算制度有关事项的通知》	提出八项保险资管禁止情形，防范过度投资引发系统性风险
保监资金〔2016〕104号	《中国保监会关于加强组合类保险资产管理产品业务监管的通知》	结束“双轨并行”的过渡期状态，正式切换至偿二代
保监发〔2016〕10号	《中国保监会关于正式实施中国风险导向的偿付能力体系有关事项的通知》 《关于修改保险资金运用管理暂行办法的决定（征求意见稿）》	拓宽投资渠道，并将险资投资纳入国家战略

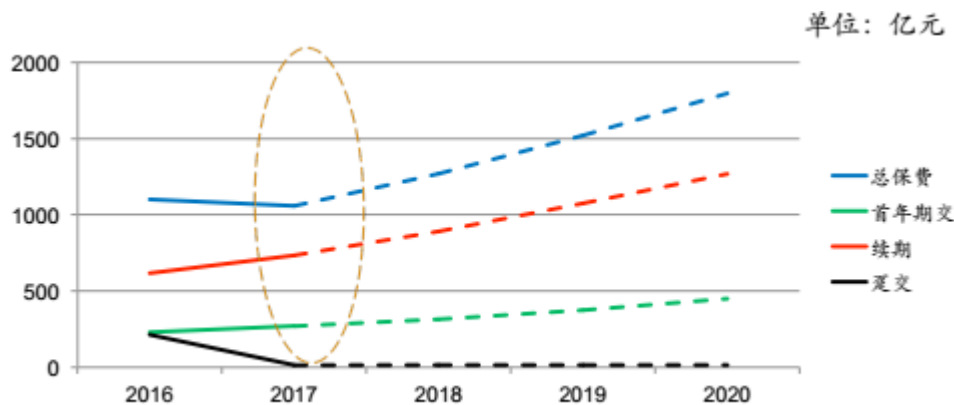
资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

3.公司适时提出价值转型

3.1 公司价值转型目标

公司提出致力于打造“中国最优秀的以全方位寿险业务为核心的金融服务集团”发展目标，以“规模稳定、价值增长、结构优化、风险可控”为发展总基调，进一步深入推进转型发展，初步建立了续期和首年期交拉动保费增长模式。管理层更加注重业务与价值增长的可持续性，加快发展期交业务，尤其是十年期及以上期交业务。

图 6：公司未来强化期交业务



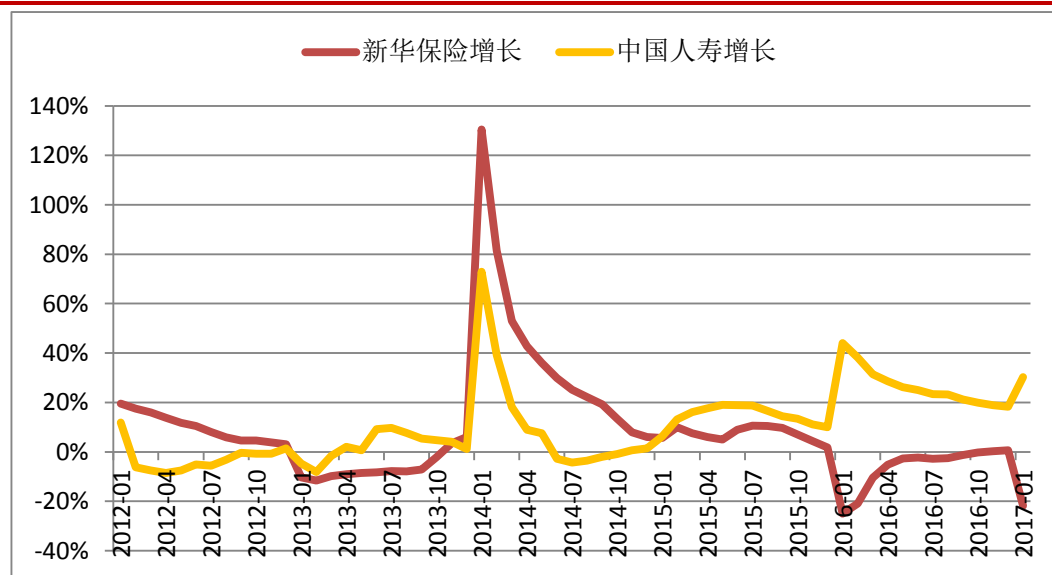
资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

根据公司披露数据，2016 年前 10 月，首年期交保费占比迅速提升至 47%。公司加大健康、养老、意外等保障型产品开发力度，不断丰富公司产品线。公司以“高举绩率和高产能”为目标，建设高质量营销队伍，2016 年前 10 月人均期交产能提升至 1.2 万元，同比增长 22%。

3.2 主动调整业务结构，导致保费收入增速下降

新华保险 2016 年末寿险保费收入累计增速为同比增长 0.63%，而中国人寿为 18.3%，太平洋寿险和平安寿险分别为 26.5%和 32%。可见新华保险大幅低于上市同业。其主要原因在于公司主动调整业务结构，压缩银保渠道业务，压缩趸交业务，从而提升实际利润率，提升业务价值。

图 7：新华保险保费收入增速较低



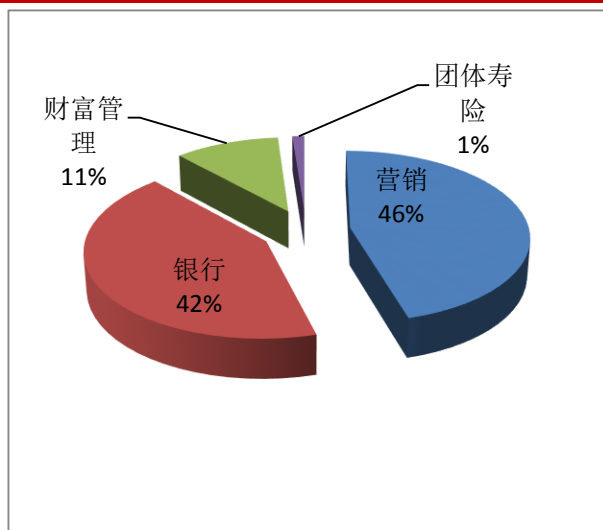
资料来源：WIND，东莞证券研究所

3.3 业务结构显著优化

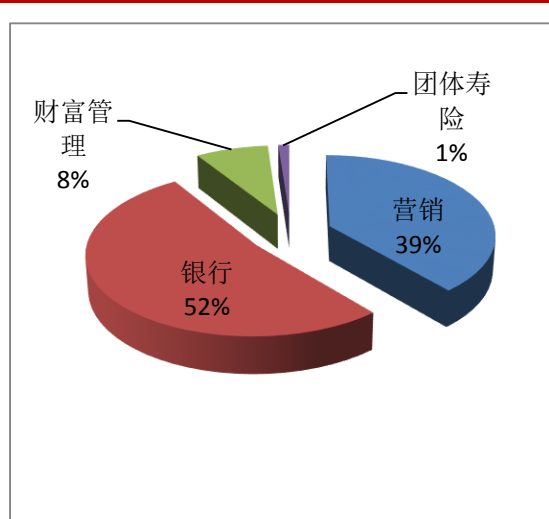
营销员渠道占比持续上升。营销渠道是影响保险公司业绩的重要因素，新华保险一向以银保渠道优势见长，从 2015 年中期到 2016 年中期，公司渠道结构变化明显：银行保险渠道占比持续下降，从 52%降至 42%，下降 10 个百分点；营销员渠道占比从 39%升至 46%。从增速看，2016 年中期营销员渠道首年保费期缴同比增长 29.35%，这一块也是价值率最高的部分。

图 8：新华保险渠道结构 2016H

图 9：新华保险渠道结构 2015H



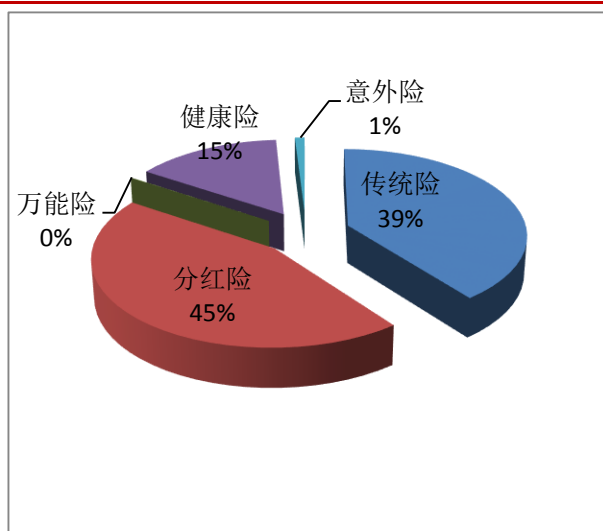
数据来源：公司公告，东莞证券研究所



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

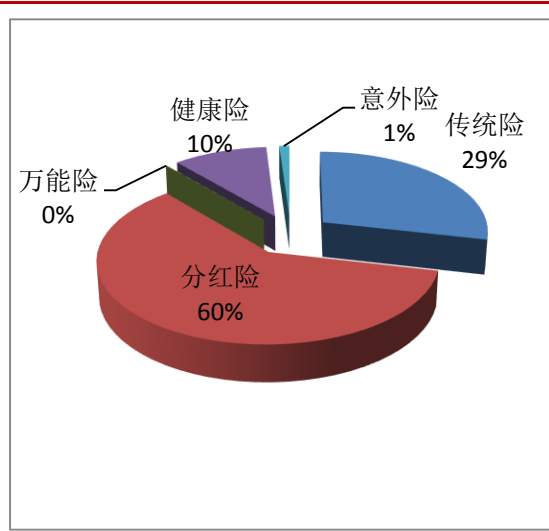
传统险占比持续上升。传统险和健康险占比上升，分红险占比下降。公司坚持“回归保险本原”，通过产品创新策略，大力发展保障型产品。

图 10：新华保险产品结构 2016H



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

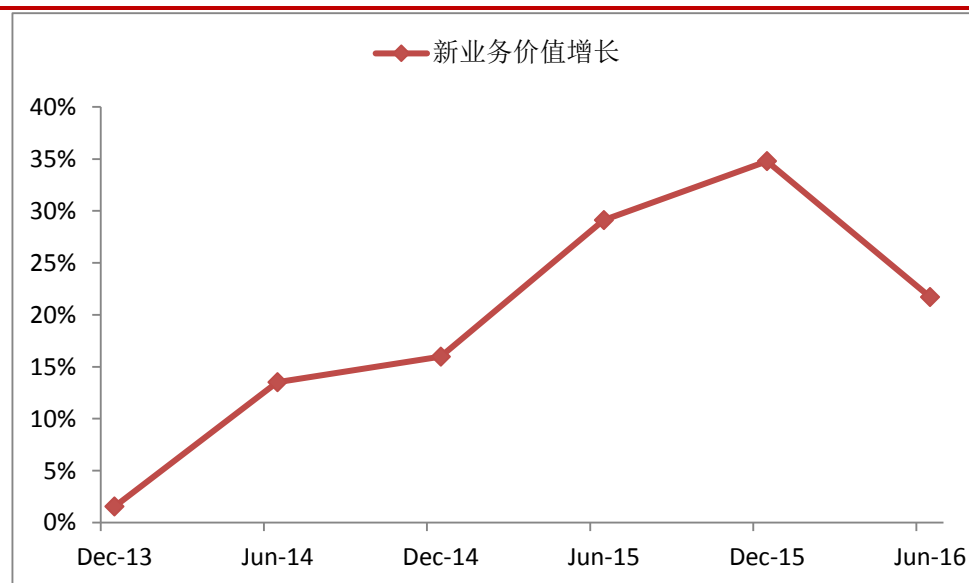
图 11：新华保险产品结构 2015H



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

新业务价值快速增长显示转型成果。新业务价值代表了以精算方法估计的在一段时期内售出的人寿保险新业务所产生的经济价值。公司原保费收入的低增长，新业务价值的高增长显示了公司业务结构优化的成效，即虽然保费规模增长不明显，但长期期缴产品的推广和占比上升，带动了公司未来持续获利能力的上升。

图 12：新业务价值增长



资料来源：WIND，东莞证券研究所

4.投资表现好于同业

4.1 公司投资组合结构

2016 年中期债权类投资在总投资资产中的占比为 63.9%，较上年末上升 9.1 个百分点，主要原因是公司增加了债权型投资中理财产品非标投资资产的配置。非标资产投资额 2,066.50 亿元，在总投资资产中占比为 31.0%，较上年末增加 8.4 个百分点。投资产品类型中占比最高的为商业银行理财产品，占非标资产投资总额的 36.8%，较去年年末增加 24.9 个百分点，主要原因是商业银行理财产品安全性高，期限相对较短，可以有效地平滑本公司大量到期资金的配置压力，也能带来较好收益。相应地，定期存款类占比下降。

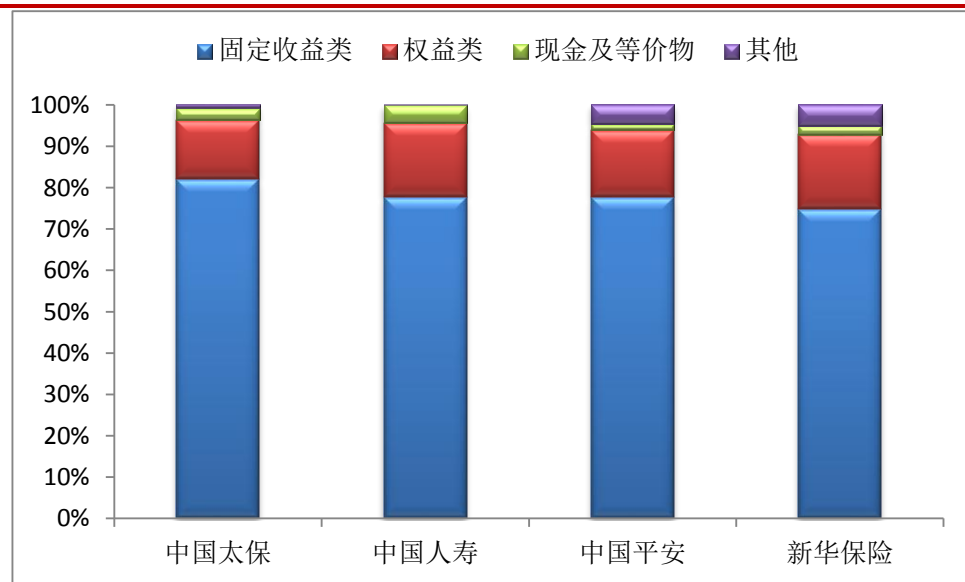
表 1：新华保险投资资产结构

	2015H		2015		2016H	
	金额(百万)	占比	金额(百万)	占比	金额(百万)	占比
投资资产合计：	641,138	100.00%	635,688	100.00%	666,135	100.00%
1.定期存款	143,748	22.42%	127,679	20.09%	91,099	13.68%
2.债权型投资	327,523	51.08%	348,281	54.79%	425,434	63.87%
- 债券及债务	229,205	35.75%	229,235	36.06%	244,763	36.74%
- 信托计划	49,282	7.69%	49,903	7.85%	50,714	7.61%
- 债权计划	26,356	4.11%	29,299	4.61%	31,149	4.68%
- 项目资产支持计划	20,000	3.12%	20,000	3.15%	20,000	3.00%
- 其他	2,680	0.42%	19,844	3.12%	78,808	11.83%
3.股权型投资	120,685	18.82%	114,322	17.98%	103,769	15.58%
- 基金	49,074	7.65%	52,271	8.22%	45,327	6.80%
- 股票	49,067	7.65%	33,499	5.27%	27,914	4.19%
- 长期股权投资	9,636	1.50%	3,626	0.57%	4,549	0.68%

- 其他	12,908	2.01%	24,926	3.92%	25,979	3.90%
4.现金及现金等价物	19,920	3.11%	13,904	2.19%	13,209	1.98%
5.其他投资	29,262	4.56%	31,502	4.96%	32,624	4.90%

数据来源：wind，东莞证券研究所

图 13：上市险企投资结构对比

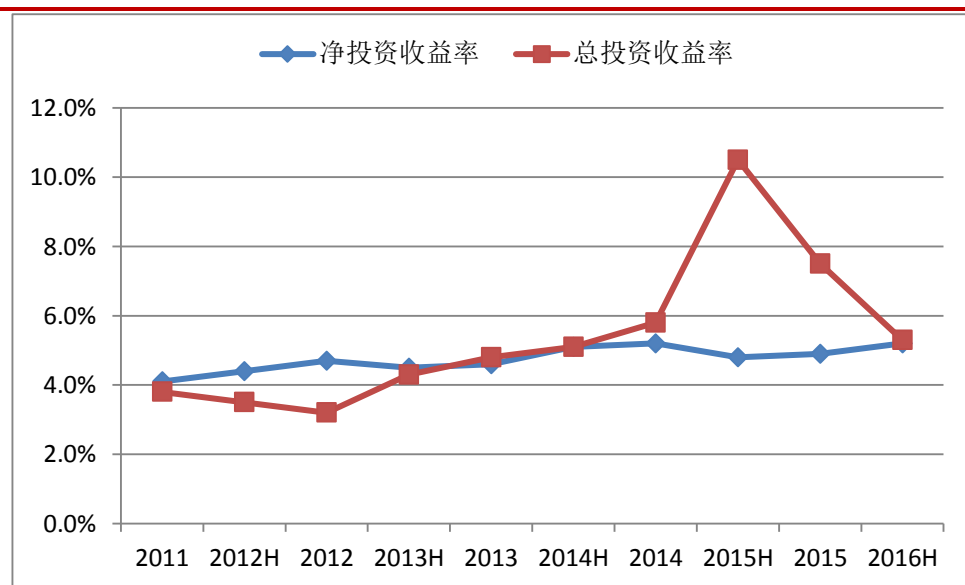


资料来源：WIND，东莞证券研究所

4.2 公司投资表现好于市场

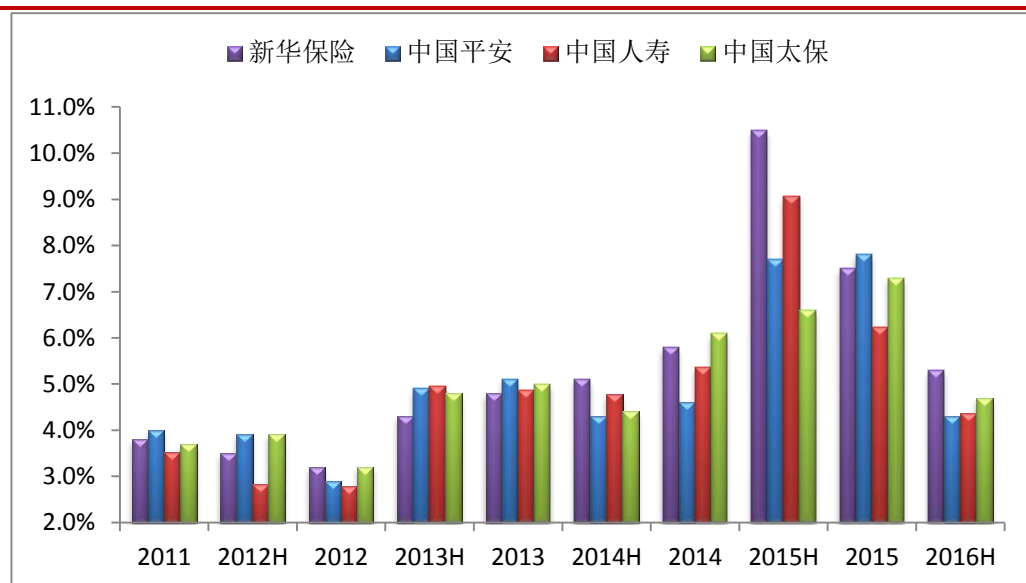
从 2011 年以来，公司净投资收益率稳定在 4%-5.5%之间，总投资收益率在 3.2%(2011) -10.5%（2015H）。从上市险企总投资收益率对比来看，2014 年以后新华保险投资表现好于同业，得益于公司更为灵活的资产配置和更好的投资组合管理能力。

图 14：新华保险投资表现



资料来源：WIND，东莞证券研究所

图 15：上市险企投资表现对比



资料来源：WIND，东莞证券研究所

5. 投资策略

5.1 公司股价观察

公司股价在 2016 年初随市场大跌之后，从 2016 年 3 月初之后呈缓慢上涨趋势，近一年来股价最高点 48.8 元（2016/11/28），股价最低点 37.41 元（2016/4/20），最大涨幅 30% 左右。从 2017 年 2 月中旬以来公司股价一直处于调整中，当前调整幅度达到 10% 左右。

图 16：新华保险股价走势图



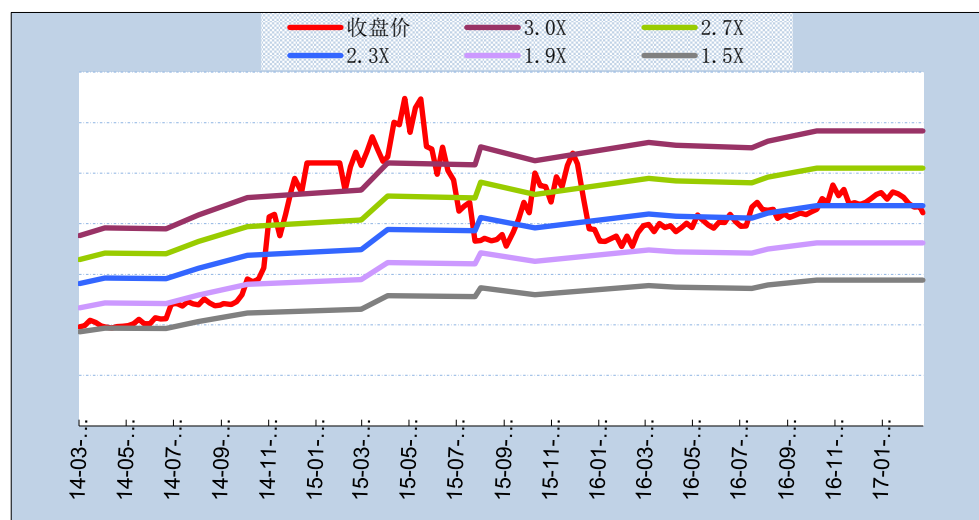
数据来源：wind，东莞证券研究所

5.2 估值与投资建议

由于保险公司 EPS 对价值评估的意义很小，我们首先从 PB-BAND 角度，股价区间在

1.5-3 倍 PB 之间，当前对应 2.2 倍左右，处于区间中枢。

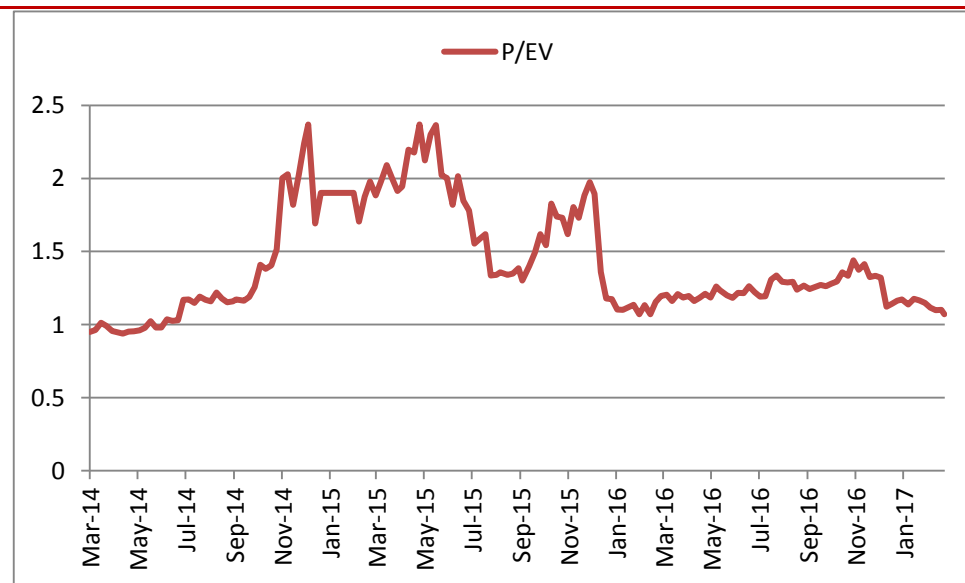
图 17：新华保险股价 PB-BAND



数据来源：wind，东莞证券研究所

我们再从更准确的每股内含价值角度看，股价区间在 1 -2.4 倍 P/EV 之间，当前对应 1 倍左右，处于底部区域。

图 18：新华保险 P/EV 走势



数据来源：wind，东莞证券研究所

综上，我们推荐新华保险的理由如下：

- 我国中产阶级正在崛起，为发展商业保险提供了契机，作为社会基本保障补充的商业性、政策性医疗及养老险业务将释放巨大的发展空间；
- 公司适时推出价值转型，虽然规模短期受到一定影响，但新业务价值的高增长体现了通过转型提升了未来获利能力，随着公司转型的深入，公司业务结构优化带来的成效将逐渐体现，带来公司长期的增长潜力；

- 近年来公司投资组合表现总体好于同业，体现了更为灵活的资产配置和更好的投资组合管理能力；
- 近期股价有一定幅度调整，从 P/EV 走势看，当前股价已对应历史底部区域，往下空间并不大。

表 2：上市险企估值比较（2017/3/22）

市值(亿元)			EPS		BVPS		EV	
			2015A	2016E	2015A	2016E	2015A	2016E
601318.SH	中国平安	6,580.89	2.97	3.15	18.28	19.64	30.24	35.86
601601.SH	中国太保	2,420.46	1.96	1.95	14.71	16.02	22.69	26.97
601628.SH	中国人寿	6,905.07	1.23	1.16	11.41	12.26	19.82	22.70
601336.SH	新华保险	1,283.07	2.76	1.56	18.55	22.16	33.13	39.40

收盘价(元)			P/E		P/B		P/EV	
			2015A	2016E	2015A	2016E	2015A	2016E
601318.SH	中国平安	36.00	12.12	11.43	1.97	1.83	1.19	1.00
601601.SH	中国太保	26.71	13.63	13.70	1.82	1.67	1.18	0.99
601628.SH	中国人寿	24.43	19.86	21.06	2.14	1.99	1.23	1.08
601336.SH	新华保险	41.13	14.9	26.37	2.22	1.86	1.24	1.04

数据来源：wind，东莞证券研究所

表 3：新华保险盈利预测

资产负债表	2013	2014	2015	2016E	2017E
资产					
货币资金	16431	12672	13765	14952	16242
可供出售金融资产	127895	175502	216897	268056	331281
持有至到期投资	183008	175997	177502	179020	180551
总资产	565849	643709	660560	677852	695597
负债					
保户储金及投资款	25701	27965	26881	27419	27967
保险责任准备金	425394	478406	522799	571311	624325
总负债	526531	595345	602719	610184	617742
股东权益					
股本	3120	3120	3120	3120	3120
资本公积	22988	23964	23964	23964	23964
盈余公积	1458	2102	2955	4154	5840
归属母公司所有者权益	39312	48359	57835	69168	82721
利润表	2013	2014	2015	2016E	2017E
营业收入	129594	143187	158453	154819	178300
已赚保费	103182	109271	111220	120118	129727
投资净收入	26087	33022	46223	34701	48573
营业支出	978	830	518	323	202
退保金	28795	49026	54336	54879	55428
保险红利支出	0	0	0	0	0
保险合同赔付支出	9255	17121	24836	27823	42262
提取保险责任准备金	65913	46155	40178	50223	56778
资产减值损失	1310	1024	613	975	1550
管理费用	10097	11451	12839	14395	16140
利润总额	4959	7782	11782	6201	5940
所得税	535	1375	3180	1354	1023
归属母公司净利润	4422	6406	8601	4847	4917
每股收益（元）	1.42	2.05	2.76	1.55	1.58

数据来源：wind，东莞证券研究所

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn