

非银行金融

新华保险 (601336): 聚焦期交业务, 注重长期发展

2017.4.26

推荐评级: 买入

投资要点:

报告原因: 深度报告

基础数据(2017 年 4 月 26 日)

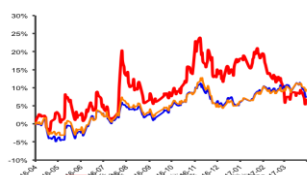
总股本: 3120 亿

每股收益: 1.58

市值: 1400 亿

每股净资产: 18.95

一年内股价与大盘对比走势:



分析师: 刘丽

执业证书编号: 公司投资端的情况亦可改善, 公司内含价值不断提高。

S0760511050001

Tel: 0351-8686794

E-mail: liuli2@sxzq.com

研究助理: 陈明

Tel: 15135186193

E-mail: chenming@sxzq.com

➤ **保险业成绩亮眼, 复苏就在眼前。** 从严监管使得保险行业迅速回归保障本质, 增加市场对保险也的信心。利率上行打开保险公司利润和估值空间。GDP 增长拉动保险需求的逻辑始终不变。2017 年, 保险行业复苏可期。

➤ **专注寿险, 寻求转型。** 新华大力发展期交业务, 压缩趸交业务, 对于未来现金流的可持续发展具有突出意义。2016 年, 在趸交业务减少 117.0 亿元的情况下, 保费规模保持稳定并略有增长; 首年期交业务 236.85 亿元, 增幅达 69.2 亿元, 同比增长 41.3%; 同时, 个险渠道的铺设正在有条不紊地进行当中, 2016 年个险渠道寿险业务收入 734.66 亿元, 同比增长 20.3%, 这对于牢牢把握市场份额, 提高客户粘性意义重大。2017 年, 随着资本市场基本面改善, 利率上行等因素的综合影响,

➤ **估值情况:** 我们强烈看好寿险市场未来的强劲需求以及公司转型的加快, 预计公司 17、18、19 年的 EPS 分别为 1.69、1.90、2.01。2017 年底内含价值增长 17%, 达到 1514.57 亿元, 合理估值为 1.05 倍 P/EV, 给予公司目标价 50.97, 推荐买入。

➤ **风险因素:** 利率下行风险, 投资收益不及预期, 保费增速不及预期

财务数据及盈利预测:

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座
山西证券股份有限公司
http://www.i618.com.cn

主要财务数据	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	146173	152356	167287	175689
增长率(%)	-7.75	4.23	9.8	5.02
净利润(百万元)	4943	5274	5929	6272
增长率(%)	-42.54	6.7	12.42	5.79
每股收益(元)(摊薄)	1.58	1.69	1.9	2.01
每股净资产(元)	18.95	20.54	24.97	26.07
净资产收益率(%)	8.45	8.23	8.87	8.51

目录

1. 公司介绍：老牌寿险公司 20 年积累沉淀，不断巩固市场地位	4
1.1. 持续高速发展，跻身世界前列	4
1.2. 国家队重仓持股，复星系强势举牌	5
1.3. 专注寿险好多年，投资管理有经验	6
2. 行业分析：保险业成绩亮眼，复苏就在眼前	6
2.1. 经济“助推器”和社会“稳定器”	6
2.2. 利率上行、折现率下行打开寿险公司利润空间，修复保险公司估值	7
2.3. 行业集中度下降，高收益寿险产品获青睐	8
2.4. 监管趋严成为未来保险监管的主旋律	9
2.5. 保险行业前景可期	10
3. 公司业务分析：专注寿险，寻求转型	11
3.1. 大力发展期交业务，不断优化产品结构	11
3.2. 全力铺设个险渠道，降低对银保渠道的需求	12
3.3. 投资规模不断扩大，投资收益有望改观	13
4. 杜邦分析	14
5. 估值与投资建议	15
6. 风险提示	15

图表目录

图 1: 新华保险发展历程	4
图 2: 新华保险资产规模变化	5
图 3: 新华保险保费收入变化	5
图 4: 新华保险股权结构	5
图 5: 保险业原保费收入以及保险业赔付支出	7
图 6: 保险业资产总额以及投资总额	7
图 7: 10 年期国债收益率	8
图 8: 保险行业利差扩大后不断缩小	8
图 9: 市场集中度变化	9
图 10: 大小寿险公司部分万能险结算利率比较	9
图 11: 2016 年下半年以来保监会重要规范性文件	10
图 12: 新华转型时间表	11
图 13: 新华期交业务占比	11
图 14: 新华新业务价值增速明显	11
图 15: 新华内含价值变化情况	12
图 16: 传统险和健康险发展迅猛	12
图 17: 新华保险渠道结构	12
图 18: 分渠道一年新业务价值	12
图 19: 投资资产规模变化和总投资收益率变化	13
图 20: 投资组合情况	13
图 21: 非标资产投资额	13
图 22: 非标资产配置情况	13
图 23: 四家保险公司净资产收益率	14
图 24: 四家保险公司权益系数	14
图 25: 四家保险公司销售净利率	14
图 26: 四家保险公司总资产周转率	14

1. 公司介绍：老牌寿险公司 20 年积累沉淀，不断巩固市场地位

1.1. 持续高速发展，跻身世界前列

新华人寿保险股份有限公司成立于 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、新华家园养老企业管理有限公司等子公司。

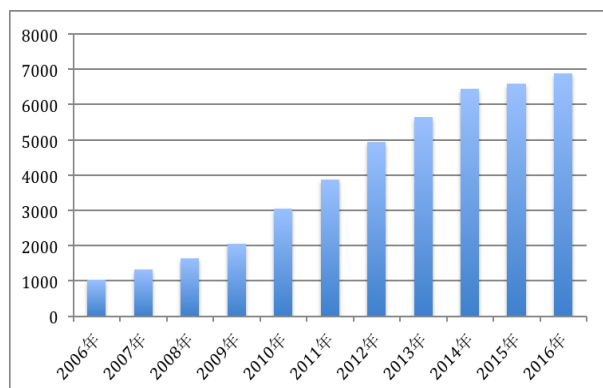
2011 年，新华保险在香港联合交易所和上海证券交易所同步上市，A 股代码为 601336，H 股代码为 1336。新华保险自 1996 年成立以来，资产规模以及保费收入保持高速增长，在同行业中跻身前三。公司在 2014 年首次入围福布斯世界 500 强企业，并在此后三年逐步提升自己的排名，品牌影响力逐渐扩大。

图 1：新华保险发展历程



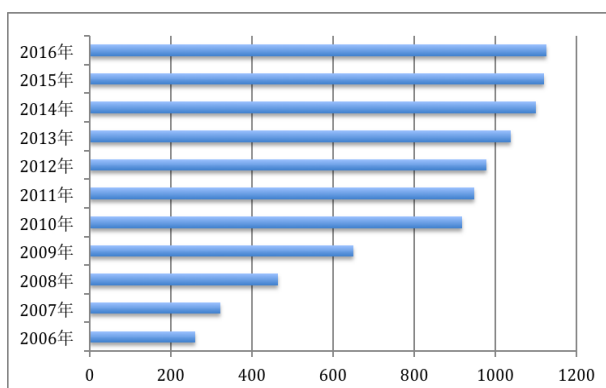
数据来源：公司网站，山西证券研究所

图 2：新华保险资产规模变化



数据来源：Wind

图 3：新华保险保费收入变化



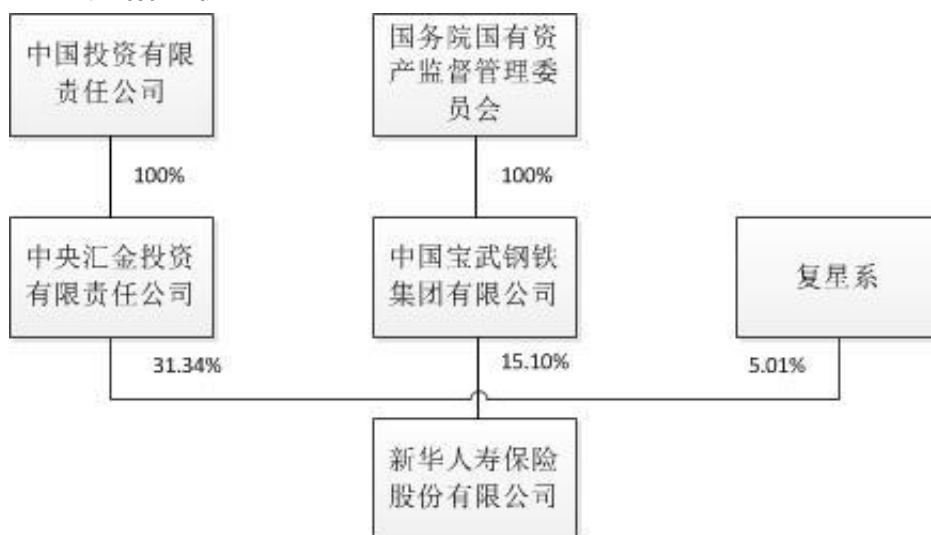
数据来源：Wind

1.2. 国家队重仓持股，复星系强势举牌

汇金在过去很长一段时期内，重仓持有新华保险，表明其对新华保险未来前景的强烈看好。

同时，另一大股东宝武钢铁也没有减持的迹象，整个股权结构十分稳定，股东资质优良。而坐拥三张保险牌照的复星系也寻觅到了新华保险的投资价值，持股达到 5% 的举牌线，而且豪言会继续增持。

图 4：新华保险股权结构



数据来源：Wind，山西证券研究所

1.3. 专注寿险好多年，投资管理有经验

作为一家大型的寿险公司，新华保险一直致力于为客户提供创新型产品和差异化服务，并通过下属的资产管理公司进行专业化的投资管理。新华保险专注寿险服务，注重业务价值的不断提升，产品体系的不断完善。公司以长期期缴业务为核心，不断优化业务结构，提高业务品质，牢牢抓住市场份额，在同行业中保持了第三的市场地位。同时，新华保险的资产管理从风险控制出发，有效缩短久期，匹配资产负债。在此基础上，追求最大的投资组合收益。公司以固定收益类投资为主，搭配权益类投资和海外投资，积极分散风险。在权益投资方面，公司立足于价值投资理念和方法，寻找风险可控、收益确定的投资标的；在固定收益类方面，采取审慎而保守的风险管理政策，关注信用风险与市场风险，加强投后管理并做好风险处置预案。

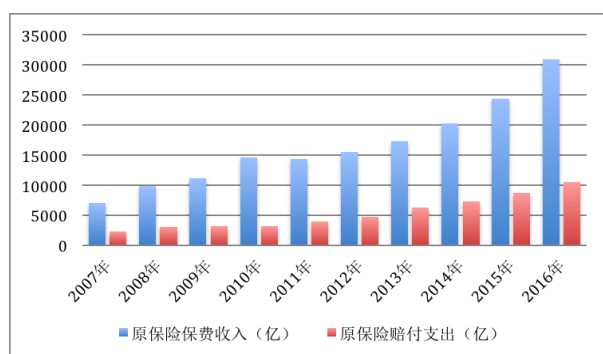
2. 行业分析：保险业成绩亮眼，复苏就在眼前

2.1. 经济“助推器”和社会“稳定器”

2016 年，保险行业交出了一份令人满意的答卷。2016 年全行业共实现原保险保费收入 3.10 万亿元，同比增长 27.50%。其中，财产险和人身险业务分别同比增长 9.12%和 36.51%。赔付支出过万亿元，同比增长 21.20%。保险业资产总量 15.12 万亿元，较年初增长 22.31%。2016 年保险市场的蓬勃发展得益于以下几个方面：一是行业集中度下降。规模大的保险公司不再是一家独大，市场分散有利于公平竞争，市场化机制有利于合理定价；二是创新行业支撑。互联网金融理念深入保险行业，在运营成本下降的情况下反而可以提高客户服务质量，可谓一箭双雕；三是社会经济对保险保障需求的不断升级，机构和个人不断意识到风险控制的重要性。而“保险业姓保、保监会姓监”的方针指导保险行业迅速回归本质，即充分发挥

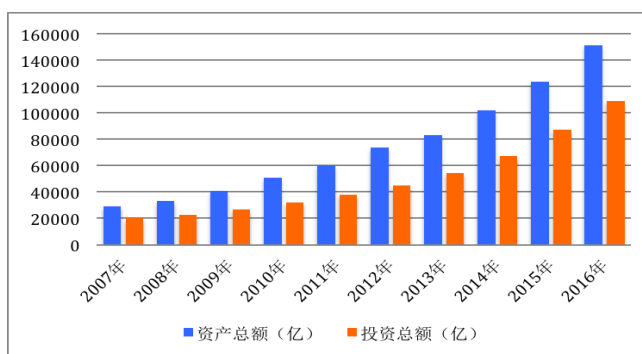
风险分担和补偿损失的保障功能，成为社会发展的稳定器；为群众百姓健康生活提供重要支撑，成为保障器；在“脱虚向实”的过程中成为实体经济的“助推器”；四是保险公司业务员数量大增，激励机制更加完善，未来新业务价值大幅增长。2016年，在不考虑偿二代影响的情况下，人寿、平安、太保和新华新业务价值同比增长56.4%、64.7%、58.4%和57.8%。

图5：保险业原保费收入以及保险业赔付支出



数据来源：中国保监会

图6：保险业资产总额以及投资总额

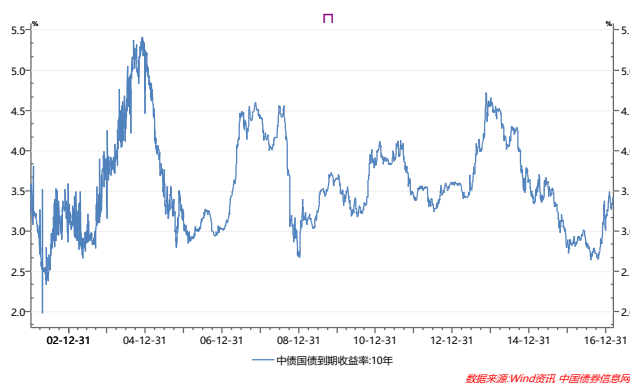


数据来源：中国保监会

2.2. 利率上行、折现率下行打开寿险公司利润空间，修复保险公司估值

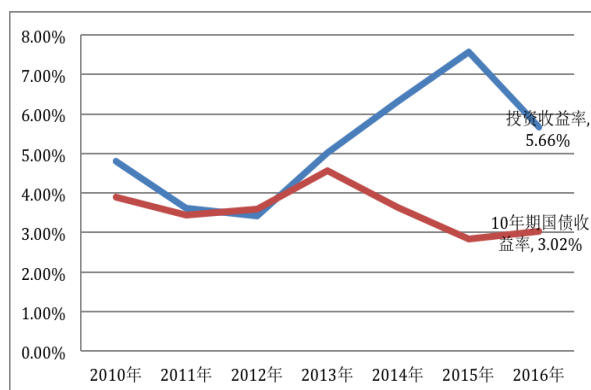
2016年，寿险公司整体来说净利润增长率出现了一定程度的下滑，总的来说有两个原因：第一，由于市场总体投资环境相比2015年大幅恶化，投资收益率大幅下滑；其次，传统险准备金折现率假设变动导致责任准备金增加，负债端成本增加冲减了部分利润。2017年，我们认为利率上行的基础已经存在。首先，今年决策层给出的明确底线是防风险、降杠杆。虽然目前央行在存贷款利率方面没有过大的动作，但是央行与商行、以及商行之间的拆借利率有所提高。在“稳重求进”的大背景下，适当加息是抑制杠杆的有效手段；其次，随着美联储加息，人民币汇率面临贬值压力，稳定人民币汇率是上层要求的一项重要经济决策。适当加息会缩减流动性，增加离岸人民币做空成本，从而达到稳定汇率的作用。

图 7：10 年期国债收益率



数据来源：Wind，中国债券信息网

图 8：保险行业利差扩大后不断缩小



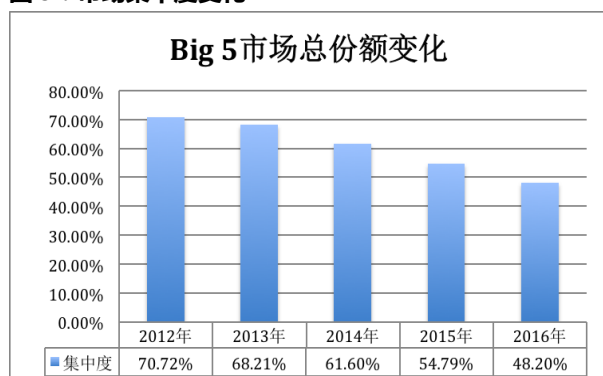
数据来源：Wind

无论从短期国债收益率还是长期国债收益率来看，利率基本达到拐点并形成向上的趋势。首先，由于保险公司三差利润来源中最为重要的是利差，在融资成本相对固定的情况下，利率的上调有益于提高保险公司投资收益率，扩大利差范围，打开利润上行空间；其次，由于寿险的负债端久期明显长于资产端久期，利率的上行对负债端的折现影响大于资产端，无疑可以增加企业的价值。同时，保监会下发的《关于优化保险合同负债评估所适用折现率曲线有关事项的通知》中，将折现率的综合溢价部分由原来的 150 个基点下降到现行的 120 个基点，有利于保险公司发展长期保障性产品，增加了对保险公司利润上升的遐想。

2.3. 行业集中度下降，高收益寿险产品获青睐

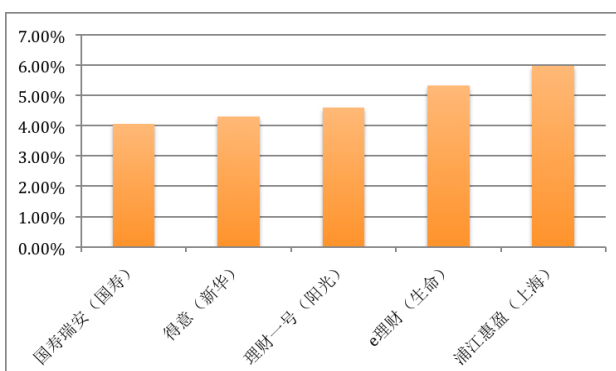
2015 年，寿险行业实现原保险保费收入前五的依次是人寿，太保，平安，新华和泰康，“五巨头”占全行业原保险保费收入的比重为 54.79%。2016 年，占据市场份额前五的依旧是这五家公司，但是占比却降低为 48.20%，降幅为 6.59%，造成行业集中度大幅下降的一个直接原因是小型的寿险公司充分利用寿险产品设计灵活的特定，准确地以“高收益寿险产品”为抓手，按照市场的需求不断更新自己的产品线，迅速抢占市场并且赢得客户的转介绍。这也解释了 2016 年保险市场发展的一大特点：寿险高速增长，财险平稳增进。

图 9：市场集中度变化



数据来源：保监会

图 10：大小寿险公司部分万能险结算利率比较



数据来源：各公司官网

2.4. 监管趋严成为未来保险监管的主旋律

纵观整个 2016 年，保险业在资本市场上可谓经历了大起大落。险资举牌给保险公司带来的丰厚利润使得保险牌照，尤其是寿险牌照格外抢手，一时保险公司风光无限。随后，“资本市场大鳄”、“野蛮人”等统统冠名保险公司，险资举牌遭到打击。从 2016 年下半年起，至 2017 年第一季度末，相关规范性文件的下发，目的都是为了规范保险公司运作，强调险资的主要用途不是火中取栗的投机，而是扮演上市公司友好投资者的角色，敦促保险公司回归其本质的保障功能，为服务实体经济鞠躬尽瘁。我国保险公司主要利润来源是利差，限制权益类资产的投资对保险公司来说表面看是偏利空因素，实质是为了更好的防控金融风险。规范性文件的出台保证了保险公司稳健投资的风格，保险公司未来会更加强调固定收益类资产的配置来管理久期降低风险，同时在权益类资产方面也会加大对蓝筹股的配置比例，无疑给资本市场注入了一针强心剂，维护了资本市场的稳定和中小投资者的权益。

图 11：2016 年下半年以来保监会重要规范性文件

发布时间	规范性文件
1/24/17	进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知
1/4/17	保险公司合规管理办法
9/6/16	强化人身保险产品监管工作
8/31/16	中国保险业发展“十三五”规划纲要

数据来源：保监会

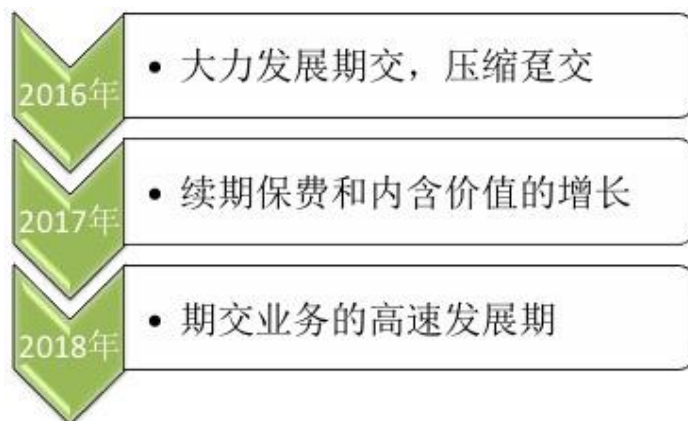
2.5. 保险行业前景可期

我们认为，保险行业，尤其是寿险行业，未来的发展潜力无限巨大基于以下原因：我国 GDP 增速虽然放缓，但是每年依然可以保证 6.5% 的高增长率，对世界经济的贡献超过了 20%。强劲的 GDP 增长带动的居民收入持续增长是驱动我国保险业增长的内在基础；其次，由于社会保障体系的不健全，对于养老和医疗等保障的需求非常强劲，商业保险发展空间无限；再次，由于市场上新兴的寿险公司不断创新，丰富自己的产品体系，即使在低利率环境中也能保证较高的收益率，市场上竞争不断激烈的同时给客户带来了相对高的投资回报率；同时，保险产品预定利率水平的不断放开使得行业产品的预定利率水平不断向理财产品靠近，整个行业的吸引力大幅提升；最后，各大保险公司注重个险渠道铺设，减小银保配比，降低了整个行业的渠道成本，业务人员的持续增加会大大推动整个行业的保费规模。

3. 公司业务分析：专注寿险，寻求转型

3.1. 大力发展期交业务，不断优化产品结构

图 12：新华转型时间表

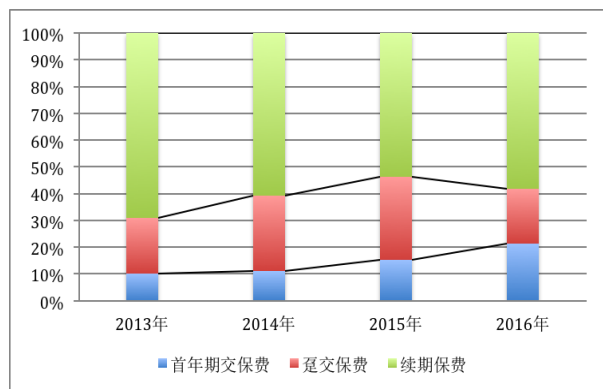


数据来源：新华保险年度报告

2016 年，公司实现保险收入 1125.60 亿元，同比增长 0.60%，实现十年期以上期交保费 141.34 亿元，同比增长 23.2%。在趸交业务大幅缩减的情况下，公司能够保证稳定的收入来源，得益于期交业务的大力发展，兑现了管理层通过大力发展期交业务拉动增长的目标，符合甚至超过市场对其转型的预期。同时，公司始终坚持回归保险业保障功能，为满足不同层次人群的需求，公司全力打造以健康险为核心的产品体系，期待在政策性业务方面实现突破。

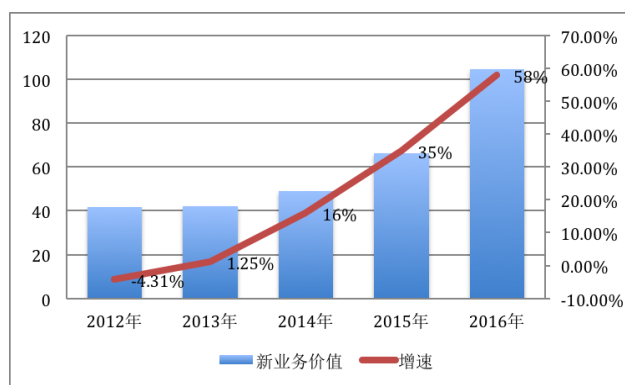
2016 年，公司健康险实现收入 235.09 亿元，同比大幅增长 42.3%，健康险保费占首年保费的比例为 20.9%，较上年提升 6.1%。

图 13：新华期交业务占比



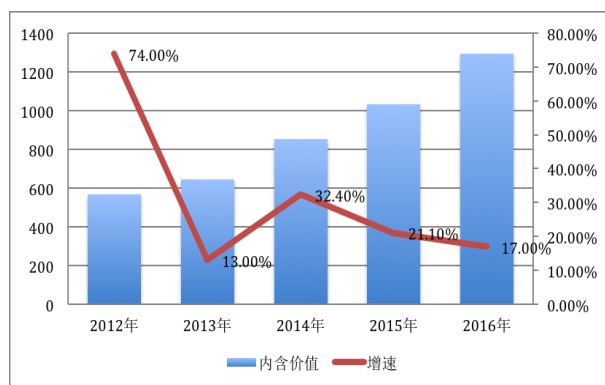
数据来源：新华保险年度报告

图 14：新华新业务价值增速明显



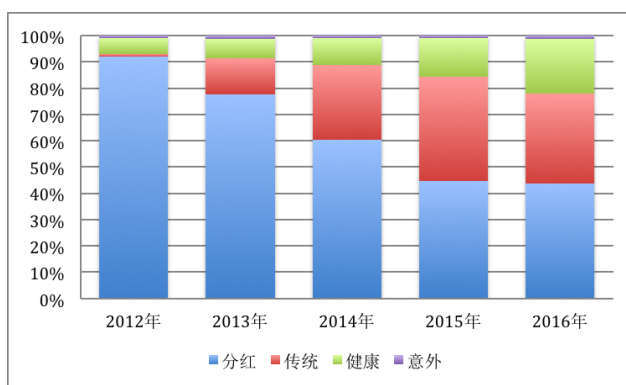
数据来源：新华保险年度报告

图 15：新华内含价值变化情况



数据来源：新华保险年度报告

图 16：传统险和健康险发展迅猛

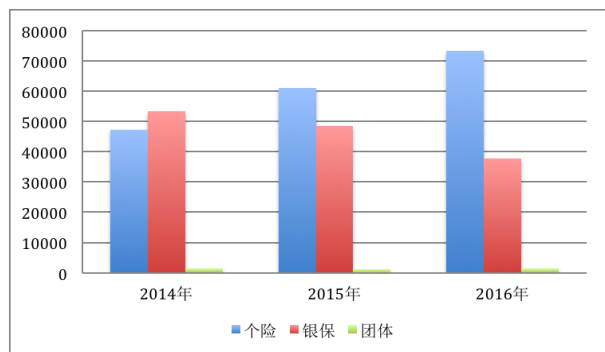


数据来源：新华保险年度报告

3.2. 全力铺设个险渠道，降低对银保渠道的需求

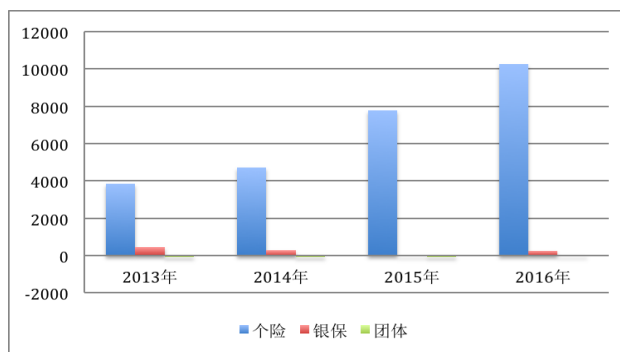
鉴于银保渠道成本相对较高，对客户粘性不足等弱点，公司及时应对转型，大力发展小型寿险公司难以铺设的个险渠道建设，牢牢把握市场份额。2016年，个险渠道实现保险业务收入734.66亿元，同比增长20.3%，个险渠道规模人力32.8万人，同比增长9.0%。公司的主要目标是提高对人力方面的投入，无论从绩效考核还是业务培训，从而打造高产能的营销团队。公司未来稳中求进，在未来几年保证10%-20%的规模人力增长率，从而改善单个人力的边际收入。而银保渠道则黯淡许多。2016年，银保渠道实现保费收入377.27亿元，同比下降23.7%，而公司主推的期交业务首年期交保费57.10亿元，同比增长46.3%。而在对公司新业务价值的贡献中，个险渠道的贡献更是遥遥领先。

图 17：新华保险渠道结构



数据来源：新华保险年度报告

图 18：分渠道一年新业务价值

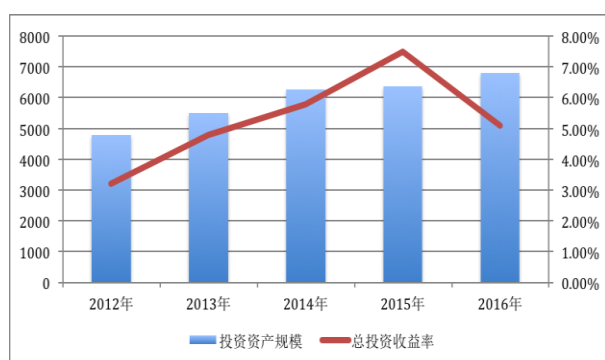


数据来源：新华保险年度报告

3.3. 投资规模不断扩大，投资收益有望改观

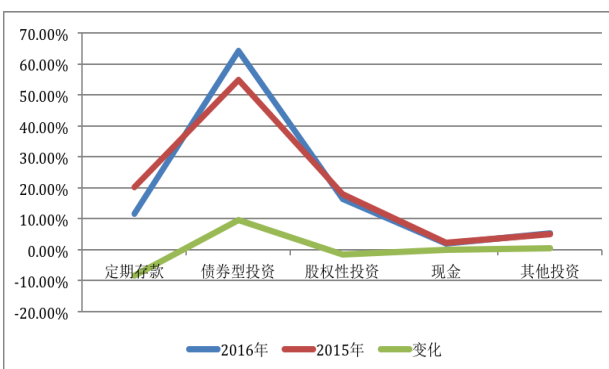
2016 年，新华保险投资资产总规模为 6797.94 亿元，较上年增加 6.9%。资产规模的增加主要来源于保险业务收入的增加以及投资收益的增加。由于整体资本市场的利率偏低，投资收益相较于 2015 年有所下降，只有 5.1%。大类资产配置方面，定期存款大量到期，给资产配置带来一定困难，公司未来会在利率债，高等级信用债中等债券投资中做出权衡。同时，相较于 2015 年，公司对债券型投资的配置有所增大，适当地减弱了股权性投资，这在一定程度上反映了公司在管理久期方面所做出的努力，在风险防控方面给予重视。同时，公司积极配置信用等级较高，流动性较好的非标资产，尤其是商业银行理财产品，一定程度上缓解了公司在低利率环境下大类资产配置的困难。

图 19：投资资产规模变化和总投资收益率变化



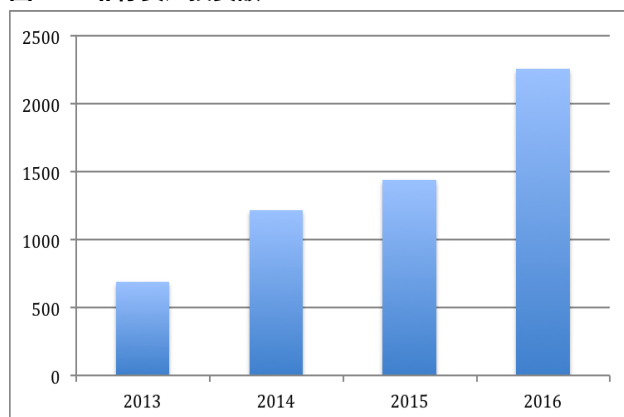
数据来源：新华保险年度报告

图 20：投资组合情况



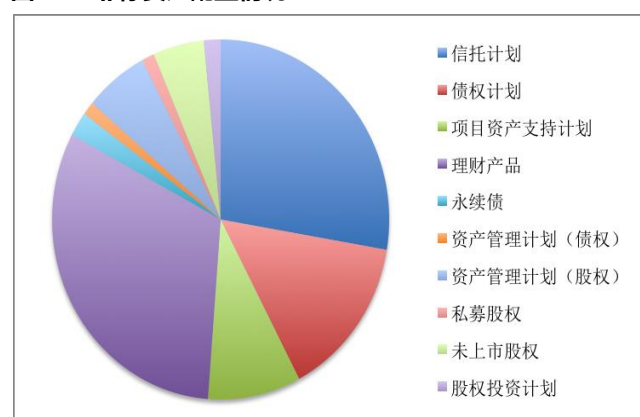
数据来源：新华保险年度报告

图 21：非标资产投资额



数据来源：新华保险年度报告

图 22：非标资产配置情况

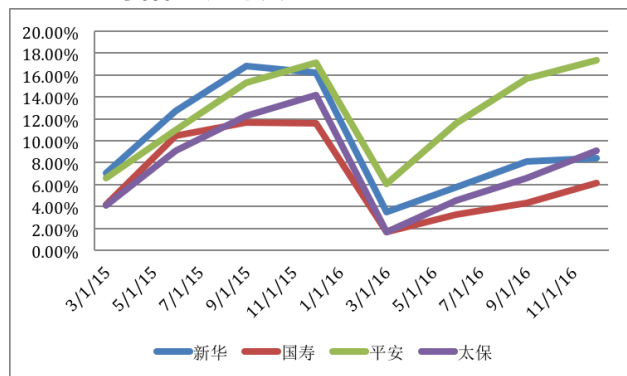


数据来源：新华保险年度报告

4. 杜邦分析

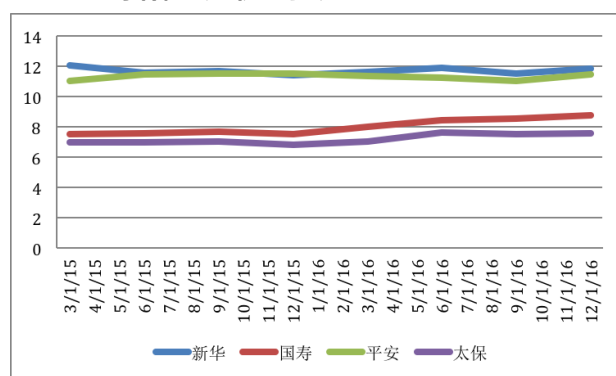
综合四家 A 股上市的保险公司，平安的净资产收益率最高，达到 17.36%。其次是太保和新华，净资产收益率分别为 9.10%和 8.45%。中国人寿排名垫底。而平安超高的净资产收益率的驱动因素是销售净利率，这个数字远远超过行业内其他保险公司，说明平安在扩大规模、缩减成本方面所做出的努力得到了回报。而新华保险相对于其他保险公司之所以能保持较高的净资产收益率，主要得益于权益乘数的放大。这也引起了投资者对公司风险控制的担忧。未来，在定期存款到期的情况下，公司投资端会加大对长期债券的配置来搭配公司负债端的久期，合理地控制风险。而新华处于转型的初期，期交业务的发展还处于相对较慢的水平，净资产收益率低只是暂时现象，我们相信在未来，新华通过不断的摸索尝试，期交业务会持续高速发展，对应的盈利能力会不断增强。

图 23：四家保险公司净资产收益率



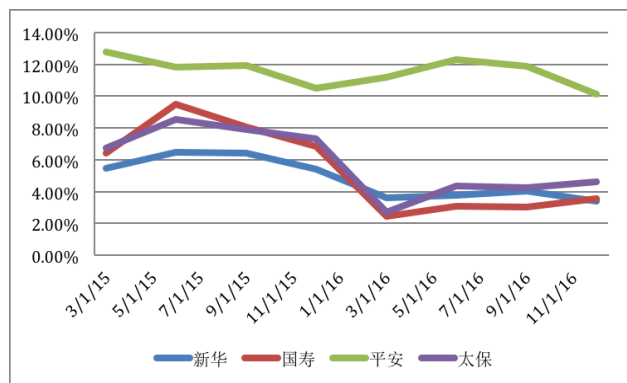
数据来源：公司年报，山西证券研究所

图 24：四家保险公司权益系数



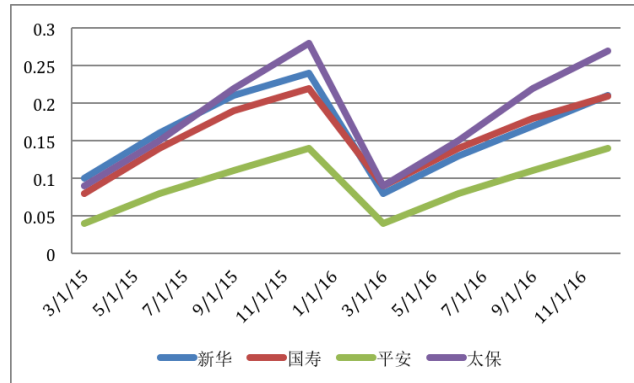
数据来源：公司年报，山西证券研究所

图 25：四家保险公司销售净利率



数据来源：公司年报，山西证券研究所

图 26：四家保险公司总资产周转率



数据来源：公司年报，山西证券研究所

5. 估值与投资建议

我们强烈看好寿险市场未来的强劲需求以及公司转型的加快,预计公司 17、18、19 年的 EPS 分别为 1.69、1.90、2.01。2017 年底内含价值增长 17%,达到 1514.57 亿元,合理估值为 1.05 倍 P/EV,给予公司目标价 50.97,推荐买入。

6. 风险提示

利率下行风险,投资收益不及预期,保费增速不及预期

资产负债表 (单位：百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E
资产：				
货币资金	14132	14692	15424	16097
拆出资金				
交易性金融资产	11678	13034	10669	16458
衍生金融资产				
买入返售金融资产	2322	1673	2128	1987
应收保费	1846	1872	1923	1969
应收利息	9664	10325	10986	11654
应收代位追偿款				
应收分保账款	720	800	920	1050
应收分保未到期责任准备金	57	63	69	79
应收分保未决赔款准备金	38	34	32	38
应收分保寿险责任准备金	1410	2732	2613	2884
应收分保长期健康险责任准备金	468	312	332	383
保户质押贷款	23831	23963	25768	25973
可供出售金融资产	283308	312475	326874	358763
持有至到期投资	195126	196723	198982	201253
长期股权投资	4575	4897	4435	5217
存出资本保证金	816	816	816	816
应收款项类投资				
固定资产	7849	8746	9812	10349
无形资产	1792	1876	1992	2083
商誉				
独立账户资产	257	260	257	271
递延所得税资产	308	26	14	32
投资性房地产	3395	3872	4011	4123
定期存款	79845	84562	96836	113247
其他资产	643	657	698	729
资产差额(特殊报表科目)	55101	45811	63356	38007
资产差额(合计平衡项目)				
资产总计	699181	730221	778947	813462
负债：				
短期借款				
拆入资金				
交易性金融负债	9	9	9	9
衍生金融负债				
卖出回购金融资产款	39246	39265	47176	50354
预收保费	3042	3312	3657	3765
应付手续费及佣金	1713	1987	2136	2492

应付分保账款	215	85	105	175
应付职工薪酬	2078	2396	2764	3002
应交税费	1550	1699	1723	1765
应付利息				
应付赔付款	2950	2362	1879	3134
应付保单红利				
存入保证金				
保户储金及投资款	29820	27359	28541	30763
未到期责任准备金	1164	1123	1036	1187
未决赔款准备金	640	673	572	621
寿险责任准备金	502493	523273	548129	562167
长期健康险责任准备金	38931	46821	57832	63563
长期借款				
应付债券	14000	14000	14000	14000
独立账户负债	251	252	247	255
递延所得税负债	54	62	89	57
预计负债	29	29	29	29
其他负债	411	386	427	413
负债差额(特殊报表科目)	1460	1056	1765	2029
负债差额(合计平衡项目)				
负债合计	640056	666149	712116	739780
所有者权益(或股东权益)：				
股本	3120	3120	3120	3120
其它权益工具				
资本公积金	23919	23919	23919	23919
减：库存股				
其它综合收益	921	2657	1776	3216
盈余公积金	3403	3875	4127	4836
未分配利润	24352	26538	29159	33198
一般风险准备	3403	3956	4723	5387
外币报表折算差额				
未确认的投资损失				
股东权益差额(特殊报表科目)				
股权权益差额(合计平衡项目)				
归属于母公司所有者权益合计	59118	64065	66824	73676
少数股东权益	7	7	7	6
所有者权益合计	59125	64072	66831	73682
负债及股东权益差额(特殊报表项目)				
负债及股东权益差额(合计平衡项目)				
负债及股东权益总计	699181	730221	778947	813462

利润表（单位：百万元）				
	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	146173	152356	167287	175689
已赚保费	111547	115790	127138	133696
保费业务收入	112560	116485	127863	134525
其中：分保费收入				
减：分出保费	936	659	667	759
提取未到期责任准备金	77	36	58	70
投资净收益	34011	35715	38703	40520
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	148	182	356	227
公允价值变动净收益	-373	-262	136	182
汇兑净收益	475	560	675	705
其他业务收入	513	553	635	586
营业支出	139708	145348	159908	167636
退保金	43777	51217	51704	58545
赔付支出	39709	26162	27184	23469
减：摊回赔付支出	1965	276	175	423
提取保险责任准备金	26077	34081	42695	43949
减：摊回保险责任准备金	-1296	626	443	354
保户红利支出				
分保费用				
营业税金及附加	168	197	272	242
手续费及佣金支出	13530	16419	19383	22276
管理费用	13322	13916	15189	15877
减：摊回分保费用	241	301	366	417
其他业务成本	2693	3343	3358	3185
资产减值损失	1342	1216	1107	1287
加：营业利润差额(特殊报表科目)				
营业利润差额(合计平衡项目)				
营业利润	6465	7008	7379	8053
加：营业外收入	127	141	348	222
减：营业外支出	110	117	126	130
其中：非流动资产处置净损失	4	4	4	4
加：利润总额差额(特殊报表科目)				
利润总额差额(合计平衡项目)				
利润总额	6482	7032	7601	8145
减：所得税	1539	1758	1672	1873
加：未确认的投资损失				
加：净利润差额(特殊报表科目)				

净利润差额(合计平衡项目)				
净利润	4943	5274	5929	6272
减：少数股东损益	1	1	1	1
归属于母公司所有者的净利润	4942	5273	5928	6271
加：其他综合收益	-2741	2657	1776	3216
综合收益总额	2202	7930	7704	9487
减：归属于少数股东的综合收益总额	1	1	1	1
归属于母公司普通股股东综合收益总额	2201	7929	7703	9486
每股收益				
基本每股收益	1.58	1.69	1.9	2.01
稀释每股收益	1.58	1.69	1.9	2.01

现金流量表（单位：百万元）				
	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动产生的现金流量：				
收到原保险合同保费取得的现金	112458	114458	118463	123463
收到再保业务现金净额	765			
收到其他与经营活动有关的现金	633	652	584	627
保户储金净增加额	2002	2013	2428	2102
经营活动现金流入差额（特殊报表科目）	483	389	1028	796
经营活动现金流入差额（合计平衡项目）				
经营活动现金流入小计	116341	117512	122503	126988
支付原保险合同赔付款项的现金	82160	84186	85643	86761
支付给职工以及为职工支付的现金	9329	10728	11016	12419
支付手续费的现金	13372	14419	15383	16276
支付的各项税费	1430	1758	1672	1873
支付其他与经营活动有关的现金	2720	2206	2986	2873
支付保单红利的现金				
经营活动现金流出差额（特殊报表科目）				
经营活动现金流出差额（合计平衡项目）				
经营活动现金流出小计	109011	113297	116700	120202
经营活动产生的现金流量净额差额（合计平衡项目）				
经营活动产生的现金流量净额	7330	4215	5803	6786
投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	223571	277523	293865	293971
取得投资收益收到的现金	31378	32032	33168	33206
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	3	5	8	13
收到其他与投资活动有关的现金	46			
投资活动现金流入差额（特殊报表科目）	107950	123145	134152	109783
投资活动现金流入差额（合计平衡项目）				
投资活动现金流入小计	362948	432705	461193	436973
投资支付的现金	273331	289074	293025	309039
质押贷款净增加额	2952	2003	2671	3026
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1932	2210	2319	2130
支付其他与投资活动有关的现金	10	12	10	12
投资活动现金流出差额（特殊报表科目）	111037	123097	143672	113532
投资活动现金流出差额（合计平衡项目）				
投资活动现金流出小计	389262	416396	441697	427739
投资活动产生的现金流量净额差额（合计平衡项目）				
投资活动产生的现金流量净额	-26314	16309	19496	9234
筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金				
取得借款收到的现金				
发行债券收到的现金				

收到其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流入差额(特殊报表科目)	4767500	4152610	4004691	4321933
筹资活动现金流入差额(合计平衡项目)				
筹资活动现金流入小计	4767500	4152610	4004691	4321933
偿还债务支付的现金	10			
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1814	2195	2599	3067
支付其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流出差额(特殊报表科目)	4746741	4129247	3996745	4290911
筹资活动现金流出差额(合计平衡项目)				
筹资活动现金流出小计	4748565	4131442	3999344	4293978
筹资活动产生的现金流量净额差额(合计平衡项目)				
筹资活动产生的现金流量净额	18935	21168	5347	27955

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

特别声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。