

中报符合预期, 笃定价值转型

投资要点

- **事件:** 公司发布2017年中报业绩, 报告期内实现营业收入770.7亿元, 同比下降11.9%; 实现归属于上市公司股东净利润32.37亿元, 同比下降2.9%; 实现基本每股收益1.04元; 加权平均净资产收益率5.41%, 较2016年同期减少0.22个百分点。
- **个险期缴保费增长稳健, 业务价值持续提升。** 公司上半年加大对保费结构的调整力度, 聚焦发展个险期交业务。个险渠道在代理人数量稳质升的拉动下, 保费收入同比增长20.8%达到482.65亿元; 银保渠道由于主动收缩中短存续期产品, 保费大幅下滑61.3%至117.06亿元。缴费方式上, 首年期交保费达到166.54亿元, 同比增长22.6%, 在首年保费中的占比达到87.2%; 其中十年期及以上期交保费为108.27亿元, 同比增长41.0%。在期交保费持续增长的拉动下, 公司上半年新业务价值同比增长28.8%, 达到71.53亿元。
- **保单品质改善明显, 健康险异军突起。** 公司上半年保单质量持续提升, 个人寿险业务25个月继续率为82.3%, 较上年同期提升3.9个百分点。随着保单结构调整, 公司未到期退保压力缓降, 退保金同比下降17.5%至221.2亿元, 退保率同比减少0.8个百分点至3.7%。险种方面, 在公司持续加大健康保障型产品销售力度的背景下, 公司上半年健康险保费收入异军突起, 同比大增43.9%达到166.02亿元, 超过传统寿险保费收入, 成为仅次于分红险的第二大险种。
- **坚持审慎稳健的多元化资产配置。** 公司上半年投资资产达到6845.9亿元, 同比小幅增长0.7%。在资产配置方面, 公司坚持审慎稳健的原则, 兼顾风险控制和投资研究, 大幅减少定期存款的配置比例, 适度增加股权和债权型投资, 使收益结构更加多元化。值得注意的是, 公司的非标资产投资额高达307.02亿元, 占总投资资产33.7%, 明显高于其他险企, 有利于公司在保证绝对收益的同时提高对市场波动风险的抵抗力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2017-2019年EPS分别为1.63元、1.96元、2.39元, 未来三年归母净利润保持14.71%的复合增长率。考虑到公司作为纯寿险弹性标的, 受益于社会消费升级和养老健康政策红利催化, 相较行业估值享有溢价空间, 结合公司历史估值中枢, 因此给予公司2017年1.45倍PEV估值, 对应目标价71元, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 资本市场行情或低于预期, 公司投资业绩或低于预期。

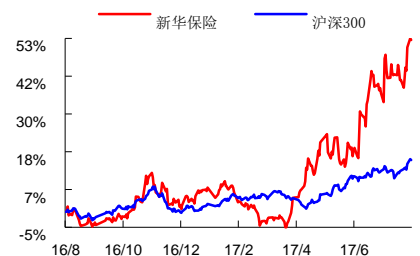
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	146,173.00	141,803.42	157,481.87	182,064.85
增长率	-7.75%	-2.99%	11.06%	15.61%
归属母公司净利润(百万元)	4,942.00	5,084.49	6,108.35	7,459.11
增长率	-42.54%	2.88%	20.14%	22.11%
每股收益EPS(元)	1.58	1.63	1.96	2.39
净资产收益率ROE	8.36%	7.87%	8.36%	8.79%
PE	41.12	39.97	33.27	27.24
PB	3.44	3.14	2.78	2.39

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 郎达群
执业证号: S1250517070003
电话: 010-57758623
邮箱: ldqun@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	31.20
流通A股(亿股)	20.85
52周内股价区间(元)	40.92-65.35
总市值(亿元)	2,031.76
总资产(亿元)	7,105.33
每股净资产(元)	19.74

相关研究

1. 新华保险(601336): 顺势而为回归保障, 价值提升转型腾飞 (2017-08-11)

关键假设:

假设 1: 公司未来营销员数量保持现有规模, 而营销员产能同步保持 5%左右的增速。未来三年公司保费增速将由负转正并保持稳健增长趋势。根据公司 2017 年前 7 月份保费收入增速来看, 公司仍处于战略转型阶段但保费规模收缩接近尾声, 预计全年保费增速将保持在-5%左右, 未来随着传统费改产品年金险的市场占比逐渐提升, 健康险、养老险税收优惠政策持续落地, 公司寿险业务收入有望开启快速增长模式, 2018 年和 2019 年保费收入增速预计同比分别增长 10%和 15%。

假设 2: 公司未来三年保持现有的 11.5%的风险贴现率不变, 在发展长期期交业务的战略引导下, 公司未来三年新业务价值保持 32%的年化复合增长率, 内含价值保持 14%的复合增长率。

假设 3: 投资收益率逐步回稳。股票市场行情延续震荡回升走势, 债券市场短期面临调整压力, 长期保持震荡向上行情。公司在保持现有资产配置结构的情况下, 2017 年投资收益率大概率与去年同期持平, 投资收益率在 5%左右。2017-2019 年的投资净收益年化复合增长率保持 11%。

基于以上假设, 我们预测公司 2017-2019 年业务收入增速如下表:

表 1: 新华保险内含价值增长预测情况 (单位: 百万元)

	2016A	2017E	2018E	2019E
已赚保费	111,547.00	105,969.65	116,566.62	134,051.61
YOY	0.29%	-5.00%	10.00%	15.00%
投资净收益	34011.00	34691.22	39894.90	47075.99
YOY	-26.42%	2.00%	15.00%	18.00%
经调整的净资产	81313	85379	89648	94130
有效业务价值	48137	67392	94349	132088
内含价值	129450	152770	183996	226218
一年新业务价值	10449	14106	19043	25708
股本	3120	3120	3120	3120
每股内含价值	41.49	48.96	58.97	72.51
PEV 估值	0.99	1.45	1.45	1.45

数据来源: 公司公告、西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	146173.00	141803.42	157481.87	182064.85	货币资金	14132.00	18371.60	18757.53	20798.35
已赚保费	111547.00	105969.65	116566.62	134051.61	交易性金融资产净值	11678.00	9342.40	10120.93	9861.42
加：投资净收益	34011.00	34691.22	39894.90	47075.99	应收保费	1846.00	1739.00	1774.67	1762.78
加：公允价值变动净收益	-373.00	180.00	30.50	-42.88	应收利息	9664.00	10823.68	10437.12	10565.97
加：汇兑净收益	475.00	270.00	350.00	365.00	应收分保账款	720.00	864.00	559.67	714.56
其他业务收入	513.00	692.55	639.85	615.13	应收分保未到期责任准备金	57.00	110.00	73.33	80.11
减：退保金	43777.00	35021.60	31519.44	34671.38	应收分保未决赔款准备金	38.00	30.00	33.33	33.78
减：赔付支出	39709.00	49636.25	59563.50	71476.20	应收分保寿险责任准备金	1410.00	1450.00	1675.50	1556.08
加：摊回赔付支出	1965.00	817.33	1030.11	1270.81	应收分保长期健康险责任准备金	468.00	538.20	618.93	711.77
减：保险责任准备金	26077.00	15646.20	18775.44	20652.98	流动资产合计	40013.00	43268.88	44051.01	46084.82
加：摊回保险责任准备金	-1296.00	100.00	-191.75	-266.19	买入返售金融资产净值	2322.00	3250.80	4551.12	6371.57
减：营业税金及附加	168.00	155.98	173.23	200.27	可供出售金融资产净值	283308.00	325804.20	374674.83	430876.05
减：手续费及佣金支出	13530.00	16912.50	20295.00	23339.25	持有至到期投资净值	195126.00	214638.60	227516.92	241167.93
减：业务管理费用	13322.00	13471.32	14960.78	17296.16	投资性房地产净值	3395.00	4413.50	5296.20	5825.82
加：摊回分保费用	241.00	222.00	228.33	226.22	长期股权投资净值	4575.00	246.33	240.44	212.59
减：其他业务成本	2693.00	3500.90	4201.08	4621.19	存出资本保证金	816.00	816.00	816.00	816.00
减：资产减值损失	1342.00	2053.80	1171.60	1455.47	固定资产净值	7849.00	9261.82	10928.95	12896.16
营业利润	6465.00	6544.19	7888.49	9582.80	在建工程净值	0.00	200.00	240.00	248.00
加：营业外收入	127.00	247.00	291.80	348.96	无形资产净值	1792.00	1881.60	1975.68	2074.46
减：营业外支出	110.00	116.40	107.73	108.42	递延所得税资产	308.00	369.60	443.52	532.22
利润总额	6482.00	6674.79	8072.56	9823.34	定期存款	79845.00	63876.00	69199.00	67424.67
减：所得税	1539.00	1589.46	1963.17	2362.94	其他资产	643.00	620.00	655.67	641.67
净利润	4943.00	5085.33	6109.39	7460.40	非流动资产合计	604067.00	652319.17	726697.26	802825.43
减：少数股东损益	1.00	0.84	1.04	1.30	资产差额	55101.00	57856.05	49703.21	54260.25
归属母公司净利润	4942.00	5084.49	6108.35	7459.11	资产总计	699181.00	753444.10	820451.48	903170.50
总股本	3120.00	3120.00	3120.00	3120.00	卖出回购金融资产款	39246.00	62793.60	65305.34	67917.56
EPS(当前股本)	1.58	1.63	1.96	2.39	预收保费	3042.00	3194.10	3449.63	3725.60
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	应付手续费及佣金	1713.00	3083.40	3700.08	4440.10
PE	41.12	39.97	33.27	27.24	应付分保账款	215.00	462.00	462.00	462.00
PB	3.44	3.14	2.78	2.39	应付职工薪酬	2078.00	4554.43	5358.51	6304.56
PS	1.39	1.43	1.29	1.12	应交税费	1550.00	1503.67	1669.92	1930.59
财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E	应付赔付款	2950.00	3333.50	3766.86	4256.55
销售收入增长率	-7.75%	-2.99%	11.06%	15.61%	保户储金及投资款	29820.00	31609.20	37298.86	42893.68
营业利润增长率	-42.68%	1.22%	20.54%	21.48%	未到期责任准备金	1164.00	1198.92	1366.77	1558.12
净利润增长率	-42.54%	2.88%	20.14%	22.11%	未决赔款准备金	640.00	768.00	814.08	862.92
EBITDA 增长率	-23.14%	-16.55%	-4.92%	12.21%	寿险责任准备金	502493.00	509025.41	549747.44	600873.95
毛利率	82.16%	88.97%	88.08%	88.66%	长期健康险责任准备金	38931.00	46717.20	55359.88	63663.86
三费率	66.23%	69.20%	67.34%	67.80%	应付债券	14000.00	15000.00	15000.00	15000.00
净利率	3.38%	3.59%	3.88%	4.10%	其他负债	411.00	472.65	543.55	625.08
ROE	8.36%	7.87%	8.36%	8.79%	负债差额(特殊报表科目)	1460.00	4772.00	3218.00	3443.00
ROA	0.71%	0.67%	0.74%	0.83%	负债总额	640056.00	688816.07	747404.25	818292.69
总资产周转率	0.22	0.20	0.20	0.21	资本公积	23919.00	23919.00	23919.00	23919.00
固定资产周转率	19.92	16.57	15.60	15.28	盈余公积金	3403.00	3913.45	4500.47	5175.54
资产负债率	91.54%	91.42%	91.10%	90.60%	未分配利润	24352.00	29754.29	36998.42	47477.56
流动比率	0.08	0.09	0.08	0.08	其它	3403.00	3913.45	4500.47	5175.54
每股收益	1.58	1.63	1.96	2.39	归属母公司股东权益合计	59118.00	64620.19	73038.36	84867.63
每股净资产	18.95	20.71	23.41	27.20	少数股东权益	7.00	7.84	8.88	10.18

数据来源：Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且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报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn