



坚定转型回归保障, 险种优化价值提升

投资要点

- **推荐逻辑:** 新华保险作为中央汇金旗下唯一控股的保险公司, 近年来通过战略转型逐步摆脱过去依赖规模扩张的粗放经营模式, 通过坚定发展健康保障类险种, 发展期交型业务使公司产品新业务价值率提升至 40% 左右, 盈利能力不断增强。公司当前险种结构中的健康险业务保费占比接近 30%, 且保持着 40% 以上的高速增长, 成为寿险市场当中健康险收入占比最高的上市标的。
- **市场空间放大, 行业重新站上风口。** 一方面, 随着近年来中等收入群体迅速扩张, 推动我国迈入消费升级时代, 为保险产品打开了社会需求的空间。从行业发展空间来看, 我国保险市场的保险密度和深度与国际水平仍有较大差距, 表明保险行业有着巨大的增长潜力。另一方面, 我国社会人口老龄化的不断深化和养老金缺口的增大使民众养老问题日益严峻, 亟待商业养老保险参与进来, 而独生子女占比提升和放开二胎等人口政策也会拉动保险保障需求进一步提升。政策层面, 随着税优健康险全面推广, 个人税收递延型商业养老保险政策落地预期强烈, 预计未来行业政策红利仍将不断释放, 催动行业站上腾飞风口。
- **战略转型缩量提质, 发展期交提升价值。** 承保端, 公司秉持的是发展期交、收缩趸交, 由规模增长向价值增长转型的销售策略。首年新单保费中的期交保费同比增长 20% 以上, 在首年保费中的占比超过 90%; 尤其是缴费期限在十年期及以上的长险保单收入持续增长, 保持了 40% 以上的超高增速, 在新单保费中的占比超过 60%。期限结构的持续优化使公司最近三年新业务价值保持 30% 的快速增长, 为公司未来业绩稳健增长打下了坚实基础。
- **配置风格灵活多元, 投资收益稳健增长。** 投资端, 公司资产配置风格灵活多元, 能够根据市场行情变化及时调整配置比例。相较于同业, 公司目前的资产配置中非标资产占比较高, 接近 30%; 而股票投资占比较低, 不足 5%。这样的配置结构下, 公司整体业绩增长稳健, 不仅减少了对资本市场行情的依赖程度, 而且取得了年化 5% 以上的较高投资收益率。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.78 元、2.36 元、3.02 元, 未来三年归母净利润将保持 24% 的复合增长率, 给予公司 2017 年 1.6 倍 PEV 估值, 对应目标价 78.34 元, 上调至“买入”评级。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	146,173.00	146,727.90	168,855.40	194,554.47
增长率	-7.75%	0.38%	15.08%	15.22%
归属母公司净利润(百万元)	4,942.00	5,561.08	7,351.22	9,430.95
增长率	-42.54%	12.53%	32.19%	28.29%
每股收益 EPS(元)	1.58	1.78	2.36	3.02
净资产收益率 ROE	8.36%	8.61%	10.08%	11.13%
PE	40.13	35.66	26.98	21.03
PB	3.35	3.07	2.72	2.34

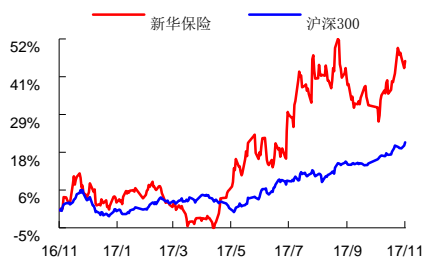
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘嘉玮
执业证号: S1250517090005
电话: 010-57758570
邮箱: ljwei@swsc.com.cn

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)	1,948.78
总资产(亿元)	7,147.71
每股净资产(元)	20.39

相关研究

1. 新华保险(601336): 中报符合预期, 笃定价值转型 (2017-08-30)
2. 新华保险(601336): 顺势而为回归保障, 价值提升转型腾飞 (2017-08-11)

投资要件

关键假设

(1) 参照公司前 9 月份保费变化情况，预计 2017-2019 年公司保费增长幅度分别为 -1.5%、17%、17%。其中，传统型保险产品保费增长幅度为 -33%、15%、10%；分红型保险产品保费增长幅度为 1.5%、1.5%、1.5%；健康保险产品保费增长幅度为 43.5%、42%、38%；意外保险产品保费增长幅度为 6%、10%、10%。

(2) 投资收益率稳步提升。公司权益资产占比较小，固定收益类中的非标资产占比较高。在现有配置结构保持不变的情况下，公司 2017 年整体投资收益率有望小幅攀升，预计全年投资收益增幅在 5% 左右。2018 年-2019 年在利率市场维持相对稳定，公司投资资产保持 5% 的增速背景下，预计公司投资收益率将持续向好，投资收益保持 10% 左右的增长幅度。

我们区别于市场的观点

市场此前过度关注公司保费负增长情况，忽视了公司在转型过程中的保费增长与转型进度是密切相关的。我们认为公司当前的转型效果已经开始显现，其主推的长期期交型健康保险代表着行业发展趋势，未来增长空间巨大。2017 年上半年公司保费结构当中的续期保费占比已经达到 70%，且保持着 20% 以上的增长速度，未来随着银保渠道趸交产品停售，公司续期保费占比还将进一步提升，拉动公司保费保持 10%-20% 的增长速度。

市场忽视了公司投资端资产配置结构对投资业绩的影响程度。公司资产配置中非标资产配置占比接近 30%，而股票类资产占比仅为 4.4%，业绩整体稳定性较强。考虑到公司前期债券资产的配置久期较短，未来这部分资产到期再配置规模增大，整体投资收益率将受益于市场利率上行而取得更高收益。

股价上涨的催化因素

社会消费升级打开行业上升空间；短期利率上行提高再投资收益，缓解准备金计提压力；行业养老健康政策红利持续释放。

估值和目标价格

根据内含价值估值体系，我们测算出 2017 年公司每股内含价值约为 48.96 元。由公司的历史估值分析，新华保险的 PEV 倍数区间为 0.77 倍至 2.2 倍，区间中值为 1.33 倍。而当前市场情绪回暖，板块整体估值抬升，公司股价对应的 PEV 倍数仅为 1.2 倍，相对于国内外优秀险企如中国平安的 1.5 倍 PEV 和友邦保险的 2.0 倍 PEV 来说具有较高的安全边际。未来考虑行业利好政策持续落地，市场增长空间巨大，而公司作为市值最小的纯寿险标的，受益最为明显。因此我们认为公司合理的 PEV 倍数应为 1.6 倍，股价估值为 78.34 元。

投资风险

转型进度或慢于预期，资本市场下行或使公司估值面临压力。

目 录

1 公司概况：央企汇金控股，纯寿险转型标的	1
2 行业分析：市场空间放大，行业重新站上风口	2
2.1 消费升级叠加中产阶级财富扩张，保险行业前景光明	2
2.2 人口结构变迁和行业政策红利催动保障需求提升	4
2.3 监管强化力促回归保障，行业回归强者恒强格局	8
3 公司分析：转型推动价值提升，投资风格趋于稳健	10
3.1 坚定转型健康险种，主打年金健康险种	10
3.2 聚焦期交业务，提升产品业务价值	11
3.3 个险新单增长强劲，代理人产能提升	12
3.4 增配非标资产，提高收益稳定性	13
3.5 利率曲线触底反弹，准备金计提减弱	14
4 盈利预测与估值	15
4.1 主营业务盈利预测	15
4.2 绝对估值	16
4.3 相对估值	16
5 风险提示	17

图 目 录

图 1：公司保险产品收入贡献占比	1
图 2：公司保费收入渠道贡献占比	1
图 3：公司近五年营业收入及增速（单位：亿元）	2
图 4：公司近五年以来归母净利润及增速（单位：亿元）	2
图 5：2014 年后社会消费升级趋势明显	2
图 6：我国中产阶级人数及资产保持快速增长趋势	3
图 7：保险在我国居民家庭金融资产配置中的比例偏低	3
图 8：我国保险密度和保险深度较国际市场仍存差距	4
图 9：消费者购买保险目的分类	4
图 10：消费者意向购买保险产品种类	4
图 11：65 岁以上人口结构占比	5
图 12：我国老年人口抚养比持续攀升	5
图 13：我国企业年金缴费增长情况（单位：亿元）	6
图 14：中美养老体系差别	6
图 15：疾病造成的致死率位居首位	6
图 16：死亡率居前的几类重大疾病	6
图 17：25 种重大疾病发生率（i 倍）和死亡率（k 倍）年龄分布	7
图 18：中国独生子女人数总量变化情况（亿人）	7
图 19：中国失独家庭数量变化（万户）	7
图 20：2017 年 8 月份保险市场 CR5 集中度情况	9
图 21：2016 年保险市场 CR5 集中度情况	9
图 22：新华保险各险种保费贡献比例变化趋势情况	10
图 23：新华保险月度保费收入及增速（单位：亿元）	12
图 24：新华保险首年保费中的期交保单占比提升	12
图 25：新华保险新业务价值增长情况（单位：百万元）	12
图 26：新华保险 2012-2017Q3 年退保率变化情况（单位：亿元）	12
图 27：新华保险各渠道保费收入贡献占比	13
图 28：新华保险代理人数量及产能双双提升（单位：元）	13
图 29：新华保险近年投资资产增长情况（单位：百万元）	13
图 30：四家上市险企总投资收益率对比（单位：%）	13
图 31：2017 年上半年四家上市保险公司资产配置占比结构	14
图 32：10 年期国债到期收益率的 750 日移动平均值触底回升	15
图 33：四家上市保险公司险种结构对比	17

表 目 录

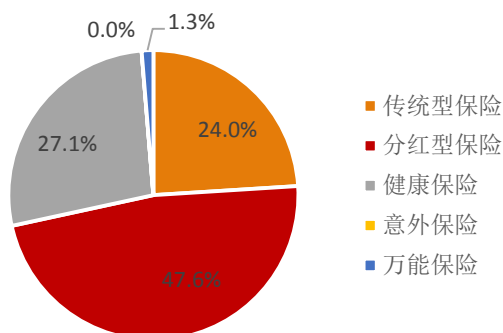
表 1：保监会近期出台的部分行业监管政策	8
表 2：保监会近期出台的部分行业监管政策	9
表 3：新华保险 2017 年主要热销产品简介	11
表 4：新华保险分业务营收贡献（单位：百万元）	15
表 5：新华保险内含价值增长预测情况（单位：百万元）	16
表 6：四家上市险企 PEV 估值倍数区间	17
附表：财务预测与估值	18

1 公司概况：央企汇金控股，纯寿险转型标的

新华人寿保险股份有限公司（简称“新华保险”）是一家成立于 1996 年 9 月的全国性大型寿险企业，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，总部位于北京市。公司主要从事于人寿保险业务，主要销售传统型寿险、分红型寿险、万能寿险、投资连结型寿险、健康险及意外险这六大类寿险产品。多年来，公司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。2011 年，公司在香港联合交易所和上海证券交易所同步上市，股票代码分别为 1336.HK 和 601336.SH。

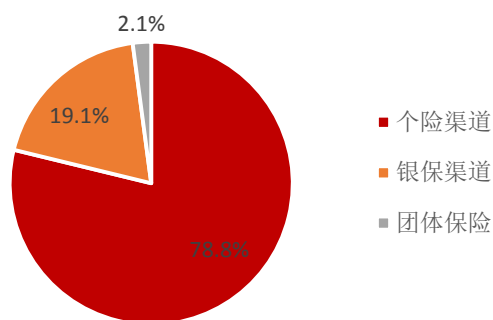
公司主营业务结构：新华保险主要经营各类个人寿险、团体保险以及资产管理业务，近年来保费规模维持在千亿规模以上。按最新数据显示，各险种占比结构具体为：分红型保险保费贡献位居第一位，占比 47.6%；健康险作为公司近年来重点发展的保障型险种，保费收入保持快速增长，在总保费中的占比达到 27.1%，高于行业平均水平；传统型保费收入占保费收入比例为 24.0%。而从渠道划分下来看，个险渠道保费贡献持续提升，在保费收入中的占比达到 78.8%；而银保渠道在结构调整的背景下主动收缩趸交保险产品，保费收入逐渐萎缩，在总保费收入中的占比降至 19.1%。

图 1：公司保险产品收入贡献占比



数据来源：公司公告、西南证券整理

图 2：公司保费收入渠道贡献占比

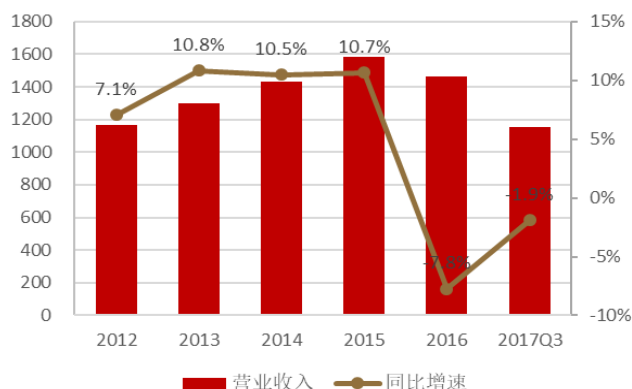


数据来源：公司公告、西南证券整理

公司业绩状况：新华保险营业收入构成主要包括保费收入和投资收益两大来源。保费收入方面，公司自 2014 年实施战略转型以来，主动收缩银行渠道趸交保险产品规模，积极拓展个险渠道健康险产品，由规模驱动转向价值驱动。在该战略指导下，公司保费收入增速近年虽然有所下滑，但业务结构却持续优化。首年保费新单中的期交保费占比不断提升，尤其是十年期及以上期交保费规模更是连创新高，为保险业务长期稳健增长打下了坚实基础。投资收益方面，虽然同多数险企一样以债券投资为主，但公司整体投资风格较为灵活，能够根据市场行情变化及时作出调整，因而能够在较长周期内取得稳健的投资收益。

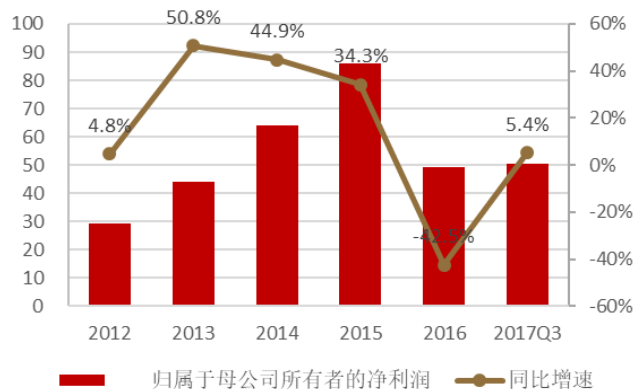
综合公司过往业绩来看，公司整体盈利能力较强。自 2013 年以来，除 2016 年受资本市场影响下滑较大以外，其余年份的营收增速均可达到 10% 以上，净利润增速均可达到 30% 以上。2017 年随着公司战略转型接近完成，保费收入增速逐渐回归正向增长，叠加投资端收益稳中有升，预计公司未来三年营业收入将逐渐提速，归母净利润也将延续 20% 左右的正向增长。

图 3：公司近五年营业收入及增速（单位：亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司近五年以来归母净利润及增速（单位：亿元）



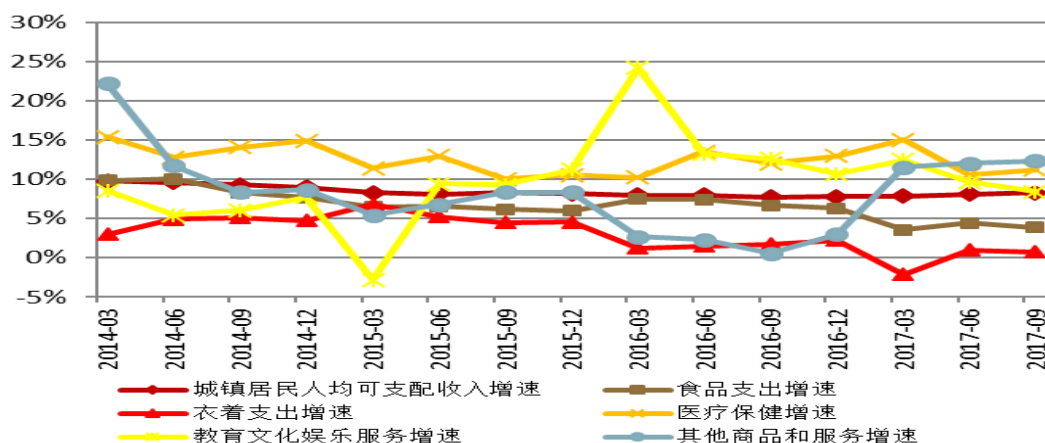
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：市场空间放大，行业重新站上风口

2.1 消费升级叠加中产阶级财富扩张，保险行业前景光明

从保险板块发展的外部大市场环境来看，随着近年经济持续稳健增长，居民可支配收入水平不断提高，我国已进入到大众消费的新时代，大众需求、平民消费成为这个时代最为突出的特点。与过去消费结构相比，城乡居民消费结构正在由生存型消费向发展型消费升级、由物质型消费向服务型消费升级、由传统消费向新型消费升级，并且这一升级的趋势越来越明显，速度越来越快。在 2014-2017 年四年间，我国人均可支配收入平均增速为 8.44%，基本保持着稳健增长趋势。但从消费支出结构来看，2017 年第三季度的数据显示，以食品和衣物为代表的物质型消费增速仅为 3.89% 和 0.73%；而以医疗保健和娱乐教育为代表的服务型消费增速分别为 11.26% 和 8.43%，增速远高于物质型消费，这表明当前我国正逐步迈入消费升级时代。

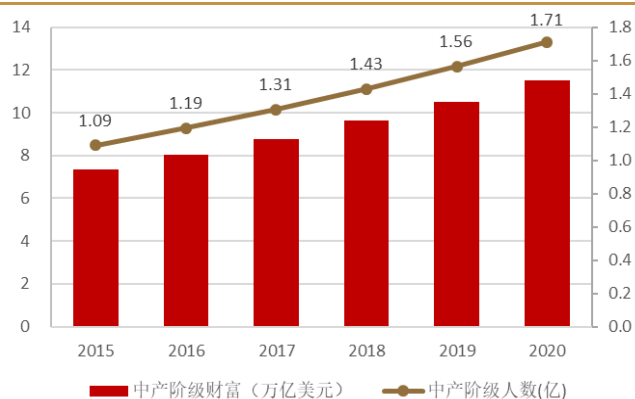
图 5：2014 年后社会消费升级趋势明显



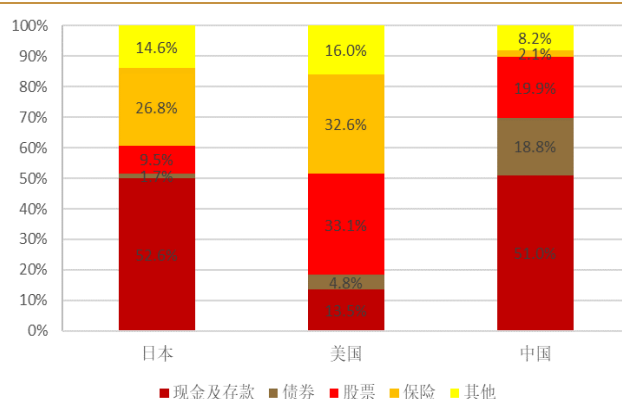
数据来源：wind、西南证券整理

在消费升级的过程当中，保险产品的社会需求主要取决于社会结构中中产阶级的人口规模和财富资产，这部分人是购买保险产品和服务的主要客源。根据全球著名投资银行瑞信研究院发布的全球《2015 年度财富报告》显示，中国中等收入群体的人数达到 1.09 亿人，占全国成年人口的 11%，财富规模达到 7.34 万亿美元。报告还预计，未来 5 年，中国财富仍将继续以 9.4% 的速度逐年递增。按此类推到 2020 年我国中产阶级人数将达到 1.71 亿人，中产阶级财富将达到 11.5 万亿美元。中产阶级人数和资产的提升将为保险市场提供广阔的增长空间。

从发展趋势看，保险产品作为能够兼顾风险保障和保值增值服务的金融产品，在社会生产、生活中发挥着无可替代的作用。但从我国当前居民家庭当中的金融资产配置比例来看，保险资产的配置占比仅有 2% 左右，相较于发达国家中美国的 32.6% 和日本的 26.8% 来说差距明显。这一方面是由于在我国当前社会环境下，仍是以基本社会保障体制作为居民风险保障基础；另一方面也是由于我国传统社会消费观念中的风险意识淡薄，居民投保积极性没有被激发有关。随着社会消费水平提高，风险保障理念逐渐深化，我们认为保险资产在居民家庭资产配置中的占比也将进一步提升。

图 6：我国中产阶级人数及资产保持快速增长趋势


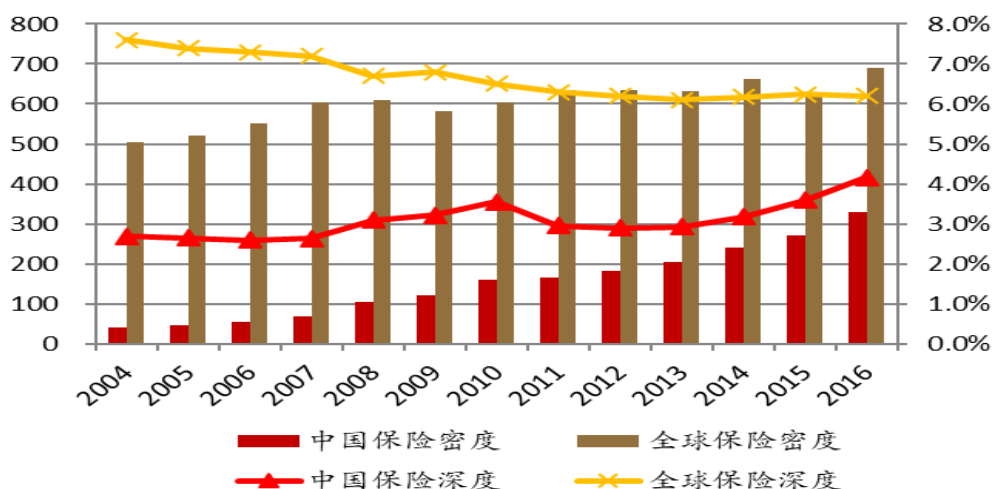
数据来源：瑞信研究院，西南证券整理

图 7：保险在我国居民家庭金融资产配置中的比例偏低


数据来源：瑞信研究院，西南证券整理

此外，对照国际保险市场的发展水平，虽然我国是目前全球发展最快的寿险市场之一，然而直到 2016 年底，我国保险市场的保险密度（人均保险费率）和保险深度（保险费与 GDP 之比）仍仅为 329 美元和 4.2%，距离同期全球保险市场的 689 美元的保费密度和 6.2% 的保费深度还存在着不小差距。因此从行业发展空间来看，保险产品也有着巨大的增长潜力。

图 8：我国保险密度和保险深度较国际市场仍存差距



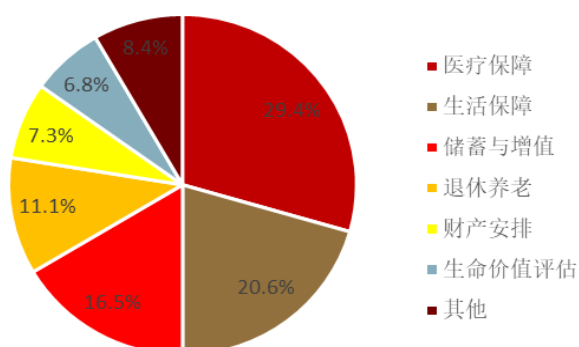
数据来源：wind、西南证券整理

2.2 人口结构变迁和行业政策红利催动保障需求提升

保险产品作为一种独立的金融工具，其主要的社会作用仍是提供风险保障服务。从此前保险行业协会披露的北京地区消费者调研情况来看，消费者购买保险的意愿主要来自于健康保障和投资理财两大类，其中占比最高的是医疗保健和生活保障目的，占比达到 50%，其后依次为储蓄增值和退休养老。这表明保险产品当前的首要消费动力是满足客户风险保障需求，其次才是资产的保值增值。

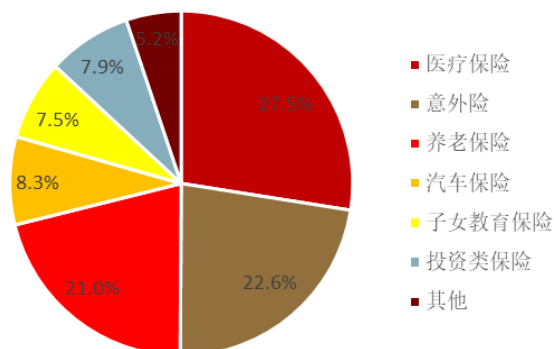
从意向购买的保险种类来看，消费者更加青睐医疗保险、意外险和养老保险这三大类险种，占比达到 70%，而这几类产品也是目前行业各家寿险公司热销的主要险种，代表着行业未来的发展趋势和方向。

图 9：消费者购买保险目的的分类



数据来源：北京保险行业学会，西南证券整理

图 10：消费者意向购买保险产品种类



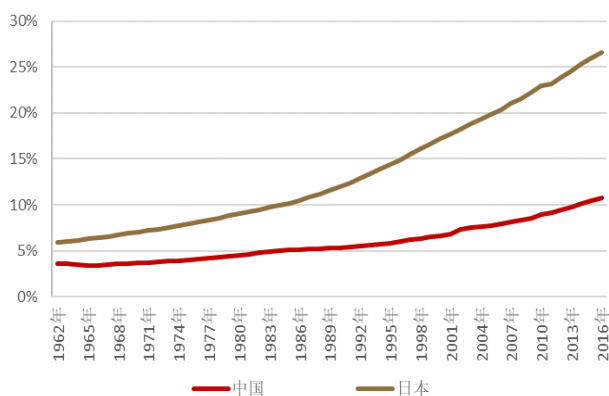
数据来源：北京保险行业学会，西南证券整理

2.2.1 人口老龄化程度深化亟待商业养老保险补充

进入到 21 世纪以来，我国社会人口老龄化趋势愈加明显。在当前的社会人口年龄分布结构中，65 岁以上的人口占比已经达到 10.8%，属于标准的老年型社会。如果参照发达国家社会老龄化趋势，我国目前的老龄化人口占比大致相当于日本 1987 年的水平。而日本在 80 年代中期进入到老龄化社会后，人口结构中的老年人口占比就急剧上升，短短二十年就已经突破 20% 的关口，进入到深度老龄化社会。由此来看，未来我国将无可避免地进入到社会人口老龄化持续加快的进程中。

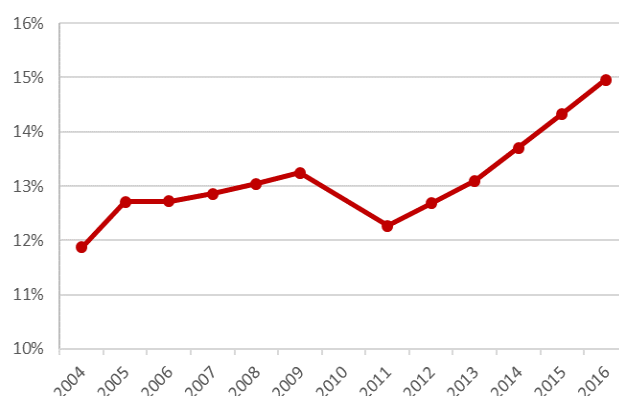
社会人口老龄化的加深带来的主要矛盾是养老保障的供不应求，以我国为例，2015 年的数据显示，社会老年人口的抚养比为 14.33%，较十年期提高了 1.61 个百分点且仍处于持续攀升阶段。预计在 2035 年前后，我国社会人口结构中 65 岁以上的人口占比也将突破 20%，老龄化将成为社会发展进步面临的一项艰巨挑战。

图 11：65 岁以上人口结构占比



数据来源：wind，西南证券整理

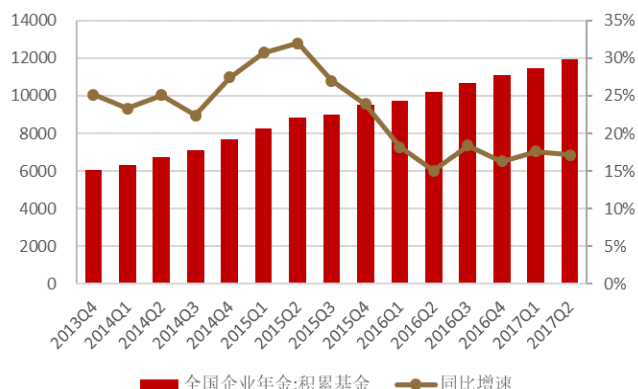
图 12：我国老年人口抚养比持续攀升



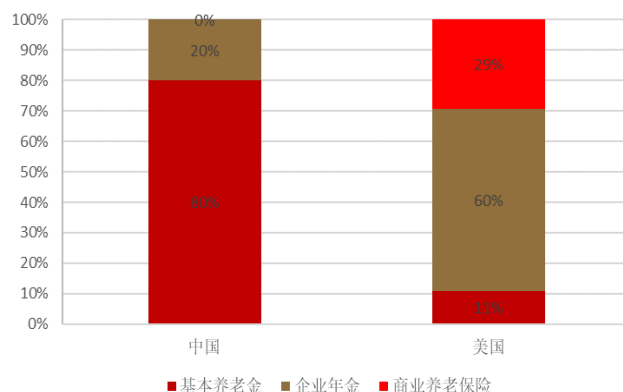
数据来源：wind，西南证券整理

与养老问题相伴而生，养老金缺口的增大使民众养老面临严峻挑战。当前国际上普遍将居民的养老金划分为三大支柱：基本养老金、企业年金以及个人税延养老金。其中，我国第一支柱基本养老金总额约 3.8 万亿元，第二支柱的企业年金部分只有 1.2 万亿元，第三支柱的个人税延养老金尚未建立。其中，占据主导地位的基本养老金长期以来由于投资渠道狭窄和市场化运作程度不高，导致投资收益低下无法满足养老基金稳定收益的长期投资目标。而第二支柱的企业年金部分在经历了前几年的快速增长之后在 2015 年进入到增长瓶颈期，目前主要依靠存量缴存维持增长。

根据发达国家养老资产配置来看，合理的养老金结构都具有企业年金和个人养老金占比高于基本养老金的特征。以美国为例，2016 年美国的三大支柱养老金资产占比分别为 10%、55% 和 35%，市场化结构配置的背后反映出的是各类金融媒介的深度参与和广泛融合。2015 年我国开始着手进行养老金改革，针对前两大支柱先后推出了《基本养老保险基金投资管理办法》和《机关事业单位职业年金管理办法》等一系列改革措施，同时积极推进第三支柱个人养老金体系的建立，力图通过引入商业养老保险来扭转日趋严峻的养老形势。同时，健康险的税收优惠政策落地也预示着接下来的商业养老保险的税延优惠政策已经蓄势待发，保险行业将在政策红利催动下站上腾飞的风口。

图 13：我国企业年金缴费增长情况（单位：亿元）


数据来源：wind，西南证券整理

图 14：中美养老体系差别


数据来源：wind，西南证券整理

2.2.2 社会健康保障需求旺盛，重疾、意外险空间巨大

当前，随着社会风险意识提升，居民对自身及家庭的风险保障重视程度也日渐提高。在保监会统计的社会人口死亡原因中，疾病和意外是导致死亡的最主要原因，合计占比高达 98.2%。而在疾病死亡的原因中，以恶性肿瘤、脑中风后遗症和急性心肌梗塞造成的致死率最高，合计占比达 94.9%。由此表明，疾病尤其是重大疾病是威胁居民生命的重要原因。

图 15：疾病造成的致死率位居首位

死亡原因	男性	女性	合计
疾病	77.4	83.1	79.3
意外	21.1	14.6	18.9
自杀	1.0	1.9	1.3
下落不明	0.1	0.1	0.1
信息缺失	0.1	0.4	0.4

数据来源：保监会，西南证券整理

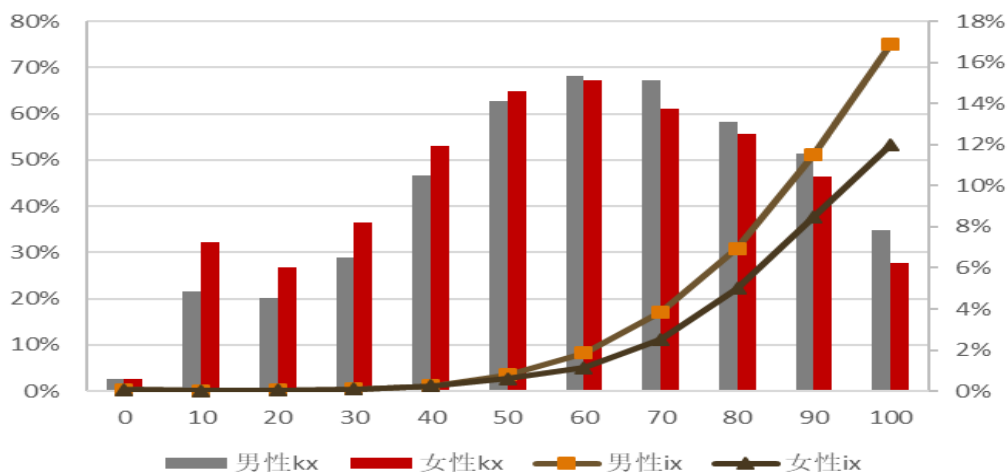
图 16：死亡率居前的几类重大疾病

死亡原因	男性	女性	合计
恶性肿瘤	63.4	65.9	64.3
脑中风后遗症	19.0	19.0	19.0
急性心肌梗塞	12.5	9.9	11.6
终末期肾病	2.0	2.7	2.3
其他	3.1	2.6	2.9
信息缺失	0.0	0.0	0.0

数据来源：保监会，西南证券整理

导致重大疾病发生的因素有很多种，除了生活习惯和居住环境外，年龄是不可忽视的重要因素之一。根据保监会公布的《中国人身保险业重大疾病经验发生率表(2006-2010)》数据来看，以 25 种重大疾病为代表重疾发生率（i 倍）随居民年龄的增大而不断升高，从 40 岁以后开始明显上升，50 岁以后疾病发生率的增长愈来愈快。与发生率相对应的是重大疾病死亡率（k 倍）在中老年期快速升高，尤其是在 50-70 岁该比率高达 60% 以上。由此可以看出，未来随着我国社会人口老龄化加深，重大疾病的整体发生率将随之提高，相应的重疾、意外险种需求还有很大的增长空间。

图 17：25 种重大疾病发生率（i 倍）和死亡率（k 倍）年龄分布

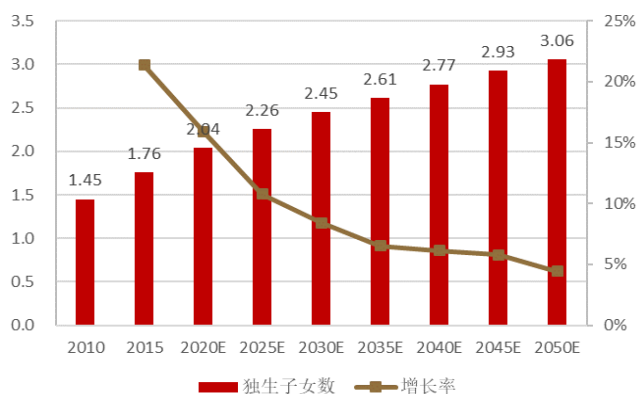


数据来源：wind、西南证券整理

除了老龄化带来的保险市场空间外，独生子女占比提升和放开二胎等人口政策也会拉动保险保障需求进一步提升。其中，独生子女数量是在 70 年代初我国政府开始大力推行计划生育政策以后开始大幅增长的，对于解决人口与资源矛盾起到了显著作用。据《中国人口科学》测算，2010 年我国独生子女总量约为 1.5 亿人，预计 2050 年将达到 3.1 亿人。随着独生子女人数总量的增多，因独生子女死亡所产生的中国失独家庭数量也在激增，在 2010 年达到 84.1 万户，预计到 2020 年突破百万户。在 70 年代之后出生的大量独生子女多数集中在 45 岁以内，相对其他年龄段或非独生子女人群来说保障意愿更为强烈。同时，从投保能力来说，身处该年龄段的人群相对消费能力较强，从而拥有更大的投保能力。

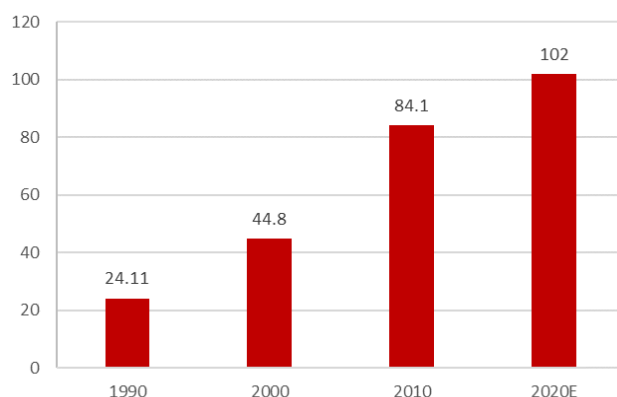
此外，随着 2016 年国家放开全面二孩政策正式实施，未来将有越来越多的家庭选择生育二胎，对于婴幼儿的风险保障和资产投资需求也必将随之增长。届时，保险产品当中以婴幼儿为主要保障对象的意外险、年金险等产品也将获得更大的发展空间。

图 18：中国独生子女人数总量变化情况（亿人）



数据来源：中国人口科学，西南证券整理

图 19：中国失独家庭数量变化（万户）



数据来源：中国人口科学，西南证券整理

2.2.3 政策红利持续释放助推保险行业加快发展

从行业发展的政策环境来看，我国在推进保险行业快速发展的政策制定上不遗余力。在过去三年当中先后推进完成了人身险中传统寿险、分红险、万能险三大险种的市场化费率改革和商业车险费率改革，使人身险保费增速空间得到释放，财产险费率拟定更加科学。在促进保险产品回归保障主业的思路指引下，监管层在 2016 年又出台了健康险税收优惠政策，并在 2017 年 7 月 1 日由试点地区向全国铺开。

在 6 月 21 日国务院常务会议上，又确定了加快发展商业养老保险的措施，决定从三个层面加快发展商业养老保险的措施：一是支持商业保险机构为个人和家庭提供差异化养老保障，发展老年人意外伤害、长期护理等养老保险，建立医养结合等养老服务保障体系。二是确保商业养老保险资金安全可靠运营。鼓励商业养老保险资金兴办养老机构。三是落实国家支持保险和养老服务业发展的相关财税政策，加快个人税收递延型商业养老保险试点，支持商业养老保险机构参与基本养老保险基金管理。商业养老保险制度的建设完善，尤其是税收递延养老保险的推广实施，有望在未来 5 年给保险行业带来千亿级别的保费增量，给保险机构的产品结构和盈利方式带来一定改变。

表 1：保监会近期出台的部分行业监管政策

发布时间	发布政策	政策内容
2013.8.2	《中国保监会关于普通型人身保险费率政策改革有关事项的通知》	预定利率取消 2.5% 上限
2015.2.13	《中国保监会关于万能型人身保险费率政策改革有关事项的通知》	放开万能型人身险 2.5% 的最低保证利率
2015.9.28	《中国保监会关于推进分红型人身保险费率政策改革有关事项的通知》	预定利率由保险公司按照审慎原则自行决定
2016.7.6	《中国保监会关于商业车险条款费率管理制度改革试点全国推广有关问题的通知》	赋予保险公司自主定价权,实现商业车险费率水平与风险匹配
2016.1.5	《中国保监会办公厅关于开展个人税收优惠型健康保险业务有关事项的通知》	购买商业健康保险可以抵扣个税,每月最高 200 元,每年最高抵扣 2400 元
2017.7.4	《国务院办公厅关于加快发展商业养老保险的若干意见》	支持符合条件的商业保险机构积极参与个人税收递延型商业养老保险试点。

数据来源：保监会、西南证券整理

2.3 监管强化力促回归保障，行业回归强者恒强格局

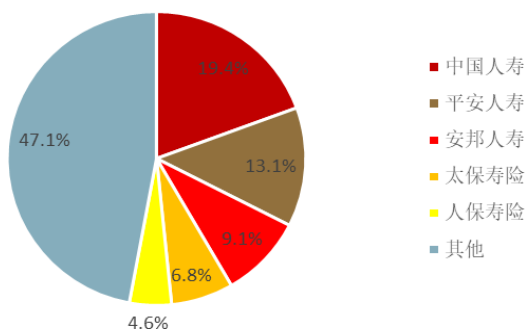
过去一年是金融行业去杠杆政策持续深化的一年，保险监管层对于行业监管力度加强，在产品端、投资端和公司治理方面都出台了一系列政策法规规范保险公司的经营活动。产品端，自 2016 年 3 月份出台了对中短存续期产品的限制措施之后，在 2017 年 5 月份又出台了规范两全、年金保险等快速返还型产品设计行为。投资端，通过推行新的第二代偿付能力监管体系对保险企业的投资风险进行引导控制，对部分中小险企的激进举牌和跨界并购行为强化监管，引导险资支持实体经济建设。在一系列监管法规的约束引导下，保险行业的经营重点逐渐回归保障主业，行业风险因素明显下降。

表 2：保监会近期出台的部分行业监管政策

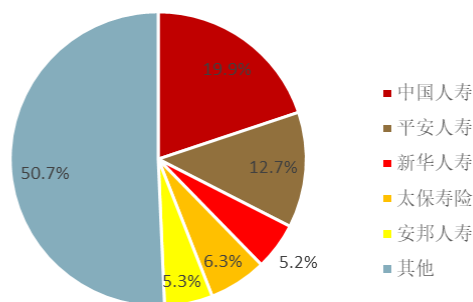
发布时间	发布政策	政策内容
2016.06.01	《关于清理规范保险资产管理公司通道类业务有关事项的通知》	开展保险资产管理公司银行存款通道等业务清理规范工作
2016.08.30	《保险公司股权管理办法（修订版）》	拟抬高险企股东准入门槛，设 1 至 3 年股权禁售期，对控制类股东提出资产负债率和财务杠杆率不得显著高于行业平均水平的要求。
2016.09.06	中国保监会关于强化人身保险产品监管工作的通知	建立人身保险产品退出机制、问责机制、回溯机制、信息披露机制，加强人身险新型产品销售管理，对万能险建立单独核算制度，单独管理万能账户。
2016.09.06	中国保监会关于进一步完善人身保险精算制度有关事项的通知	提升保险产品的风险保障水平，万能保险责任准备金的评估利率上限调整为年复利 3%，保单贷款比例不得高于保单现金价值或账户价值的 80%，限制中短存续期产品规模，给予保险公司 5 年过渡期限。
2016.12.31	保险公司股权管理办法征求意见稿	将保险公司股东分为财务类(<10%)、战略类(≥10%且<20%)、控制类(≥20%)三种类型,分别设立严格的约束标准
2017.05.11	关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知	两全保险产品、年金保险产品，首次生存保险金给付应在保单生效满 5 年之后，且每年给付或部分领取比例不得超过已交保险费的 20%。保险公司不得以附加险形式设计万能型保险产品或投资连结型保险产品。

数据来源：保监会、西南证券整理

在行业强监管政策引导下，前期依靠理财型万能险抢占市场的部分中小险企面临的现金流压力开始显现，险种结构面临调整压力，业务扩张步伐受到限制。而大型上市险企由于自身经营风格较为保守，注重资产负债久期管理，因而在行业风格回归保障的趋势下，可以凭借自身多年的渠道品牌优势和在产品费率拟定方面所积累的大数据经验在市场竞争中处于优势地位。统计数据显示，2017 年以来行业市场集中度逐步抬升，大型保险公司在市场份额中的占比提升较快。前八个月保险行业公司 CR5 相较于 2016 年底提升 4.53 个百分点至 53.85%，这表明行业竞争正逐渐向着强者恒强的格局迈进。

图 20：2017 年 8 月份保险市场 CR5 集中度情况


数据来源：保监会、西南证券整理

图 21：2016 年保险市场 CR5 集中度情况


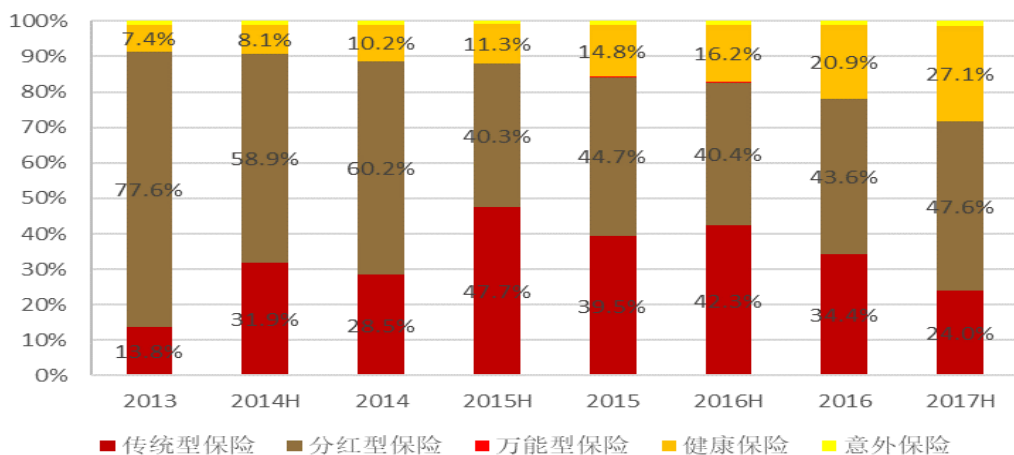
数据来源：保监会、西南证券整理

3 公司分析：转型推动价值提升，投资风格趋于稳健

3.1 坚定转型健康险种，主打年金健康险种

从险种特点来看，一般理财型保险产品具有重投资轻保障的属性，对于消费者来说更加注重其预期投资收益如何，而忽视其风险保障功能；而对于保险公司来说，要想提高理财险的市场吸引力只有提高预定收益，牺牲自身利差收益才便于销售，因此一般是作为冲规模、抢市场时才会主推的险种，且在市场行情平淡时对险企的利润贡献较低。而保障型产品由于主要满足的是客户的风险保障需求，对投资利率的敏感程度较低，因此对于保险公司来说更容易凭借较低的利率成本来获取长期稳定的资金流，帮助其提升利差收益空间，因此是保险公司追求业绩长期稳健增长的险种。

图 22：新华保险各险种保费贡献比例变化趋势情况



数据来源：wind、西南证券整理

新华保险自 2014 年启动战略转型以来，一直是市场当中最坚定推进大健康险种的代表企业。在险种布局方面，公司重视风险保障，大力发展利润率较高的保障型险种，主推的年金保险和健康险产品多是长期期缴类保险产品。其中，健康险的保费收入在 2017 年上半年贡献保费已经达到 166.02 亿元，在总保费中的占比达到 27.11%，较 2016 年末提升超过 10 个百分点。公司在 2016 年推出“惠福宝”、“惠鑫宝”两款年金产品，配合传统热销的分红型年金保险“福享一生”，合计取得了 337.5 亿元的保费收入，占全部保费收入的比重达到 30%。

在 2017 年 10 月份保监会发布的 134 号文正式生效后，公司根据监管政策对现有产品内容进行了调整升级。目前热销的主要产品包括惠添利两全保险、长期健康无忧 C1 款、华实人生终身年金保险等险种，均是符合监管要求且具有较高业务利润率的产品。预计这几类产品也将作为 2018 年开门红阶段的主要推介险种进行销售，对于提升公司整体边际利润和新业务价值率具有较强的拉动作用。

表 3：新华保险 2017 年主要热销产品简介

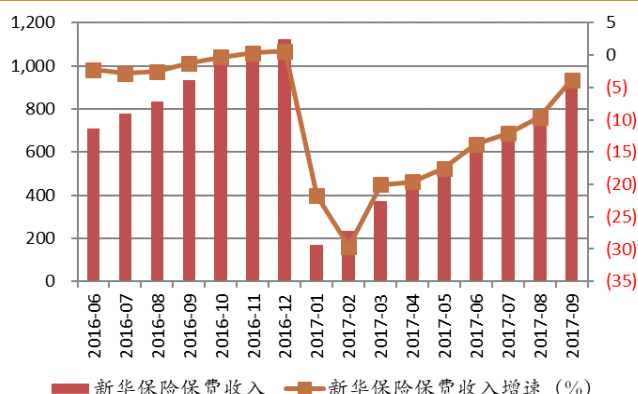
产品名称	案例演示				产品概述												
惠添利两全保险	<table><tr><th>交费期间</th><th>保险期间</th><th>年交保费</th><th>基本保额</th></tr><tr><td>5年</td><td>20年</td><td>50万元</td><td>2888500元</td></tr></table>				交费期间	保险期间	年交保费	基本保额	5年	20年	50万元	2888500元	<div><div>第5年末起，一次性给付关爱金，此后每年给付生存金</div><div>最高10倍基本保额的航空意外、5倍基本保额的公共交通意外以及1.6倍所交保费的一般身故或全残</div></div>				
交费期间	保险期间	年交保费	基本保额														
5年	20年	50万元	2888500元														
华实人生终身年金保险	<table><tr><th>交费期间</th><th>保险期间</th><th>基本保额</th><th>年交保费</th></tr><tr><td>5年</td><td>终身</td><td>10万元</td><td>212200元</td></tr></table>				交费期间	保险期间	基本保额	年交保费	5年	终身	10万元	212200元	<div><p>利益稳健 满5年一次性给付100%基本保额，满6年起每年给付30%基本保额。</p><p>呵护终身 中短期交费即可获得终身持续稳定的现金流，从容规划人生。</p><p>保障周全 身故保障不低于所交保费，有效保全资产、传承财富。</p><p>人性关爱 涵盖投保人意外身故或意外全残豁免保费双重保障，让爱传递。</p></div>				
交费期间	保险期间	基本保额	年交保费														
5年	终身	10万元	212200元														
健康无忧 C1 款重大疾病保险	<table><tr><th>交费期间</th><th>保险期间</th><th>基本保额</th><th>年交保费</th></tr><tr><td>20年</td><td>终身</td><td>30万</td><td>8000</td></tr></table>				交费期间	保险期间	基本保额	年交保费	20年	终身	30万	8000	<table><tr><td>重大疾病保险金</td><td>85种，等待期内，1.1倍已交保费；因意外或等待期后，赔保额</td></tr><tr><td>轻症疾病保险金</td><td>35种，等待期内，不赔；因意外或等待期后，赔20%保额，不同病种可赔3次</td></tr></table>	重大疾病保险金	85种，等待期内，1.1倍已交保费；因意外或等待期后，赔保额	轻症疾病保险金	35种，等待期内，不赔；因意外或等待期后，赔20%保额，不同病种可赔3次
交费期间	保险期间	基本保额	年交保费														
20年	终身	30万	8000														
重大疾病保险金	85种，等待期内，1.1倍已交保费；因意外或等待期后，赔保额																
轻症疾病保险金	35种，等待期内，不赔；因意外或等待期后，赔20%保额，不同病种可赔3次																

数据来源：公司网站、西南证券整理

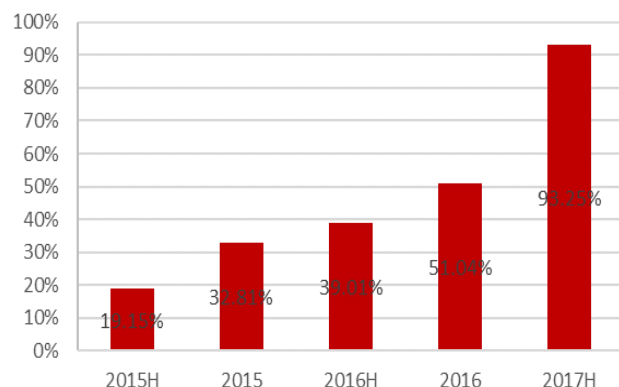
3.2 聚焦期交业务，提升产品业务价值

一般来说，决定保险公司未来能否从保单收入中获得长期稳定收益的根本动力在于保单收入中所含的新业务价值。新业务价值率越高的保单，保险公司能从该保单中获得的预期收益越大。而期交保单产品由于在漫长的保险期间内能够提供持续稳定的现金流入，而且从准备金的角度降低了保险公司的资本金占用，因此具有更高的新业务价值率。有鉴于此，新华保险在 2014 年提出了战略转型计划后，主动收缩趸交保险业务规模，重点发展长期期交保险业务来提升产品新业务价值。

数据显示，过去两年来新华保险的保费增速相比同业下滑较快，但公司保单的新业务价值率却从 15.0% 提升至 40%。公司 2017 年前三季度实现期交业务保费 254.76 亿元，同比增长 33.7%，大幅超越公司整体保费增速。首年期交保单在保费新单中的占比提升至 93.6%，较 2016 年同期提升 47 个百分点，其中十年期以上的期交保单收入同比增长 47.98% 至 165.37 亿元。由期交业务引领增长，续期业务拉动发展的转型成果已经初现端倪。保单期限结构的优化拉动了公司 2017 年上半年新业务价值同比增长 28.8%，达到 71.53 亿元。虽然公司保费增速下滑，但在转型战略指引下的保险产品业务价值却在持续提升，而这才是决定保险公司未来能否长期获得稳定收益的根本动力。我们认为 2017 年随着公司产品结构转型完成，业务结构中的新业务价值将持续提升，利好公司未来经营稳健及业务良性增长。

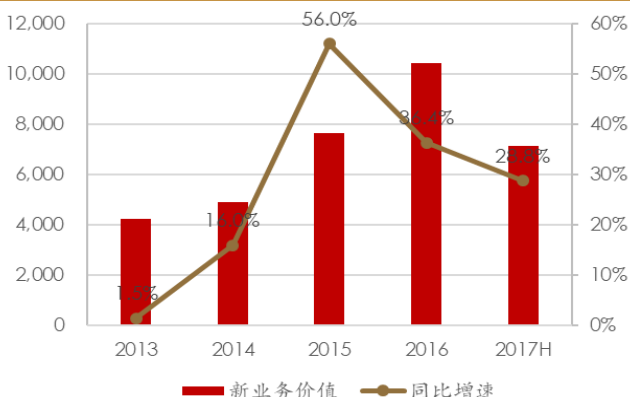
图 23：新华保险月度保费收入及增速（单位：亿元）


数据来源：wind，西南证券整理

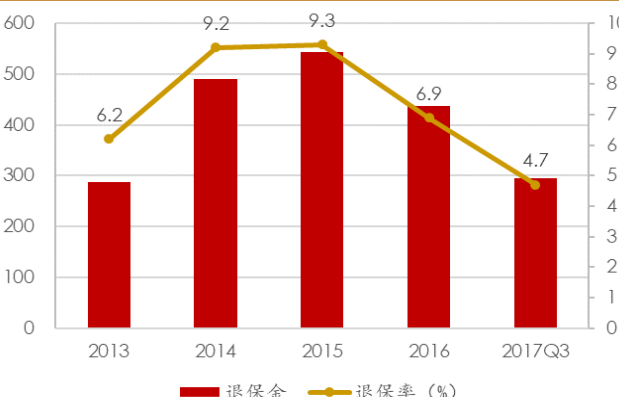
图 24：新华保险首年保费中的期交保单占比提升


数据来源：公司公告，西南证券整理

此外，由于新华保险过去高速发展银保渠道的理财型万能险业务，致使公司 2014 年、2015 年保险产品退保率居高不下。进入到 2016 年后，随着前期银代分红险保单满三、五年高峰期已渡过，且公司从战略层面主动压缩中短存续期产品销售规模，2016 年起公司退保压力逐步缓解。2017 年前三季度新华保险退保金额 294.66 亿元，同比下降 9.67%，拉低退保率 0.6 个百分点至 4.7%，公司存量保单质量进一步提升。

图 25：新华保险新业务价值增长情况（单位：百万元）


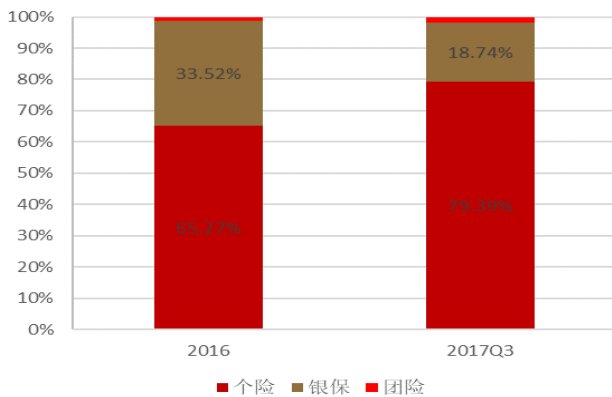
数据来源：wind，西南证券整理

图 26：新华保险 2012-2017Q3 年退保率变化情况（单位：亿元）


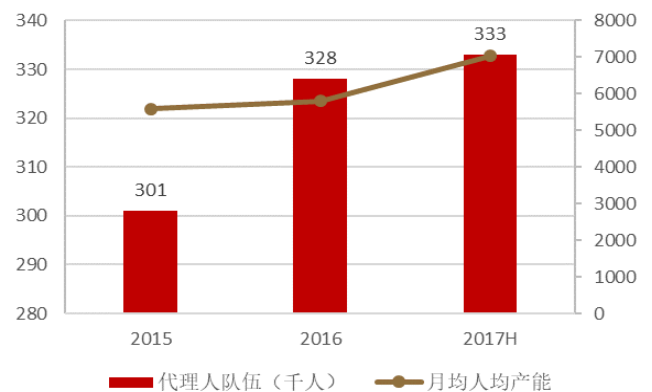
数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 个险新单增长强劲，代理人产能提升

由于银保渠道的中介费用较高，且服务模式相对简单，因此比较适合推销短期趸交的理财型保险产品。渠道保费规模扩张迅速但盈利能力较弱，并不符合当下保险公司提升保单新业务价值率的发展趋势。新华保险在战略转型过程中，主动收缩银保渠道的趸交保险业务，大力发展个险渠道。至 2017 年三季度末，公司个险渠道保费收入同比增长 24.3%，达到 713.28 亿元，占总保费收入的比重已经攀升至达到 79.39%，较 2016 年底提高 14 个百分点。更加可喜的是，公司个险营销队伍建设成效初显，自 2016 年提出聚焦“高举绩率”和“高产能”队伍建设以来，公司 2017 年前三季度的个险渠道月均人均综合产能已经达到 7032 元，同比增长 2.8%。个险渠道代理人产能的持续提升为公司新业务价值的持续增长提供了人力保障。

图 27：新华保险各渠道保费收入贡献占比


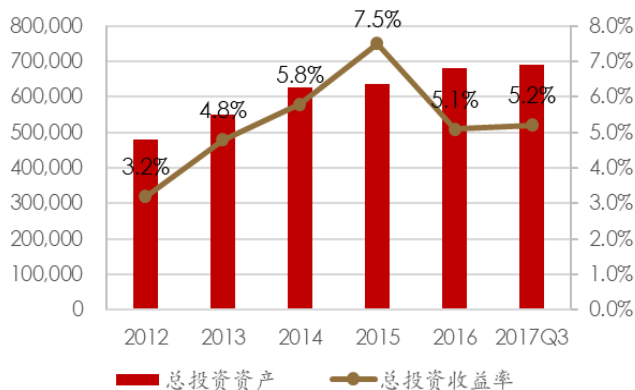
数据来源：wind，西南证券整理

图 28：新华保险代理人数量及产能双双提升（单位：元）


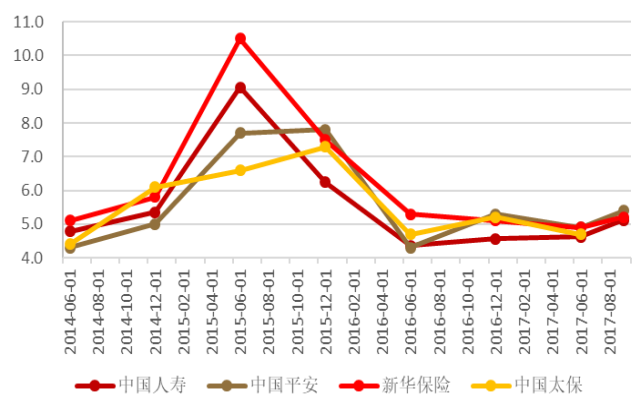
数据来源：公司公告，西南证券整理

3.4 增配非标资产，提高收益稳定性

新华人寿通过子公司新华资产管理公司经营资产管理业务，公司最近五年投资资产总量保持稳健增长趋势，在 2017 年三季度达到 6922.53 亿元，同比增长 1.5%。公司在投资策略上主要是根据市场行情变化灵活调整配置方向，近年来逐渐减少了定期存款的持有量，增配了信托计划、债权计划、理财产品等非标资产；减配了基金、股票等传统权益资产。调整之后的资产配置风格更加稳健保守，减少了市场波动对公司业绩的影响程度。公司 2017 年三季度受市场行情回暖影响，总投资收益同比增加 7.56% 至 267.75 亿元，拉动年化总投资收益率达到 5.2%，较年中提升 0.3 个百分点，在四家上市险企当中位列第二。

图 29：新华保险近年投资资产增长情况（单位：百万元）


数据来源：wind，西南证券整理

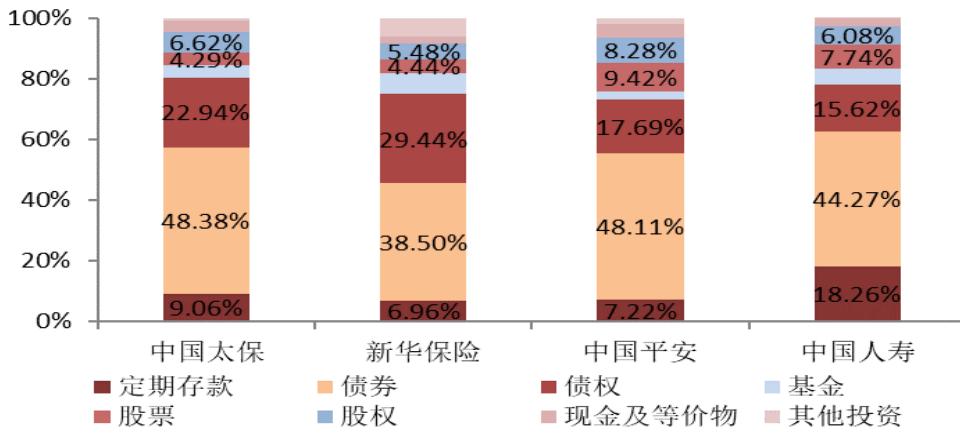
图 30：四家上市险企总投资收益率对比（单位：%）


数据来源：公司公告，西南证券整理

根据上市险企 2017 年中报数据显示，新华保险在上市险企中的非标债权资产配置最高，占总投资资产的比例为 29.44%；债券投资的占比最低，占总投资资产的比例为 38.50%；定期存款占比最低，占总投资资产比例不足 7%。通过对比其他三家上市险企的资产配置结构，可以看出新华人寿的资产配置较为保守，资产的投资收益率相较于其他险企来说受市场行情影响较小。在当前市场利率曲线上升阶段，公司此前在投资端面临的资产荒现象得到缓解，到期资产再配置收益提高，对公司未来的投资收益增长产生积极影响。预计在收益率维持相

对稳定的前提下，公司未来的投资收益还将继续延续 10% 左右的正向增长速度，为整体业绩增长提供稳定支持。

图 31：2017 年上半年四家上市保险公司资产配置占比结构

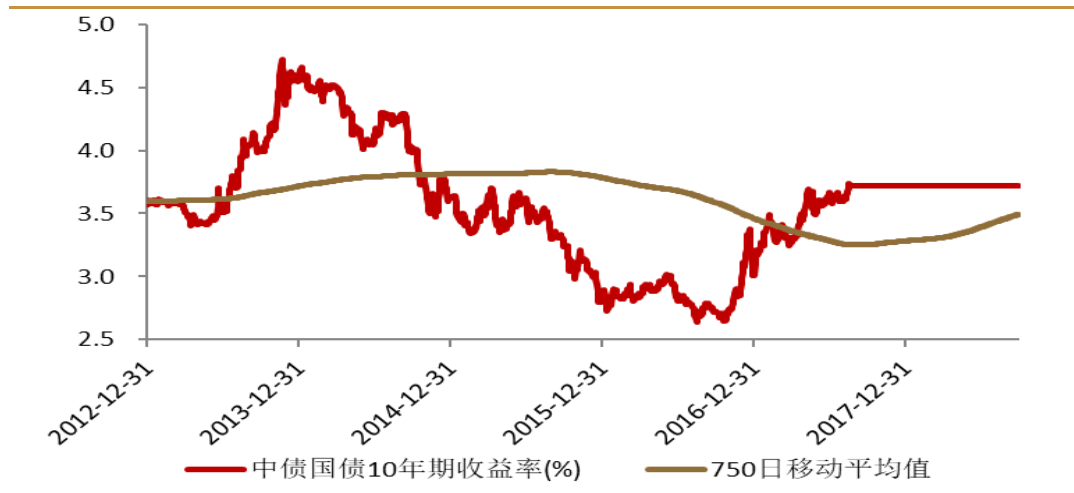


数据来源：公司公告、西南证券整理

3.5 利率曲线触底反弹，准备金计提减弱

利率上行带来的准备金计提压力下降也是保险企业在下半年面临的积极因素。折现率越高，保险公司对保险合同负债所需要的准备金会减少。反之，折现率越低，保险公司的准备金计提需要更多才能满足对保险合同的负债需要，而准备金计提的越多，对保险公司的会计报表利润侵蚀就越大。根据 2009 年保险公司制定执行的新会计准则，险企传统险准备金折现率=750 天移动平均的 10 年期国债到期收益率+ (<120bps 的溢价)。在 2017 年保监会下发的《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，新规对保险合同负债评估所使用的折现率曲线组成部分，基础利率曲线和综合溢价，分别作出了优化和调整，将基础利率由 750 日移动平均国债收益率曲线，变更为按不同时间期限划定的三段曲线：750 日移动平均国债收益率曲线(20 年以内)、终极过渡曲线(20 年至 40 年)和终极利率(40 年以上)。综合溢价的确定可以考虑税收、流动性效应和逆周期等因素，溢价幅度最高不得超过 120 个基点。三段式折现率曲线的划分将在一定程度上提高折现率，减少准备金提取，释放利润空间。

在近年利率下行过程中，由于对险企净利润的影响体现滞后，传统险准备金折算率在 2016 年出现较大降幅，进而提升各家险企的传统险准备金计提数额，对险企财务报表中的税前利润产生负面影响。根据 2016 年上市险企年报数据显示，若其他变量不变，折现率假设比当前假设减少 50BP，将对险企财务报表中的税前利润产生超过 250% 的负面影响，对险企的内含价值构成约 8% 的负面影响。自 2016 年 10 月份以来，10 年期国债利率迎来向上拐点，如果按照当前 3.89% 的收益水平不变进行推算，预计准备金折现率将在三季度迎来向上拐点，险企年底和 2018 年的准备金计提数额将有所下降，利好险企释放利润。

图 32：10 年期国债到期收益率的 750 日移动平均值触底回升


数据来源：公司公告、西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 主营业务盈利预测

关于未来公司成长，考虑到养老健康保险市场政策红利不断释放，公司转型效果开始逐步显现，我们对 2017-2019 年公司主营业务预测如下：

（1）参照公司前 9 月份保费变化情况，预计 2017-2019 年公司保费增长幅度分别为 -1.5%、17%、17%。其中，传统型保险保费增速在战略转型过程中，受趸交保费规模萎缩影响连续两年负增长，预计从 2018 年开始在续期保费拉动下重新恢复正增长，保费增速分别达到 15%、10%；分红型保险产品保费增长幅度为 1.5%、1.5%、1.5%；健康保险产品保费增长幅度为 43.5%、42%、38%；意外保险产品保费增长幅度为 6%、10%、10%。

（2）投资收益率逐步回稳。公司权益资产占比相对较小，固定收益类中的非标资产配置比例较高。在现有配置结构保持不变的情况下，公司 2017 年整体投资收益率有望小幅攀升，预计全年投资收益增幅在 5% 左右。2018-2019 年在利率市场维持相对稳定的背景下，预计随着投资资产不断增长，投资收益将保持 10% 左右的增幅。

表 4：新华保险分业务营收贡献（单位：百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
传统型保险	31331	44215	38677	25914	29801	32781
yoy	118.32%	41.12%	-12.53%	-33.00%	15.00%	10.00%
分红型保险	66128	49988	49033	49768	50515	51273
yoy	-17.73%	-24.41%	-1.91%	1.50%	1.50%	1.50%
万能型保险	39	39	39	39	39	39
yoy	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
健康保险	11175	16517	23509	33735	47904	66108
yoy	46.40%	47.80%	42.33%	43.50%	42.00%	38.00%

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
意外保险	1195	1100	1302	1380	1518	1670
yoy	-3.63%	-7.95%	18.36%	6.00%	10.00%	10.00%
保费合计	109868	111859	112560	110837	129777	151870
yoy	6.01%	1.81%	0.63%	-1.53%	17.09%	17.02%
投资净收益	33022	46223	34011	35712	39283	43211
yoy	26.58%	39.98%	-26.42%	5.00%	10.00%	10.00%

数据来源：公司公告、西南证券

预计公司 2017-2019 年收入复合增速为 10%，归母净利润复合增速为 24%。

4.2 绝对估值

目前，采用精算评估价值法是对保险公司进行估值的主流方法。保险公司的评估价值等于调整净资产价值，有效业务价值和未来新业务价值三者之和。其中，调整净资产价值是指扣除用于支持有效业务的资产之外的归属于股东的净资产，这部分可以基于市场价值进行调整。而有效业务价值是公司的有效保单在未来创造的利润的净现值，随精算假设变更而变化。这两者构成了保险公司的内含价值，是衡量公司的静态价值。而未来新业务价值代表的是未来销售保单的期望利润的净现值，通常使用一年期新业务乘以新业务价值倍数获得。

因此，对于公司的每股内含价值，我们主要根据公司主营业务盈利预测及分拆各项业务营业收入做进一步假设如下：

- (1) 经调整的净资产保持 5%的复合增长率；
- (2) 有效业务价值保持 40%的复合增长率；
- (3) 一年新业务价值保持 35%的复合增长率

表 5：新华保险内含价值增长预测情况（单位：百万元）

	2016A	2017E	2018E	2019E
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（元）	41.49	48.96	58.97	72.51

数据来源：公司公告、西南证券

从绝对估值看，公司每股内含价值为 48.96 元。

4.3 相对估值

由新华保险的历史估值数据分析，公司过去三年的 PEV 倍数区间为 0.77 倍至 2.2 倍，区间中值为 1.33 倍。虽然当前资本市场情绪回暖，保险板块整体估值抬升，但公司目前股

价对应的 PEV 倍数仅为 1.2 倍，相对于身处行业龙头地位的中国平安 1.5 倍 PEV 估值来说具有较大的提升空间。

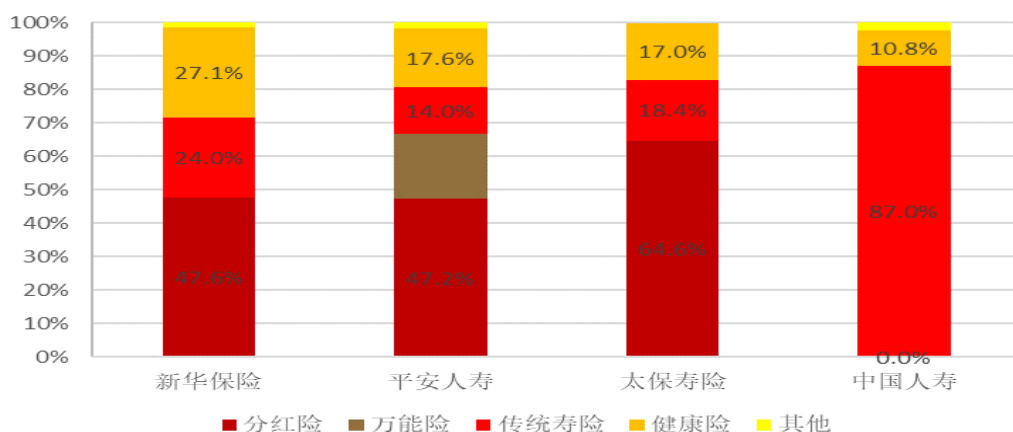
未来随着养老健康险政策红利持续释放，健康类保险产品的增长空间将得到进一步释放。新华保险作为目前行业中健康险保费占比最高的纯寿险标的，将直接受到利好政策的催化进入到快速增长阶段。除此之外，考虑到公司是目前四家上市险企当中市值最小，弹性最大的纯寿险标的，其过往估值区间上限都高于其他三家险企。因此，我们认为公司未来合理的 PEV 倍数应能达到 1.6 倍，对应股价为 78.34 元，上调评级至“买入”评级。

表 6：四家上市险企 PEV 估值倍数区间

	总市值 (亿元)	2017	2016		2015		2014	
		当前值	最大值	最小值	最大值	最小值	最大值	最小值
中国平安	11411	1.54	1.07	0.84	1.63	0.9	1.35	0.73
中国人寿	8474	1.21	1.21	0.82	2.12	1.07	1.96	0.89
中国太保	3550	1.31	1.14	0.95	1.68	0.87	1.69	0.97
新华保险	1711	1.20	1.37	0.93	2.2	0.92	1.83	0.77

数据来源：西南证券整理

图 33：四家上市保险公司险种结构对比



数据来源：公司公告、西南证券整理

5 风险提示

- (1) 公司转型进度或慢于预期，导致保费收入增长或低于预期。
- (2) 资本市场下行或使公司投资业绩或低于预期。
- (3) 商业养老保险税收优惠政策落地不及预期或使公司估值承压。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	146173.00	146727.90	168855.40	194554.47	货币资金	14132.00	18371.60	18757.53	20798.35
已赚保费	111547.00	109873.80	128552.34	150406.24	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	35711.55	39282.71	43210.98	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	39399.30	43339.23	47673.15	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	39311.91	45208.70	51990.00	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	24773.15	29727.78	35673.34	买入返售金融资产净值	2322.00	3250.80	4551.12	6371.57
加：摊回保险责任准备金	-1296.00	100.00	-191.75	-266.19	可供出售金融资产净值	283308.00	325804.20	374674.83	430876.05
减：营业税金及附加	168.00	161.40	185.74	214.01	持有至到期投资净值	195126.00	214638.60	227516.92	241167.93
减：手续费及佣金支出	13530.00	16912.50	20295.00	23339.25	投资性房地产净值	3395.00	4413.50	5296.20	5825.82
减：业务管理费用	13322.00	13939.15	16041.26	18482.67	长期股权投资净值	4575.00	246.33	240.44	212.59
加：摊回分保费用	241.00	222.00	228.33	226.22	存出资本保证金	816.00	816.00	816.00	816.00
减：其他业务成本	2693.00	3500.90	4201.08	4621.19	固定资产净值	7849.00	9261.82	10928.95	12896.16
减：资产减值损失	1342.00	2053.80	1171.60	1455.47	在建工程净值	0.00	200.00	240.00	248.00
营业利润	6465.00	7815.12	9751.70	12336.24	无形资产净值	1792.00	1881.60	1975.68	2074.46
加：营业外收入	127.00	247.00	291.80	348.96	商誉净值	0.00	0.00	0.00	0.00
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	7945.72	9935.77	12576.78	定期存款	79845.00	63876.00	69199.00	67424.67
减：所得税	1539.00	2383.72	2583.30	3144.20	其他资产	643.00	620.00	655.67	641.67
净利润	4943.00	5562.00	7352.47	9432.59	资产差额	55101.00	57856.05	49703.21	54260.25
减：少数股东损益	1.00	0.92	1.25	1.64	资产总计	699181.00	753444.10	820451.48	903170.50
归属母公司净利润	4942.00	5561.08	7351.22	9430.95	卖出回购金融资产款	39246.00	62793.60	65305.34	67917.56
总股本	3120.00	3120.00	3120.00	3120.00	预收保费	3042.00	3194.10	3449.63	3725.60
EPS(当前股本)	1.58	1.78	2.36	3.02	应付手续费及佣金	1713.00	3083.40	3700.08	4440.10
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	应付分保账款	215.00	462.00	462.00	462.00
PE	40.13	35.66	26.98	21.03	应付职工薪酬	2078.00	4554.43	5358.51	6304.56
PB	3.35	3.07	2.72	2.34	应交税费	1550.00	1555.88	1790.52	2063.03
PS	1.36	1.35	1.17	1.02	应付赔付款	2950.00	3333.50	3766.86	4256.55
财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E	保户储金及投资款	29820.00	31609.20	37298.86	42893.68
销售收入增长率	-7.75%	0.38%	15.08%	15.22%	未到期责任准备金	1164.00	1198.92	1366.77	1558.12
营业利润增长率	-42.68%	20.88%	24.78%	26.50%	未决赔款准备金	640.00	768.00	814.08	862.92
净利润增长率	-42.54%	12.52%	32.19%	28.29%	寿险责任准备金	502493.00	509025.41	549747.44	600873.95
EBITDA 增长率	-23.14%	-5.44%	12.38%	12.95%	长期健康险责任准备金	38931.00	46717.20	55359.88	63663.86
毛利率	82.16%	83.12%	82.39%	81.66%	应付债券	14000.00	15000.00	15000.00	15000.00
三费率	66.23%	63.14%	61.94%	60.73%	独立账户负债	251.00	245.00	260.33	252.11
净利率	3.38%	3.79%	4.35%	4.85%	递延所得税负债	54.00	54.00	54.00	54.00
ROE	8.36%	8.61%	10.08%	11.13%	其他负债	411.00	472.65	543.55	625.08
ROA	0.71%	0.74%	0.90%	1.04%	负债总额	640056.00	688868.29	747524.85	818425.13
总资产周转率	0.22	0.20	0.21	0.23	资本公积	23919.00	23919.00	23919.00	23919.00
固定资产周转率	19.92	17.15	16.73	16.33	盈余公积金	3403.00	3913.45	4500.47	5175.54
资产负债率	91.54%	91.43%	91.11%	90.62%	未分配利润	24352.00	29701.99	36877.53	47344.49
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	1.78	2.36	3.02	归属母公司股东权益合计	59118.00	64567.89	72917.46	84734.56
每股净资产	18.95	20.70	23.37	27.16	少数股东权益	7.00	7.92	9.17	10.81

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
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@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