

2017年12月4日

廖晨凯

C0069@capital.com.tw

目标价(元) (RMB/ HK\$)

80.0/80.0

公司基本资讯

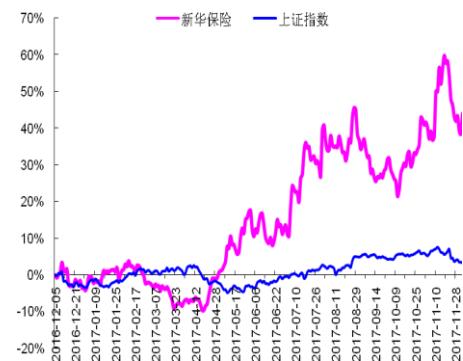
产业别	非银金融		
A 股价(2017/12/4)	64.67		
上证指数(2017/12/4)	3309.62		
股价 12 个月高/低	73.05/40.04		
总发行股数(百万)	3119.55		
A 股数(百万)	2085.44		
A 市值(亿元)	1348.65		
主要股东	香港中央结算 (代理人)有限公司(33.14%)		
每股净值(元)	20.39		
股价/账面净值	3.17		
一个月	三个月	一年	
股价涨跌(%)	2.7	7.2	44.0

产品组合

寿险	76.52%
其他	23.48%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	6.9%
一般法人	75.1%

股价相对大盘走势

新华保险(601336.SH/1336.HK)

Buy 买入

转型落地，开启新征程
结论与建议：

新华保险近日于厦门召开开放日，对公司目前转型成果和未来发展方向进行交流，过去两年，新华处于转型期：加大期交、减少趸交，加大个险、收缩银保，保险结构进一步优化。我们认为新华保险在过去两年中的转型过程为未来更好发展奠定了良好基础，目前估值较低（目前股价对应18年PEV仅为1.1倍），安全边际高，转型成果确定，受益于利率上升、递延商业养老保险即将试点，居民收入提升背景下保险产品刚性化，134号文背景下保费市场集中度有望进一步提升等因素，给予“买入”的投资建议。以下为会议摘要：

- **134号文引导保险回归保险本源，新华顺势而为：**34号文对2018年影响较大，其中年金型产品影响最大，原来的模式是快速返还，如一年内以生存金方式返还20%，134号文规定5年后才可以返还。2018年受影响的主要中小公司，依靠中短存续期的公司。新华方面已经做了评估，新的监管政策，与其他相比公司影响应该是小的，目前为止都已经消化，而且从健康险方面（新华有三成为健康险），134号文，对于健康险没有任何影响，公司把健康险发展作为核心驱动，如健康无忧和多倍保都是重疾险，2015-2018年保费(含预估)分别为19亿、60亿、100亿、150亿，健康险的发展力度很大。另外，公司目前基本确定了加大附加险推动主险策略，住院和门诊都是附加险，2018年主险开发并不多，但是附加险会很多。新华保险目前产品附加率很低，仅0.2%，是短板也是潜力市场，新华2700万客户，如果10%的有附加险，空间很大。附加意外、终身寿险、医疗保险，保费便宜、保障高的产品会受到大家喜爱。
- **2018年人力规模有望扩充36%，品质为核心：**新华保险从2016年开始转型，个险逐渐完善，公司的业务不是基于人力的快速增长，拒绝搞人海战术，而是提高队伍的KPI指标，2017年资料，到9月末，举绩率50%，市场靠前，人均产能7000+，活动人均产能14000。公司明年人力目标：在高KPI的基础上，快速提高人力规模，预计明年月均39w，举绩人力增长22%，规模人力增长36%，达到45万人。以三高为抓手（高举绩率、高产能、高留存率），同时加大个人财务投入，在个险投入上更准确，加大培训力度，并提高新人留存度。
- **投资端依旧保持稳健：**十九大之后，市场对明年甚至中长期，对股权市场看好逐渐增加，新华投资方面总体没有大的变化，从资产结构来看，新华历史上一直非常稳健。股权投资的基本思路没有变。新华一直也是致力于打造自己的核心实力，同时在配置上综合考量。
- **价值有望继续保持较快增长：**新业务价值在过去两年转型的背景下，依旧保持两位数以上增长，公司预计未来新业务价值还是会保持两位数的增长。有效业务方面，表现稳定，今年还是两位数增长，在公司采取保守贴现率的背景下，公司为未来内含价值增长乐观。另外，剩余边际方面，2011-2016年CAGR为20%。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司2017、2018年盈利分别为56亿、76亿，YOY分别增13.13%、35.85%，目前A股股价对应17、18年PEV分别为1.29X、1.12X，H股对应0.87X、0.76X，估值相对较低（尤其是H股），均给予买入的投资建议。

接续下页

年度截止 12 月 31 日		2014	2015	2016	2017E	2018E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	6,406	8,601	4,942	5,591	7,595
同比增减	%	44.87%	34.26%	-42.54%	13.13%	35.85%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.05	2.76	1.58	1.79	2.43
同比增减	%	44.87%	34.26%	-42.54%	13.13%	35.85%
市盈率(P/E)	X	30	23	39	35	26
股利 (DPS)	RMB 元	0.21	0.3	0.35	0.43	0.50
股息率 (Yield)	%	0.34%	0.48%	0.56%	0.69%	0.80%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

 强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

 卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E
营业收入	143,187	158,453	147,109	136,740	137,364
已赚保费	109,271	111,220	112,483	103,415	102,966
保险业务收入	109,868	111,859	112,560	103,236	102,764
提取未到期责任准备金	193	-51	77	41	244
投资净收益	33,346	46,214	33,638	32,270	33,613
营业支出	135,796	147,174	139,708	128,428	128,532
退保金	49,026	54,336	43,777	39,087	39,084
赔付支出	17,121	24,836	39,709	42,912	42,416
提取保险责任准备金	46,155	40,178	26,077	14,517	14,754
保险手续费及佣金支出	7,613	10,669	13,530	14,642	14,908
营业利润	7,391	11,279	6,465	7,073	7,260
利润总额	7,782	11,782	6,482	6,968	7,129
净利润	6,406	8,601	4,942	5,591	7,595

附二: 合并资产负债表

百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E
货币资金	12,672	13,765	14,132	14,839	15,581
定期存款	169,109	127,762	79,845	83,837	88,029
交易性金融资产	8,469	13,625	11,678	13,430	15,444
可供出售金融资产	175,502	216,897	283,308	325,804	374,675
持有至到期投资	175,997	177,502	195,126	214,639	236,102
其他资产合计	610	788	643	675	709
资产合计	643,709	660,560	699,181	769,099	846,009
未到期责任准备金	1,132	1,083	1,164	1,222	1,283
寿险责任准备金	452,805	491,441	502,493	527,618	553,999
其他负债合计	559	312	411	432	453
负债合计	595,345	602,719	640,056	703,937	773,693
股本	3,120	3,120	3,120	3,120	3,120
股东权益总额	48,364	57,841	59,125	65,162	72,316
负债和所有者权益总计	643,709	660,560	699,181	769,099	846,009

附三: 合并现金流量表

百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E
经营活动产生的现金流量净额	25,052	7,449	7,330	13,277	9,352
投资活动产生的现金流量净额	-38,544	39,809	-26,314	-8,350	1,715
筹资活动产生的现金流量净额	9,414	-48,099	18,935	-6,583	-11,916
现金及现金等价物净增加额	-4,067	-599	326	-1,447	-573