

爱建证券有限责任公司

财富管理研究所

分析师: 张志鹏

Tel: 021-32229888-25311

E-mail: zhangzhipeng@ajzq.com

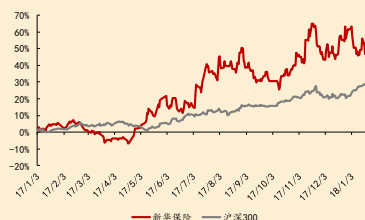
执业编号: S0820510120010

联系人: 张赢

TEL: 021-32229888-25514

E-mail: zhangying0927@ajzq.com

评级: 推荐 (首次)



数据来源: Wind, 爱建证券财富管理研究所

(%)	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现	-6.34	5.50	40.51
相对表现	-12.19	-9.02	12.60

基础数据

收盘价 (2018-01-18)	63.78
目标价 (未来 6 个月)	73.00
52 周内最高价	73.05
52 周内最低价	40.04
总市值 (百万元)	180,940
流通市值 (百万元)	133,009
总股本 (百万股)	3,120
A 股 (百万股)	2,085
其中: 流通股 (百万股)	2,085
其中: 限售股 (百万股)	0

数据来源: Wind, 爱建证券财富管理研究所

相关报告:

公司深度报告●保险行业

2018 年 01 月 19 日 星期五

转型成果显著, 结构优化带动估值抬升

投资要点:

□ **坚定转型道路, 成果显著。**2016-2017 年新华保险坚定转型道路, 聚焦发展期交业务, 大幅缩减趸交业务, 虽保费收入面临较大压力, 但历经转型阵痛公司渠道+期限+产品结构得以优化, 公司依靠续期保费拉动业务增长的发展模式已基本形成。公司个险渠道保费收入占比稳步提升, 截至 2017 年 9 月底, 个险渠道保费收入为 713.28 亿元, 占总保费收入 79.39%。受益于此, 公司整体的新业务价值率快速攀升, 新业务价值和内含价值增长显著。

□ **发展长期健康险, 布局大健康产业。**新华保险坚持实施“寿险为核心, 保障为特色”的发展战略, 重点开发和销售养老年金、健康险、医疗险等保障型、高价值产品, 公司发展战略契合保监会监管方向。基于公司目前产品附加率很低, 仅有 0.2%, 附加险是公司未来业务的增长点, 2018 年目前公司将加大附加险推动主险。另外, 新华保险也一直在积极布局大健康产业, 推动保险与健康产业融合。

□ **总投资收益率可观。**受益于股市行情, 公司 2017Q1-3 年化总投资收益率上涨至 5.2%。考虑到 2018 年股市仍将保持震荡上行走势, 加上利率维持高位震荡, 预计 2018 年新华保险总投资收益率大概率保持在 5% 以上。

□ **投资建议:** 基于 2018 年新华保险进入转型发展后的稳定增长期, 业务结构优化, 产品价值率高, 预计 2018-2019 公司内含价值分别为 1723 亿元、1981 亿元, 目前股价对应 PEV 为 1.05、0.91。结合行业当前估值水平, 我们给予新华保险“推荐”评级。

表格 1 公司业绩预测简表

单位: 亿元	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1461.73	1540.81	1617.85	1779.64
增长率 (%)	-7.8%	5.4%	5.0%	10.0%
归属母公司股东净利润	49.43	67.50	105.04	136.92
增长率 (%)	-42.5%	36.6%	55.6%	30.3%
内含价值 (EV)	1294.50	1566.35	1723.00	1981.43
每股收益 (EPS)	1.58	2.16	3.37	4.39
PE	25.13	28.53	17.23	13.21
PEV	0.96	1.23	1.05	0.91

数据来源: 爱建证券财富管理研究所

目录

1、概况：深耕寿险，转型发展.....	4
2、转型：期限+渠道+产品结构优化.....	6
2.1 历经阵痛保费下滑，续期拉动模式形成.....	6
2.2 契合监管方向，发展长期健康险.....	7
2.3 渠道结构优化，代理人质量提升.....	10
2.4 新业务价值率攀升，拉动内含价值增长.....	13
3、投资：总收益率领先，风格相对稳健.....	15
4、展望：短期回调现增持良机.....	17
4.1 利率高位震荡，助推净利润增长.....	17
4.2 开门红增速引担忧，不改价值增长.....	18
4.3 上涨逻辑不变，估值水平有望提升.....	19
风险提示.....	21

图表目录

图表 1 公司发展历程.....	4
图表 2 公司股权结构.....	5
图表 3 新华保险主要参控股公司.....	5
图表 4 公司保费收入及市场份额.....	6
图表 5 行业与公司保费收入同比增速对比.....	6
图表 6 公司首年期交和续期保费稳步增长（百万元）.....	7
图表 7 公司趸交保费收入占比大幅下降.....	7
图表 8 健康保险管理办法（征求意见稿）重点内容.....	8
图表 9 行业健康险保费收入及占人身险比重.....	8
图表 10 公司健康险保费收入及占总保费比重.....	8
图表 11 管理式健康险业务模式.....	9
图表 12 银保渠道保费收入情况（百亿元）.....	10
图表 13 银保渠道新型产品惠添利和华实人生.....	11
图表 14 个险渠道保费收入及占总保费收入比重.....	11
图表 15 个险渠道规模人力及增速.....	12
图表 16 个险渠道月均举绩人力和月均举绩率.....	12
图表 17 新华和太保月均人均综合产能对比.....	12
图表 18 公司新业务价值及同比增速.....	13
图表 19 四大险企新业务价值率对比.....	13
图表 20 不同渠道产品新业务价值率对比（中国平安 2017H1）.....	14
图表 21 四大险企内含价值增速对比.....	14
图表 22 四大险企新业务价值/内含价值比重.....	14
图表 23 保险行业资金运用平均收益率及同比变动.....	15
图表 24 四大险企总投资收益率变动情况.....	16
图表 25 四大险企净投资收益率变动情况.....	16
图表 26 新华保险资产配置情况.....	16
图表 27 保险行业资产配置情况.....	16
图表 28 10 年期国债到期收益率及 750 日移动平均.....	17
图表 29 公司折现率假设及对税前利润影响.....	18
图表 30 公司 2017 年原保费收入及同比变动（月度）.....	18
图表 31 新华保险 PEV 历史走势.....	19
图表 32 可比上市公司估值对比.....	20
图表 33 新华保险 PE 历史走势.....	20
图表 34 新华保险 PB 历史走势.....	20

表格目录

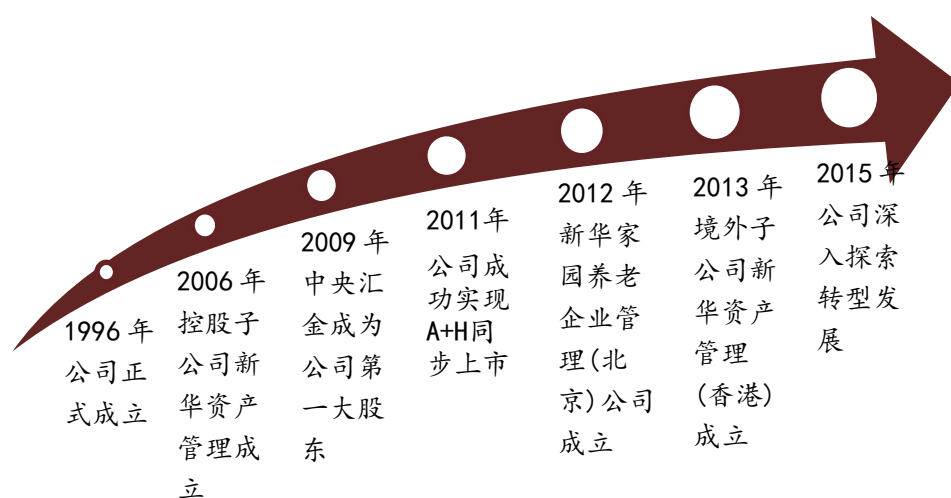
表格 1 公司业绩预测简表.....	1
表格 2 公司盈利预测.....	22

1、概况：深耕寿险，转型发展

新华人寿保险股份有限公司（简称“新华保险”）成立于 1996 年 9 月，总部位于北京市，作为一家全国性的大型寿险企业，公司已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，目前全国各级分支机构有 1700 多家。在几经股权变更之后，中央汇金于 2009 年成为公司第一大股东，目前中央汇金仍然为公司第一大股东（占 31.34%），宝钢钢铁集团为公司第二大股东（占 13.59%）。2011 年，公司同时在香港联交所和上海证交所上市，是国内第一家 A+H 同步上市的保险公司。

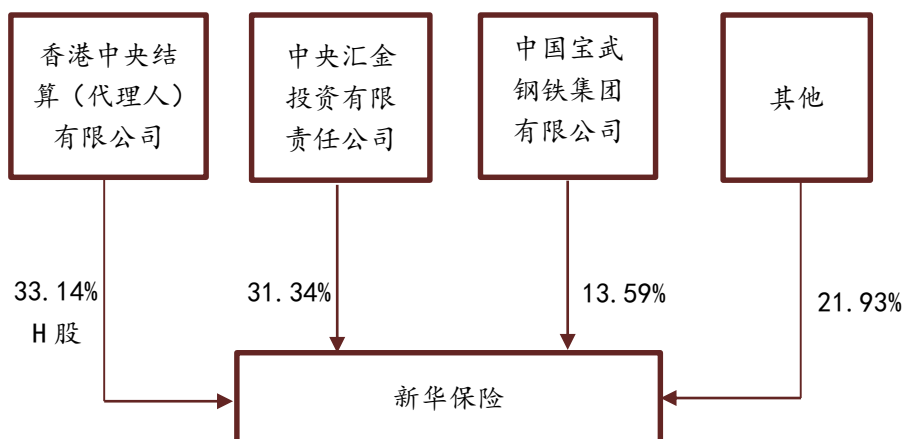
2011 年以来，新华保险始终坚持价值和回归保险本源，专注寿险，集中资源做大做强寿险业务。2015 年公司开始深入探索转型发展，提出“大幅压缩趸交业务规模，加大期交尤其是长期期交业务发展力度，致力于建立续期业务拉动增长模式”的转型战略。2016 年公司围绕“十三五”规划目标，制定了自身发展规划：2016-2017 年为转型期，主要任务是调整业务结构、夯实发展基础；2018-2020 年为发展期，主要任务是形成新的发展态势。

图表 1 公司发展历程



数据来源：公司公告，爱建证券财富管理研究所

图表 2 公司股权结构



数据来源：公司公告，爱建证券财富管理研究所

新华保险旗下有新华资管、新华资管(香港)等资产管理平台负责保费收入的投资管理与运作。另外,公司深耕寿险业务,选择养老和健康两大领域延伸产业链。从2011年起,公司就开始涉足养老社区投资,2012年成立新华家园养老企业管理(北京)有限公司(现简称“新华养老服务”),新华养老服务负责全权管理新华保险在国内投资建设的全部养老住区。2012年新华健康成立,作为国内第一家获保监会批复设立的保险公司健康管理投资平台,目前新华健康已在16个省市开设了健康管理中心,公司健康和养老两大协同产业建设布局已基本形成。基于我国庞大的养老金市场,公司于2016年还成立了国内第七家专业养老保险公司——新华养老保险,致力于为客户提供综合养老金解决方案。

图表 3 新华保险主要参控股公司

公司名称	成立时间	持股比例	业务类型
新华资管	2006年	99.40%	资产管理平台
新华资管(香港)	2013年	99.64%	境外资产管理平台
新华养老保险	2016年	99.99%	国内第七家专业养老保险公司
新华养老服务	2012年	100.00%	高端养老机构
海南养老	2014年	100.00%	南端新华家园养老住区
新华健康	2012年	45.00%	第一家获保监会批复设立的保险公司健康管理投资平台
健康科技	2005年	100.00%	定位为在北京市延庆区投资建设的大型养老服务社区
新华电商	2014年	100.00%	定位于创新孵化器、新金融生态圈和大数据工场

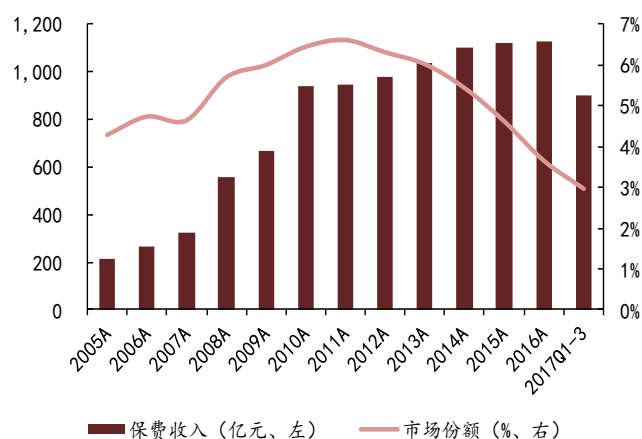
数据来源：公司公告，爱建证券财富管理研究所

2、转型：期限+渠道+产品结构优化

2.1 历经阵痛保费下滑，续期拉动模式形成

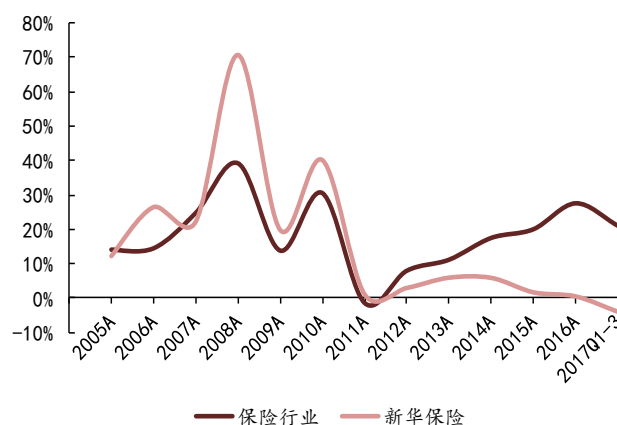
2012 年以来保险行业政策频出，从扩大投资端的投资范围到创新产品种类，行业发展环境宽松，保险业进入高速扩张发展阶段。万能险、投连险等理财性质产品规模大幅提升行业整体保费收入，保费同比增速逐年快速提升，中小险企跑马圈地发展迅猛，四大险企市场份额有所下降。而 2015 年新华保险开始探索转型发展道路，与此同时公司保费增速也开始下滑，2015 年保费同比增速为 1.81%，较 2014 年增速下降 4.20%。面对保费增速和市场份额的下滑，2016-2017 年公司坚定转型道路，聚焦发展期交业务，大幅缩减趸交业务，保费收入也面临较大压力，2017Q1-3 公司保费收入同比下滑 3.83%。

图表 4 公司保费收入及市场份额



数据来源：Wind，爱建证券财富管理研究所

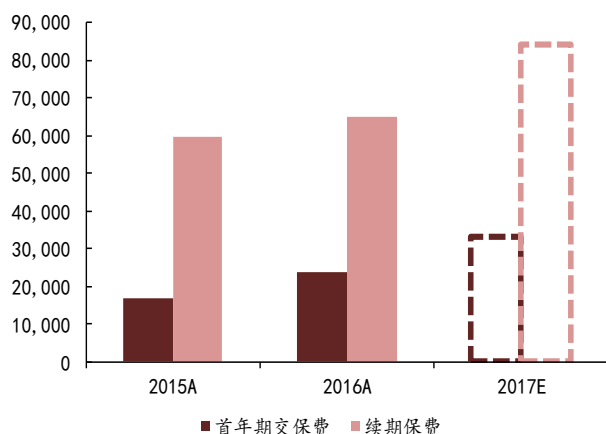
图表 5 行业与公司保费收入同比增速对比



数据来源：Wind，爱建证券财富管理研究所

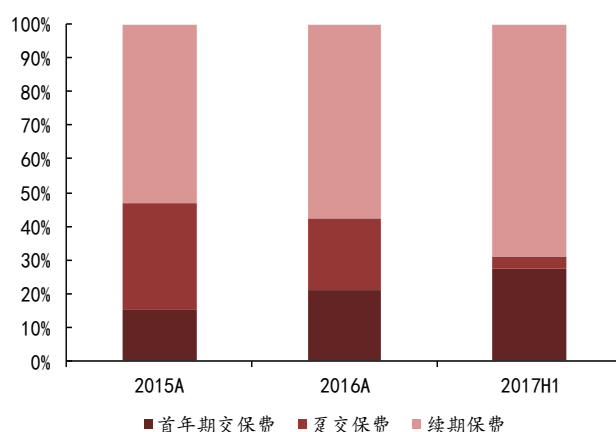
基于公司转型发展目标，2016 年以来新华保险大幅缩减趸交产品，趸交保费收入占比急剧下滑，2017 年上半年趸交保费收入占总保费收入比重已不到 5%。而在趸交产品规模缩减拖累总保费收入下滑的同时，公司首年期交保费和续期保费自 2015 年以来却一直保持稳步增长，预计 2017 年全年首年期交保费、续期保费收入较 2016 年分别同比增长 40%、30%。两者占总保费收入比例也均在稳步提升，并且 2017H1 数据显示首年保费中期交保费收入占比达 87%，其中十年期及以上期交保费收入创近年来新高，占首年保费比例达到 57%；总保费收入中续期保费收入占比达 69%，公司依靠续期保费拉动业务增长的发展模式已基本形成。

图表 6 公司首年期交和续期保费稳步增长（百万元）



数据来源：公司公告，爱建证券财富管理研究所

图表 7 公司趸交保费收入占比大幅下降



数据来源：公司公告，爱建证券财富管理研究所

2.2 契合监管方向，发展长期健康险

近几年健康险发展迅猛，2011-2016 保费收入复合增长率高达 34%，2017 年以来健康险保费收入出现一定下滑，主要系伴随监管层强调行业回归本源，加强保障属性，一些险企开始大幅度削减带有理财性质的中短存续期健康险。保监会 134 号文也明确要求“护理保险产品 and 失能收入损失保险产品，生存金给付必须以出现护理状态或失能状态为条件”，这意味着监管层要剥离商业健康险投资属性回归本源发展的态度。

2017 年 11 月，保监会发布《健康保险管理办法（征求意见稿）》，这是保监会自 2006 年以来首次对健康险管理办法进行调整。意见稿规范了健康险经营主体，规定了短期健康险保险费率的浮动范围，避免行业恶性竞争；拉长长期健康险产品犹豫期，给予投保人更多保障；为解决健康险产品和服务差异化小以及保险公司与医疗机构合作弱的情况，鼓励保险公司加强与医疗机构的合作以期带来差异化产品等等。整体来看，意见稿体现了监管层进一步推动和规范健康保险发展的态度。此外，健康中国 2030 规划提出，到 2020 年健康服务业规模超过 8 万亿元，到 2030 年要达到 16 万亿元水平。商业健康险未来发展空间广阔，有望成为继产险和寿险之后保险业第三大支柱板块。

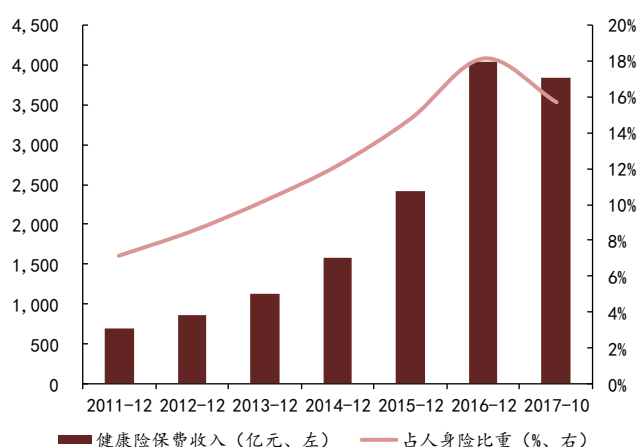
图表 8 健康保险管理办法（征求意见稿）重点内容

- (1) 除健康保险公司外，保险公司经营健康保险业务应当成立专门健康保险事业部；
- (2) 长期健康保险产品应当设置合同犹豫期，长期健康保险产品的犹豫期不得少于15日（过去为10天）；
- (3) 短期个人健康保险产品可以进行费率浮动，短期健康保险费率浮动范围不超过基准费率的30%；
- (4) 要求健康保险产品保障服务，助力医疗改革，但提供健康管理服务，其分摊的成本不得超过净保险费的20%。

数据来源：保监会，爱建证券财富管理研究所

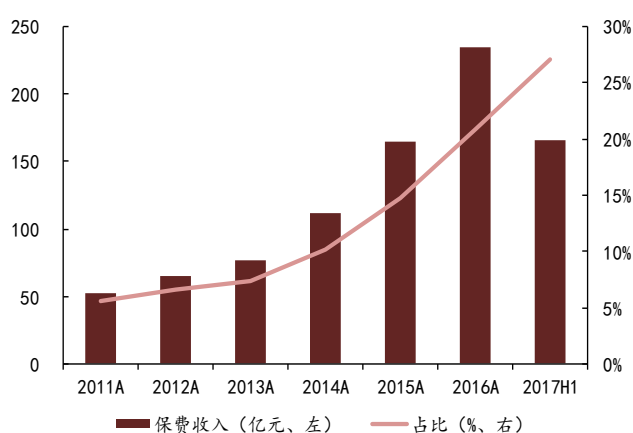
新华保险坚持实施“寿险为核心，保障为特色”的发展战略，向社会大众提供生老病死风险保障服务，重点开发和销售养老年金、健康险、医疗险等保障型、高价值产品，公司发展战略契合保监会监管方向。就长期健康险而言，近几年公司健康险保费收入呈指数爆发式增长，仅2017H1实现保费收入166.02亿元，已超2015年全年水平。虽受监管政策影响，2017年行业健康险保费收入有所下滑，占人身险比重也较2016年下降2.45个百分点至15.73%，但受益于公司坚定转型发展，近几年新华保险健康险保费收入占总保费比重却一直在不断提升，2017H1比重已达27%，远远超过行业平均水平，这也体现了公司致力于发展长期健康险的战略方向。

图表 9 行业健康险保费收入及占人身险比重



数据来源：Wind，爱建证券财富管理研究所

图表 10 公司健康险保费收入及占总保费比重

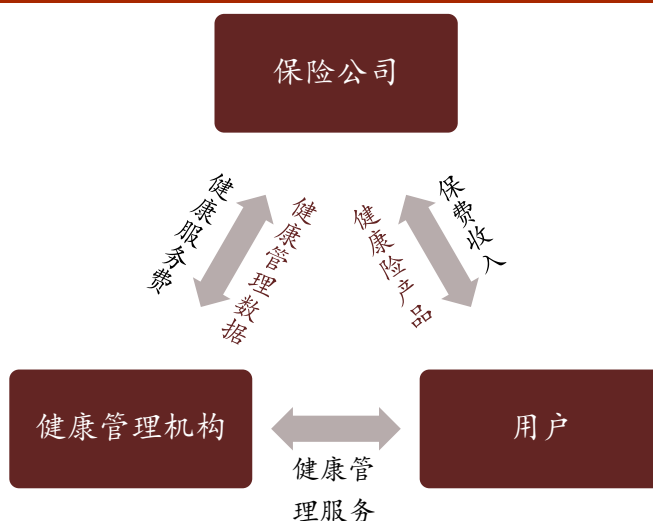


数据来源：Wind，爱建证券财富管理研究所

考虑到公司转型发展方向契合监管要求，目前已形成以健康险为核心的产品优势，其中“多倍保”和“健康无忧”系列产品广受欢迎，在市场众多重疾险产品中占据领军地位。健康无忧和多倍保都是重疾险，除此之外健康险还包括医疗保险，而医疗保险中的住院和门诊保险均是作为附加险进行销售的。考虑到公司目前产品附加率很低，仅有 0.2%，附加险是公司未来业务的增长点，所以目前新华保险健康险的发展战略为加大附加险推动主险。公司管理层在开放日上也表示 2018 年公司并不会开发较多主险，而是会着重丰富附加险种类。目前公司市场有 2700 万，如果有 10% 客户购买附加险，假定每个人购买 1000 元附加险，那保费增长空间也非常大。另外，附加险发生理赔几率高，有助于新华通过理赔的方式创造公司口碑。预计 2018 年公司健康险保费收入仍将维持 30% 的增速，而考虑到 134 号文对年金险产品影响较大，对公司健康险产品几乎没有影响，2018 年健康险保费收入占比将进一步提升。

由于保险公司与医疗机构合作弱，医疗数据缺乏，保险公司不能有效控制健康险的疾病风险，所以目前健康险在快速发展的同时也面临赔付成本较高的问题，因此保险公司不敢针对大量群体进行健康险产品设计，这也是目前我国商业健康险产品形态单一的重要原因所在。而管理式健康险可能是突破这一瓶颈的方式之一，“保险产品+健康服务”是商业健康险的未来发展方向。新华保险也一直在积极布局大健康产业，推动保险与健康产业融合。目前新华保险已拥有遍布全国多地的健康管理中心，并且在北京建立了康复医院和高端养老院，同时在北京延庆和海南投资建立了养老社区。而随着监管层鼓励保险公司与医疗机构合作，长期看好公司在健康险产业方面的新发展。

图表 11 管理式健康险业务模式

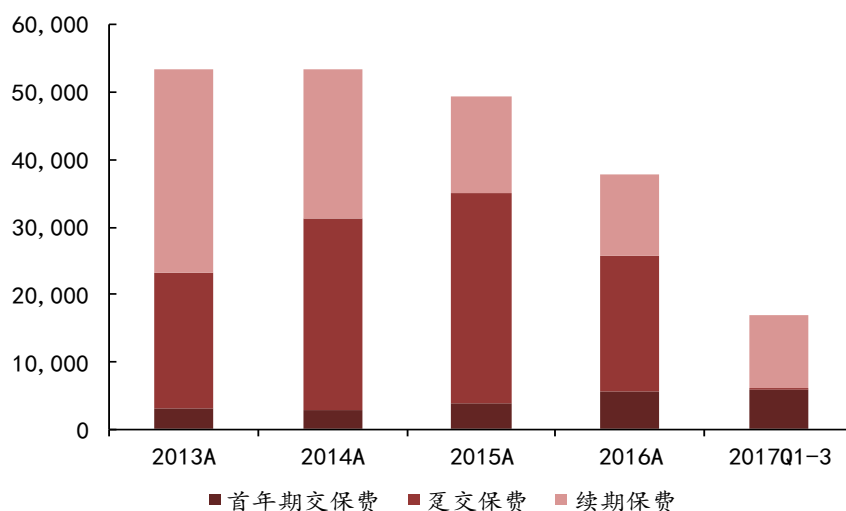


数据来源：爱建证券财富管理研究所

2.3 渠道结构优化，代理人质量提升

公司转型发展以来，大幅缩减趸交产品规模，由于银保渠道趸交产品占比较大，因此 2016 年以来随着趸交保费收入缩减，公司银保渠道保费收入也急剧下滑。公司银保渠道以年金险、健康险为主打产品聚焦期交业务，因此公司银保渠道下首年期交保费收入保持稳步增长态势，截至 2017 年三季度末银保渠道首年期交保费收入达 60.14 亿元，已超 2016 年全年水平。

图表 12 银保渠道保费收入情况（百亿元）



数据来源：公司公告，爱建证券财富管理研究所

保监会 134 号文明确规定两全险、年金险，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%；并且规定保险公司不得以附加险形式设计万能险或投连险产品。134 号文体现了监管层引导行业回归“保险姓保”的态度，整体来看，受 134 号文影响最大的就是保险公司年金理财类产品，所以银保渠道所受冲击要大于个险渠道。

2017 年 10 月之前行业部分两全、年金产品经历更新迭代。而针对 134 号文，新华保险也推出银保渠道新产品惠添利两全保险和首款传统型终身年金产品“华实人生”，同时搭售主险而非附加险的天利年金保险（万能型）【按照约定，“惠添利两全保险合同”/“华实人生终身年金保险”的关爱金、生存保险金按约定给付时间自动转为“天利年金保险（万能型）合同”的保险费）】。

图表 13 银保渠道新型产品惠添利和华实人生



惠添利两全保险

- 保险期限：15年、20年
- 交费方式：3年、5年交
- 投保年龄：出生满30天、不满60周岁
- 关爱金：第五年末起，一次性给付关爱金
- 生存金：第五年末起，年年给付
- 满期金额：不低于所交保费
- 航空意外、公共交通工具意外及一般身故或身体全残保障



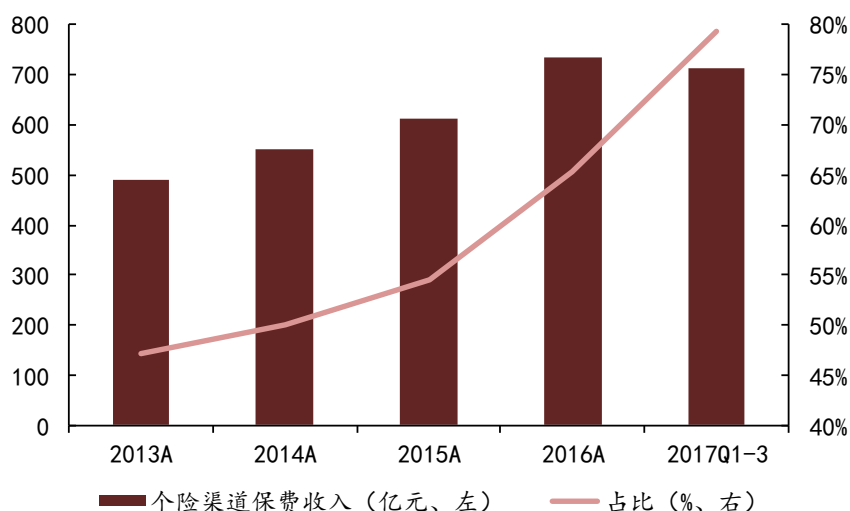
华实人生终身年金险

- 保险期限：终身
- 交费方式：3年、5年、10年交
- 投保年龄：出生满30天、不满61周岁
- 关爱金：第五年末起，一次性给付关爱金
- 生存金：第六年末起，年年给付
- 身故保险金：按实际缴纳的保险费与现金价值二者之较大者给付
- 投保人意外伤害身故或身体全残豁免保险费

数据来源：新华保险官网，爱建证券财富管理研究所

公司个险渠道保费收入占比稳步提升，2016 年个险渠道保费收入占比达 65.27%，较 2015 年大幅提升 11%，侧面彰显出新华保险转型力度。截至 2017 年 9 月底，个险渠道保费收入为 713.28 亿元，占总保费收入 79.39%。由于银行客户具有特定性，银保渠道销售产品多带有储蓄性质，传统保障型产品的销售更多依赖于个险渠道，随着公司转型发展的推进，公司个险渠道保费收入占比将稳中有升。

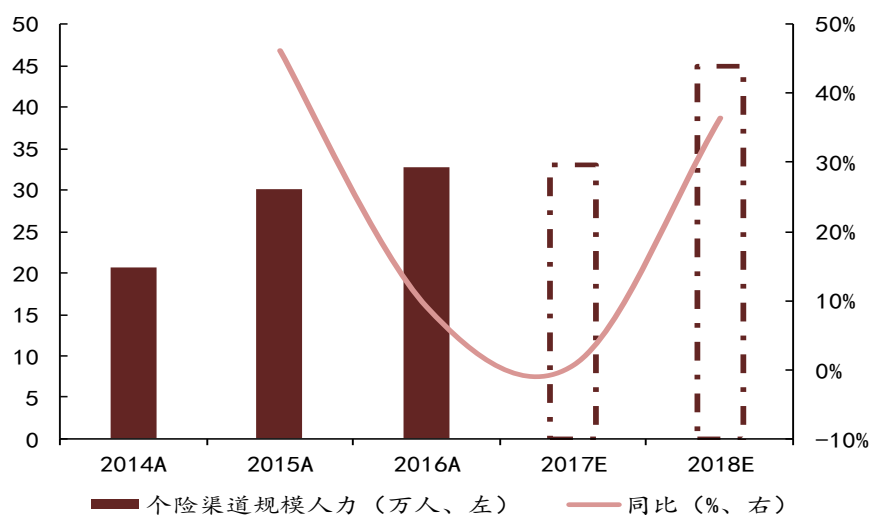
图表 14 个险渠道保费收入及占总保费收入比重



数据来源：公司公告，爱建证券财富管理研究所

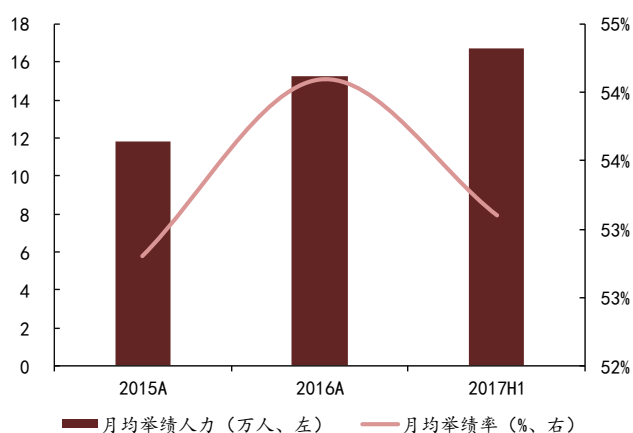
公司个险渠道保费收入占比的提高得益于公司代理人数量和质量的提升。2015年公司个险渠道代理人规模大幅上涨46%至30万人，2016年以来公司将重心从扩充代理人数量转向提高销售队伍质量，致力于打造“三高”（高举绩率、高产能、高留存率）销售团队，虽2016年规模人力增速有所下降，但2016年公司举绩率高达54.10%，较2015年提升1.30个百分点，远超行业30%的平均水平。2017年公司坚持改善销售队伍质量，规模人力数量增长不明显，但举绩率维持在50%以上，并且人均产能进一步提升，2017年上半年月均人均综合产能同比增长2.80%，高达7032元，整体水平与中国太保相当。经过两年转型发展，目前公司个险代理人各项KPI指标均位居行业前列。

图表 15 个险渠道规模人力及增速



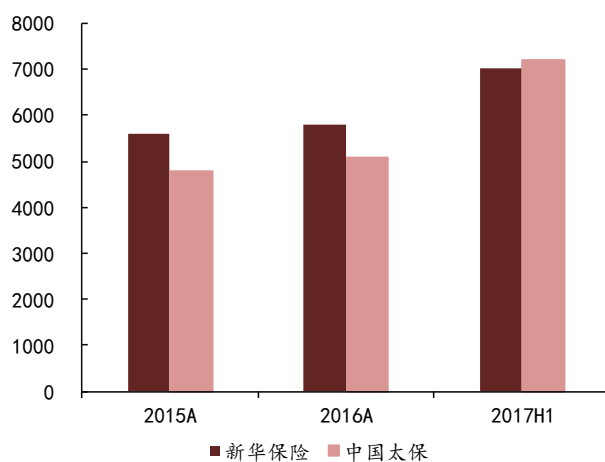
数据来源：公司公告，爱建证券财富管理研究所

图表 16 个险渠道月均举绩人力和月均举绩率



数据来源：公司公告，爱建证券财富管理研究所

图表 17 新华和太保月均人均综合产能对比



数据来源：公司公告，爱建证券财富管理研究所

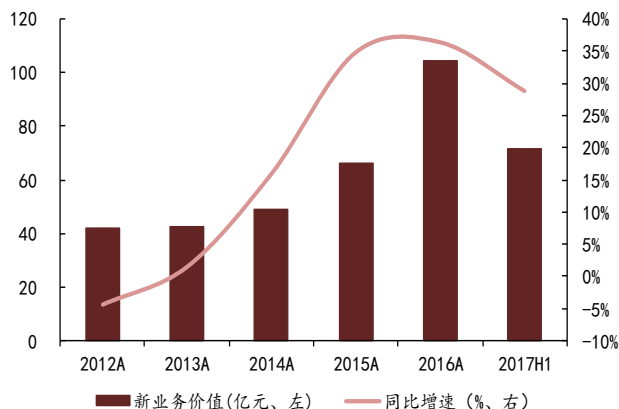
另外，行业整体留存率水平偏低，目前行业平均维持在 30%，新华保险 2017Q1-3 数据显示 13 个月留存率达到 35%，略微高于行业平均水平，但仍然较低。公司也表示将通过赋予权、继承权、地域转换权等机制提高代理人积极性以保持高留存率。

2017 年 12 月，公司开放日上万峰董事长表示 2018 年公司将加大人力投入，在保持销售队伍三高的基础上扩张人力，预计 2018 年末公司规模人力达 45 万人，较 2017 年增长 36%。基于业绩=人力*举绩率*人均产能，在举绩率和人均产能均保持高位的情况下，规模人力增加将助推公司业绩增长。

2.4 新业务价值率攀升，拉动内含价值增长

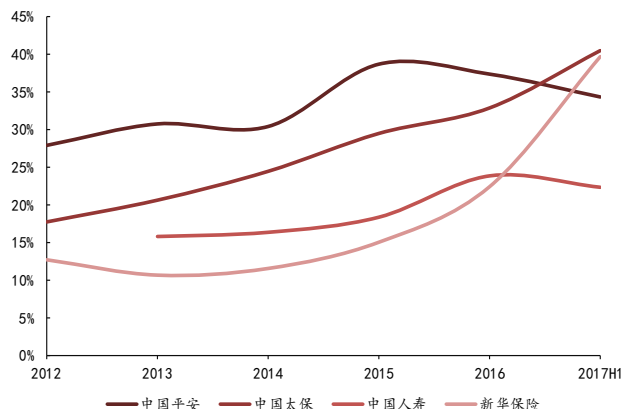
转型发展以来，公司整体保费收入增长停滞的情况下，新业务价值却增长显著，2016 年新业务价值较 2015 年增长 36%，2017 年上半年新业务价值已达 71.53 亿元，同比增长 29%，这主要得益于公司新业务价值率的提升。以中国平安 2017H1 数据为例（新华保险定期报告中尚未披露相关数据），个险渠道新业务价值率是银保渠道的 5 倍多，而个险渠道下长期保障型产品的新业务价值率则高达 86.40%。所以随着公司个险渠道保费收入占比以及长期保障型产品保费收入占比的提升，公司整体的新业务价值率快速攀升，2017H1 上涨至 40%，已经超过中国平安与中国太保水平相当，这也进一步说明公司转型发展的确取得了较大成效。

图表 18 公司新业务价值及同比增速



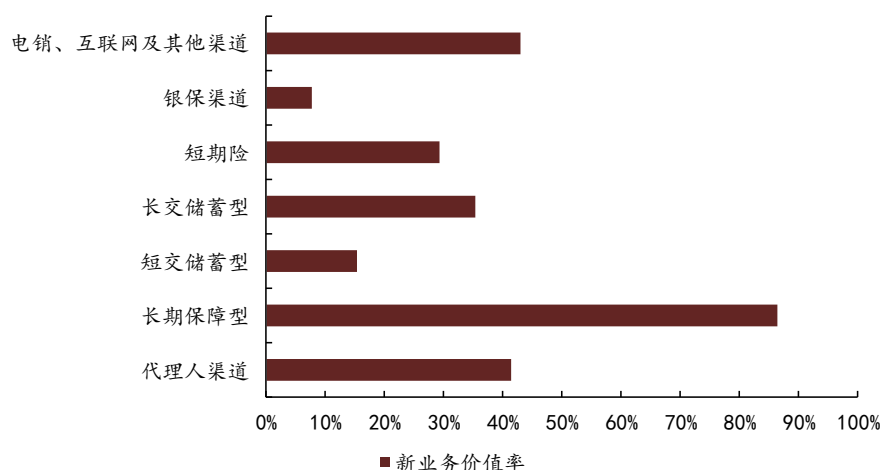
数据来源：公司公告，爱建证券财富管理研究所

图表 19 四大险企新业务价值率对比



数据来源：公司公告，爱建证券财富管理研究所

图表 20 不同渠道产品新业务价值率对比（中国平安 2017H1）

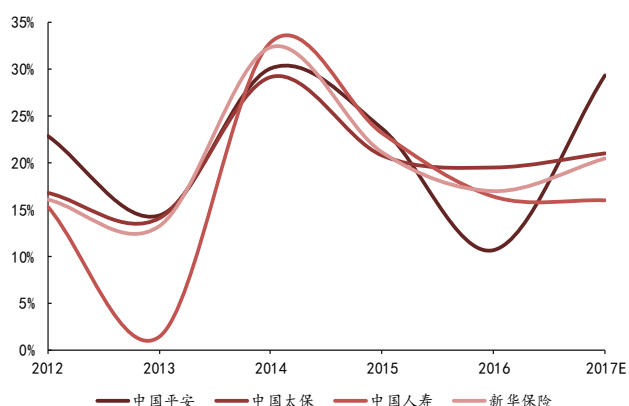


数据来源：公司公告，爱建证券财富管理研究所

内含价值两大增长动力分别是经调整的净资产价值和有效业务价值的期望收益以及新业务价值的贡献，其中新业务价值作为增量贡献体现了公司的经营和成长能力。对于新华保险而言，有效业务价值按照 11.5% 风险贴现率增长，而净资产的投资回报在 5% 左右。得益于新业务价值增长的拉动，公司内含价值也保持快速增长，预计公司内含价值 2017 年较 2016 年增长 21%，与太保增速相当。

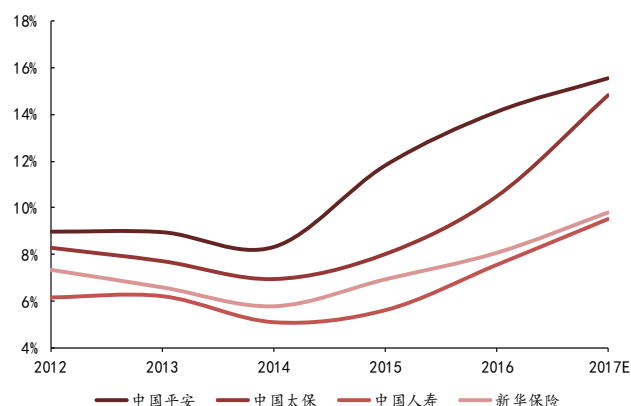
2015 年以来，四大险企新业务价值/内含价值的比例稳步提升，这说明四大上市险企内含价值的增长由外延（新业务）增长拉动的成分在提高，上市险企仍处于快速成长阶段。就新华保险而言，目前新业务价值/内含价值比例与平安和太保仍有差距，公司未来成长空间广阔。

图表 21 四大险企内含价值增速对比



数据来源：公司公告，爱建证券财富管理研究所

图表 22 四大险企新业务价值/内含价值比重

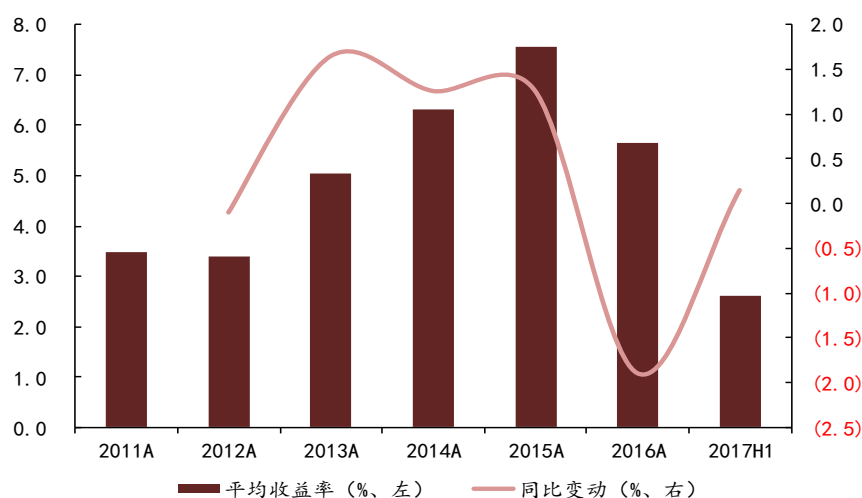


数据来源：公司公告，爱建证券财富管理研究所

3、投资：总收益率领先，风格相对稳健

2017 年 A 股震荡上行，蓝筹股表现亮眼，而保险资金在股票选择上主要投向为大盘蓝筹，受益于市场表现。国债利率上行维持高位，基于保险资金固定收益产品中约 $\frac{3}{4}$ 计入持有至到期，所以存量资产受利率上行冲击较小，而增量资产投资收益则受益于利率水平上行。因此 2017 年保险行业资金运用平均收益率水平小幅提升，2017H1 平均收益率水平达 2.62%，同比提升 0.15 个百分点。

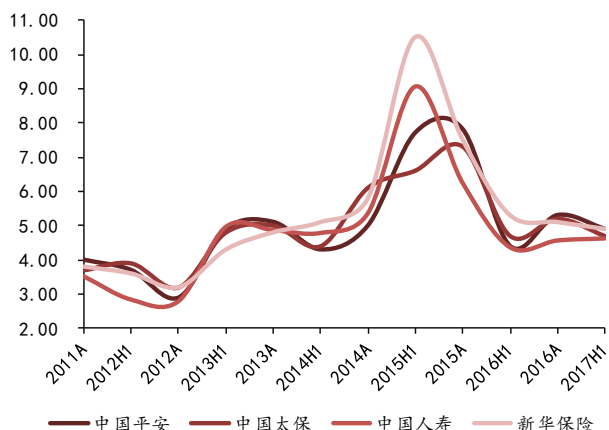
图表 23 保险行业资金运用平均收益率及同比变动



数据来源：保监会，爱建证券财富管理研究所

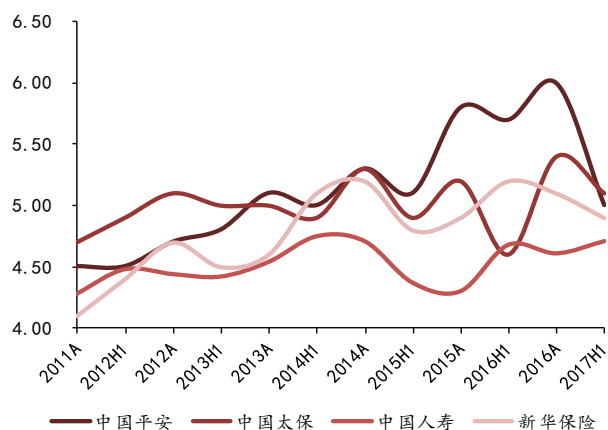
新华保险 2017H1 总投资收益率为 4.9%，同比下滑 0.4 个百分点，主要系 2016 年上半年股权型投资股息和分红收入高基数下，2017 年上半年净投资收益下降所致，但公司总投资收益率水平仍然处于四大上市险企之首。另外，受益于三季度股市行情，公司 2017Q1-3 年化总投资收益率上涨至 5.2%。考虑到 2018 年股市仍将保持震荡上行走势，加上利率维持高位震荡，预计 2018 年新华保险总投资收益率大概率保持在 5% 以上。

图表 24 四大险企总投资收益率变动情况



数据来源：公司公告，爱建证券财富管理研究所

图表 25 四大险企净投资收益率变动情况

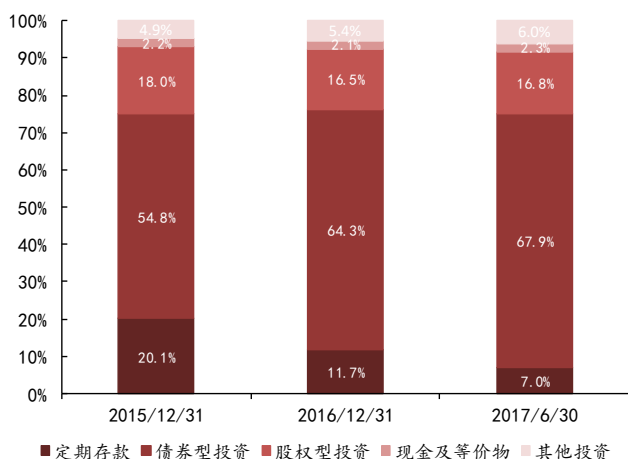


数据来源：公司公告，爱建证券财富管理研究所

2012 年以来保监会逐步松绑投资范围，所以行业资产配置方面，银行存款占比持续下滑，而其他投资占比则稳步提升。受股市变动影响，行业配置中股票和基金占比自 2015 年达到峰值后出现小幅下滑。而作为险资主要配置方向的债券投资，其占比出现一定下降后有所回升。

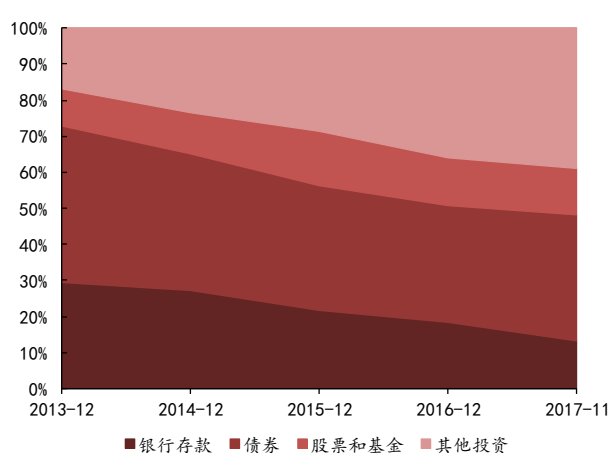
新华保险近几年债券型投资占比有所增加，2017 年上半年高达 67.9%，主要系投向于债券型资管计划、永续债、同业存单和理财产品的比重增加，尤其是较长期限的商业银行理财产品。另外，股权型投资中股票和基金配置变动不大，投向于股权型资管计划、私募股权、股权计划、未上市股权等非标股权产品的比例稳中有升，但占比仍然不高，整体来看公司投资风格比较稳健。

图表 26 新华保险资产配置情况



数据来源：公司公告，爱建证券财富管理研究所

图表 27 保险行业资产配置情况



数据来源：保监会，爱建证券财富管理研究所

事实上，非标产品一直是公司资产配置的重要投向，截至 2017 年 6 月底，新华保险非标资产投资达 2307.02 亿元，在总投资资产中占比达 33.7%，较上年末增加了 0.5 个百分点。而且基于审慎稳健的投资原则，公司选择的非标资产信用评级较高，扣除商业银行理财产品和无需外部评级的权益类金融产品，公司目前存量的非标资产 AAA 级占比达 94.95%，整体信用风险很小，安全性很高。

4、展望：短期回调现增持良机

4.1 利率高位震荡，助推净利润增长

根据保监会规定，用于计算未到期责任准备金的折现率的基准利率为 750 日移动平均国债收益率曲线（ $t \leq 20$ 年），在此基础上可以根据税收、流动性、逆周期等因素给予合理溢价。以 10 年期国债到期收益率为例，在金融去杠杆的大环境下，2017 年以来利率水平持续上行，而受益于此 750 日移动平均国债收益率降幅趋缓，目前已经基本触底。市场普遍认为 2018 年利率水平易上难下，在利率维持高位震荡的情况下，750 日移动平均国债收益率将拐点向上。受益于贴现率水平上升，保险公司准备金将会释放，进而增厚公司利润。

图表 28 10 年期国债到期收益率及 750 日移动平均



数据来源：Wind，爱建证券财富管理研究所

2016 年新华保险税前利润受利率上行冲击影响较大，利率变动导致当年税前利润减少 62.45 亿元，与当年利润总额水平相当。2017 年以来利率水平上扬，虽 750 日移动平均到期收益率仍然处于下降通道，但整体降幅趋缓（上半年下降了 15 个 BP），公司计提准备金压力边际改善。2017 年上半年因会计估计变更，增加责任准备金，进而导致公司税前利润减少了 19.94 亿元。2017 年下半年折现率水平仍将下降约 5 个 BP，但 2017 年全年利率水平变动对公司税前利润的冲击

应该不会超过 30 亿元。而基于上述对利率水平变动的假设，2018 年全年贴现率水平可能会抬高 30 个 BP，保险责任准备金将充分释放，预计金额可达 2017 年税前利润的 50%，公司净利润有望实现 50% 高速增长。

图表 29 公司折现率假设及对税前利润影响

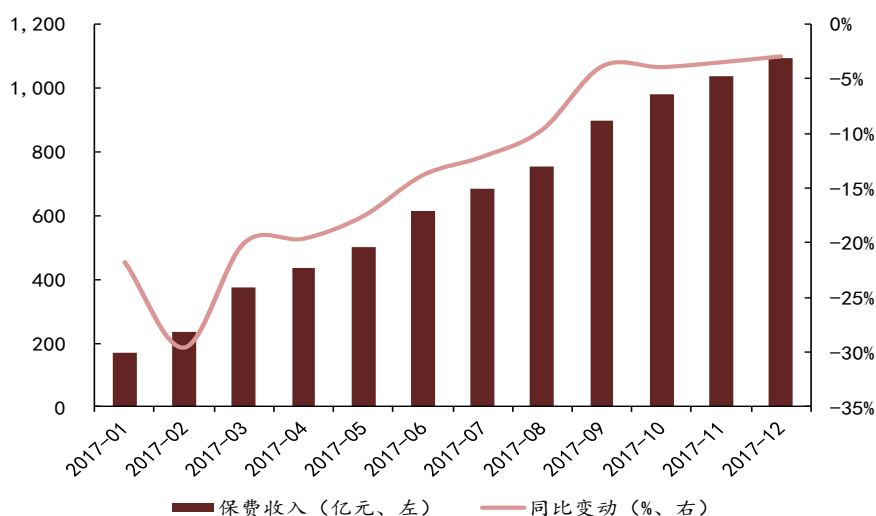
单位 ：亿元	折现率	引起当年税 前利润变动	增加 50BP 导致当 年税前利润变动	减少 50BP 导致当 年税前利润变动
2011 年	2.65%-5.66%	-2.95	65.15	70.03
2012 年	3.12%-5.61%	-10.98	74.55	80.34
2013 年	3.67%-5.94%	-4.38	81.25	-87.52
2014 年	3.67%-6.11%	-11.65	91.94	-100.30
2015 年	3.57%-5.93%	-44.89	116.25	-128.65
2016 年	3.23%-5.32%	-62.45	165.93	-187.54

数据来源：公司公告，爱建证券财富管理研究所

4.2 开门红增速引担忧，不改价值增长

2017 年是新华保险转型发展的攻坚年，全年原保费收入负增长，但自 2017 年 3 月份以来公司原保费收入同比降幅持续缩窄，前 12 月累计原保费收入同比下滑 3%。整体来看，公司因转型发展保费收入下滑的阵痛正逐渐消减。目前市场关注的核心点为 2018 年开门红保费情况。对于新华保险而言，2017 年开门红保费收入占全年原保费收入比重达 34%，较 2016 年 41% 的比重减少了 7 个百分点，未来开门红保费收入占全年原保费收入比重或进一步收缩并趋于合理。

图表 30 公司 2017 年原保费收入及同比变动（月度）



数据来源：公司公告，爱建证券财富管理研究所

保监会 134 号文加强快返型产品的监管，136 号文直指人身险销售乱象，而 2018 年 1 月 3 日保监会针对开门红专门发布风险提示，特别提醒消费者在购买保险产品时要警惕炒停营销。再加上理财产品收益率的提高削弱了开门红产品的吸引力，所以市场对于保险公司开门红保费收入普遍担忧。事实上，由于之前开门红保费收入对保险公司全年保费规模影响较大，所以各大险企争相冲规模，其中难免有诱导销售和恶性竞争的情况。监管层出台系列政策则是为了整治销售不规范现象，促进行业健康有序发展。短期来看，受上述因素影响，加上 2017 年保费规模高基数，2018 年开门红保费收入大概率负增长。长期来看，开门红收入增速稳定，且占全年保费收入比重趋于合理将成为常态，利好行业发展。

新华保险转型成果显著，产品+渠道+期限结构得以优化，新业务价值率高。虽保费收入短期受开门红销量影响，但考虑到保障型产品所受影响较小，并且价值率高，在公司保障型产品占比提升的情况下，公司所受冲击有限。并且 2018 年新华保险会进一步加大人力投入提高总产能，加上公司续期拉动保费收入增长模式基本形成，所以预计开门红增长乏力不会对公司新业务价值和内含价值增长造成太大影响。

4.3 上涨逻辑不变，估值水平有望提升

根据新华保险 PEV 历史走势可以看出，2017 年 4 月份以来，受益于市场对于保险行业发展逻辑（利率水平上扬边际增厚公司利润+险企产品结构优化下新业务价值增长）的认可，虽公司保费收入负增长，但估值水平仍持续抬升，目前 PEV 水平处于历史 40%分位。基于上述分析，2018 年利率水平维持高位震荡，并且公司产品+渠道+期限结构得以优化，在市场环境不发生大变化的情况下，公司估值水平仍有望进一步提升。

图表 31 新华保险 PEV 历史走势



数据来源：Wind，爱建证券财富管理研究所

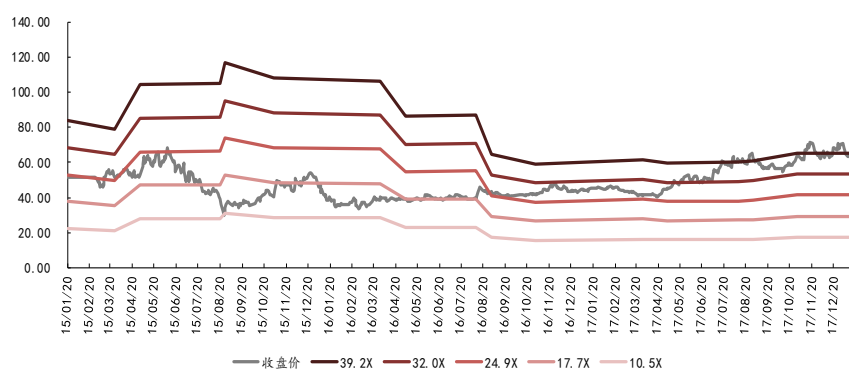
横向对比来看,集团型上市险企中国平安和中国太保估值较新华保险与中国人寿而言更高。与中国人寿相比,新华保险业务结构更加优化,故估值水平更高一些,但目前公司估值水平仍然不高,加上最近市场对于开门红保费担忧,公司股价有所回调。基于 2018 年新华保险进入转型发展后的稳定增长期,业务结构优化,产品价值率高,预计 2018-2019 公司内含价值分别为 1723 亿元、1981 亿元,目前股价对应 PEV 为 1.05、0.91。

图表 32 可比上市公司估值对比

PEV	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31
中国平安	1.35	1.19	1.01	1.54
中国太保	1.69	1.24	0.98	1.17
中国人寿	1.96	1.33	0.98	1.04
新华保险	1.59	1.33	0.96	1.23

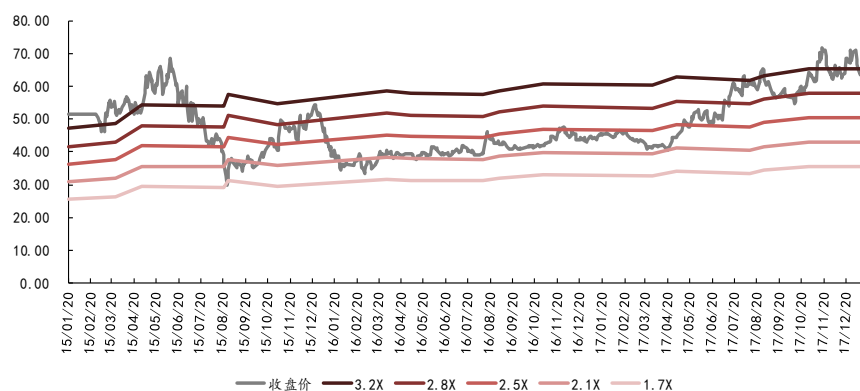
数据来源: Wind, 爱建证券财富管理研究所

图表 33 新华保险 PE 历史走势



数据来源: Wind, 爱建证券财富管理研究所

图表 34 新华保险 PB 历史走势



数据来源: Wind, 爱建证券财富管理研究所

风险提示

- 代理人增速及人均产能低于预期
- 开门红保费收入低于预期
- 利率水平拐点向下
- 监管层政策的不确定性

表格 2 公司盈利预测

单位：亿元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1431.87	1584.53	1461.73	1540.81	1617.85	1779.64
已赚保费	1092.71	1112.20	1115.47	1179.01	1237.96	1361.76
保费业务收入	1098.68	1118.59	1125.60	1197.87	1257.76	1383.54
减：分出保费	4.04	6.90	9.36	12.31	12.92	14.21
投资净收益	330.22	462.23	340.11	357.00	374.85	412.34
公允价值变动净收益	3.24	-0.09	-3.73	1.71	1.79	1.97
其他业务收入	5.40	7.14	5.13	6.67	7.00	7.70
营业支出	1357.96	1471.74	1397.08	1448.03	1470.43	1587.47
退保金	490.26	543.36	437.77	392.88	412.52	453.78
赔付支出	171.21	248.36	397.09	408.35	428.76	471.64
提取保险责任准备金	461.55	401.78	260.77	242.36	192.36	181.59
手续费及佣金支出	76.13	106.69	135.30	172.28	180.89	198.98
管理费用	114.51	128.39	133.22	134.87	141.61	155.77
其他业务成本	35.72	35.33	26.93	32.32	33.94	37.33
资产减值损失	10.24	6.13	13.42	11.73	12.32	13.55
营业利润	73.91	112.79	64.65	92.79	147.43	192.17
利润总额	77.82	117.82	64.82	90.00	140.05	182.56
减：所得税	13.75	31.80	15.39	22.50	35.01	45.64
净利润	64.07	86.02	49.43	67.50	105.04	136.92
每股收益	2.05	2.76	1.58	2.16	3.37	4.39

数据来源：Wind，爱建证券财富管理研究所

注册证券分析师简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内，公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在~5%~+5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在~5%以下。

重要免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券财富管理研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

爱建证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1600号33楼（陆家嘴商务广场）

电话：021-32229888 邮编：200122

网站：www.ajzq.com