

## 转型目标达成，业绩稳扎稳打

### 投资要点

- **业绩总结：**公司 2017 年营业收入 1441.32 亿元，同比下降 1.4%；实现归母净利润 53.83 亿元，同比增长 8.9%；基本每股收益 1.73 元，同比增长 9.5%；归属于母公司股东的加权平均净资产收益率为 8.76%，同比增长 0.31 个百分点。
- **承保端：转型预期目标达成，业务品质改善明显。**经过两年多时间的转型，目前公司保费结构中续期保费占比已经提升至 71%；新单保费当中的期交比例大幅提升至 87%。在公司坚定发展健康保障类险种的背景下，公司新单中的健康险占比较去年大幅提升 14 个百分点，达到 35%。公司保单品质提升明显，全年退保率持续回落，维持在 5.2% 的低位，退保金同比下降 23%；个人寿险业务中的 13 个月和 25 个月的继续率同比均有所改善。在代理人队伍建设方面，公司注重提质增效，减持“先开后兵”的发展路径，先后推出了赋予权、传承权、跨地域业务发展权等一系列激励制度稳定销售骨干。在 2017 年，公司个险营销队伍同比增长 6%，逼近 35 万人；月均举绩率达到 47%。
- **价值端：内含价值稳健增长，新业务价值率持续提升。**公司 2017 年在保费结构、年期机构、产品结构方面持续优化，拉动新业务率快速提升 17.3 个百分点，达到 39.7%。新业务价值率的提升，拉动了公司新业务价值保持 15% 以上的稳健增速。公司 2017 年在有效业务价值的拉动下，内含价值达到 1534.74 亿元，延续了 18.6% 的较快增速。
- **资产端：投资风格稳健多元，非标资产占比提升。**公司 2017 年投资资产达到 6883.15 亿元，同比微增 1.3%。在审慎稳健的配置原则下，公司去年实现总投资收益 346.76 亿元，同比增长 7.4%；总投资收益率上升 0.1 个百分点至 5.2%。公司配置风格多元，其中非标类资产和权益类资产在去年占比得到明显提升，分别达到 35% 和 13.1%，而定期存款和现金类资产占比则大幅下降，巩固了公司的盈利水平。
- **盈利预测与评级。**预计新华保险 2018-2020 年 EPS 分别为 2.12 元、2.55 元、3.08 元，未来三年公司归母净利润将保持 21.35% 的复合增长率，给予公司 2018 年 1.31 倍 PEV 估值，对应目标价 75.32 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**健康险销售或不及预期，代理人举绩率提升或低于预期，资本市场下行或使公司估值和压力面临双重压力。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	144,132.00	161,406.81	180,879.92	202,883.60
增长率	-1.40%	11.99%	12.06%	12.16%
归属母公司净利润 (百万元)	5,383.00	6,603.37	7,956.02	9,620.42
增长率	8.92%	22.67%	20.48%	20.92%
每股收益 EPS (元)	1.73	2.12	2.55	3.08
净资产收益率 ROE	8.45%	9.57%	10.55%	11.31%
PE	28.70	23.39	19.42	16.06
PB	2.42	2.24	2.05	1.82

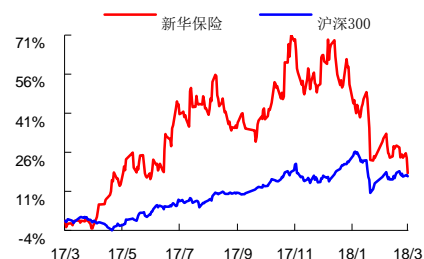
数据来源: Wind, 西南证券

### 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

分析师: 刘嘉玮  
 执业证号: S1250517090005  
 电话: 010-57758570  
 邮箱: ljwei@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)	40.92-71.72
总市值(亿元)	1,544.49
总资产(亿元)	7,102.75
每股净资产(元)	20.42

### 相关研究

1. 新华保险(601336): 坚定转型回归保障, 险种优化价值提升 (2017-11-07)
2. 新华保险(601336): 中报符合预期, 笃定价值转型 (2017-08-30)
3. 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：公司寿险业务保费增速未来三年复合增速保持在 20%以上；新业务价值增速保持在 15%以上；续期保费保持 20%左右的复合增长。

假设 2：公司资产配置风格维持现有结构，整体投资收益保持 10%的复合增速；

假设 3：公司代理人规模保持 10%左右的稳定增长态势，个险代理人举绩率保持稳定，留存率持续提升；保单继续率维持现有水平。

假设 4：公司利差、费差、死差结构无明显变化，现有风险贴现率，投资收益率假设，准备金折现率无明显变化，保单新业务价值率持续稳健提升。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

**表 1：新华保险内含价值增长预测情况（单位：百万元）**

	2017A	2018E	2019E	2020E
经调整的净资产	93210	107192	123270	141761
有效业务价值	60264	72317	86057	101547
内含价值	153474	179508	209327	243308
一年新业务价值	12063	13872	16647	19976
新业务价值倍数	4	4	4	4
新业务价值总和	48252	55490	66588	79905
总精算价值	201726	234998	275915	323213
股本	3120	3120	3120	3120
每股内含价值	49.19	57.53	67.09	77.98
PEV 估值	1.31	1.31	1.32	1.33
每股精算价值	64.66	75.32	88.43	103.59

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）	2017A	2018E	2019E	2020E	资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	144132.00	161406.81	180879.92	202883.60	货币资金	8813.00	9694.30	9209.59	9670.06
已赚保费	107928.00	121958.64	137813.26	155728.99	交易性金融资产净值	6322.00	8107.33	7512.22	7710.59
加：投资净收益	35649.00	38500.92	42351.01	46586.11	应收保费	1846.00	1739.00	1774.67	1762.78
加：公允价值变动净收益	124.00	180.00	-19.50	-22.13	应收利息	9664.00	8027.33	8572.89	8391.04
加：汇兑净收益	-321.00	153.00	102.33	-21.89	应收分保账款	720.00	864.00	559.67	714.56
其他业务收入	513.00	614.25	632.81	612.52	买入返售金融资产净值	2322.00	3250.80	4551.12	6371.57
减：退保金	33906.00	32210.70	33499.13	35174.08	可供出售金融资产净值	320385.00	362035.05	409099.61	458191.56
减：赔付支出	38379.00	44519.64	51197.59	59901.18	持有至到期投资净值	206321.00	226953.10	238300.76	250215.79
加：摊回赔付支出	1965.00	817.33	1030.11	1270.81	投资性房地产净值	4741.00	6163.30	7395.96	8135.56
减：保险责任准备金	30876.00	37051.20	40756.32	44831.95	长期股权投资净值	4896.00	5385.60	5654.88	5937.62
加：摊回保险责任准备金	-1296.00	-193.00	-210.00	-273.20	固定资产净值	8517.00	10050.06	11859.07	13993.70
减：营业税金及附加	169.00	177.55	198.97	223.17	在建工程净值	0.00	200.00	240.00	248.00
减：手续费及佣金支出	15905.00	19086.00	22903.20	26338.68	无形资产净值	1831.00	1922.55	2018.68	2119.61
减：业务管理费用	14050.00	15817.87	17545.35	19273.94	定期存款	79845.00	39718.55	37732.62	38394.60
加：摊回分保费用	241.00	222.00	228.33	226.22	其他资产	643.00	785.67	809.44	801.52
减：其他业务成本	2693.00	3500.90	4201.08	4621.19	资产差额	55101.00	28964.17	14482.08	17134.93
减：资产减值损失	1101.00	1078.00	1031.60	1033.12	资产总计	710275.00	747338.21	797164.07	871228.79
营业利润	7501.00	8811.29	10595.13	12710.13	卖出回购金融资产款	19925.00	23910.00	26301.00	27616.05
加：营业外收入	22.00	246.80	294.96	260.15	预收保费	3042.00	2038.05	2201.09	2377.18
减：营业外支出	193.00	133.27	137.36	141.72	应付职工薪酬	2522.00	3026.40	3631.68	4358.02
利润总额	7330.00	8924.82	10752.74	12828.55	应交税费	1551.00	1736.89	1946.44	2183.22
减：所得税	1946.00	2320.45	2795.71	3207.14	应付赔付款	2950.00	3588.88	4055.43	4582.64
净利润	5384.00	6604.37	7957.02	9621.42	保户储金及投资款	29820.00	31609.20	33821.84	36189.37
减：少数股东损益	1.00	1.00	1.00	1.00	未到期责任准备金	1164.00	1344.00	1545.60	1761.98
归属母公司净利润	5383.00	6603.37	7956.02	9620.42	未决赔款准备金	640.00	992.40	1051.94	1115.06
总股本	3120	3120	3120	3120	寿险责任准备金	502493.00	538706.48	565641.80	610893.15
EPS(当前股本)	1.73	2.12	2.55	3.08	长期健康险责任准备金	38931.00	59181.72	69834.43	82404.63
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	应付债券	4000.00	7333.33	6222.22	6592.59
PE	28.70	23.39	19.42	16.06	独立账户负债	251.00	245.00	249.50	240.63
PB	2.42	2.24	2.05	1.82	负债总额	646552.00	678348.19	721712.47	786121.42
PS	1.07	0.96	0.85	0.76	归属母公司股东权益合计	63715.00	68981.02	75441.60	85096.38

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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	021-68416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@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
	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