

坚持健康险转型，最具弹性的纯寿险标的

——新华保险（601336）深度报告

增持（首次）

日期：2018 年 07 月 17 日

	2017A	2018E	2019E	2020E
新业务价值（亿元）	121	106	119	139
增速	15.4%	-12.2%	12.3%	16.9%
内含价值（亿元）	1535	1686	1882	2114
增速	18.6%	9.9%	11.6%	12.3%
每股内含价值（元）	49.19	54.05	60.32	67.76
PEV	0.90	0.82	0.73	0.65
保费收入（亿元）	1093	1223	1375	1556
增速	-2.9%	11.9%	12.4%	13.2%
归母净利润（亿元）	54	78	97	120
增速	8.9%	45.7%	24.2%	23.0%
每股盈利（元）	1.73	2.51	3.12	3.84
PE	25.61	17.57	14.14	11.50
ROE	8.8%	11.9%	13.5%	14.8%

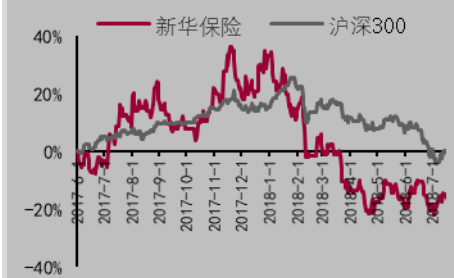
投资要点：

- **坚持“健康人海”队伍策略，业务结构加速改善：**1、新华保险 2016 年将营销员渠道和服务经营渠道整合为“个险渠道”，转型进一步提速，个险渠道保费增速提升至 20% 左右，而银保渠道则加快收缩，2016、2017 年增速分别为 -23.7%、-47.2%，到 2017 年末，个险渠道保费占比已经达到 80%；2、队伍建设上坚持“健康人海”转型，提出高举绩、高产能、高留存“三高”队伍建设，2017 年月均举绩人力达到 15.1 万人，月均举绩率保持在 50% 左右，人均期交产能在 2015-2017 年每年增长率均超过 10%；3、受益于个险队伍规模和产能的快速成长，个险新单期交从 2013 年的 71 亿增长至 2017 年的 214 亿。
- **坚持发展高价值业务，公司价值创造能力不断改善：**1、十年交占比快速提升至接近 60%，其中个险十年交占新单比例已接近 80%，健康险在新单保费中占比从 2014 年的 11.9% 提升至 2017 年的 35.1%；2、受益于业务结构的快速改善，新业务价值率逐年攀升，2014 年仅为 11.5%，2017 年达到 39.7%，已经略超平安寿险和太保寿险；3、新业务价值增速则在 2016 年达到高点后出现回落，2017 年同比增长 15.4%，预计 2018 年新业务价值将受新单期交增长不理想影响出现负增长，内含价值增速也将有所下降。但 2019 年开始个险人力增速有望回升，支撑健康险业务加快发展，推动新业务价值和内含价值实现较快增长。
- **盈利预测与投资建议：**1、核心假设：个险队伍规模未来三年增速

基础数据

收盘价（元）	44.18
市净率（倍）	2.10
流通市值（亿元）	921.35
每股净资产（元）	20.99
每股经营现金流（元）	-0.16
毛利率（%）	7.85
净资产收益率（%）	4.04
资产负债率（%）	90.93
总股本（万股）	311,955
流通股（万股）	208,544

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所

分析师：缴文超

执业证书编号：S0270518030001

电话：010-66060126

邮箱：jiaowc@wlzq.com

研究助理：喻刚

电话：010-66060126

邮箱：yugang@wlzq.com.cn

研究助理：张译从

电话：010-66060126

邮箱：zhangyc1@wlzq.com.cn

研究助理：孔文彬

电话：021-60883489

邮箱：kongwb@wlzq.com.cn

0%/5%/10%，人均期交产能受宏观环境和 134 号文影响在 2018 年有所下降，之后逐渐提升，业务结构和新业务价值率与 2017 年基本持平，投资收益率按照内含价值评估远端假设 5% 计算；2、财务预测结果：2018-2020 年 NBV、EV 增速分别为 -12.2%/12.3%/16.9%、9.9%/11.6%/12.3%，每股内含价值 54.05/60.32/67.76 元，对应 PEV 倍数仅为 0.82/0.73/0.65；2018-2020 年每股净利润分别为 2.51/3.12/3.84 元，对应 PE 为 17.57/14.14/11.50，ROE 将提升至 10% 以上；3、估值与投资建议：总体来看，我们给予新华保险 2018 年 1-1.2 倍 PEV，按均值 1.1 倍计算，估值为 1855 亿元，对应每股价格 59.5 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

- **风险因素：**人力发展不及预期、保障型业务销售不及预期、投资风险。

目录

1、深耕寿险产业链，公司实力不断壮大	5
1.1 老牌险企，产业链不断延伸	5
1.2 汇金控股的股份制结构	5
1.3 积极转型，公司实力不断壮大	7
1.3.1 主动转型，市场份额有所下降	7
1.3.2 总资产突破 7000 亿大关，净资产稳健增长	7
1.3.3 资本实力强劲，偿付能力充足率较高	8
2、业务结构快速改善，价值创造能力迅速提升	9
2.1 个险保持中高速增长，银保规模型业务快速下降	9
2.2 坚持高质量队伍发展，积极打造三高队伍	10
2.3 个险期交快速发展，业务品质有所改善	11
2.4 核心价值业务快速增长，占比逐渐提升	12
2.5 新业务价值实现倍增，价值率飙升至行业领先水平	14
2.6 内含价值与剩余边际增速较快，为未来利润奠定坚实基础	15
3、投资资产规模增速放缓，投资收益率表现稳健	16
3.1 主动转型致近年现金流入减少，投资资产增速放缓	16
3.2 资产配置相对激进，非标投资评级较高	16
3.3 投资收益率稳定，有效支撑内含价值长期投资假设	17
4、2018 年行业发展趋势及展望	19
4.1 保险保障需求远未充分释放，寿险保费逐月改善趋势将延续	19
4.2 人力增速将进一步放缓，队伍留存和效能提升是关键	20
4.3 新单期交增长承压，但保障型业务有望实现较快增长	21
4.4 股市下跌影响中期业绩，折现率上行有利于准备金释放	22
5、财务预测与估值	23
5.1 核心假设及财务预测	23
5.2 公司估值与投资建议	24
图 1. 新华保险历史沿革和发展历程	5
图 2. 新华保险主要业务板块	5
图 3. 新华保险股权结构	6
图 4. 新华保险保费收入及市场份额	7
图 5. 新华保险总资产及增长率	7
图 6. 新华保险净资产及 ROE	7
图 7. 新华保险偿付能力充足率	8
图 8. 新华保险个险渠道和银保渠道保费收入	9
图 9. 新华保险保费收入渠道结构	9
图 10. 新华人寿个险渠道保费收入及增速	10
图 11. 主要寿险公司个险渠道保费收入占比	10
图 12. 新华保险个险规模人力及增速	10
图 13. 主要寿险公司 2017 年个险规模人力及增速	10
图 14. 新华保险月均举绩人力和举绩率	11
图 15. 新华保险月人均期交产能及增速	11
图 16. 新华保险期交保费及增速	11
图 17. 新华保险保费收入结构	11

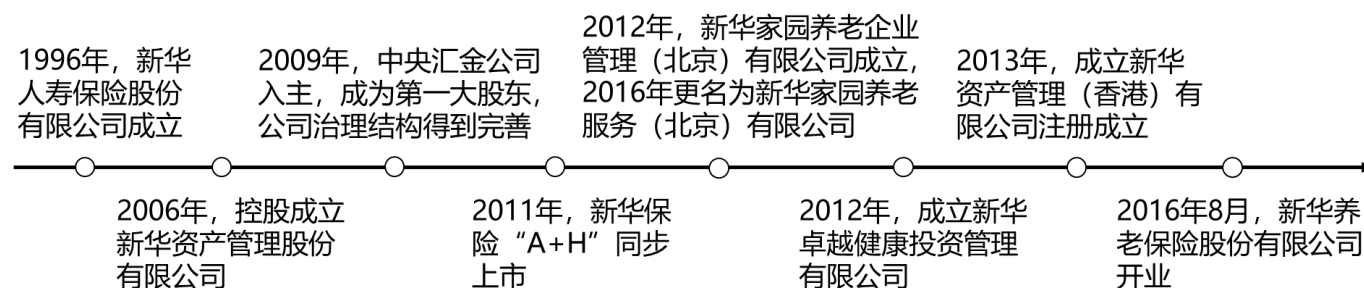
图 18. 新华保险个险和银保新单期交及增速	12
图 19. 新华保险个险新单期交及占新单比例	12
图 20. 新华保险十年及以上新单期交	13
图 21. 新华保险个险渠道十年及以上新单期交	13
图 22. 新华保险健康险新单保费及占比	13
图 23. 新华保险新业务价值及增速	14
图 24. 新华保险新业务价值率与业务结构	14
图 25. 主要寿险公司历年新业务价值率	14
图 26. 新华保险内含价值及增速	15
图 27. 新华保险 2016、2017 年剩余边际余额	15
图 28. 新华保险经营活动现金流及占保费收入比例	16
图 29. 新华保险总投资资产及增速	16
图 30. 新华保险投资资产配置情况	17
图 31. 新华保险股权型金融资产规模及股基占比	17
图 32. 新华保险非标投资规模及 AAA 级占比	17
图 33. 新华保险存款债权利息及股权股息红利及占总投资收益比例	18
图 34. 主要上市公司投资收益率	18
图 35. 我国保险密度和保险深度	19
图 36. 2016 年亚洲主要国家和地区保险密度和保险深度	19
图 37. 人身险原保费收入及增速	20
图 38. 健康险原保费收入及增速	20
图 39. 保险行业营销员数量及增速	20
图 40. 主要寿险公司个险渠道人力增速	20
图 41. 寿险行业新单期交增速与规模人力增速	21
图 42. 750 日移动平均 10 年期国债到期收益率趋势	22
图 43. 主要寿险公司静态 PEV 历史数据	24
 表 1. 2017 年 12 月 31 日新华保险前十大股东	 6
表 2. 核心指标预测结果	23

1、深耕寿险产业链，公司实力不断壮大

1.1 老牌险企，产业链不断延伸

经国务院、中国人民银行批准，新华人寿保险股份有限公司（以下简称“新华保险”）于1996年9月正式成立，总部位于北京，是一家全国性专业化的大型寿险公司，2011年实现“A+H”同步上市。

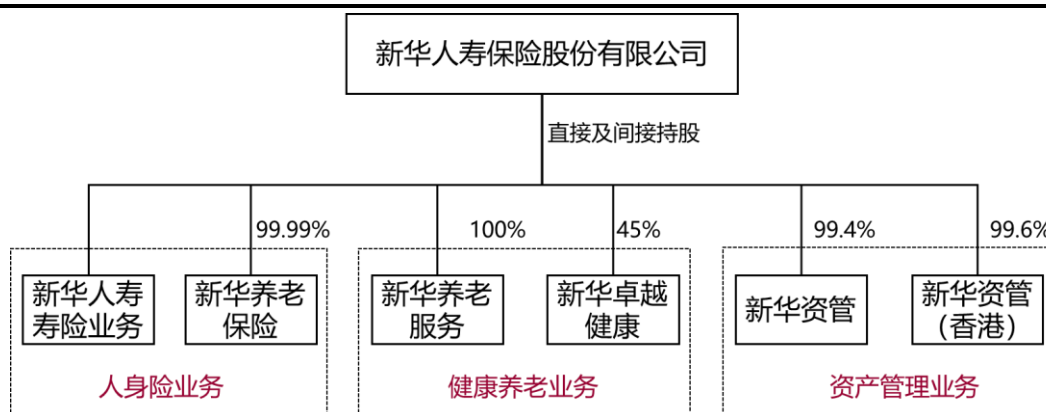
图1. 新华保险历史沿革和发展历程



数据来源：公司公告、万联证券研究所

经过22年的发展，新华保险旗下业务主要分为人身险、健康养老、资产管理业务三大业务板块，拥有人寿保险、养老保险、养老服务、健康管理、资产管理等经营主体，寿险产业链不断延伸。银保监会官网披露数据显示，2017年新华人寿实现原保费收入1092.94亿元，市场份额4.2%，较前几年有所下降，主要原因是公司主动谋求转型，收缩银保渠道规模型低价值保费规模。

图2. 新华保险主要业务板块



数据来源：公司公告、万联证券研究所

1.2 汇金控股的股份制结构

2017年末，新华保险注册资本31.2亿元，其中A股股本20.9亿股，占比66.9%，H股股本10.3亿股，占比33.1%。截至2017年12月31日，新华保险主要股东为中央汇金公司、中国宝武集团和证金公司，分别持股31.34%、12.09%、2.86%，其中中央汇金公司自2009年入主以来股权比例一直维持在30%以上，为公司控股股东。

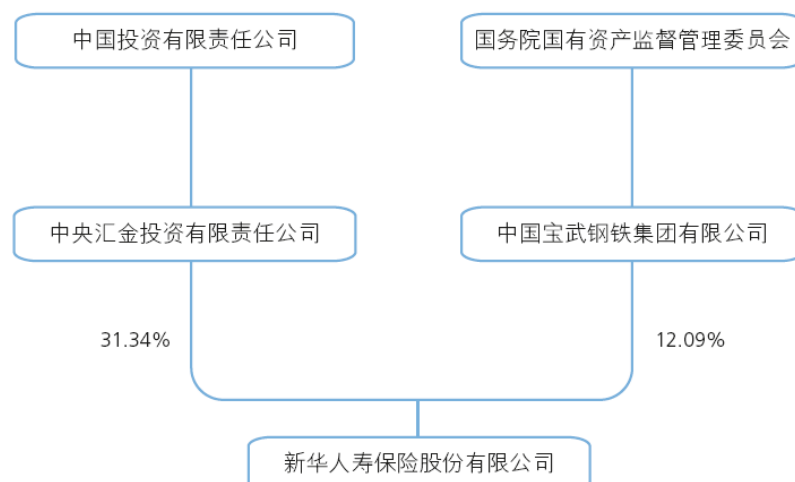
表1. 2017年12月31日新华保险前十大股东

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	香港中央结算(代理人)有限公司	1,033,884,456	33.14
2	中央汇金投资有限责任公司	977,530,534	31.34
3	中国宝武钢铁集团有限公司	377,162,581	12.09
4	中国证券金融股份有限公司	89,157,977	2.86
5	中央汇金资产管理有限责任公司	28,249,200	0.91
6	北京市太极华青信息系统有限公司	18,200,000	0.58
7	全国社保基金一一三组合	15,649,758	0.50
8	全国社保基金一零八组合	10,705,567	0.34
9	交通银行股份有限公司-华安策略优选混合型证券投资基金	9,383,353	0.30
10	汇添富基金-工商银行-汇添富-添富牛53号资产管理计划	7,538,697	0.24
	合 计	2,567,462,123	82.30

数据来源：wind、万联证券研究所

2017年年报显示，中央汇金公司的控股股东为中投公司，中国宝武集团的控股股东为国务院国资委，公司无虽不是公司的股东，但通过投资关系、协议或者其他安排，能够实际支配公司行为的人，新华保险无实际控制人。

图3. 新华保险股权结构



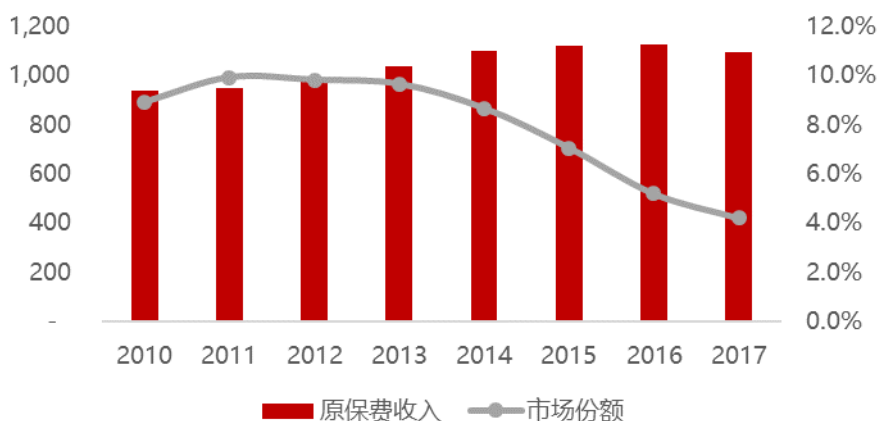
数据来源：公司公告、万联证券研究所

1.3 积极转型，公司实力不断壮大

1.3.1 主动转型，市场份额有所下降

新华保险坚持寿险主业22年，新华人寿的寿险业务一直是其核心业务，2013年以前新华人寿保费规模维持在较高水平，市场份额接近10%，处于行业第一梯队。2014年起，新华保险坚持以价值为核心的经营思路，逐渐控制低价值保费规模，2015-2017年更是加快转型步伐，几乎将银保趸交保费压缩至零规模，公司业务结构快速改善，但放弃规模保费导致市场份额逐年下滑，2017年仅为4.2%。

图4. 新华保险保费收入及市场份额



数据来源：银保监会、万联证券研究所

1.3.2 总资产突破7000亿大关，净资产稳健增长

受益于寿险业务稳定增长，新华保险在2014年以前经营现金流呈现持续流入状态，在此期间总资产快速增长，但在2015年加快转型步伐后，公司现金流入减少，总资产增速放缓至个位数，2017年末为7103亿元，首次突破7000亿大关。

图5. 新华保险总资产及增长率

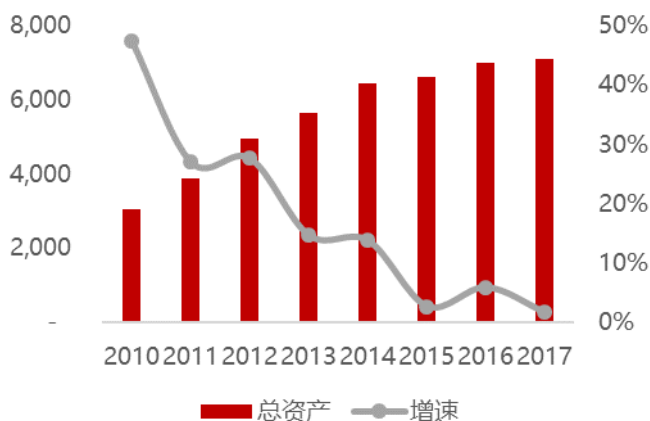
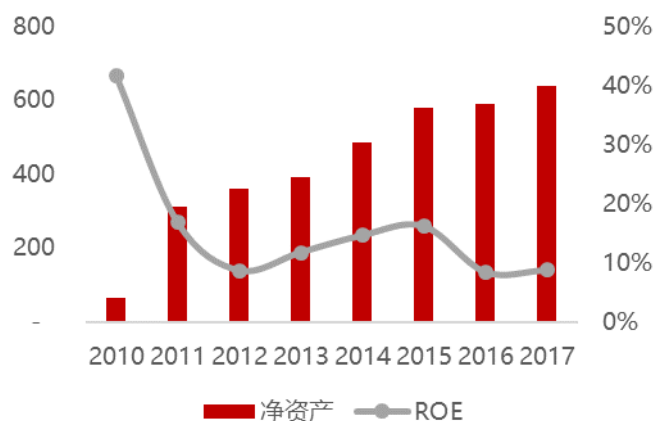


图6. 新华保险净资产及ROE



数据来源：公司公告、万联证券研究所

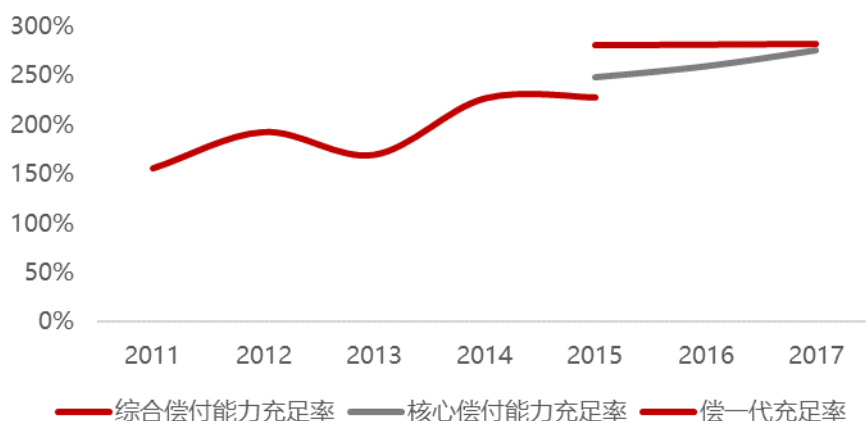
数据来源：公司公告、万联证券研究所

新华保险盈利能力稳健，2010-2017年年均加权平均ROE超过15%，利润的持续实现推动净资产稳定增长，截至2017年末，新华保险归母公司所有者权益达到637亿元。

1.3.3 资本实力强劲，偿付能力充足率较高

新华人寿自2011年起偿付能力充足率逐年稳步提升，2015年末达到227%，偿二代实施后，受益于良好的业务结构，其2015年末充足率提升至281%，近两年较为稳定，核心偿付能力充足率从2015年末的249%提升至2017年末的276%，远远高于监管要求。

图7. 新华保险偿付能力充足率



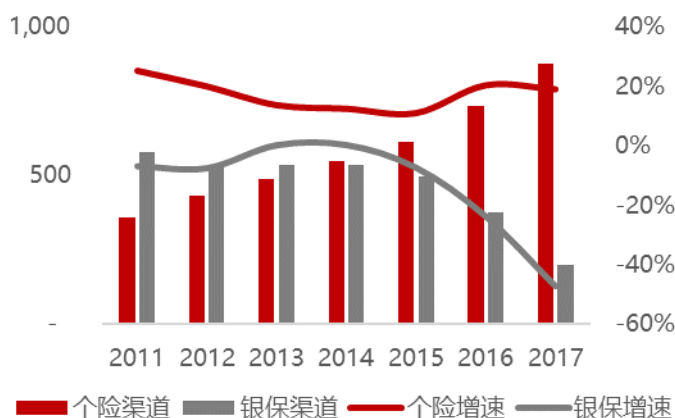
数据来源：公司公告、万联证券研究所

2、业务结构快速改善，价值创造能力迅速提升

2.1 个险保持中高速增长，银保规模型业务快速下降

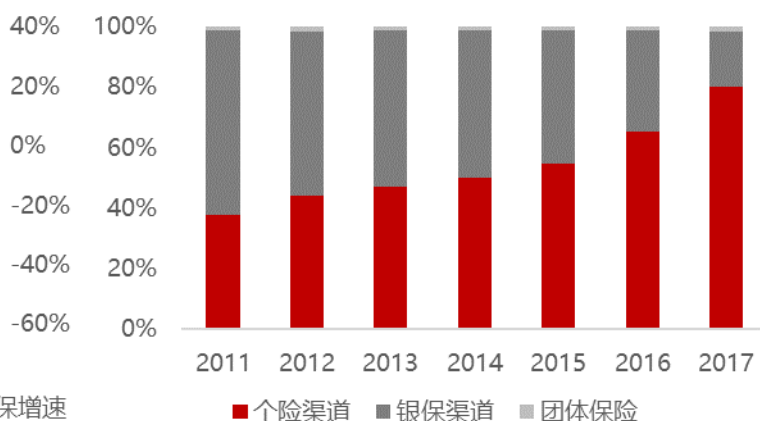
个险和银保渠道增速分化。新华保险个险渠道始终保持正增长，2011-2015年增速呈逐年下降趋势，2011年增速为25%，2015年降至11.1%，但增速一直保持两位数以上。银保渠道保费规模自2011年起较为稳定，增速表现为小幅负增长或微正增长。从渠道占比看，个险渠道2011年保费占比仅为37.8%，之后逐年提升，2015年提升至54.6%。

图8. 新华保险个险渠道和银保渠道保费收入



数据来源：公司公告、万联证券研究所

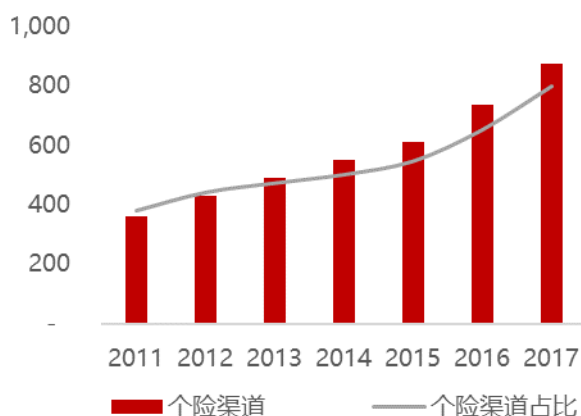
图9. 新华保险保费收入渠道结构



数据来源：公司公告、万联证券研究所

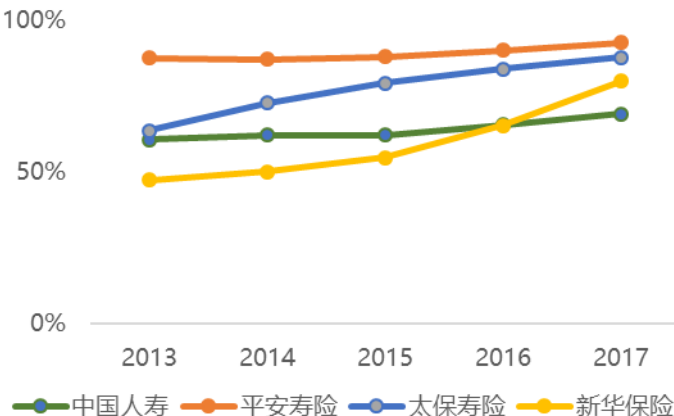
将服务经营渠道整合到个险渠道，加快转型步伐。2016年，为加强渠道专业化建设，提升管理效能，由于原有保险营销员渠道与服务经营渠道在销售方式、客户群体及管理模式等方面的一致性，新华保险将两条渠道整合为“个险渠道”，转型进一步提速。2016年起，个险渠道保费增速提升至20%左右，而银保渠道则加快收缩，2016、2017年增速分别为-23.7%、-47.2%，到2017年末，个险渠道保费占比已经达到80%，在主要同业中已经超越国寿。

图10. 新华人寿个险渠道保费收入及增速



数据来源：公司公告、万联证券研究所

图11. 主要寿险公司个险渠道保费收入占比



数据来源：公司公告、万联证券研究所

2.2 坚持高质量队伍发展，积极打造三高队伍

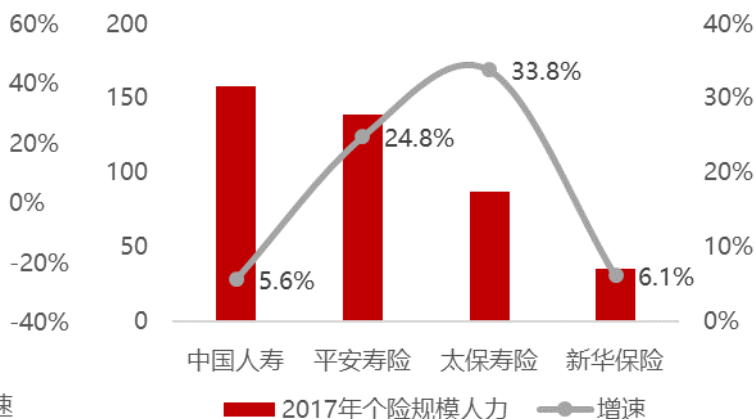
拒绝低效率人海路线，规模人力增速相对较低。新华保险在队伍建设上坚持“健康人海”转型，与行业主流的“抢人”模式相比，规模人力增速相对较低。自2013年起，新华保费人力增速仅在2015年略微超越行业，其余年份均落后行业增速，尤其在2016、2017年，行业增速达到39.5%/22.8%，但新华保险仅有9.0%/6.1%，2017年增速仅略高于高基数的国寿，与太保寿险和平安寿险增速差距较大。

图12. 新华保险个险规模人力及增速



数据来源：公司公告、万联证券研究所

图13. 主要寿险公司2017年个险规模人力及增速



数据来源：公司公告、万联证券研究所

坚持“健康人海”转型，打造“三高”队伍。2015年提出深化“健康人海”转型，通过基本法引导，不断完善培训体系助推队伍发展；2016年，个险渠道围绕“两高”队伍建设，通过强化基础管理和基本法执行，促进举绩率和产能持续提升；2017年提出高举绩、高产能、高留存“三高”队伍建设，实

施“高中层稳定，底层适度流动”的发展策略，持续推动赋予权、传承权、跨地域业务发展权“三权”落地，推进高质量队伍建设。过去三年，新华保险月均举绩人力稳定增长，2017年达到15.1万人，月均举绩率保持在50%左右，2017年为47%。月人均期交产能实现较快增长，2014年仅有3755元/人月，2017年提升至5265元/人月，每年增长率均超过10%。

图14. 新华保险月均举绩人力和举绩率

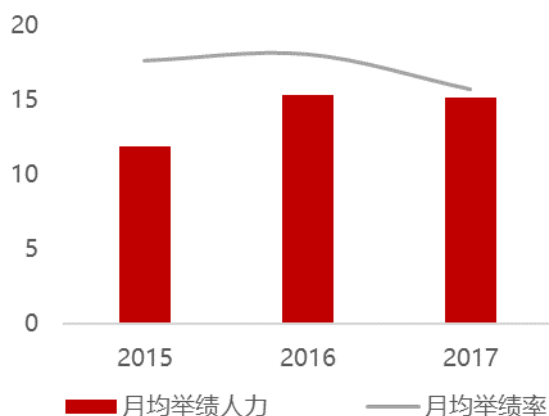
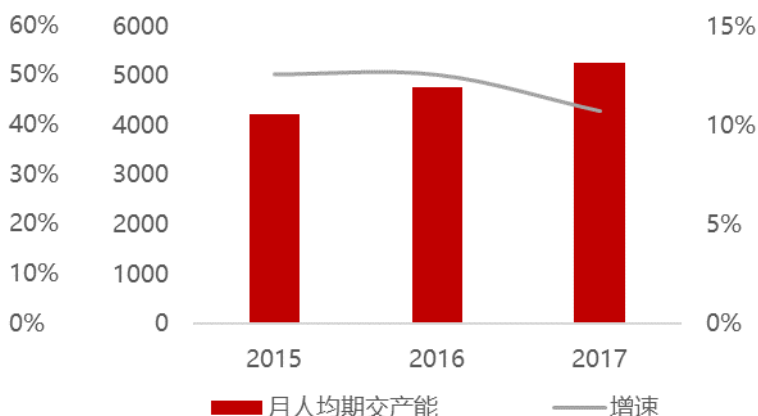


图15. 新华保险月人均期交产能及增速



数据来源：公司公告、万联证券研究所

数据来源：公司公告、万联证券研究所

2.3 个险期交快速发展，业务品质有所改善

期交保费重回高增长，占比高达96.3%。2015年之前，新华保险银保渠道续期保费受期交保费期限较短影响难以维持增长，出现持续下滑，导致总体期交保费增速不断下降，2014、2015年降至负增长。2016年开始，受益于个险渠道期交保费的快速增长，新华保险期交保费重回接近20%的高增长，随着趸交保费快速收缩，期交占比在2017年已经高达96.3%。

图16. 新华保险期交保费及增速

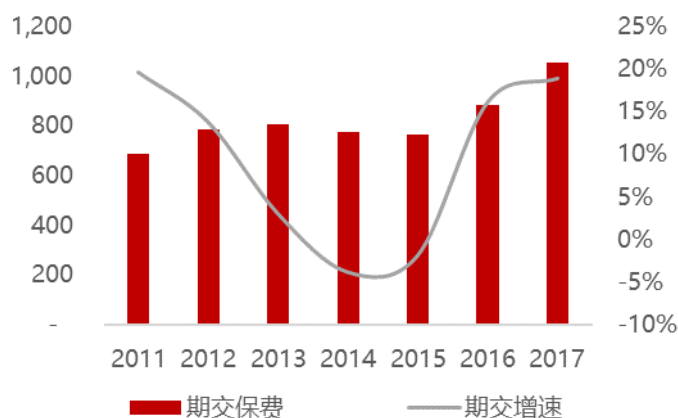
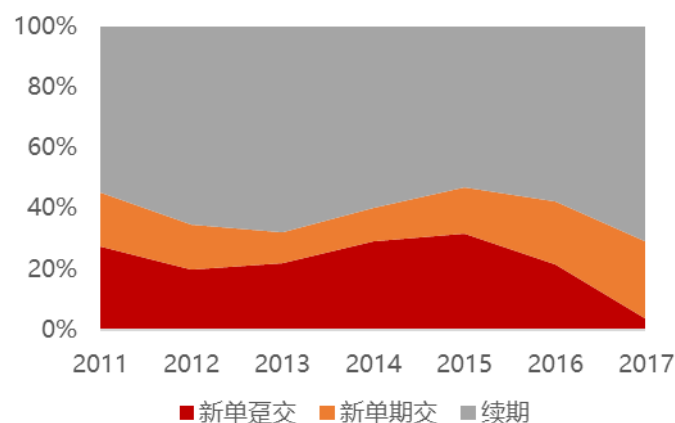


图17. 新华保险保费收入结构

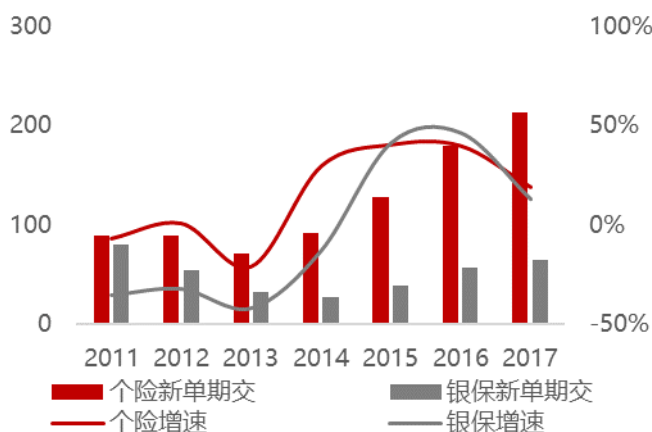


数据来源：公司公告、万联证券研究所

数据来源：公司公告、万联证券研究所

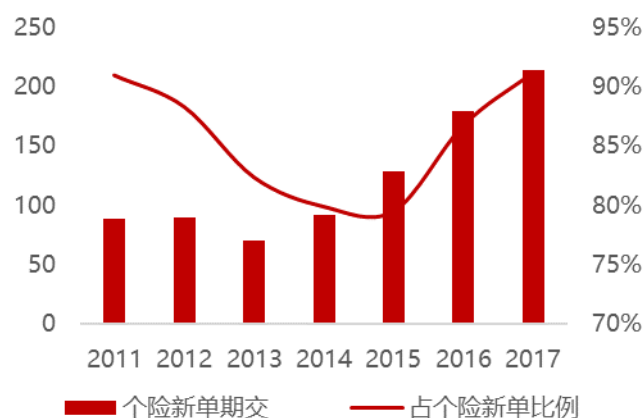
个险新单期交快速增长，占个险新单比例超过90%。2013年之前，新华保险新单期交增速一直较低，虽然个险渠道稍好于银保渠道，但增速主要处于负增长区间。2014年开始，个险新单期交业务明显提速，增速达到29.4%，2015年起受益于个险队伍规模和产能的快速成长，高增长持续至2017年，2014-2017年复合增速超过30%，使得个险新单期交从2013年的71亿增长至2017年的214亿，三倍于2014年。受益于过去几年新单期交的快速增长，且逐渐压缩趸交业务，个险新单期交占渠道新单比例在2016年快速回升，2017年达到91.2%，重新超过90%，为2011年以来新高，逐渐形成以期交为主的个险发展模式。

图18. 新华保险个险和银保新单期交及增速



数据来源：公司公告、万联证券研究所

图19. 新华保险个险新单期交及占新单比例



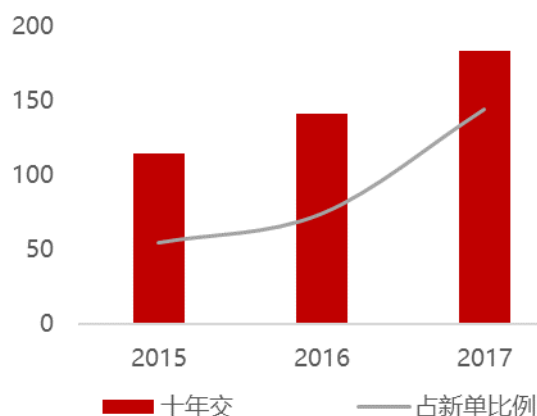
数据来源：公司公告、万联证券研究所

2.4 核心价值业务快速增长，占比逐渐提升

十年交占比快速提升至接近60%，其中个险十年交占新单比例已接近80%。

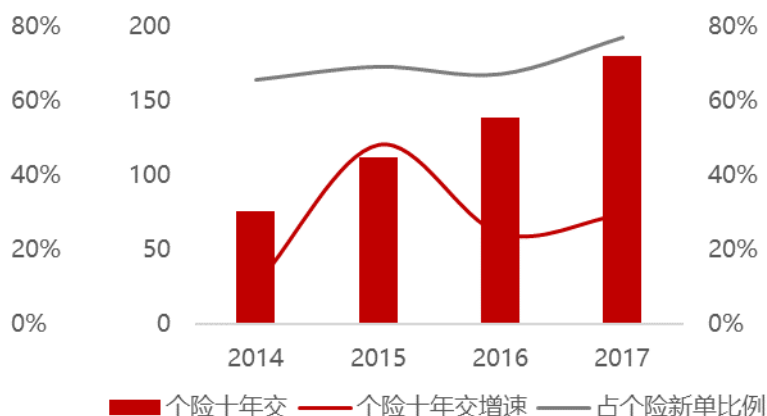
新华保险坚持发展长期期交业务，2015年十年及以上新单期交为115亿，2017年达到183亿，另外受益于趸交保费快速下降，占新单保费的比例则从21.9%快速提升至57.5%，已经超越近年来实现良好转型的太保寿险。如果单看个险渠道，十年交占比仍在稳定提升，2014年个险新单中十年交占比已经高达65.8%，经过前三年的快速增长，占比继续提升至77.1%。

图20. 新华保险十年及以上新单期交



数据来源：公司公告、万联证券研究所

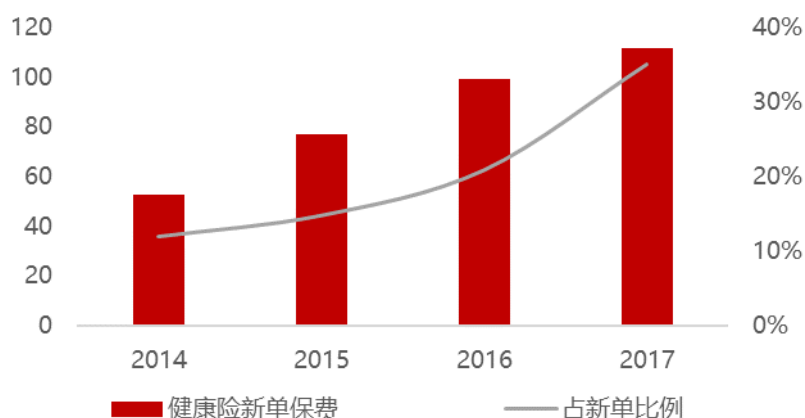
图21. 新华保险个险渠道十年及以上新单期交



数据来源：公司公告、万联证券研究所

健康险在新单保费中占比达到35%。从产品策略看，新华保险坚持主打健康险：2015年9月推出新产品健康无忧两个月实现新单保费收入14.52亿元，成为公司历史上在短期内销量最多的保障型产品，带动了产品转型；。2016年又集中开发了一系列市场领先的保障类产品，其中，“健康无忧”系列产品全年实现首年保费65亿元，在市场众多重疾险产品中占据领军地位，“多倍保”产品在市场上引发了强烈反响和争相模仿。未来，新华保险将持续推动健康险发展，并把附加险作为新的业务增长点，通过附加险与主险的组合为客户提供全方位的风险保障。2014年新华保险健康险新单保费仅有53亿元，占新单比例为11.9%，到2017年，健康险新单保费达到112亿元，三年实现翻倍，占新单保费比例也快速提升至35.1%。

图22. 新华保险健康险新单保费及占比

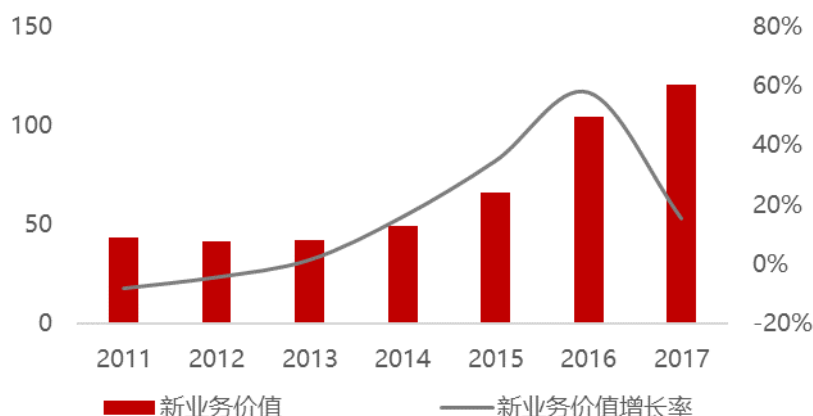


数据来源：公司公告、万联证券研究所

2.5 新业务价值实现倍增，价值率飙升至行业领先水平

新业务价值持续高增长后增速出现回落。由于2014年开始新单期交快速增长，且增速在2016年达到高点，同时十年及以上新单期交和健康险也保持相似趋势，作为结果性指标，新华保险的新业务价值也从2014年开始进入高速增长通道。2013年新业务价值仅有42亿，且之前几年一直停滞不前，2014年起，增长率提升至16%，2016年高达57.8%，到2017年，新业务价值达到121亿，是2013年的3倍。2017年受人力增速相对较慢影响，新单期交增速明显回落，特别是健康险增速降至13%，导致新业务价值增速较2016年明显放缓。

图23. 新华保险新业务价值及增速



数据来源：公司公告、万联证券研究所

新业务价值率快速提升至行业领先水平。2014年新华保险新业务价值率仅为11.5%，健康险在新单中的占比只有11.9%，随着健康险快速发展，到2017年健康险占新单比例提升至35.1%，新业务价值率也随之提升，2017年达到39.7%，已经达到一直坚持价值经营的平安寿险，也略微超越成功实现大个险价值转型的太保寿险。

图24. 新华保险新业务价值率与业务结构

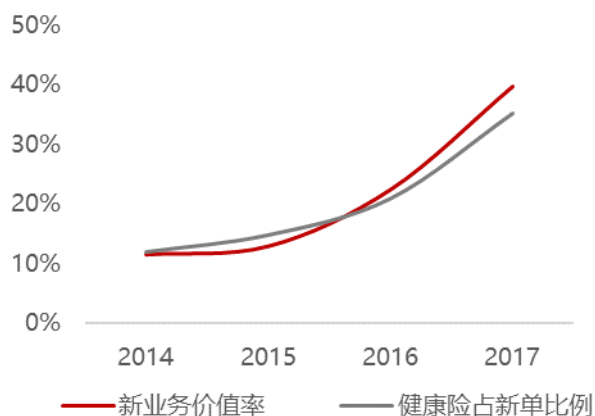
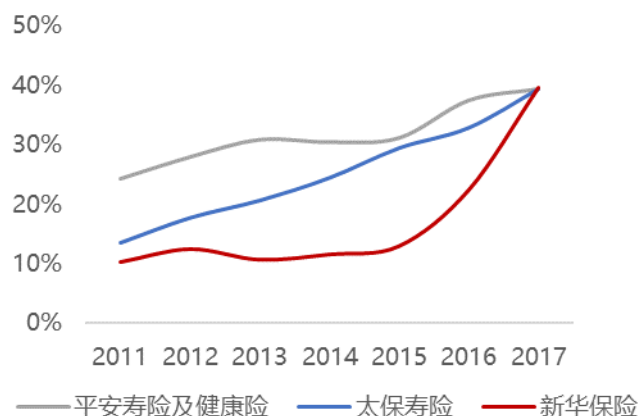


图25. 主要寿险公司历年新业务价值率



数据来源：公司公告、万联证券研究所

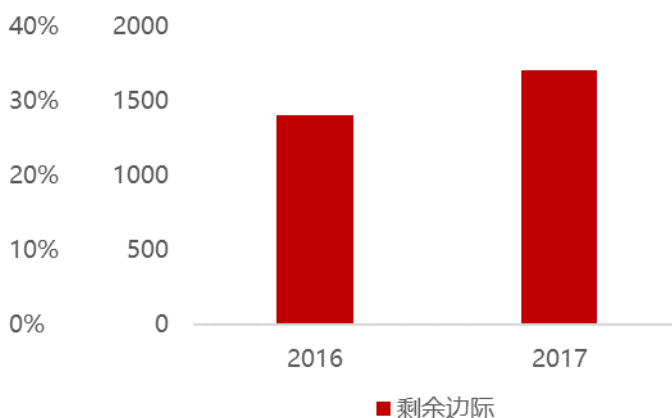
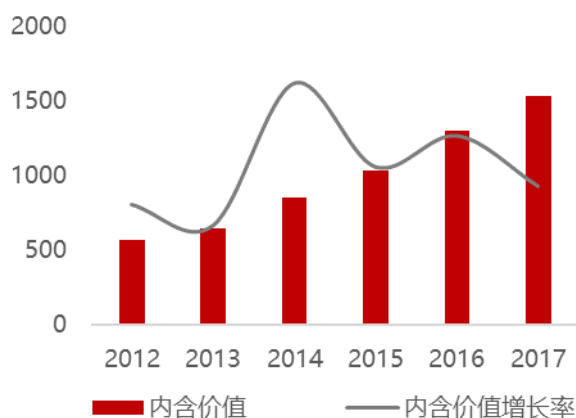
数据来源：公司公告、万联证券研究所

2.6 内含价值与剩余边际增速较快，为未来利润奠定坚实基础

新业务价值的持续快速增长推动新华保险有效业务价值保持较快增速，2017年末达到603亿元，同比增长25.2%。同时，新华保险实现持续盈利使得净资产稳健增长，进而推动内含价值保持中高速增长，2012-2017年复合增长率超过20%，2017年末新华保险内含价值为1535亿元，同比增长18.6%。

图26. 新华保险内含价值及增速

图27. 新华保险2016、2017年剩余边际余额



数据来源：公司公告、万联证券研究所

数据来源：公司公告、万联证券研究所

剩余边际 (Residual Margin) 的本质是存量业务尚未实现的利润 (税前)，其含义与有效业务价值类似，虽然在折现率、精算假设、资本成本、税收等因素上有所差异，但均代表存量业务未来即将给公司带来的价值。2017年末，新华保险剩余边际余额达到1704亿元，同比增长20.9%。在现行会计准则下，剩余边际的稳定释放是寿险公司利润的重要来源，新华保险剩余边际余额的快速增长为公司未来持续实现较高利润奠定了良好基础。

3、投资资产规模增速放缓，投资收益率表现稳健

3.1 主动转型致近年现金流入减少，投资资产增速放缓

2013年之前，新华保险每年经营活动现金流均超过500亿元，但从2014年起，受保费增速下降影响，现金流入快速下降，2015年加快转型后，经营活动现金流更是急剧下降至100亿以下，占保费收入比例也不超过10%。随着趸交包袱完全甩掉后，预计新华保险现金流状况2018年开始将明显好转。

图28. 新华保险经营活动现金流及占保费收入比例

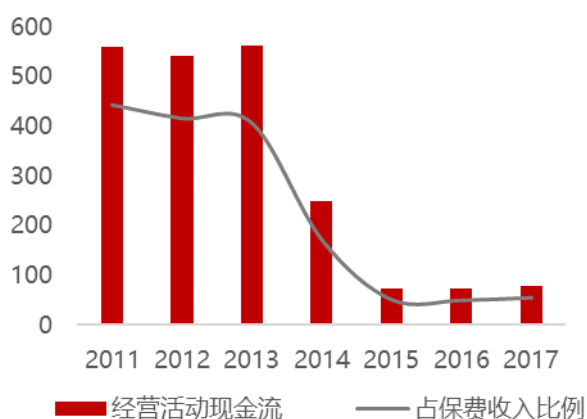
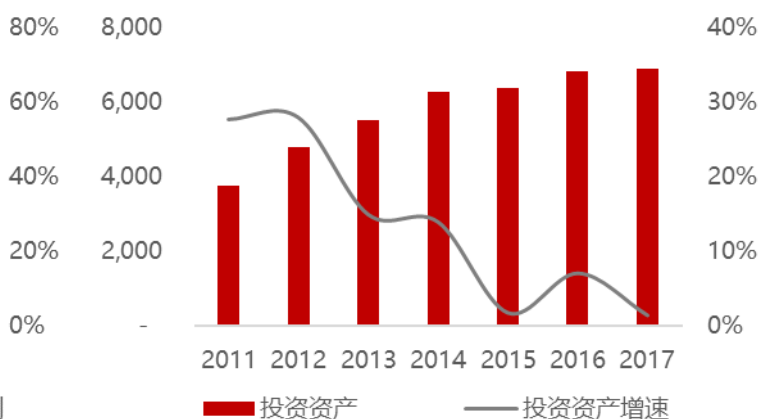


图29. 新华保险总投资资产及增速



数据来源：公司公告、万联证券研究所

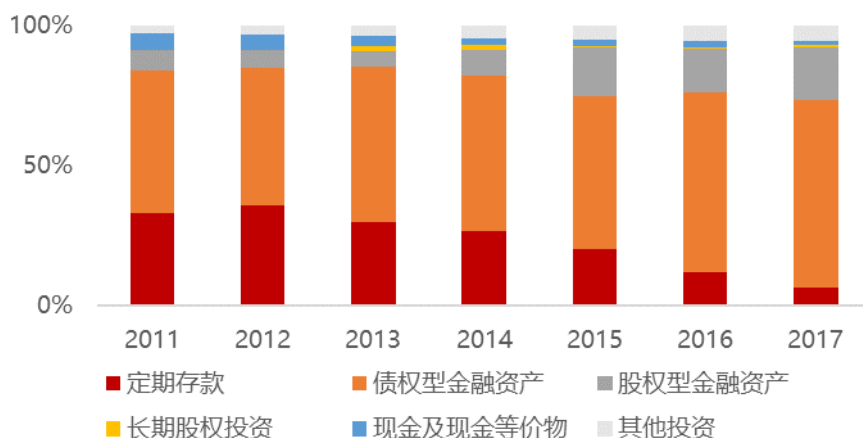
数据来源：公司公告、万联证券研究所

体现在投资资产规模上，新华保险2012年投资资产增速高达28%，但从2013年起增速便开始下降，2014年首次超过6000亿元，达到6257亿元，但2015-2017年连续三年增速不超过10%，2017年仅有1.3%，投资资产规模为6883亿元，未能超越7000亿。

3.2 资产配置相对激进，非标投资评级较高

从资产配置看，新华保险投资风格相对激进，定期存款与债权型金融资产合计占比2014年之前一直超过80%，2015年开始加大股权型金融资产配置后逐渐下降，2017年末定期存款占比6.1%，债权型金融资产占比67.3%。从内部结构看，2012年开始大量定期存款转为债权型金融资产，其中主要为非标债权资产，定期存款比例从2012年的35.9%降至2017年末的6.1%，低于行业平均水平。

图30. 新华保险投资资产配置情况



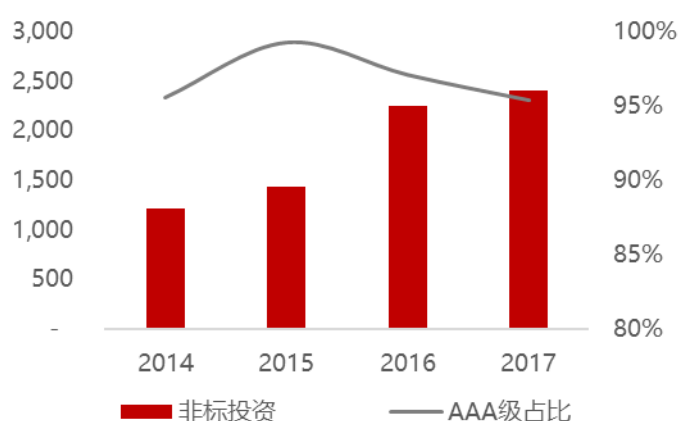
数据来源：公司公告、万联证券研究所

股基占比与非标投资规模明显提升。2011年新华保险股权型金融资产仅有291亿元，2015年快速增长至1107亿，之后保持相对稳定，2017年进一步提升至1314亿。其中股票和基金占比与股权型金融资产趋势基本保持一致，2014年之前均在10%以下，2015-2017年升至10%以上，2017年末股基占比为13.1%，高于中国人寿、中国平安和中国太保等主要同业。新华保险非标投资过去几年快速增长，2014年为1214亿元，占比19%，之后逐年增长，2017年已增至2410亿元，占比高达35%，也明显高于上市同业。虽然非标投资中AAA级占比一直高于95%，但近三年AAA级占比呈下降趋势，从2015年的99.3%降至2017年的95.4%，资产质量虽然较高，但仍需警惕信用违约事件发生。

图31. 新华保险股权型金融资产规模及股基占比



图32. 新华保险非标投资规模及AAA级占比



数据来源：公司公告、万联证券研究所

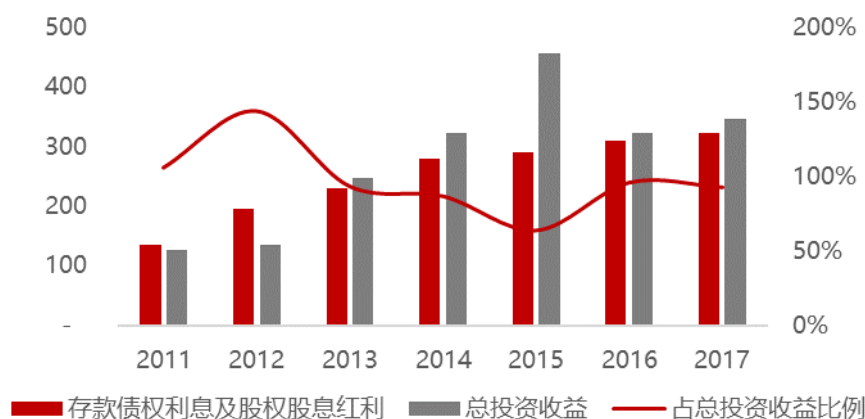
数据来源：公司公告、万联证券研究所

3.3 投资收益率稳定，有效支撑内含价值长期投资假设

由于较高的固定收益类资产（定期存款、债权型金融资产）占比以及较高的

股权型投资股息和红利收入,新华保险的利息股息及红利收入占总投资收益比例一直保持在很高的水平,除2015年受权益市场表现较好影响占比(64%)相对较低外,其余年度对投资收益的贡献均接近或超过90%。

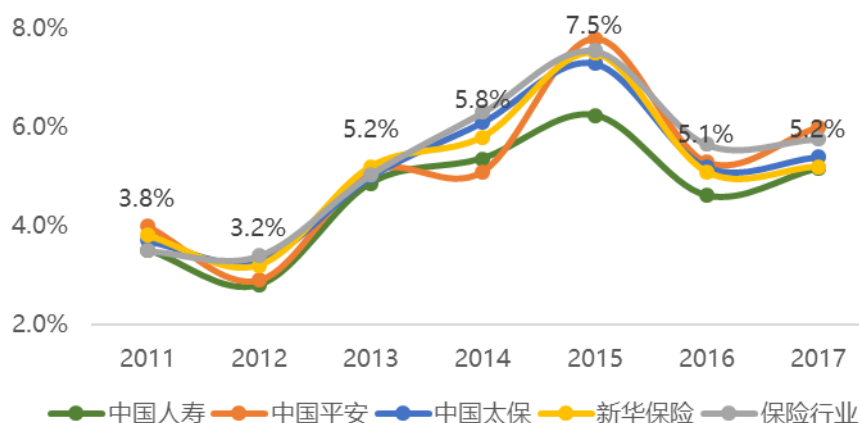
图33. 新华保险存款债权利息及股权股息红利及占总投资收益比例



数据来源：公司公告、万联证券研究所

从投资收益率看,主要上市公司中中国平安、中国太保、新华保险收益率水平差异不大,2011-2017年平均投资收益率在5.1%-5.2%左右。其中新华保险在行业处于中游水平,在经历过2011和2012年投资低谷后,2013-2017年投资收益率均超过5%,2011-2017年平均投资收益率达到5.1%,能够有效支撑内含价值评估使用的长期投资收益率假设(5%)。

图34. 主要上市公司投资收益率



数据来源：公司公告、万联证券研究所

4、2018年行业发展趋势及展望

4.1 保险保障需求远未充分释放，寿险保费逐月改善趋势将延续

2017年，我国人身险公司原保费收入2.6万亿元，同比增长20%，远高于GDP增速6.9%，人身险保险深度3.15%，保险密度1884元，较上年均有一定提升。但与亚洲主要经济体相比，我国寿险业务保险深度和密度还有很大差距，瑞再数据显示，2016年我国大陆地区寿险业务保险密度只有190美元，保险深度2.34%，显著落后于日本、韩国、新加坡和我国香港和台湾地区，市场潜力巨大。

图35. 我国保险密度和保险深度

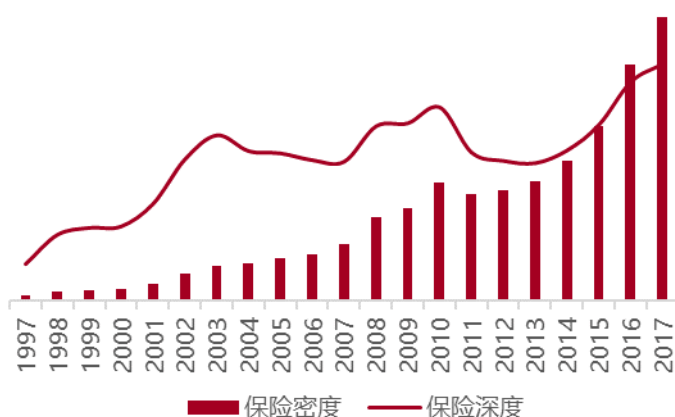
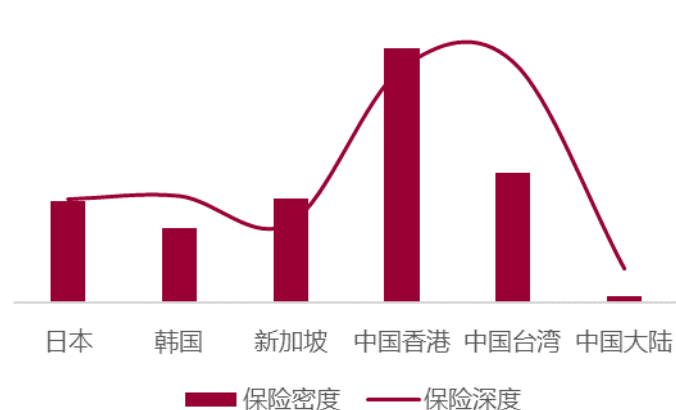


图36. 2016年亚洲主要国家和地区保险密度和保险深度



数据来源：wind、万联证券研究所

数据来源：瑞再、万联证券研究所

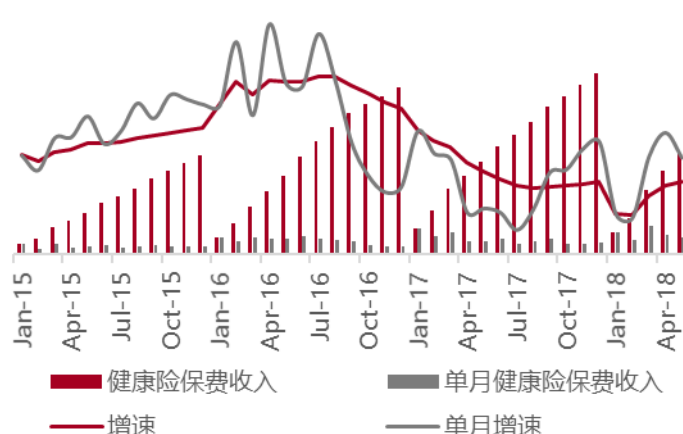
2018年，受宏观因素及监管趋严影响，人身险行业开门红销售大幅不及预期，行业保费收入近年来首次出现负增长，前五月降幅分别为25.5%/24.3%/16.9%/13.6%/11.5%，降幅呈现逐月收窄趋势。同时，在行业回归保障趋势下，人身险业务结构持续改善，1-4月新单中期交占比45.9%，同比提升15.1个百分点，个人代理业务占比58.9%，同比提升16.7个百分点。行业健康险保费继4月单月增长48.9%后，5月单月实现健康险保费420亿，同比增长28.7%，单月增速虽有所下降但仍然保持高增长，推动健康险年累计增速由6%扩大至9.3%。

我们判断，6月之后单月新单保费受去年基数较低影响仍将保持一定幅度的正增长，同时续期保费受益于前几年新单期交高速增长将保持较快增速，新单改善加续期增长，人身险行业保费收入增速将继续逐月改善。

图37. 人身险原保费收入及增速



图38. 健康险原保费收入及增速



数据来源：银保监会、万联证券研究所

数据来源：银保监会、万联证券研究所

4.2 人力增速将进一步放缓，队伍留存和效能提升是关键

2017年，保险营销员数量达到807万人，同比增长23%，但增速较2015、2016年明显下滑。2018年一季度受利率高位震荡及严监管影响，寿险公司开门红普遍不理想，营销员产能较去年同期明显下降，产能下降、收入增长受限的情况下，队伍留存是寿险公司目前面临的重要挑战，预计2018年行业营销员增速将进一步下降，部分公司或将出现负增长。

图39. 保险行业营销员数量及增速

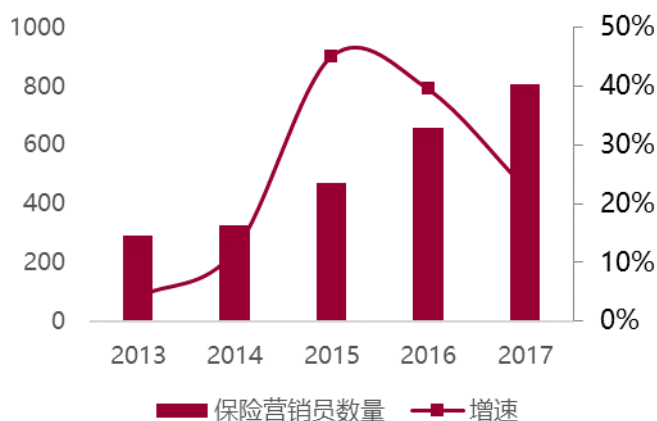
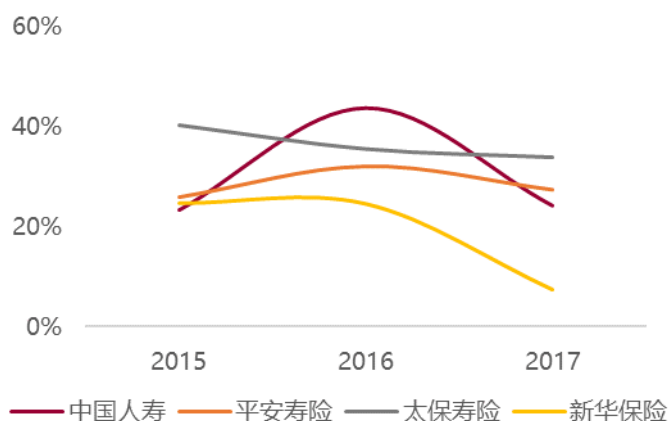


图40. 主要寿险公司个险渠道人力增速



数据来源：银保监会、万联证券研究所

数据来源：公司公告、万联证券研究所

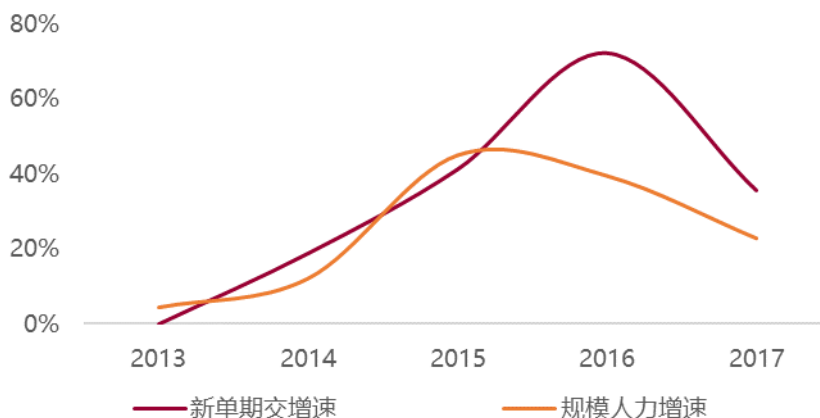
队伍规模高增长结束，效能提升则成为寿险公司业务发展的主要动力。特别是在储蓄型产品销售不佳的情况下，健康险等长期保障型业务是各大寿险公司主要的业务增长点，此类业务费用率充足、期限长、新业务价值率较高，有利于寿险公司长期持续发展，推动寿险业向高质量发展转型。但由于长期保障型产品件均保费普遍较低，且产品设计较为复杂，销售过程中需要营销

员长时间的面对面沟通，销售难度较大。因此，队伍素质高、销售能力强的公司将沉淀更多的有效人力，而队伍质态较差的公司将面临新人大量脱落、留存率走低的困境。

4.3 新单期交增长承压，但保障型业务有望实现较快增长

寿险新单期交增长主要由人力驱动，人力增速放缓将导致新单期交增长承压。2015-2017年，寿险行业新单期交实现高速增长，同比增长率为41.3%/72.3%/35.7%，主要由规模人力增长（45%/39.5%/22.8%）驱动。如果仅看个险渠道，该特点将更加明显，我们在专题报告《一图看懂寿险公司经营逻辑——保险行业专题研究之一》中以平安寿险和太保寿险为例，说明了个险新单期交增速主要受人力规模增长驱动，而产能提升贡献非常有限。因此在人力增速放缓的情况下，如果不考虑价值很低的短期期交规模型业务，寿险公司个险渠道新单期交今年增长并不乐观，一季度除国寿外均出现不同程度的负增长，二季度虽有所好转，降幅将收窄，但预计平安、太保、新华仍将维持负增长态势。

图41. 寿险行业新单期交增速与规模人力增速



数据来源：保险年鉴、万联证券研究所

储蓄型业务销售低于预期使得业务结构被动改善。从上市公司数据看，平安寿险及健康险业务一季度新业务价值同比下降7.5%，降幅明显低于新单保费的16.6%，新业务价值率从27.2%升至30.2%，业务结构有所改善。由于平安新单保费中绝大部分为期交，因此可以判断出保障型业务增速优于储蓄型业务增速，且同比降幅大概率不超过7.5%。寿险公司个险渠道新单期交业务按新业务价值率由低到高可主要分为短期理财型、中长期储蓄型、长期保障型三类，目前在大个险价值转型趋势下，多数公司已经基本不做价值贡献较低的短期理财型业务，因此，当储蓄型业务销售大幅低于预期时，长期保障型业务增长虽然也不理想，但只要其降幅相对较小，占比将被动提升。

二季度开始各公司加大保障型业务销售力度，队伍质量较高的公司全年有望实现较快增长。从行业保费数据看，4月单月健康险保费收入468亿，同比增长48.9%，推动健康险累计增速由负转正，5月单月420亿，同比增长28.7%，单月增速虽有所下降但仍然保持高增长，推动健康险年累计增速由

6%扩大至9.3%，随着各公司加大市场投入和增员力度，健康险增速有望进一步扩大。但消费者对保障型产品的接受程度是一个循序渐进的过程，在营销员增速放缓的情况下，我们判断长期保障型业务很难出现爆发式的增长，对于人力规模和效能较好的公司，全年有望实现两位数的较快增长。

4.4 股市下跌影响中期业绩，折现率上行有利于准备金释放

今年以来，10年期国债收益率在3.5%-3.9%区间高位震荡，近期呈下降趋势，由于保险资金配置的固定收益类资产占比很高，这将有利于提升保险公司新增保费的净投资收益率，进而提升公司总体投资收益率。总体来看，目前利率水平有利于保险公司固定收益类投资，但总投资收益很大程度上依赖于权益市场波动，上半年上证综指下跌13.9%，沪深300指数下跌12.9%，预计上半年保险资金投资收益率将下降，对已经执行新金融工具相关会计准则的中国平安利润影响更为明显。

图42. 750日移动平均10年期国债到期收益率趋势



数据来源：wind、万联证券研究所

寿险公司传统险准备金折现率是在750天移动平均国债收益率基础上加一定溢价，其拐点会滞后于基准收益率。随着国债收益率自2016年下半年开始上行，准备金折现率的拐点在2017年下半年已经出现，并将在2018年持续上行，预计全年上行幅度在10bp左右，这将释放部分准备金，增厚保险公司当期利润。

5、财务预测与估值

5.1 核心假设及财务预测

新华保险近年来坚定转型发展，坚持走续期拉动的保费增长道路，大力发展期交业务，特别是长期期交业务。顺应新时代人民群众对风险保障的需求，大力发展养老、健康、医疗、寿险、意外险等保障型产品，将附加险作为新的业务增长点。队伍方面，也坚持高质量发展，将营销员的职业定位成为客户提供生、老、病、死、残风险管理计划的“风险管理师”，以提升营销员的生存能力为核心，着力打造高举绩、高产能、高留存“三高”队伍，因此在人力规模上较难大幅提升。

我们假设新华保险个险队伍规模未来三年增速分别为0%/5%/10%，人均期交产能受宏观环境和134号文影响在2018年有所下降，之后逐渐提升，业务结构和新业务价值率与2017年基本持平，投资收益率按照内含价值评估远端假设5%计算。

结合行业发展趋势、公司经营情况，以及我们对新华保险的关键假设，核心指标预测结果如下：

表2. 核心指标预测结果

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
新业务价值（亿元）	66	104	121	106	119	139
增速	34.8%	57.8%	15.4%	-12.2%	12.3%	16.9%
内含价值（亿元）	1033	1295	1535	1686	1882	2114
增速	21.1%	25.3%	18.6%	9.9%	11.6%	12.3%
每股内含价值（元）	33.10	41.49	49.19	54.05	60.32	67.76
PEV	1.33	1.06	0.90	0.82	0.73	0.65
保费收入（亿元）	1119	1126	1093	1223	1375	1556
增速	1.8%	0.6%	-2.9%	11.9%	12.4%	13.2%
归母净利润（亿元）	86	49	54	78	97	120
增速	34.3%	-42.5%	8.9%	45.7%	24.2%	23.0%
每股盈利（元）	2.76	1.58	1.73	2.51	3.12	3.84
PE	16.03	27.89	25.61	17.57	14.14	11.50
ROE	16.2%	8.5%	8.8%	11.9%	13.5%	14.8%
总资产（亿元）	6606	6992	7103	7531	8026	8602
总负债（亿元）	6027	6401	6466	6846	7262	7743
所有者权益（亿元）	578	591	637	685	763	859
归母所有者权益（亿元）	578	591	637	684	763	859
增速	19.6%	2.2%	7.8%	7.4%	11.5%	12.5%
每股净资产（元）	18.54	18.95	20.42	21.94	24.47	27.53
PB	2.38	2.33	2.16	2.01	1.81	1.60

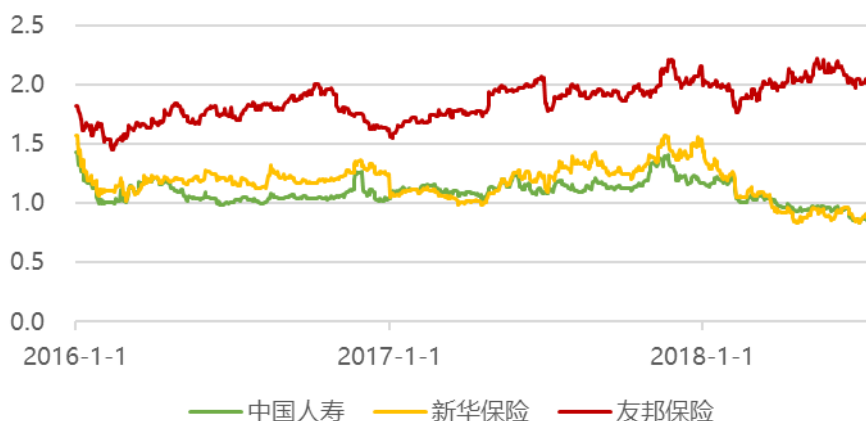
数据来源：wind、万联证券研究所

- 新业务价值:受宏观环境和监管趋严影响,个险队伍产能明显下降,2018年新单期交增速不理想,新业务价值增速将明显放缓并出现负增长,但随着市场回暖和人力产能逐渐提升,2019-2020年新业务价值将有望重回两位数增长。
- 内含价值:稳定的内含价值预期回报促进内含价值稳定增长,但新业务价值增长不理想导致2018年内含价值增速也将有所放缓,但仍保持10%增长,且2019年增速开始回升。
- 净利润:剩余边际的较快增长为公司利润稳定释放提供了基础,2018年准备金折现率持续上行也有利于当年利润释放,在投资收益稳定的前提下,未来三年净利润将保持较快增速。

5.2 公司估值与投资建议

寿险公司主要采用PEV估值法,目前国内已经上市的纯寿险公司仅中国人寿和新华保险,从历史数据看,中国人寿和新华保险静态PEV倍数在1-1.5倍左右,2018年以来持续下行,目前仅0.9倍左右,市场估值较低。在H股上市的友邦保险由于保障型业务占比高、业务价值增长快、持续盈利能力强,估值较高,近期PEV维持在2倍左右,明显高于国内寿险公司。

图43. 主要寿险公司静态PEV历史数据



数据来源: wind、万联证券研究所

新华保险正处于转型发展关键时期,公司坚持健康险转型,大力发展高价值的长期期交保障型业务,队伍方面也积极打造高举绩、高产能、高留存“三高”队伍。根据我们预测,2018年新业务价值将出现负增长,内含价值增速也将有所下降,但利润保持较快增长,ROE水平将提升至10%以上,未来价值提升空间较大。总体来看,我们给予2018年1-1.2倍PEV,按均值1.1倍计算,估值为1855亿元,对应每股价格59.5元,首次覆盖,给予“增持”评级。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

姓名： 缴文超

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883487 传真：021-60883484