

2018年12月11日

廖晨凯

C0069@capital.com.tw

目标价(元) (RMB/ HK\$) 50.0/50.0

### 公司基本资讯

产业别	非银金融
A 股价(2018/12/10)	42.89
上证指数(2018/12/10)	2584.58
股价 12 个月高/低	70.99/40.04
总发行股数(百万)	3119.55
A 股数(百万)	2085.44
A 市值(亿元)	894.44
主要股东	香港中央结算(代理人)有限公司(33.14%)
每股净值(元)	21.35
股价/账面净值	2.01
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-8.0 -3.4 -34.0

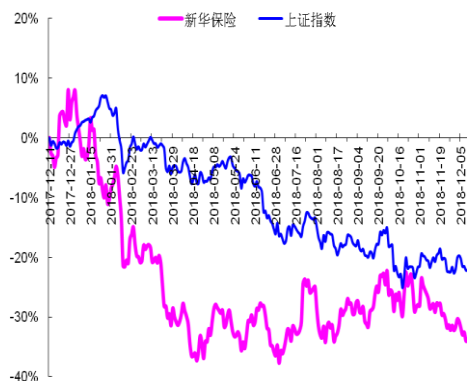
### 产品组合

首年业务	98.5%
团体保险	1.2%
其他寿险	0.5%

### 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

### 聚焦健康险

#### 结论与建议:

新华保险近日于深圳召开资本市场开放日, 公司就对目前保险环境的认识及未来发展方向进行交流。过去几年, 新华保险不断转型: 加大期交、减少趸交, 加大个险、收缩银保, 保费期限结构和渠道结构都有了明显的变化, 目前正大力发展其特色健康险, 提升健康险占比, 并加大风险管理师培训。我们认为新华保险在过去几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19年PEV仅为0.65倍), 安全边际高, 转型带来新业务价值率提升。受益于居民收入提升、保险意识提升, 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, 给与“买入”的投资建议。

- **新华对目前保险市场的看法: 健康险为未来行业发展的主流。**过去几年, 中国寿险虽然快速发展, 但是主要还是以理财产品为主, 规模很大, 数量很多。但是与发达市场相比, 保障型成分相对较低。目前的监管政策(比如 134 号文)引导保险产品向保障型发展。中国老龄化、独生子女数目增长及财富增长, 对养老和健康的需求越来越大。随着保险知识的普及和提高, 广大民众的寿险产品究竟是解决什么问题也有了清楚的认识, 保险的意识在不断提升。政策方面(例如国十条、税优健康险及保险业对外开放)今后也会大力支持。新华保险认为, 在此背景下诞生的健康险, 将是未来行业发展的主流产品。从行业来看, 健康险占比不断提升, 尤其是今年, 在行业首年保费负增长的背景下(主要为年金险拖累), 健康险依旧呈两位数增长, 体现社会对健康险的需求是非常大的。
- **关于开门红: 坚持以保障型产品为主。**在开门红的准备上面: 对于个险渠道, 以健康险为主打, 附加险为重要增长点, 年金险为补充。此次推出新产品心脑血管附加险作为开门红产品销售。对于银保渠道, 集中在中长期年金险上, 1Q2019 以后加大健康险的销售。产品以期交、中长期为主。
- **关于风险管理师队伍建设:**目前新华已编制寿险风险管理师培训教材初级版(未来还有中级、高级), 7158 名营销员已获得风险管理师资格(通过考试), 预计明年年底将有 10 万人获得风险管理师资格。从去年开始, 为迎接健康险和保障险的大发展, 和股东瑞士再保险(股东)合作, 举行三年两核(核保、核赔)培训班, 培训人数 110 人, 专业、系统, 完成了 8 期, 反应相当不错。这次培训也会给新华带来相当专业的人才。队伍建设方面, 虽然近几年数量均保持在 30 万左右, 不过截止 1H2018 一年以上的销售人员已占 52%, 较 2015 年 20%左右的水平大幅度提升。
- **新华保险计划未来实施的重点:** 1、保障型产品策略, 理财型业务不作为新华人寿的主流; 2、以附促主。(今年附加险取得了突飞猛进的效果, 去年附加险 8 亿, 今年可以达到 30 亿, 明年预计可以达到 60 亿。今年新单中, 已经有 70%的新单有附加险, 附加的件数在 2 件以上。附加险保费低廉, 保障专业, 客户获得赔付率高, 以促进主险的销售, 口碑的建立和社会大众对保险的认识。目前来看, 这个策略非常成功。) 3、加大风险管理师建设, 完善全年龄产品, 把健康无忧和多倍保打造成新华保险的品牌产品。4、投资方面, 管控信用风险, 加强资产负债管理, 配合新会计准则的实施提前研究和布局, 提升自身的风险管理能力。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2018、2019 年盈利分别为 85 亿、103.9 亿, 目前 A 股股价对应 18、19 年 PEV 分别为 0.77X、0.67X, H 股对应 0.51X、0.44X, 估值较低, 均给予买入的投资建议。

..... 续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017	2018E	2019E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	8,601	4,942	5,383	8,504	10,387
同比增减	%	34.3%	-42.5%	8.9%	58.0%	22.1%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.76	1.58	1.73	2.73	3.34
市盈率(P/E)	X	15.5	27.1	24.8	15.7	12.8
每股净资产 (BVPS)	RMB 元	18.5	18.9	20.4	23.1	26.5
市净率 (P/B)	X	2.3	2.3	2.1	1.9	1.6
每股内含价值(EVPS)	RMB 元	33.1	41.5	49.2	56.7	65.8
P/EV	X	1.30	1.03	0.87	0.76	0.65
股利 (DPS)	RMB 元	0.28	0.48	0.52	0.55	0.60
股息率 (Yield)	%	0.65%	1.12%	1.21%	1.28%	1.40%

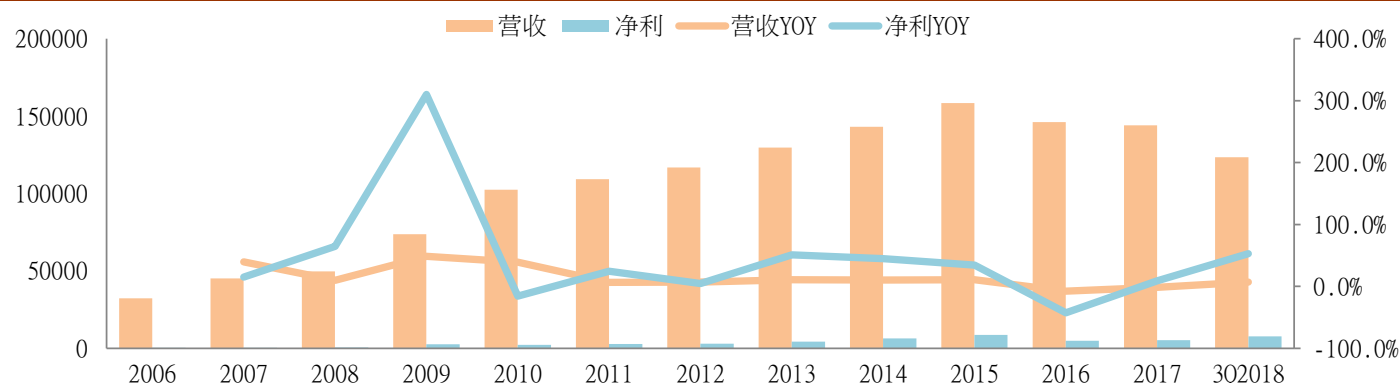
预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

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

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

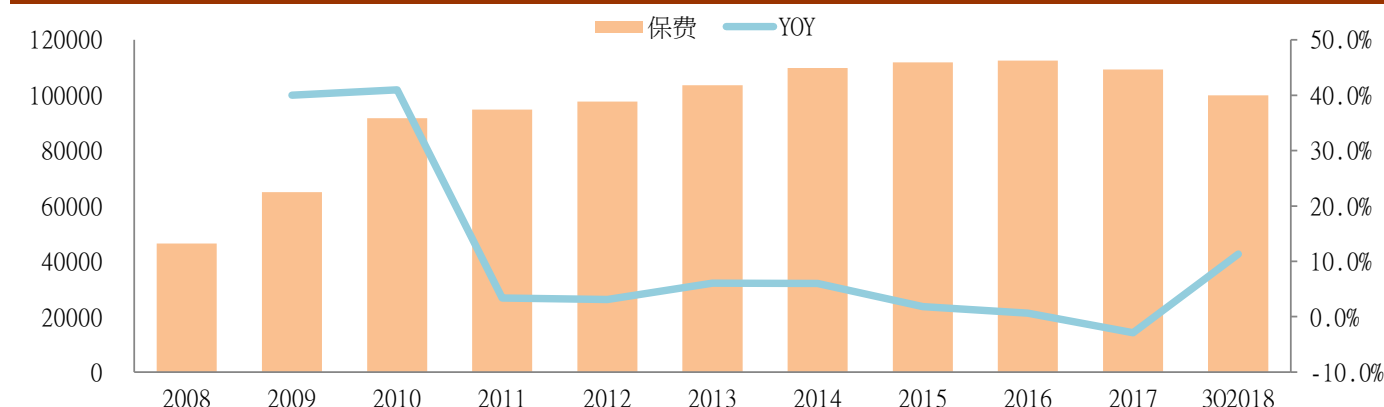
卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ ); 强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

图: 新华保险历年营收、净利及增长 (百万元, %)



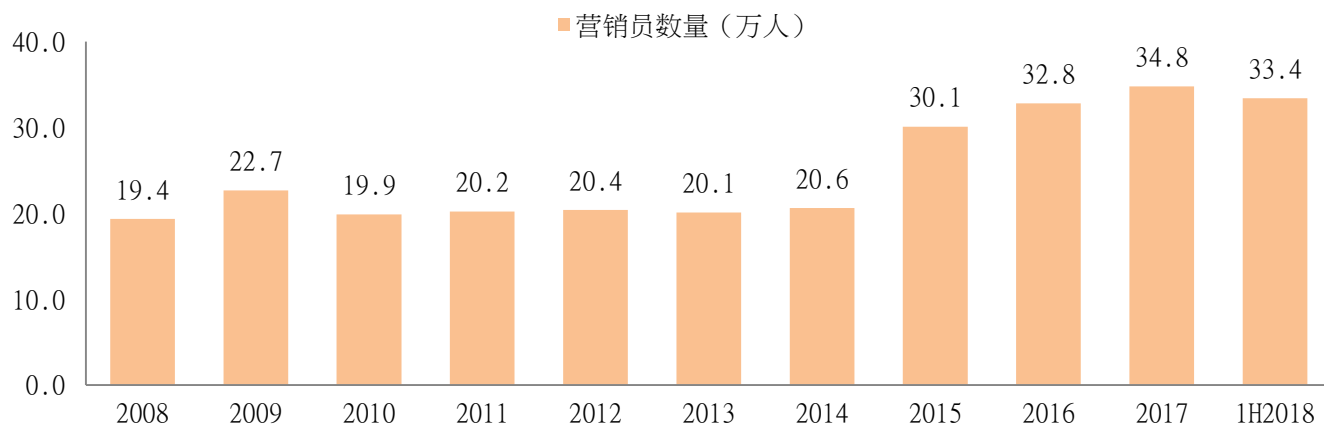
资料来源: 公司公告, 群益证券整理

图: 新华保险历年保费及增长 (百万元, %)



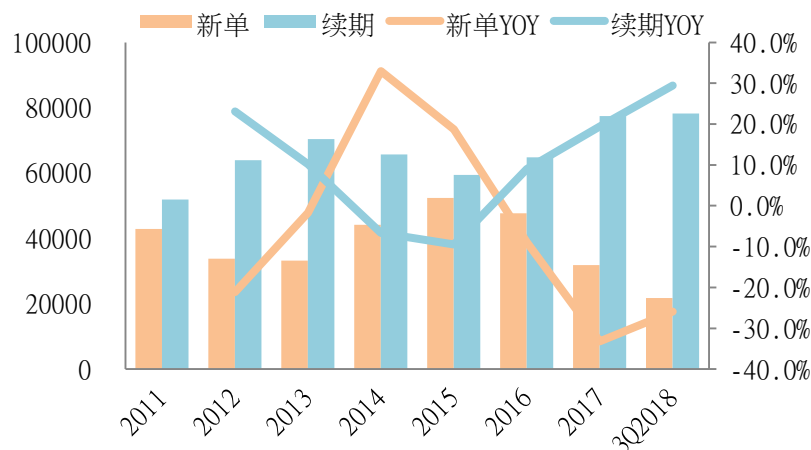
资料来源: 公司公告, 群益证券整理

图: 新华保险历年营销员数量



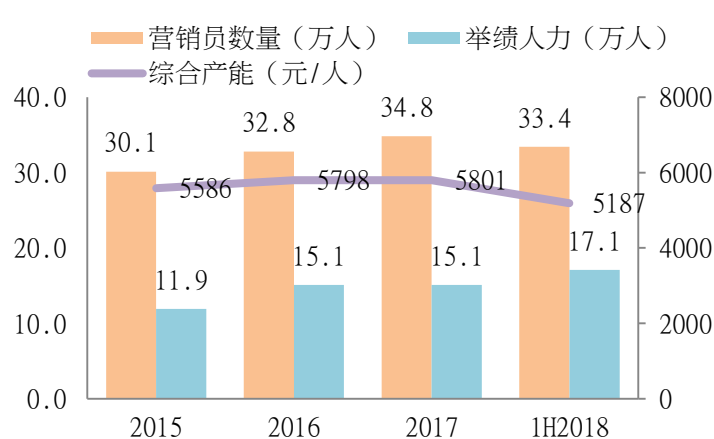
资料来源：公司公告，群益证券整理

图：新华保险新单、续期及增长（百万元，%）



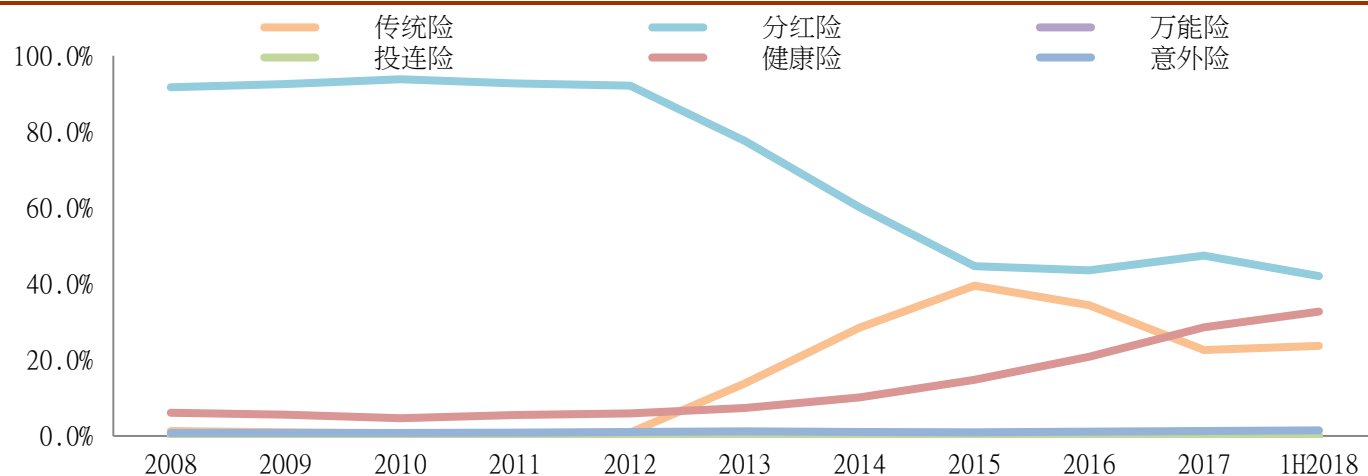
资料来源：Choice，群益证券整理

图：新华保险营销员相关指标



资料来源：Choice，群益证券整理

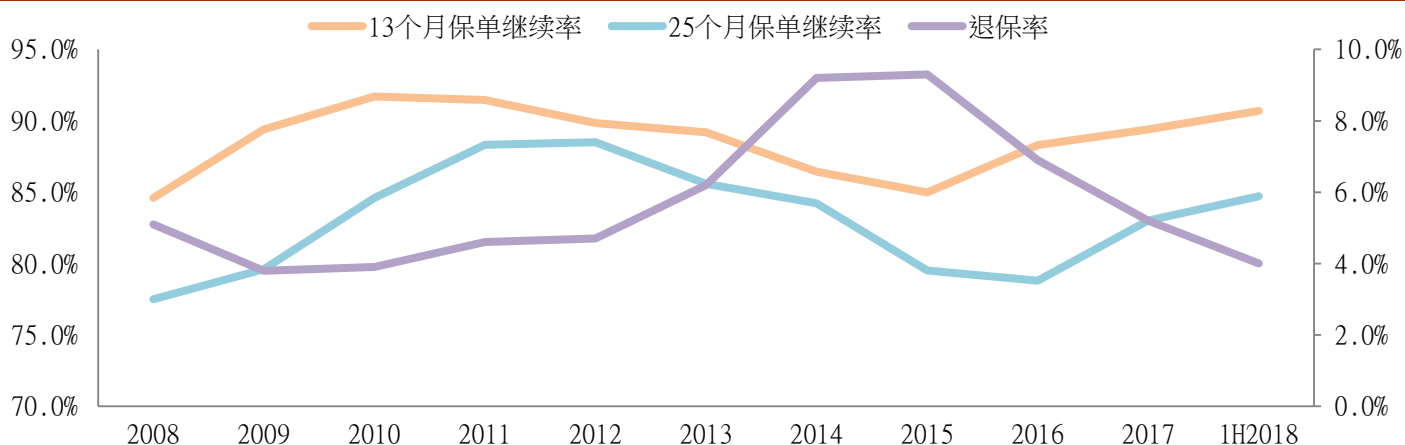
图：新华保险个险种占比（总保费口径，%）



资料来源：公司公告，群益证券整理

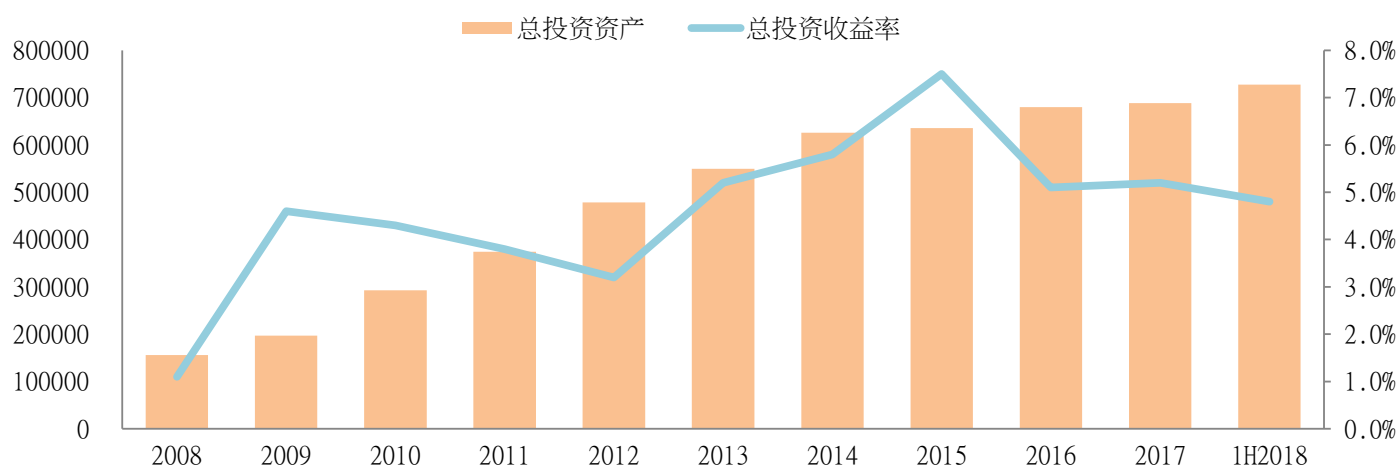
图：新华保险历年保单继续率及退保率（%）





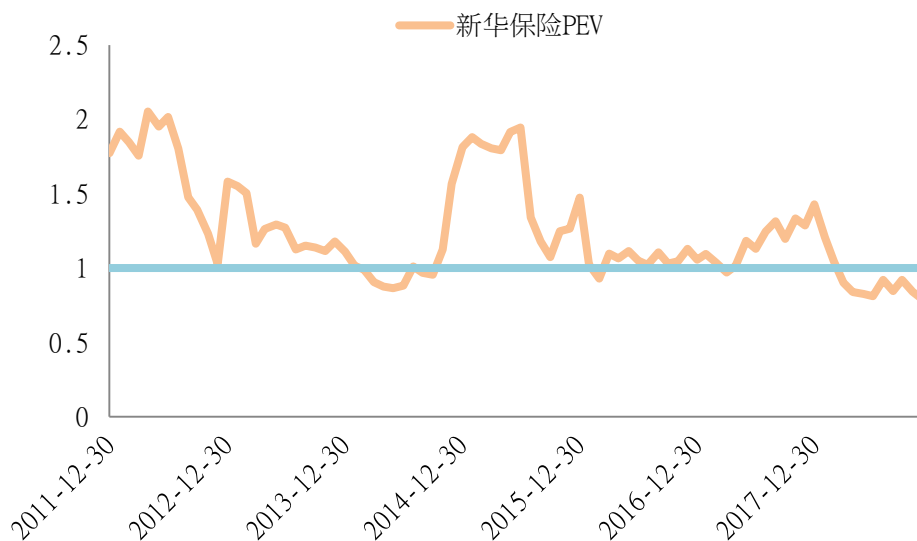
资料来源：公司公告，群益证券整理

图：新华保险总投资资产及收益率（百万元，%）



资料来源：公司公告，群益证券整理

图：历史 PEV



资料来源：群益证券整理

附一：合并损益表

百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	158,453	146,173	144,132	154,922	178,716
已赚保费	111,220	111,547	107,928	119,872	137,494
投资净收益	46,519	34,113	35,452	34,338	40,319
营业支出	147,174	139,708	136,631	143,515	164,765
退保金	54,336	43,777	33,906	34,987	44,936
赔付支出	24,836	39,709	38,379	47,095	44,880
提取保险责任准备金	40,178	26,077	30,876	29,501	36,567
保险手续费及佣金支出	10,669	13,530	15,905	16,195	19,249
净利润	8,601	4,942	5,383	8,504	10,387

附二：合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E
总投资资产	574,863	615,633	680,931	728,662	804,307
资产合计	660,560	699,181	710,275	767,013	846,639
未到期责任准备金	1,083	1,164	1,280	1,375	1,513
未决赔款准备金	559	640	827	889	977
寿险责任准备金	491,441	502,493	523,016	562,032	618,038
长期健康险责任准备金	31,358	38,931	50,154	53,895	59,266
卖出回购金融资产款	19,816	39,246	19,925	21,411	23,545
应付债券	19,000	14,000	4,000	4,298	4,727
负债合计	602,719	640,056	646,552	694,783	764,018
股本	3,120	3,120	3,120	3,120	3,120
股东权益总额	57,841	59,125	63,723	72,229	82,621
负债和所有者权益总计	660,560	699,181	710,275	767,013	846,639

附三：合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E
经营活动产生的现金流量净额	7,449	7,330	7,865	7,548	7,581
投资活动产生的现金流量净额	39,809	-26,314	19,285	10,927	1,299
筹资活动产生的现金流量净额	-48,099	18,935	-32,362	-20,509	-11,312
现金及现金等价物净增加额	-599	326	-5,418	-1,897	-2,330

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。