

我们为什么上调新华保险评级？

——新华保险（601336）深度报告

投资要点：

- 坚持健康险转型，业务结构更加健康：**新华在2015年加快转型后，快速压缩银保趸交规模型业务，保费增长模式由新单转向续期拉动，2018年续期保费959亿，占比高达78.4%。产品策略上，大力发展战略以健康险为核心的长期保障型业务，新单中健康险占比从2014年的11.9%提升至2018年的59.7%。
- 坚持“健康人海”，个险队伍更加强大：**新华在2015年提出深化“健康人海”转型，2017年提出高举绩、高产能、高留存“三高”队伍建设，坚持先“质”后“量”的队伍发展策略，月人均价值产能从2013年的1583元升至2018年的2722元，累计提升幅度明显优于主要上市同业。
- 坚持价值引领，价值创造能力更加优秀：**得益于高价值率的健康险占比显著提升，新业务价值率从2014年的11.5%快速升至2018年的47.9%，已经超过平安太保的43.7%。业务结构改善也使得资本成本增速明显低于资本成本之前的有效业务价值增速，最终使得有效业务价值和内含价值实现较快增长，且内含价值结构逐渐优化。
- 坚持效率提升，盈利能力更加出色：**新华在转型过程注重费用管理，2016年开始业务管理费增速降至个位数，2018年逆势下降10.6%至126亿，内含价值运营偏差由负转正说明经营效率确实在提升，精算假设可信度也在提高。从成本角度看，剔除假设变动和投资干扰后的综合负债成本从2013年的高点4.2%降至2018年的2.8%，抵御投资波动的能力逐渐增强，负债端持续盈利能力大幅改善。
- 盈利预测与投资建议：**截至2019年4月4日，新华保险收盘价59.11元对应PEV(2019E)仅为0.90倍，对应PE(2019E)为17.9倍，估值仍有提升空间，当前维持2019年1-1.1倍PEV估值，对应目标价65.58-72.14元，维持买入评级，由于新华保险具备高弹性属性，在权益市场表现较好的情况下业绩有望超预期，股价表现也更具潜力。
- 风险因素：**规模人力大幅下降、健康险销售不及预期、权益市场大幅下跌、利率下行超预期。

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	1,541.67	1,710.43	1,883.49	2,085.81
增长比率(%)	6.96	10.95	10.12	10.74
净利润(亿元)	79.22	102.89	122.83	147.01
增长比率(%)	47.17	29.87	19.38	19.69
每股收益(元)	2.54	3.30	3.94	4.71
市盈率(倍)	23.28	17.92	15.01	12.54

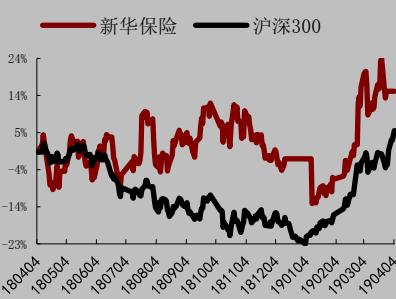
买入 (维持)

日期：2019年04月08日

基础数据

行业	非银金融
公司网址	
大股东/持股	中央汇金投资有限责任公司/31.23%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	3,119.55
流通A股(百万股)	2,085.44
收盘价(元)	59.11
总市值(亿元)	1,843.97
流通A股市值(亿元)	1,232.70

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2019年04月04日

相关研究

万联证券研究所 20190321_公司年报点评
_AAA_新华保险 2018年年报点评

分析师：缴文超

执业证书编号:0270518030001
电话：010-56508503
邮箱：jiaowc@wlzq.com

研究助理：喻刚

电话：010-56508503
邮箱：yugang@wlzq.com

分析师：张译从

执业证书编号: S0270518090001
电话：010-56508503
邮箱：zhangyc1@wlzq.com

研究助理：孔文彬

电话：021-60883489
邮箱：kongwb@wlzq.com

请阅读正文后的免责声明

目录

1、引言	3
2、坚持健康险转型，业务结构更加健康	3
2.1 放弃短期规模增长，追求长期可持续发展	3
2.2 大力发展健康险和长期期交，新单结构已行业领先	5
3、坚持“健康人海”，个险队伍更加强大	7
3.1 先“质”后“量”，确保个险队伍高质量发展	7
3.2 个险队伍价值产能明显提升，已达到太保寿险水平	8
4、坚持价值引领，价值创造能力更加优秀	9
4.1 通过价值率的提升驱动新业务价值的高质量增长	9
4.2 新业务价值较快增长推动内含价值持续稳健增长	10
5、坚持效率提升，盈利能力更加出色	11
5.1 管理费用有效控制，运营偏差对内含价值贡献由负转正	11
5.2 负债成本明显下降，盈利能力显著提升	12
6、盈利预测与投资建议：2019 年业绩有望爆发，估值享受高弹性	12
7、风险提示	13

图表 1：新华保险保费收入及增速	3
图表 2：新华保险新单和续期保费收入及增速	4
图表 3：新华保险保费收入缴费结构	4
图表 4：新华保险个险渠道和银保渠道保费收入	5
图表 5：新华保险保费收入渠道结构	5
图表 6：新华保险新单期交保费收入及增速	5
图表 7：新华保险新单保费结构	5
图表 8：新华保险十年交新单及占新单比例	6
图表 9：新华保险健康险新单及占新单比例	6
图表 10：新华保险 13/25 月继续率	7
图表 11：新华保险退保金及退保率	7
图表 12：新华保险个险渠道规模人力及增速	7
图表 13：新华保险个险渠道月均举绩人力及举绩率	7
图表 14：新华保险个险队伍月人均新单产能	8
图表 15：新华保险个险队伍月人均新单期交产能	8
图表 16：主要寿险公司个险渠道月人均价值产能	9
图表 17：新华保险新业务价值率与业务结构	9
图表 18：主要寿险公司历年新业务价值率	9
图表 19：新华保险新业务价值及增速	10
图表 20：新华保险有效业务价值与要求资本成本	10
图表 21：新华保险内含价值及增速	11
图表 22：新华保险内含价值结构	11
图表 23：新华保险业务管理费及增速	11
图表 24：新华保险运营偏差对内含价值贡献	11
图表 25：新华保险综合负债成本与投资收益率	12
图表 26：新华保险综合负债成本（修正）	12

1、引言

2019年3月21日，新华保险公布2018年度业绩后，我们发布了《健康险转型成效显著，NBV增速强势转正》的点评报告，并上调新华保险（601336）至买入评级，目标价升至65.58-72.14元。

为进一步解读我们看好新华保险的原因，我们从业务结构、队伍发展、价值成长、盈利能力等四个方面深度解析近几年转型成效，形成本报告，主要内容分以下四个部分：

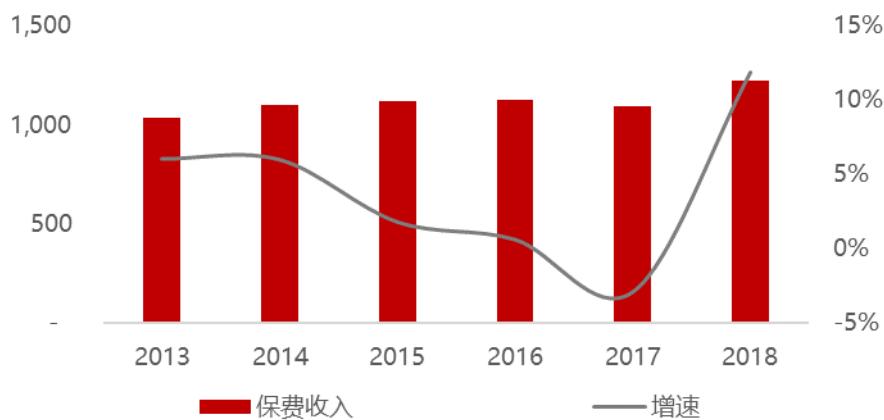
- 坚持健康险转型，业务结构更加健康：重点介绍新华近几年保费收入的结构变化，包括缴费结构、渠道结构、期限结构、产品结构等。
- 坚持“健康人海”，个险队伍更加强大：重点介绍新华个险渠道先“质”后“量”的人力发展策略，以及价值产能的提升路径。
- 坚持价值引领，价值创造能力更加优秀：重点介绍新华通过高价值率提升新业务价值的高质量发展路线，进而促进有效业务价值和内含价值不断成长。
- 坚持效率提升，盈利能力更加出色：重点介绍新华近几年的费用管控成效，以及负债成本明显下降的趋势。

2、坚持健康险转型，业务结构更加健康

2.1 放弃短期规模增长，追求长期可持续发展

保费收入增速在经历转型阵痛后迎来反弹。新华保险自成立以来，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。但其中趸交规模型业务占比较高，公司从2014年开始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，依靠新单期交和续期保费的增长维持保费规模保持稳定，增速在零增长附近，2017年更是负增长2.9%，短期放弃规模增长导致市场份额逐年下滑，2017年已经降至4.2%。在甩掉趸交包袱后，2018年依靠期交保费增长，保费收入由2017年的1093亿提高至1223亿，同比增长11.9%，市场份额回升至4.7%，提高0.5个百分点。

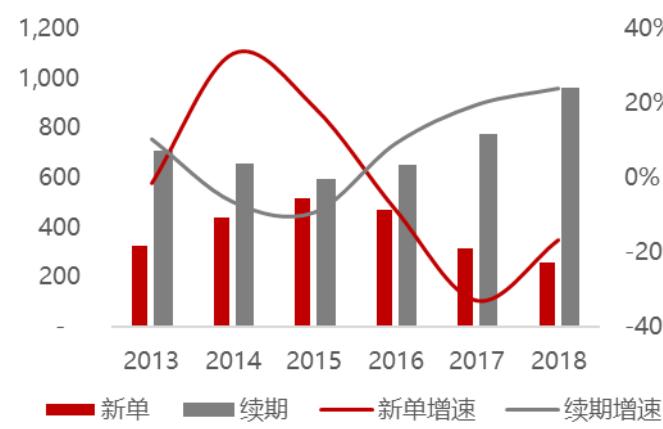
图表1：新华保险保费收入及增速



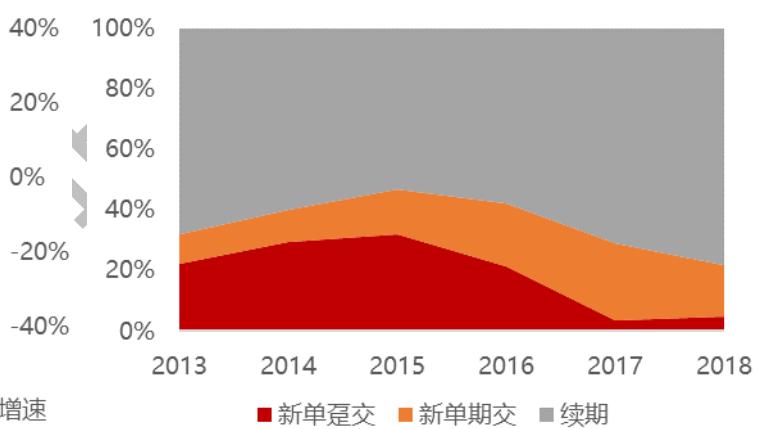
资料来源：公司公告、万联证券研究所

保费增长由新单转向续期拉动，趸交占比急剧下降。2015年之前，新华的新单保费保持正增长，续期增速为负，保费增长由新单拉动。2015年新华加快了转型步伐，压缩趸交业务使新单保费逐渐趋于负增长，续期增速则由负增长逐渐趋于正增长且逐年上升。2016年新单增速由2015年的18.7%降至-8.9%，续期增速由-9.5%升至9.0%。至2018年，新单增速为-17.0%，续期增速为23.7%，保费增长模式由新单转向续期拉动。从新华保费收入结构看，新华保险经历了业务转型后，2017年新单趸交规模由2016年的240亿大幅度压缩至40亿，同比-83.3%，占比急剧下降，而新单期交规模较2016年有所增加，从而导致2017年新单规模为318亿，同比-33.3%，新单规模占保费收入比例为29.1%，同比-13.3pct。2018年受行业不景气影响，新单保费降至264亿，占保费比例为21.6%，但续期规模达到959亿，同比大增23.7%，占保费比例为78.4%，占比继续上升。

图表2：新华保险新单和续期保费收入及增速



图表3：新华保险保费收入缴费结构

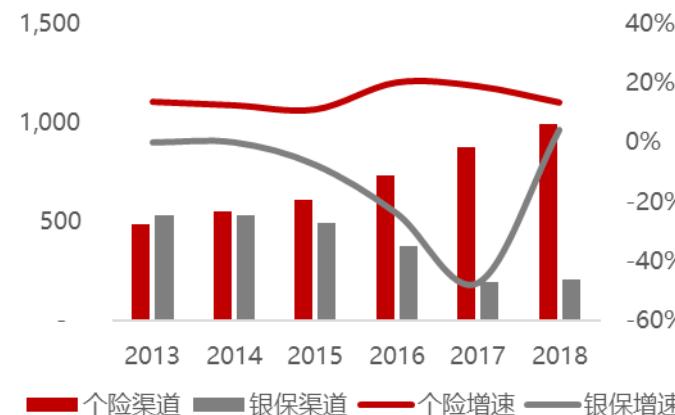


资料来源：公司公告、万联证券研究所

资料来源：公司公告、万联证券研究所

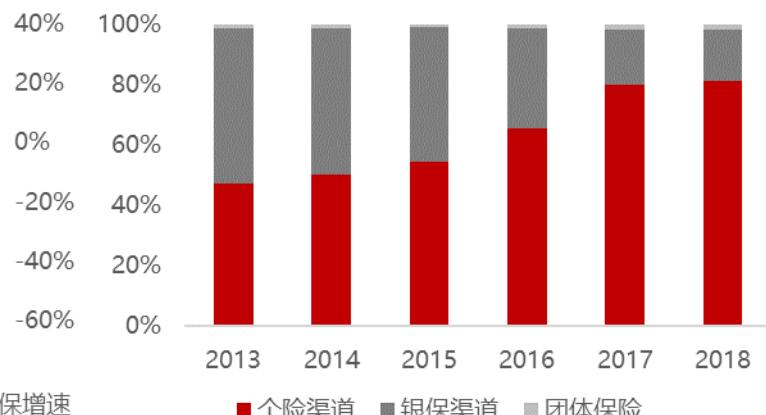
整合大个险，加快压缩银保规模型业务。2013年以来，新华保险个险渠道保费增速维持在10%-15%区间，但较2011、2012年明显下降，增长动能有所不足。银保渠道保费规模在2013-2015年较为稳定，增速表现为微正增长或小幅负增长。从渠道占比看，个险渠道2013年保费占比为47.2%，之后逐年提升，2015年提升至54.6%。2016年，为加强渠道专业化建设，提升管理效能，由于原有保险营销员渠道与服务经营渠道在销售方式、客户群体及管理模式等方面的一致性，新华保险将两条渠道整合为“个险渠道”，转型进一步提速。2016年起，个险渠道保费增速提升至20%左右，而银保渠道则加快收缩，2016、2017年增速分别为-23.7%、-47.2%。到2018年，银保渠道由于已经几乎没有趸交规模型占比，保费增速回升至4.4%，但明显低于个险渠道的13.5%，使得个险渠道保费占比继续上升至81%。

图表4：新华保险个险渠道和银保渠道保费收入



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表5：新华保险保费收入渠道结构

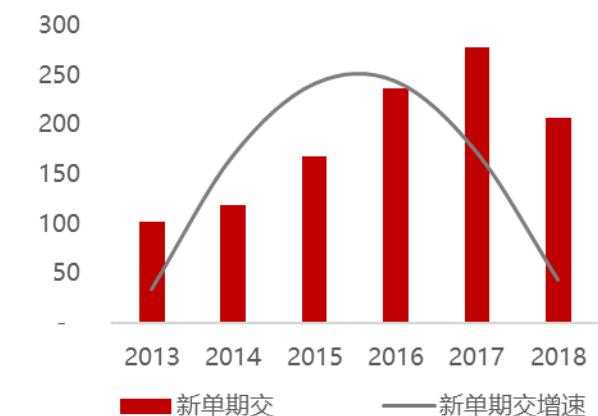


资料来源：公司公告、万联证券研究所

2.2 大力发展健康险和长期期交，新单结构已行业领先

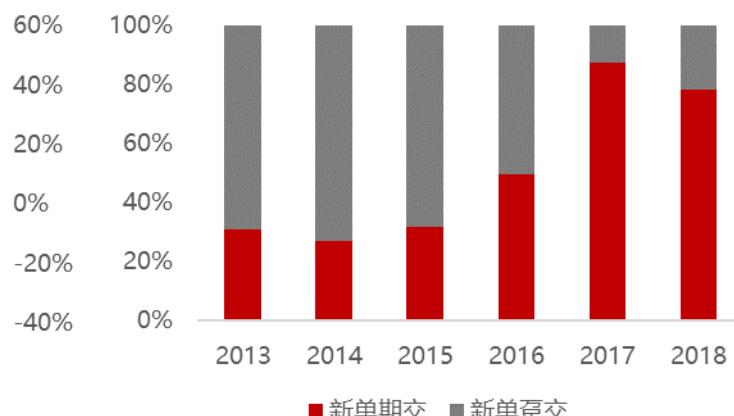
新单期交较快增长，占新单比例快速提升。2013年以前，新华的新单期交一直为负增长，2014年新单期交增速由2013年的-28.6%回升至+16.3%，2015-2017年受益于行业快速发展新单期交增长提速，2015年和2016年的增速均超过40%，2017年增速为17.4%。从新单保费收入结构来看，2013-2015年新单中期交占比稳定在30%左右，在2016年加快压缩趸交业务规模后，期交占比快速提升，2016年达到49.7%，2017年进一步提升至87.4%。2018年新单保费受宏观环境和严监管影响，以年金险为代表的储蓄型期交业务大幅受挫，新单期交同比下降25.4%至207亿，而趸交保费因短期健康险的快速增长较2017年有所提升，整体上，新单期交占新单比例仍然达到78.5%，保持较高水平。

图表6：新华保险新单期交保费收入及增速



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表7：新华保险新单保费结构



资料来源：公司公告、万联证券研究所

十年交占新单比例快速提升至较高水平，占新单期交比例保持在60%以上。新华转型以来坚持发展长期期交业务，2015年十年及以上新单期交为115亿，2016年同比增长23.2%至141亿，2017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。2018年受大环境影响，十年交新单规模同比下降31.2%至126亿，占新单比例47.7%，仍然处于较高水平。如果看十年交占新单期交比例，2018年为60.8%，虽然较2017年的65.8%

下降5个百分点，但在同业中仍处于很高水平，说明新华保险在市场不景气时并未通过大量销售短期期交业务维持新单期交规模，而重在维持优秀的期限结构。

图表8：新华保险十年交新单及占新单比例



图表9：新华保险健康险新单及占新单比例



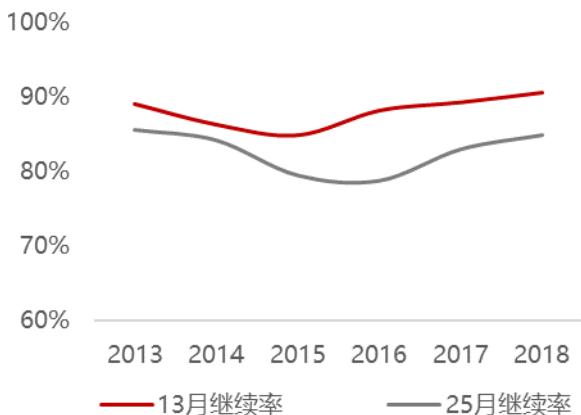
资料来源：公司公告、万联证券研究所

资料来源：公司公告、万联证券研究所

健康险在新单保费中占比达到60%。从产品策略看，新华保险的转型路径是坚持主打健康险：2015年9月推出新产品健康无忧两个月实现新单保费收入14.5亿元，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。2017年构建了以保障为重点、涵盖多种类型的较为完善的产品体系，形成了成熟的产品运作机制和以健康险为核心的产品优势，“健康无忧”系列产品成为公司品牌产品。2018年持续推进“以附促主”的健康险销售策略，不断丰富健康险产品体系，升级主力产品，开发新产品，实现客户全生命周期产品覆盖。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%，2015年同比增长47%至77亿，2016年健康险新单保费接近百亿，占新单比例达到20.9%，2018年在整体大环境不理想的情况下，新华健康险新单保费同比大幅增长33.8%至158亿，占新单保费比例也大幅提升至59.7%，2014-2018年年均增长率超过30%，健康占比在同业中已处于领先水平。

继续率提升、退保率下降，业务品质持续改善。2013年新华的13月和25月继续率分别为89.2%和85.6%，较2011、2012已有一定下滑，2014、2015年进一步下降，2015年分别降至85.0%和79.5%，之后受益于转型战略的推进，加大保障型业务发展力度，业务结构持续优化，保费继续率提升，2018年13月和25月继续率分别为90.7%和84.9%，较2017年分别提升1.3和1.9个百分点，较2015年的低点提升均超过5个百分点，业务品质不断改善。从退保金和退保率来看，2013年退保金为288亿，退保率为6.2%，受部分低品质业务集中退保影响，2015年退保金增至543亿，退保率高达9.3%，达到近几年来的最高值，此后加快推进业务转型，业务结构优化，退保情况明显改善，退保金和退保率逐年下降，2018年全年退保率为4.8%，同比2015年降低4.5个百分点，退保金较2015年减少39.2%。

图表10：新华保险13/25月继续率



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表11：新华保险退保金及退保率



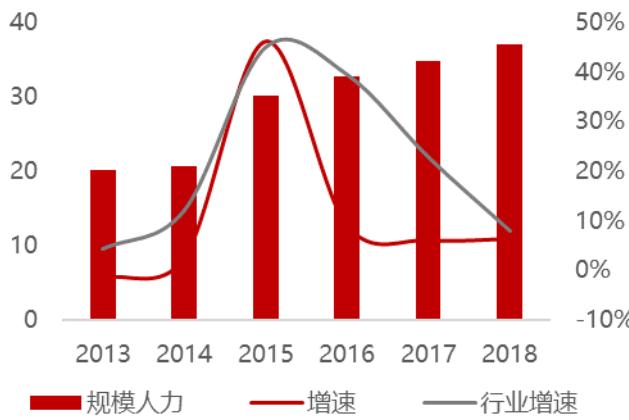
资料来源：公司公告、万联证券研究所

3、坚持“健康人海”，个险队伍更加强大

3.1 先“质”后“量”，确保个险队伍高质量发展

坚持“健康人海”队伍发展策略，积极打造“三高”队伍。新华保险2013年启动个险基本法修订，加强队伍基础建设。2014年大力优化升级队伍结构，推动有效人力及绩优人力的不断发展。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建设；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。2018年，提出“保费=规模人力*举绩率*人均件数*件均保费”的发展策略，稳步提高代理人队伍的销售能力。

图表12：新华保险个险渠道规模人力及增速



资料来源：公司公告、银保监会、万联证券研究所

图表13：新华保险个险渠道月均举绩人力及举绩率



资料来源：公司公告、万联证券研究所

在举绩率保持较高水平的同时实现队伍规模的稳定增长。队伍规模方面，2013年新华保险个险渠道规模人力20.1万，到2018年底为37.0万，年均复合增长率仅为13%，明显低于行业平均水平，仅2015年主要受行业取消代理人资格考试的影响，代理人数量有较大幅度的提高，其余年份均落后行业增速，尤其在2016、2017年，在行业增速

达到39.5%/22.8%的情况下，新华保险代理人规模增速仅为9.0%/6.1%，代理人数量维持在相对稳定的范围内。虽然规模增速不是很高，但是坚持队伍健康发展，不断加强绩优人力的建设，2015-2018年月均举绩率分别为52.8%、54.1%、47.0%、52.8%，保持在较高水平，2018年在行业发展受挫的情况下举绩率逆势提升6pct，队伍质态较好。

3.2 个险队伍价值产能明显提升，已达到太保寿险水平

新单产能和新单期交产能稳步提升，2018年受大环境影响下滑较多。2014-2017年新华保险个险渠道的新单保费产能始终维持正增长，月人均新单保费稳步提升。2013年月人均新单产能3540元，到2017年底提升至5770元，年均增长率为13%，高于同业其他三家上市险企。特别是在2014年，月人均产能4698元，同比增长32.7%，主要是由于新华保险在保持队伍规模稳定的前提下，不断优化队伍结构及产品结构，通过加大年金险的销售带动业务迅速发展，提升月人均新单保费的快速增长。2018年受行业环境影响，以年金为代表的储蓄型产品销售遇冷，新单产能较2017年同期明显下降，月人均新单保费产能4494元，同比下滑22.1%。

新单期交产能方面，与新单产能趋势基本一致。2013年个险队伍月人均新单期交产能2917元，受快返型年金等储蓄型产品持续快速增长影响，产能逐年提升至2017年的5265元，年均增长15.9%，优于新单产能增速，说明代理人销售的期交保费占比有所提升。2018年也是受年金类产品新单负增长影响，月人均新单期交产能大幅下降29.4%至3719元。

图表14：新华保险个险队伍月人均新单产能



图表15：新华保险个险队伍月人均新单期交产能

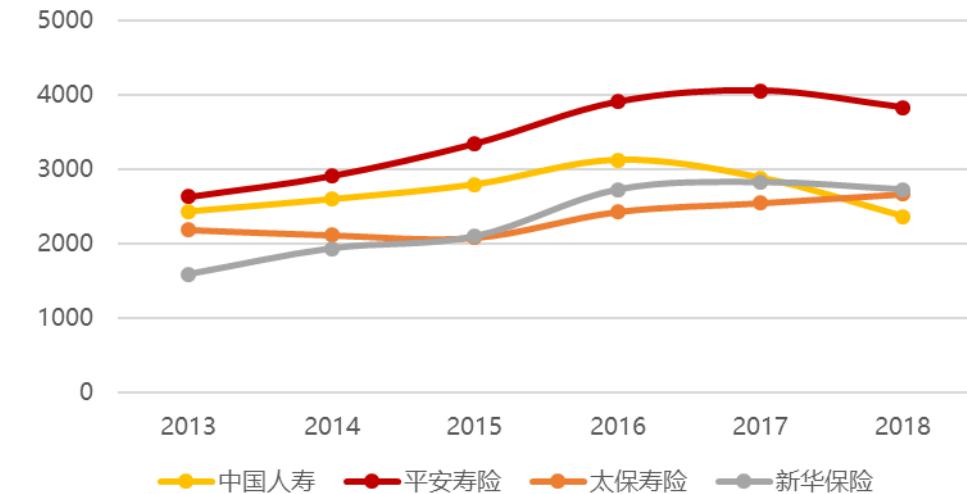


资料来源：公司公告、万联证券研究所

资料来源：公司公告、万联证券研究所

价值产能持续提升，2018年仅小幅下降。由于不同产品之间价值率差异较大，用保费产能难以客观公正反映代理人的价值贡献，我们使用月人均新业务价值产能作为衡量代理人队伍效能的核心指标。2013年新华个险渠道价值产能仅为1583元，远远落后于主要上市同业，彼时平安国寿太保价值产能差距并不大，平安2626元小幅领先，国寿2432元紧随其后，太保2185元居中。而随着新华保险“健康人海”逐渐推进，代理人队伍保持较高质量，其个险队伍价值产能逐年提升，2014年增长21.9%至1930元，2015年进一步升至2091元，2016年由于内含价值评估标准发生变化，在新标准下价值产能达到2722元，在剔除评估标准变化影响后价值产能仍然提升6.4%，2017年进一步提升至2821元，价值产能连续四年增长，2018年受行业大环境影响价值产能下降3.5%至2722元，虽然有所下降，但降幅并不大，说明其队伍质态仍然较好。拉长区间看，2013-2018年，新华个险队伍人均价值产能从1583元升至2722元，增长72%，提升幅度明显优于主要上市同业，队伍的价值创造能力实现明显提升。

图表16：主要寿险公司个险渠道月人均价值产能



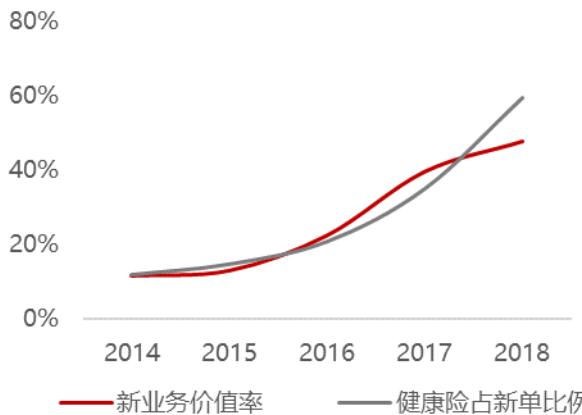
资料来源：公司公告、万联证券研究所

4、坚持价值引领，价值创造能力更加优秀

4.1 通过价值率的提升驱动新业务价值的高质量增长

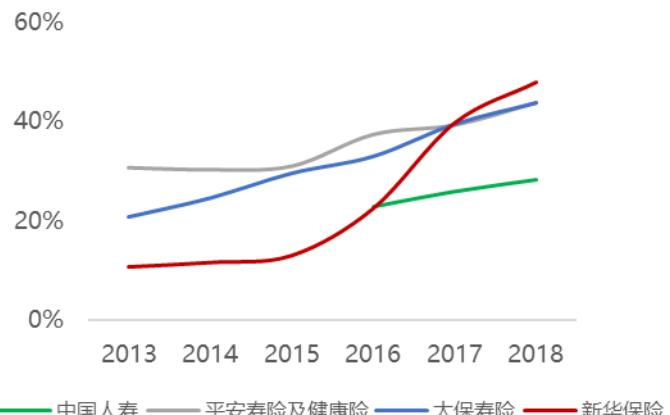
大力发展健康险促进新业务价值率快速提升。自2015年坚定转型以来，以健康险为代表的长期保障型业务成为新华保险大力发展的核心业务。由于健康险的新业务价值率明显高于储蓄型产品，因此公司的新业务价值率与健康险占比有着显著的正向关系，随着新华保险新单中健康险占比不断提升，公司新业务价值率也得到显著提升。在2014年以前，公司总体新业务价值率徘徊在10%左右，2013年为10.6%，2014年小幅升至11.5%，对应健康险占新单比例为11.9%，2015年健康险占比升至14.8%，新业务价值率也随之升至12.9%，2016-2018年是新华健康险转型最快的三年，新单中健康险占比分别为20.9%、35.1%、59.7%，2018年健康险占比已经接近60%，远高于主要同业，新业务价值率也大幅提升至47.9%。

图表17：新华保险新业务价值率与业务结构



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表18：主要寿险公司历年新业务价值率



资料来源：公司公告、万联证券研究所

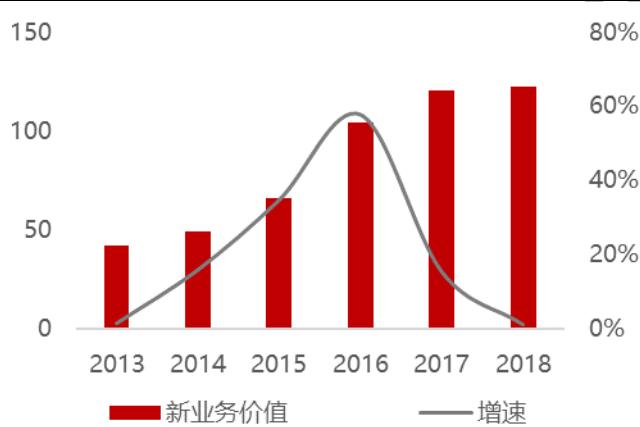
新业务价值率已领先主要上市同业。横向比较看，2013年新华的新业务价值率(10.6%)远低于平安(30.8%)和太保(20.7%)，2014、2015年提升较为缓慢，2015年12.9%

也远低于平安的31.1%和太保的29.5%。2016年加快转型节奏后，新业务价值率迅速提升至22.4%，差距明显缩小，2017年进一步大幅升至39.7%，与平安、太保水平相当，最终在2018年依靠健康的超预期增长实现超越，新业务价值率达到47.9%，超过平安和太保的43.7%，达到主要同业领先水平。

4.2 新业务价值较快增长推动内含价值持续稳健增长

转型之后新业务价值快速增长。2010年新华的新业务价值已经达到47亿，但由于规模驱动模式下增长动能不足，2014年之前一直徘徊在40-50亿之间，2014年全年为49亿。2015、2016年受益于行业快返储蓄型业务快速发展和销售人力大幅增长，以及新华坚持业务结构转型，虽然新单规模逐年下降，但由于新业务价值率的快速提升驱动新业务价值实现较快增长，2015年增长34.8%至66亿，2016年继续大增57.8%至104亿，首次突破百亿，2017年在高基数基础上仍然实现15.4%的增长，2015-2017年年均增长36%。2018年受行业大环境影响，增长明显放缓，全年新业务价值增长1.2%，达到122亿，增速虽不高，但在主要同业中仍处于中等水平。

图表19：新华保险新业务价值及增速



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表20：新华保险有效业务价值与要求资本成本

	2015	2016	2017	2018
有效业务价值 (Before CoC)	505	651	793	932
持有要求资本成本 (CoC)	167	169	191	189
有效业务价值 (After CoC)	338	481	603	743

资料来源：公司公告、万联证券研究所

业务结构改善使得资本成本较低，有效业务价值增速保持在20%以上。由于新的内含价值评估标准在2016年实施，为保持一致性，我们从2015年开始分析新华的有效业务价值（新华在2016年重述了2015年数据）。2015年资本成本之前的有效业务价值为505亿，由于新业务的持续贡献，2016-2018年保持较快增长，增速分别为28.9%、21.8%、17.5%。同时受益于业务结构不断改善（趸交规模下降、健康险占比提升），以及偿二代下高价值业务资本占用较少，资本成本增速明显低于资本成本之前的有效业务价值，2016年仅增长1.2%，使得有效业务价值增速高达42.3%，2017年虽然增长13.0%，但仍明显低于资本成本之前的有效业务价值增速21.8%，2018年甚至为负增长1%，有效业务价值增速23.2%，连续三年增速超过20%，年均增长30.3%。

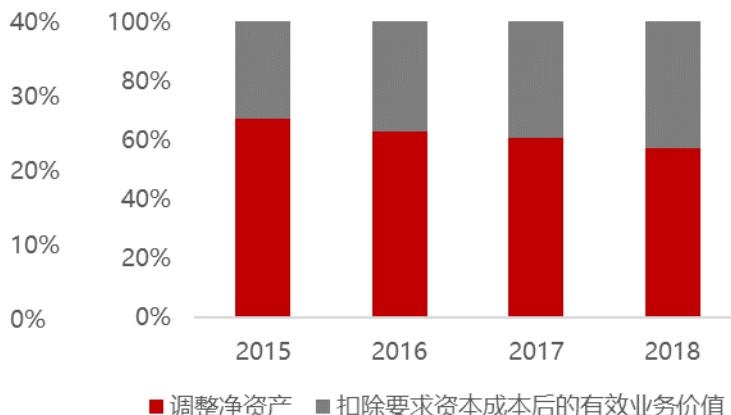
内含价值结构逐渐优化，内生增长动力更强。2012年新华内含价值仅为569亿，由于新业务价值增长提速带来的有效业务价值快速增长以及净资产的不断积累，2018年内含价值已经达到1732亿，年均增长20.6%，2018年受投资端不景气影响，增速明显下降。从内含价值结构看，有效业务价值占比不断提升，结构持续优化。2015年内含价值中有效业务价值占比仅为32.7%（偿二代），由于有效业务价值连续三年保持快速增长，且净资产增长相对较慢，有效业务价值占比在2018年提升至42.9%，累计提升10.2pct。因有效业务价值代表公司存量业务未来利润的现值，真正代表公司负债端的盈利能力，其占比不断提升说明公司依靠业务端实现持续盈利的内生增长动力更强。

图表21：新华保险内含价值及增速



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表22：新华保险内含价值结构



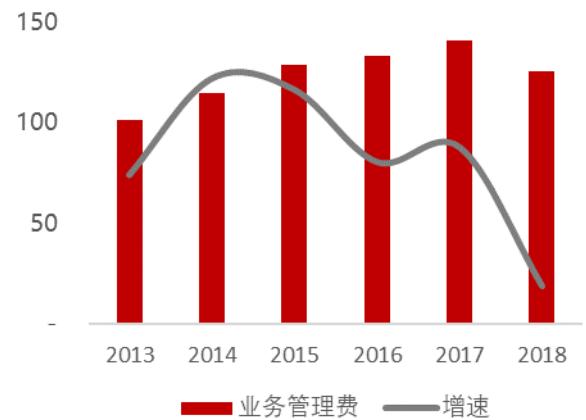
资料来源：公司公告、万联证券研究所

5、坚持效率提升，盈利能力更加出色

5.1 管理费用有效控制，运营偏差对内含价值贡献由负转正

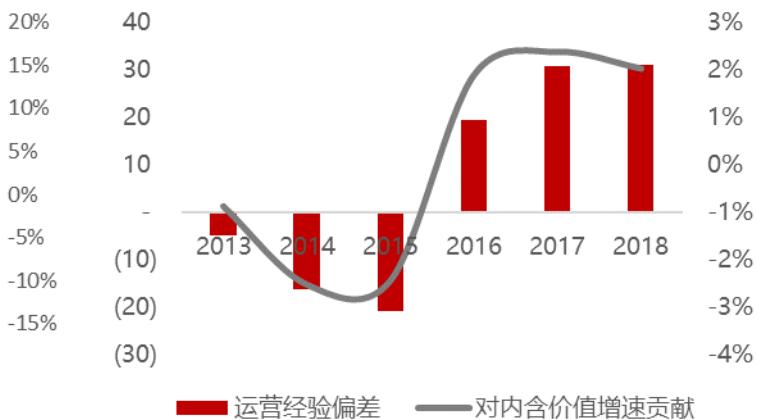
转型后费用控制得当增速较低，2018年有明显下降。我们在专题报告《从经营效率看寿险公司价值提升》中对费用效率进行过深度分析，新华保险业务管理费在2013年已经达到101亿，同期太保寿险仅为96亿，主要是由于新华的分支机构覆盖较广固定费用较高，以及当时的经营效率确实存在一定差距，2015年增长至128亿，但从2016年开始，业务管理费增速迅速降至个位数，2017年为141亿，低于太保寿险的144亿，特别在2018年，在保费和价值较快增长的情况下，业务管理费逆势下降10.6%至126亿，体现出新华保险管理层对费用管理的重视。虽然与主要上市同业相比，新华的费用效率仍有较大差距，但近几年费用效率改善的趋势非常明显，随着公司保费规模和价值规模的不断扩大，规模效应将进一步显现，费用效率有望继续提升。

图表23：新华保险业务管理费及增速



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表24：新华保险运营偏差对内含价值贡献



资料来源：公司公告、万联证券研究所

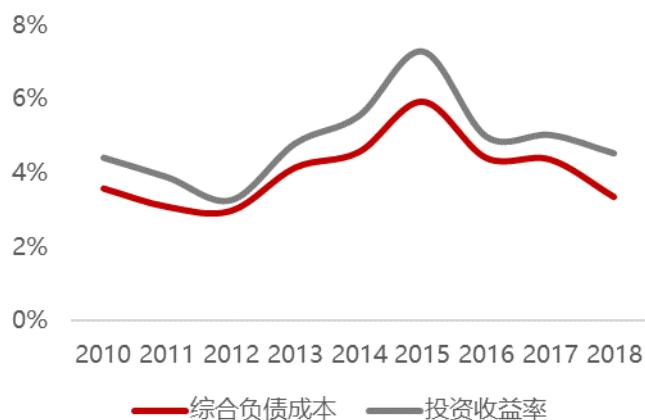
运营偏差由负转正，对内含价值增长形成稳定正贡献。从内含价值变动分析看，2013-2015年，运营经验偏差对内含价值的贡献均为负值，分别为-5.0%、-16.3%、-20.8亿，对内含价值增速贡献-0.9%、-2.5%、-2.4%，说明实际运营经验弱于预期，可以理解为实际经营结果不理想或是精算假设偏激进。但得益于转型加快推进，业务品质

持续提升，费用在2016年之后也快速得到控制，运营经验偏差也迅速转正，2016年为19.5亿，2017、2018年进一步提升至30亿以上，对内含价值增速分别贡献1.9%、2.4%、2.0%，说明经营效率确实在提升，精算假设可信度也在提高。

5.2 负债成本明显下降，盈利能力显著提升

综合负债成本与投资收益率高度正相关，2016年以来明显下降。我们在专题报告《我国寿险公司负债成本研究》中提出了综合负债成本的概念，综合负债成本=（总投资收益率-税前利润）/负债对应的平均投资资产，是寿险业务实现正利润的最低投资收益率要求，也是剔除净资产影响后仅反映寿险公司负债端综合成本的显性成本指标，有助于普通投资者和非专业人士理解寿险公司负债端的盈利能力。由于分红险和万能险业务的吸收效应，综合负债成本与投资收益率高度正相关。2010-2012年因投资收益率不理想导致成本较低，2013年开始投资收益率走高带动负债成本上升，综合利差（投资收益率-综合负债成本）有所扩大，但2016年之后投资收益率回归正常后负债成本也有所下降，2018年投资收益率下降，但负债成本下降幅度更大，盈利能力有所提升。

图表25：新华保险综合负债成本与投资收益率



图表26：新华保险综合负债成本（修正）



资料来源：公司公告、万联证券研究所

资料来源：公司公告、万联证券研究所

剔除假设变动和投资干扰后的综合负债成本也明显下降，盈利能力显著提升。由于综合负债成本受投资收益率影响较大，而投资端的波动难以准确把握，同时精算假设导致的准备金变动也会影响负债成本。为剔除干扰因素，我们通过分析新华的财务报表，测算其分红险和万能险业务的吸收程度，同时扣除假设变动的影响，得到了修正后的综合负债成本（投资收益率假设为5%）。测算结果显示，2013年综合负债成本（修正）提升至4.2%，之后便开始下降，但由于2014、2015年转型推进相对较慢，负债成本下降并不多，2015年为3.9%，2016年加快转型进程后，高成本业务规模快速收缩，综合负债成本（修正）迅速降至3.4%，2017年继续降至3.0%，2018年则受益于业务结构继续改善和良好的费用控制再次下降至2.8%，综合利差达到2.2%，抵御投资波动的能力逐渐增强，负债端持续盈利能力大幅改善。

6、盈利预测与投资建议：2019年业绩有望爆发，估值享受弹性

价值方面，假设2019-2021年个险规模人力增速分别为10.0%、7.5%、7.5%，人均产

能小幅提升，业务结构和新业务价值率与2018年持平，投资收益率按照内含价值评估远端假设5%计算，预计2019-2021年新业务价值分别为140、160、181亿，增速14.3%、14.6%、13.1%，内含价值分别为2046、2368、2733亿，增速18.2%、15.7%、15.4%，每股内含价值65.58、75.90、87.61元。由于近几年新华重在提升队伍质态，2019年在规模上有望适度加速扩张，如果人力增速超过10%，新业务价值有望实现更快增长。

净利润方面，近几年转型成效显著，使得负债成本明显下降，在5%投资收益率假设下，预计2019-2021年归母净利润分别为103、123、147亿，对应EPS达到3.30/3.94/4.71元。受益于权益市场大幅回暖，2019年一季度沪深300指数上涨28.6%，预计全年总投资收益率将大概率超过5%，经测算，如果总投资收益率达到6%，2019年归母净利润有望超过120亿。另外，新华在2018年因假设调整增提了50亿准备金，从而减少税前利润，如果2019年不再增提或增提规模下降，公司净利润表现有望超越预期。

估值仍处于较低水平，2019年有望实现超预期增长，维持买入评级，目标价65.58-72.14元。截至2019年4月4日，新华保险收盘价59.11元对应PEV（2019E）仅为0.9倍，对应PE（2019E）为17.9倍，估值仍有提升空间，当前维持2019年1-1.1倍PEV估值，对应目标价65.58-72.14元，维持买入评级，由于新华保险具备高弹性属性，在权益市场表现较好的情况下业绩有望超预期，股价表现也更具潜力。

7、风险提示

规模人力大幅下降、健康险销售不及预期、权益市场大幅下跌、利率下行超预期

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	154, 167	171, 043	188, 349	208, 581
保费业务收入	122, 286	135, 073	150, 259	167, 736
投资净收益	33, 803	38, 070	40, 420	43, 441
营业支出	143, 552	157, 307	171, 933	188, 974
退保金	33, 039	34, 529	36, 760	39, 337
赔付支出	51, 135	53, 441	56, 894	60, 883
提取保险责任准备金	26, 752	32, 460	37, 583	43, 600
保户红利支出	126	138	144	150
手续费及佣金支出	16, 708	17, 568	19, 543	21, 816
管理费用	12, 561	15, 519	17, 264	19, 272
利润总额	10, 510	13, 650	16, 295	19, 504
所得税	2, 587	3, 360	4, 011	4, 801
净利润	7, 923	10, 290	12, 284	14, 703
归母净利润	7, 922	10, 289	12, 283	14, 701
每股收益	2. 54	3. 30	3. 94	4. 71

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2020E
交易性金融资产	9, 940	8, 691	10, 241	10, 553
可供出售金融资产	300, 949	333, 449	347, 611	380, 396
持有至到期投资	214, 531	225, 669	241, 371	260, 749
长期股权投资	4, 792	5, 197	5, 475	5, 960
投资性房地产	7, 044	6, 301	7, 333	7, 602
定期存款	64, 690	56, 924	66, 843	68, 994
总资产	733, 929	774, 451	827, 042	894, 136
保户储金及投资款	40, 359	42, 147	44, 767	48, 154
未到期责任准备金	1, 805	2, 164	2, 595	3, 111
未决赔款准备金	1, 064	1, 390	1, 773	2, 226
寿险责任准备金	527, 494	549, 442	574, 192	602, 336
长期健康险责任准备金	64, 257	74, 083	86, 103	100, 590
总负债	668, 333	697, 942	741, 336	797, 413
归母所有者权益	65, 587	76, 499	85, 695	96, 711
所有者权益合计	65, 596	76, 509	85, 706	96, 724

内含价值

单位：百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2020E
新业务价值	12, 210	13, 960	15, 994	18, 085
内含价值	173, 151	204, 624	236, 822	273, 348
每股内含价值（元）	55. 50	65. 58	75. 90	87. 61

资料来源：公司公告、万联证券研究所

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

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受到任何形式的补偿。

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。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场