

新华保险(1336 HK)

续期业务拉动保费增长

- ❖ **续期业务拉动保费收入同比增长 11.3%**。前三季度，保费收入同比增长 11.3%，达 1,000 亿元人民币。其中，首年期交同比下降 33.4%，续期保费则同比增长 29.4%。一/二/三季度当季保费收入同比增速分别为 5.9%/18.5%/12.4%。三季度当季投资收益（包括公允价值变动在内）同比减少 6%，主要由于 A 股整体下行。前三季度归属于母公司股东的净利润达到 77 亿元，同比增长 52.8%。
- ❖ **二季度个险首年期交保费增速的反弹在第三季度未能持续**。该状况与其他上市同业类似，主要由于三季度宏观经济承压。一/二/三季度个险首年期交保费当季同比增速分别为 -49.5%/9.3%/-32.8%。前三季度，个险首年期交保费累计同比下降 33.4%。管理层电话会透露，储蓄型产品为下降的主要原因，而健康险产品的销售则保持正增长。我们注意到个险渠道短期险保费收入同比增长 79.5% 至 26 亿元，这得益于公司加大了覆盖住院及门诊保险等需求的附加险的销售力度，“以附促主”收效显著。然而，这些短期险产品新业务价值率相对较低，其贡献的新业务价值不足以抵消整体新业务价值下跌。我们预测 2018 年新业务价值降幅将自上半年的 8.9% 收窄至 4.6%。
- ❖ **股市暴跌拖累投资收益**。买卖价差及公允价值损失在第三季度恶化，主要是由于 A 股市场整体大幅下挫。除了三季度当季损益表项下投资收益下降 6% 外，前三季度公司其他综合收益项下亏损 32 亿元，大部分是可供出售股票的公允价值损失。前三季度，年化总投资收益率为 4.8%，而 2017 年则为 5.1%。公司的投资收益率下降幅度小于大多数上市同业。
- ❖ **目标价下调至 44.94 港元，维持买入评级**。由于前三季度首年期交保费收入增速低于预期，我们将 2018 年新业务价值预测下调，并将目标价调整至 44.94 港元。积极的一面是，虽然股市波动，但公司投资表现相对稳健，且业务转型也持续取得成效。我们的目标价分别对应 2018/19 年预测每股内含价值的 0.72/0.65 倍。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
保费收入 (百万人民币)	112,560	109,294	121,706	134,537	148,163
总收入 (百万人民币)	144,796	143,082	154,110	170,059	185,912
净利润 (百万人民币)	4,942	5,383	7,589	6,269	5,703
每股收益 (人民币)	1.58	1.73	2.43	2.01	1.83
每股收益变动 (%)	-42.6	8.9	41.0	-17.4	-9.0
市盈率 (x)	20.27	18.61	13.20	15.98	17.57
市账率 (x)	1.69	1.57	1.49	1.40	1.32
PEV (x)	0.77	0.65	0.59	0.54	0.49
股息率 (%)	1.49	1.62	2.28	1.89	1.72
内含价值收益率 (%)	26.18	19.71	11.20	11.64	11.77

资料来源：公司，招银国际预测

买入 (维持)

目标价	HK\$44.94
(此前目标價)	HK\$47.96
潜在升幅	+23.79%
当前股价	HK\$36.30

丁文捷, PhD

电话: (852) 3900 0856/
(86) 755 2367 5591

邮件: dingwenjie@cmbi.com.hk

徐涵博

电话: (852) 3761 8725

邮件: xuhanbo@cmbi.com.hk

中国保险业

市值(百万港元)	145,829
3 月平均流通量(百万港元)	246.13
5 周内股价高/低(港元)	57.9/30.3
总股本(百万)	3,120

资料来源：彭博

股东结构

中央汇金投资	31.34%
中国宝武钢铁集团	13.94%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-0.3%	12.1%
3-月	3.0%	19.8%
6-月	6.7%	30.7%

资料来源：彭博

12-月 股价表现



资料来源：彭博

审计师: 安永

公司网站: www.newchinalife.com

图 1：2018 三季度经营业绩回顾

百万人民币	截至2018年 9月30日止 9个月	截至2017年 9月30日止 9个月	同比变动
总保费收入	100,008	89,840	11.3%
减：分出保费	(1,511)	(923)	63.7%
净保费收入	98,497	88,917	10.8%
未到期责任准备金提转差	(896)	(491)	82.5%
已实现净保费收入	97,601	88,426	10.4%
投资收益	25,128	26,800	-6.2%
其他收入	767	364	110.7%
收入合计	123,496	115,590	6.8%
退保金	(29,865)	(29,466)	1.4%
			#DIV/0!
			#DIV/0!
			#DIV/0!
赔付支出净额	(37,688)	(30,144)	25.0%
提取保险责任准备金净额	(21,223)	(22,672)	-6.4%
保单红利支出	(106)	(1)	10500.0%
手续费及佣金支出	(13,077)	(12,921)	1.2%
业务及管理费	(8,276)	(9,995)	-17.2%
其他成本	(2,202)	(2,523)	-12.7%
资产减值损失	(755)	(880)	-14.2%
保险业务支出及其他费用合计	(113,192)	(108,602)	4.2%
营业外收入/(支出)	(59)	(134)	-56.0%
税前利润	10,245	6,854	49.5%
所得税	(2,542)	(1,811)	40.4%
非控制性权益	1	1	0.0%
净利润	7,702	5,042	52.8%

百万人民币	截至2018年 9月30日止 9个月	截至2017年 9月30日止 9个月	同比变动
总投资收益率	4.80%	5.20%	-0.40ppt YoY

百万人民币	截至2018年 9月30日止 9个月	截至2017年 12月31日	变动
投资资产	720,308	688,315	4.6%
资产合计	753,256	710,275	6.1%
权益合计	66,620	63,723	4.5%
归属于公司股东权益合计	66,611	63,715	4.5%
核心偿付能力充足率	268.33%	275.93%	-7.60ppt YTD
综合偿付能力充足率	273.25%	281.67%	-8.42ppt YTD

来源：公司，招银国际

图 2：前三季度，长险首年期交保费收入同比下降 33.4%

(十亿人民币)	一季度	二季度	上半年	三季度	前九月
寿险总保费收入	39.4	28.4	67.9	32.1	100.0
... 同比增速	5.9%	18.5%		12.4%	
... 累计同比	5.9%		10.8%		11.3%
个险首年期交	4.6	3.7	8.3	4.9	13.2
... 同比增速	-49.5%	9.3%		-32.8%	
... 累计同比	-49.5%		-33.7%		-33.4%

来源：公司，招银国际

图 3：招银国际预测变动

百万人民币	2017	2018E old	2018E new	... YoY, new	Diff, old vs. new est.
保费收入	109,294	122,581	121,706	11.4%	-0.7%
首年期交保费	27,805	23,441	20,958	-24.6%	-10.6%
新业务价值	12,063	12,030	11,506	-4.6%	-4.4%
内含价值	153,474	170,501	169,033	10.1%	-0.9%

来源：公司，招银国际预测

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
保费收入及账户管理费	112,648	109,356	121,776	134,613	148,243
分出保费及提取未到期责任准备金	(1,013)	(1,366)	(1,753)	(1,896)	(2,061)
净保费收入及账户管理费	111,635	107,990	120,023	132,717	146,182
投资收益	32,134	34,380	33,218	36,406	38,814
其他营业收入	1,027	712	869	936	916
总收入	144,796	143,082	154,110	170,059	185,912
保险给付和赔付	(108,894)	(102,481)	(110,214)	(125,119)	(139,409)
投资合同支出	(1,067)	(1,277)	(1,441)	(1,626)	(1,707)
手续费、佣金支出及管理费	(26,619)	(29,685)	(30,246)	(33,445)	(36,838)
其他成本	(428)	(891)	(1,200)	(1,327)	(1,462)
保险业务支出及其他费用合计	(137,008)	(134,334)	(143,101)	(161,517)	(179,415)
对联营企业和合营企业投资收益	148	296	592	1,184	2,368
财务成本	(1,454)	(1,714)	(1,268)	(1,190)	(1,099)
税前利润	6,482	7,330	10,333	8,536	7,766
所得税	(1,539)	(1,946)	(2,743)	(2,266)	(2,062)
净利润	4,943	5,384	7,590	6,270	5,704
非控制股东权益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
净利润	4,942	5,383	7,589	6,269	5,703

来源：公司及招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
债券	242,647	263,782	279,230	296,970	317,971
协议存款	79,845	41,809	44,258	47,069	50,398
其他固定收益类投资	194,163	199,686	211,380	224,810	240,707
股票和基金	76,433	89,930	95,197	101,245	108,404
其他权益类投资	35,835	46,336	43,867	46,654	49,953
现金及现金等价物	14,230	8,812	12,747	13,557	14,515
其他投资资产	36,641	37,960	41,947	44,280	46,799
总投资资产	679,794	688,315	728,626	774,916	829,715
非投资资产	19,387	21,960	28,596	28,502	30,850
总资产	699,181	710,275	757,222	803,086	859,598
保险合同负债	543,228	575,277	606,522	645,573	692,058
投资合同负债	30,071	33,928	38,280	40,194	42,203
借款	14,000	4,000	4,000	-	-
应付保险给付及预收保费	6,207	5,354	5,808	6,299	6,937
税项及其他负债	46,550	27,993	35,463	39,349	42,595
总负债	640,056	646,552	690,073	731,415	783,793
净资产总值	59,125	63,723	67,149	71,671	75,805
少数股东权益	7	8	7	7	7
股东权益	59,118	63,715	67,142	71,664	75,798

来源：公司及招银国际预测

主要比率

年结：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
同比增长					
总收入	-8.3%	-1.2%	7.7%	10.3%	9.3%
净利润	-42.5%	8.9%	41.0%	-17.4%	-9.0%
保费收入	0.6%	-2.9%	11.4%	10.5%	10.1%
首年保费收入	-9.3%	-35.5%	-19.5%	12.5%	9.7%
- 代理人渠道首年保费收入	28.0%	13.2%	-16.6%	13.2%	10.2%
- 银保渠道首年保费收入	-26.5%	-74.7%	-30.0%	9.7%	7.8%
首年标准保费收入	28.4%	8.0%	-24.1%	10.3%	8.2%
总投资资产	6.9%	1.3%	5.9%	6.4%	7.1%

保费结构

首年保费	41.7%	27.9%	20.1%	20.5%	20.4%
- 首年期交保费	21.3%	25.9%	17.5%	17.4%	17.1%
- 首年趸交保费	20.4%	1.9%	2.6%	3.0%	3.3%
续期保费	58.3%	72.1%	79.9%	79.5%	79.6%

首年保费结构

个险代理人渠道	44.6%	78.3%	81.1%	81.6%	81.9%
银保渠道	55.4%	21.7%	18.9%	18.4%	18.1%

偿付能力（偿二代下）

核心偿付能力充足率	259.7%	275.9%	264.4%	265.8%	217.5%
综合偿付能力充足率	281.3%	281.7%	269.8%	265.8%	217.5%

新业务价值及内含价值

新业务价值（百万人民币）	10,449	12,063	11,506	12,996	14,300
新业务价值同比增长率	36.4%	15.4%	-4.6%	12.9%	10.0%
新业务价值率（基于首年标准保费）	40.3%	43.1%	54.1%	55.4%	56.3%
内含价值（百万人民币）	129,450	153,474	169,033	186,425	206,485
内含价值收益率	26.2%	19.7%	11.2%	11.6%	11.8%

净投资收益率	5.1%	5.1%	4.9%	4.9%	4.9%
总投资收益率	5.1%	5.2%	4.9%	5.0%	5.0%

每股数据

每股收益（人民币）	1.58	1.73	2.43	2.01	1.83
每股账面价值（人民币）	18.95	20.42	21.52	22.97	24.30
每股内含价值（人民币）	41.50	49.20	54.19	59.76	66.19
每股股息（人民币）	0.48	0.52	0.73	0.61	0.55

来源：公司及招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。