

新華保險(1336 HK)

轉型期成果豐碩，發展期值得期待

❖ **9M17 業績回顧及 2018 年經營目標。**2017 年三季度，公司原保費收入 898.4 億元人民幣，同比降幅由 3M17 的 20.0%收窄至 3.8%。淨利潤 50.42 億元人民幣，同比增長 5.3%。1H17 新業務價值 71.53 億元，同比增長 28.8%。前三季度新業務價值率（基於 FYP）近 39%。管理層披露 2017 年上半年末剩餘邊際達 1,600 億元人民幣，自上市以來年複合增長率達 20%。**兩年轉型實踐取得豐碩成果：**業務結構顯著優化，由躉交推動轉向續期拉動，續期保費收入占比由 2015 年的 53%增至 9M17 的 68%，提升 15 個百分點；首年期交占比由 32%增至 88%，提升 56 個百分點；十年期占比由 21%增至 57%，提升 36 個百分點；個險新單占比由 31%增至 73%，提升 42 個百分點。2018 年至 2020 年，新華保險將進入發展期。公司將 **2018 年主要經營目標**概括為“4 個增長、3 個提高、2 個降低”，即保費（包括總保費及首年期交保費）、價值、隊伍、利潤增長；舉績率、留存率、收費率提高；退保率、費差損降低。

❖ **聚焦健康險產品，布局大健康產業。**健康險占公司保費收入比重由 2015 年的 15%增至 9M17 的 32%，提升 17 個百分點，形成保障型業務的新增長點。例如，“健康無憂”系列產品自推出以來飽受青睞，2016 年實現保費收入 60 億元，2017 年預計保費收入 100 億元，2018 年目標 150 億元。目前，公司健康險產品儲備豐富，除重疾類“健康無憂”外，多倍給付的“多倍保”及防癌險“康健吉順”均受到市場認可。2018 年，公司將繼續**聚焦保障型產品**：健康險將成為公司首年業務的主流產品、個險銷售渠道的核心產品；銷售策略將“以重疾險為主、以醫療險為輔、加大附加險銷售力度”；主險結合高性價比的附加險，滿足投保人多樣化的保障需求。考慮到目前新華保險的產品附加率較低（管理層披露僅為 2%），我們認為“以附促主”的銷售策略尚有較大的發展空間，且附加險的銷售能夠給營銷員帶來較為穩定的長期收入。此外，公司積極**布局健康產業**，如新華保險旗下健康管理公司“新華卓越健康”，主要從事體檢及諮詢，已在 16 個省市開設了健康管理中心；北京新華卓越康復醫院預計下月開業（目前已有一家康復醫院在南京開業）。

❖ **堅持產能優于平均，增加舉績人力規模。**9M17 公司個險渠道規模人力達 33 萬人，同比增長 13%；月均人均綜合產能 7,093 元，同比增長 13%。據管理層披露，目前公司代理人舉績率約為 50%、留存率約為 35%，均優于行業平均水平（35%、30%）。2018 年，公司將（1）加強銷售隊伍建設，（2）完善隊伍管理制度，（3）加大教育培訓力度。隊伍建設方面，公司將堅持“三高”（高舉績率、高人均產能和高留存率）隊伍建設策略、擴大舉績人力規模、增加隊伍發展專項投入（預算超 10 億元）。制度方面，公司將推動“三權”，即推動賦予權（即營銷員離職後，原營銷員的主管享有“孤兒單”的客戶資源和保單利益）、繼承權（若主管的配偶或子女在新華保險有一定職級，則可以繼承該主管的團隊及客戶資源）、跨地域發展權落地。教育培訓方面，公司將把資源重點投入新人生產線、初級主管生產線及教育培訓中心。公司預計 2017 年四季度以增員填補清虛，維持規模人力不變；2018 年在 KPI 提升的基礎上，銷售隊伍將迎來快速發展，公司目標舉績人力增長 22%，規模人力增長 36%，年底將達到 45 萬人，月均 39 萬人。

買入（上調）

目標價	HK\$61.65
(此前目標價)	HK\$54.94)
潛在升幅	+19.71%
當前股價	HK\$51.50

丁文捷, PhD

電話：(852) 3900 0856

郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

徐涵博

電話：(852) 3761 8725

郵件：xuhanbo@cmbi.com.hk

中國保險業

市值(百萬港元)	212,647
3 月平均流通量(百萬港元)	535.80
5 周內股價高/低(港元)	57.85/ 34.35
總股本(百萬)	3120.0

資料來源：彭博

股東結構

中央匯金投資	31.34%
中國寶武鋼鐵集團	13.94%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	0.7%	-0.9%
3-月	1.6%	-3.0%
6-月	17.9%	5.1%

資料來源：彭博

12-月 股價表現



資料來源：彭博

審計師：安永

公司網站：www.newchinalife.com

- ❖ **費用鬆綁，提升分公司自主經營能力。**2016 年，公司建立了“以收定支、績效掛鈎”的預算管理模式，引導機構增強自主經營能力。今年以來，各機構經營能力和管理效能持續提升，費用結構不斷優化。2018 年，總公司將（1）進一步加大資源下沉力度，鬆綁費用科目限制；（2）建立搶蛋糕機制，鼓勵分支機構多幹多超、先到先得；（3）建立市場對標機制，鼓勵市場份額提升；（4）總結推廣典範模式，促進分支機構職能轉變。廈門分公司代表介紹，鬆綁費用科目限制，指增員、差旅、宣傳等費用可以相互調劑，不再作比例限制。由於健康險件均保費較低，保費收入增長依靠保單件數增長，因此，費用鬆綁將對代理人隊伍增長及健康險銷售有極大幫助。據廈門分公司測算，隊伍建設投入可增長 50%以上。
- ❖ **短期利好因素：推出稅延養老年金，成立互聯網保險科技公司。**2017 年底，個人稅收遞延型商業養老保險試點即將啟動。公司作為試點機構，參與了產品開發、系統對接及人員培訓，公司將借助政策優勢，及時推出養老年金新產品、搶占市場。此外，管理層透露，公司正籌備中外合資的互聯網保險科技公司。科技是新華保險最大短板，公司將一方面借助外部社會力量，引入人工智能等技術；一方面內部搭建新的綜合業務平臺。
- ❖ **目標價提升至 61.65 港元，上調至買入評級。**考慮到公司轉型成果豐碩，明年在營銷員隊伍壯大、新業務價值率保持穩定的前提下，我們預計 2017 和 2018 年新業務價值增速分別為 26.1%和 26.0%。我們將 2017 和 2018 年預測每股內含價值調整為 47.02 元和 53.40 元人民幣，目標價上調至 61.65 港元。該目標價分別對應 2017 和 2018 年預測內含價值的 1.11 倍和 0.98 倍。目前，該公司股價相當於 2017 年預測內含價值的 0.93 倍，潛在升幅 19.71%。上調至買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
保費收入（百萬人民幣）	111,859	112,560	112,702	134,162	156,978
總收入（百萬人民幣）	157,918	144,796	146,946	170,008	195,326
淨利潤（百萬人民幣）	8,601	4,942	5,853	8,321	9,965
每股收益（人民幣）	2.76	1.58	1.88	2.67	3.19
每股收益變動（%）	34.6	-42.6	18.4	42.2	19.8
市盈率 (x)	15.86	27.63	23.33	16.41	13.70
市賬率 (x)	2.36	2.31	2.12	1.90	1.69
PEV (x)	1.23	1.05	0.93	0.82	0.72
股息率（%）	0.64	1.10	1.30	1.85	2.21
內含價值收益率（%）	21.90	26.18	14.47	14.78	15.02

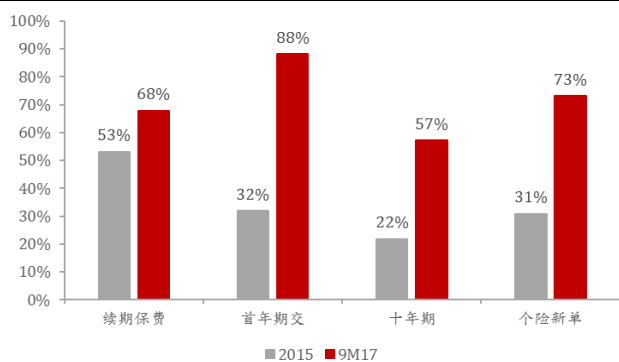
資料來源：公司及招銀國際研究預測

圖 1：9M17 利潤表

(百萬人民幣)	9M17	9M16	Yoy
營業收入	115,561	117,785	-1.9%
已賺保費	88,426	92,474	-4.4%
保險業務收入	89,840	93,418	-3.8%
減：分出保費	(923)	(712)	29.6%
提取未到期責任準備金	(491)	(232)	111.6%
投資收益	26,775	24,892	7.6%
其中：對聯營企業和合營企業的投資收益	83	28	196.4%
公允價值變動損益	128	(155)	-182.6%
匯兌損益	(268)	195	-237.4%
其他業務收入	500	379	31.9%
營業支出	(108,602)	(111,730)	-2.8%
退保金	(29,466)	(32,620)	-9.7%
賠付支出	(30,626)	(31,046)	-1.4%
減：攤回賠付支出	482	1,301	-63.0%
提取保險責任準備金	(22,721)	(25,755)	-11.8%
減：攤回保險責任準備金	49	(810)	-106.0%
保單紅利支出	(1)	0	-
稅金及附加	(99)	(72)	37.5%
手續費及佣金支出	(12,921)	(10,531)	22.7%
業務及管理費	(10,115)	(9,575)	5.6%
減：攤回分保費用	120	147	-18.4%
其他業務成本	(2,424)	(1,986)	22.1%
資產減值損失	(880)	(783)	12.4%
營業利潤	6,959	6,055	14.9%
加：營業外收入	40	117	-65.8%
減：營業外支出	(145)	(71)	104.2%
利潤總額	6,854	6,101	12.3%
減：所得稅費用	(1,811)	(1,314)	37.8%
歸屬於少數股東損益	1	1	0.0%
歸屬於母公司股東的淨利潤	5,042	4,786	5.3%

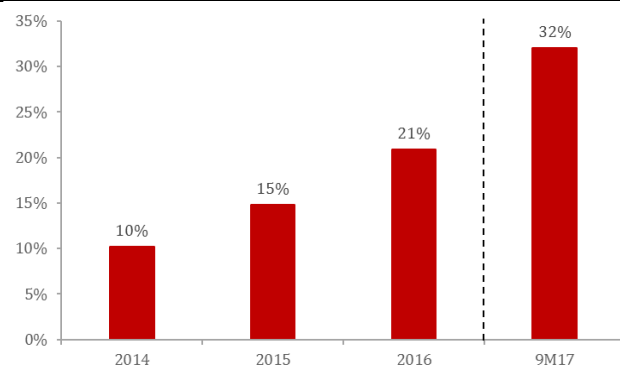
來源：公司，招銀國際

圖 2：業務結構顯著優化



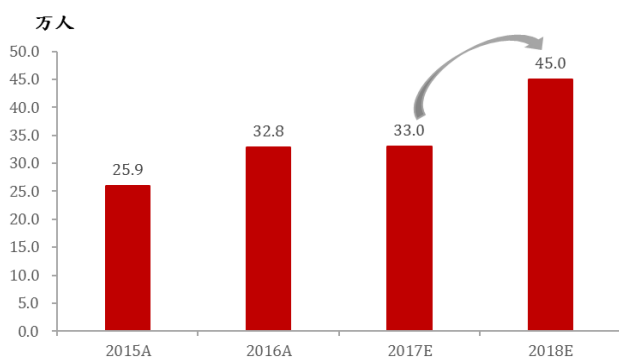
來源：公司，招銀國際

圖 3：健康險占保險業務收入比重不斷提升



來源：公司，招銀國際

圖 4：2018 年底規模人力將達 45 萬人



來源：公司，招銀國際

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
保費收入及賬戶管理費	111,994	112,648	112,799	134,269	157,092
分出保費及提取未到期責任準備金	(639)	(1,013)	(887)	(1,272)	(1,347)
淨保費收入及賬戶管理費	111,355	111,635	111,912	132,997	155,746
投資收益	45,069	32,134	34,180	36,185	38,659
其他營業收入	1,494	1,027	853	826	921
總收入	157,918	144,796	146,946	170,008	195,326
保險給付和賠付	(118,719)	(108,894)	(107,389)	(121,520)	(138,754)
投資合同支出	(1,331)	(1,067)	(1,181)	(1,299)	(1,429)
手續費、佣金支出及管理費	(23,334)	(26,619)	(28,761)	(34,180)	(40,027)
其他成本	(1,430)	(428)	(1,119)	(1,330)	(1,557)
保險業務支出及其他費用合計	(144,814)	(137,008)	(138,450)	(158,329)	(181,767)
對聯營企業和合營企業投資收益	535	148	220	240	268
財務成本	(1,857)	(1,454)	(910)	(823)	(539)
稅前利潤	11,782	6,482	7,805	11,096	13,288
所得稅	(3,180)	(1,539)	(1,951)	(2,774)	(3,322)
非控制股東權益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
淨利潤	8,601	4,942	5,853	8,321	9,965

來源：公司及招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
債券	229,235	242,647	255,663	273,045	291,871
協議存款	127,679	79,845	69,474	74,197	80,106
其他固定收益類投資	119,046	194,163	202,863	216,656	231,593
股票和基金	85,770	76,433	76,421	81,617	88,037
其他權益類投資	28,552	35,835	36,126	38,582	41,243
現金及現金等價物	13,904	14,230	15,243	15,961	16,141
其他投資資產	31,502	36,641	38,946	41,912	44,136
總投資資產	635,688	679,794	694,735	741,971	793,127
非投資資產	24,872	19,387	24,212	23,829	28,101
總資產	660,560	699,181	718,948	765,800	821,228
保險合同負債	524,441	543,228	569,991	603,244	651,471
投資合同負債	27,166	30,071	33,078	36,386	38,205
借款	19,000	14,000	4,000	4,000	-
應付保險給付及預收保費	4,542	6,207	6,105	7,252	8,006
稅項及其他負債	27,570	46,550	41,434	42,900	42,884
總負債	602,719	640,056	654,607	693,782	740,566
淨資產總值	57,841	59,125	64,341	72,018	80,662
少數股東權益	6	7	7	7	7
股東權益	57,835	59,118	64,334	72,011	80,655

來源：公司及招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
同比增長					
總收入	11.1%	-8.3%	1.5%	15.7%	14.9%
淨利潤	34.3%	-42.5%	18.4%	42.2%	19.8%
保費收入	1.8%	0.6%	0.1%	19.0%	17.0%
首年保費收入	19.6%	-9.3%	-28.0%	25.7%	22.1%
- 代理人渠道首年保費收入	40.9%	28.0%	25.9%	26.0%	22.7%
- 銀保渠道首年保費收入	11.9%	-26.5%	-71.3%	24.7%	19.8%
首年標準保費收入	34.5%	28.4%	21.4%	28.5%	23.7%
總投資資產	1.6%	6.9%	2.2%	6.8%	6.9%

保費結構

首年保費	46.2%	41.7%	30.2%	31.9%	33.4%
- 首年期交保費	15.2%	21.3%	28.3%	30.6%	32.5%
- 首年趸交保費	31.0%	20.4%	1.9%	1.3%	0.9%
續期保費	53.8%	58.3%	69.8%	68.1%	66.6%

首年保費結構

個險代理人渠道	31.6%	44.6%	78.0%	78.1%	78.6%
銀保渠道	68.4%	55.4%	22.0%	21.9%	21.4%

償付能力（償二代下）

核心償付能力充足率	248.5%	259.7%	261.4%	257.0%	258.7%
綜合償付能力充足率	281.0%	281.3%	267.0%	262.1%	258.7%

新業務價值及內含價值

新業務價值（百萬人民幣）	7,663	10,449	13,171	16,592	20,346
新業務價值同比增長率	56.0%	36.4%	26.1%	26.0%	22.6%
新業務價值率（基于首年標準保費）	37.9%	40.3%	41.8%	41.0%	40.7%
內含價值（百萬人民幣）	110,650	129,450	146,679	166,589	189,088
內含價值收益率	21.9%	26.2%	14.5%	14.8%	15.0%

淨投資收益率	4.9%	5.1%	5.2%	5.1%	5.2%
總投資收益率	7.5%	5.1%	5.2%	5.2%	5.2%

每股數據

每股收益（人民幣）	2.76	1.58	1.88	2.67	3.19
每股賬面價值（人民幣）	18.54	18.95	20.62	23.08	25.85
每股內含價值（人民幣）	35.47	41.50	47.02	53.40	60.61
每股股息（人民幣）	0.28	0.48	0.57	0.81	0.97

來源：公司及招銀國際預測

附錄：2017 年公司開放日問答環節紀要**1. 2018 年壽險行業監管變化？**

2016 年，年金產品占壽險行業首年保費收入 84%；預計受到 134 號文影響的年金產品在 60% 左右。總體而言，監管趨嚴有利行業回歸保障本源、健康穩定發展。且前 6 大壽險公司（國壽、平安、太保、泰康、新華、太平）已形成續期拉動模式，有助於穩定全行業 2018 年保費增長。監管趨嚴主要影響中小型壽險公司。對於新華保險而言，快返類產品已于轉型過程中全部消化完畢，收影響較小。

2. 互聯網金融策略？

公司正籌備新華科技公司，一家中外合資的 IT 公司。IT 是新華保險最大短板，公司將一方面借助外部社會力量，引入人臉識別等技術；一方面內部搭建新的綜合業務平臺。

3. 管理層能否披露三差占比？

1H17，儲蓄型產品利差占比 85%，保障型產品利差占比 23%；費差占比極低。

4. 股權投資策略？

公司致力于在股權市場抓住機會，股權投資配置比例穩健保持在十幾、二十左右。公司將保持壽險投資基本原理，根據市場機會適度調整。

5. 預計 NBV 及 EV 增長？

得益於個險新單保費價值率 39%、行業領先，公司 NBV 增長過去兩年保持在兩位數以上，預計 2018 年增速還將維持。由於首年保費增長，2017 年公司 EV 增長亦在兩位數，對 2018 年 EV 增長持正向積極態度。

6. 城區發展戰略？

中國的未來是城鎮化的，公司堅持在城區市場發展。

7. 預計 2018 年健康險行業格局？

受 134 號文影響，以往的理財型年金產品整改為“合規型年金產品”，即定價利率 3.5%、5 年後返還。面對市場上銀行理財產品的競爭（利率在 4~4.5%、5 年內返還的），不確定性很大。前 6 大壽險公司（國壽、平安、太保、泰康、新華、太平）會把銷售重點轉向健康險、提升理賠服務，健康險行業競爭將會加劇。中小公司代理人數量不足，且很難通過銀保渠道銷售健康險。

8. 開門紅預期？

個險渠道：公司早謀劃、早準備、早動手，產品將以年金及健康險為主、注重附加險，預計 12 月上旬打響開門紅。銀保渠道：一手抓年度收官，一手備戰開門紅。9M17 銀保渠道期交保費占比已達 96%，預計受 134 號文影響不大。

9. 公司如何在主推附加醫療、住院險的同時控制賠付損失？以及如何在加大隊伍建設投入的同時控制費差損？

公司共有二十多款附加險，醫療險只是其中一種。醫療險賠款幾率高，受客戶歡迎，“用理賠創口碑”，與車險類似。既然車險可以控制賠付率及費用率并盈利，醫療險同樣可以。明年，總公司將鼓勵分公司自主經營，提升創費能力，降低費差損。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關于他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。