

新华保险(1336 HK)

一季度首年期交增长强劲

- ❖ **一季度新单保费增长亮眼。**公司保费收入同比增长 9.5%至 432 亿元人民币，其中，长险新单保费同比增长 18.0%至 72 亿元。净利润同比增长 29.1%至 33.7 亿元。得益于权益类投资收益，投资资产/归母权益自 2018 年末分别增长 4.4%/11.6%。公司并未在季报中披露新业务价值增速。
- ❖ **积极因素。**(1) 一季度首年期交增长强劲。个险渠道首年期交保费收入同比增长 16.3%至 55.1 亿元，银保渠道首年期交同比增长 25.0%至 16.4 亿元。强劲的首年期交增长表明公司“以健康险为主导产品、以附加险促进主险销售”策略取得了较好的成果。(2) 公司未来将坚持以健康险为主的产品策略，二季度仍将同时销售开门红阶段的年金类产品如“惠添富”，以满足客户多样化的需求。
- ❖ **风险因素。**(1) 损益表中投资收入(包括净投资收益和已实现收益)同比下降，年化净投资收益率下降 0.1 个百分点至 4.2%。尽管季报并未披露细分投资收入，但是管理层解释为一季度权益类投资的股息收入同比下降，叠加大部分权益类投资被归类为可供出售金融资产，其公允价值变动收益未反映在损益表中。(2) 重疾险市场竞争加剧，健康险产品的销量及新业务价值率或将承压。
- ❖ **目标价维持 47.37 港元，维持买入评级。**公司一季度承保表现优于同业，尽管投资表现略逊预期。我们维持 2019 年新业务价值预测在 132.4 亿元，即预测新业务价值同比增长 8.4%。我们的预测已反映加剧的市场竞争对新业务价值率的负面影响。维持目标价 47.37 港元，对应 0.67 倍 2019 年预测每股内含价值。公司当前股价相当于 0.57 倍 2019 年预测每股内含价值。重申买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
保费收入(百万人民币)	109,294	122,286	132,828	143,447	154,067
总收入(百万人民币)	143,082	151,964	164,959	178,052	191,247
净利润(百万人民币)	5,383	7,922	9,847	10,869	11,579
每股收益(人民币)	1.73	2.54	3.16	3.48	3.71
每股收益变动(%)	8.9	47.2	24.3	10.4	6.5
市盈率(x)	20.31	13.80	11.10	10.06	9.44
市账率(x)	1.72	1.67	1.44	1.28	1.15
PEV(x)	0.71	0.63	0.57	0.53	0.49
股息率(%)	1.48	2.20	2.73	3.01	3.21
内含价值收益率(%)	19.7	13.9	11.2	10.7	10.2

资料来源：公司，招银国际预测

买入(维持)

目标价	HK\$47.37
(此前目标价)	HK\$47.37
潜在升幅	+13.6%
当前股价	HK\$44.15

丁文捷, 博士

电话: (852) 3900 0856/
(86) 755 2367 5597
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)	189,322
3月平均流通量(百万港元)	466.32
52周内股价高/低(港元)	46.95/27.3
总股本(百万)	1,034.1

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	12.09%

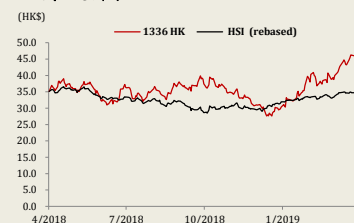
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	13.5%	9.5%
3-月	45.5%	35.5%
6-月	17.9%	-1.6%

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

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
保费收入及账户管理费	109,356	122,341	132,909	143,531	154,155
分出保费及提取未到期责任准备金	(1,366)	(2,339)	(2,358)	(2,502)	(2,645)
净保费收入及账户管理费	107,990	120,002	130,550	141,029	151,510
投资收益	34,380	31,185	33,577	36,093	38,754
其他营业收入	712	777	831	930	983
总收入	143,082	151,964	164,959	178,052	191,247
保险给付和赔付	(102,481)	(109,842)	(118,538)	(125,603)	(134,961)
投资合同支出	(1,277)	(1,670)	(1,993)	(2,093)	(2,197)
手续费、佣金支出及管理费	(29,685)	(28,679)	(30,617)	(35,350)	(38,180)
其他成本	(891)	(564)	(614)	(663)	(712)
保险业务支出及其他费用合计	(134,334)	(140,755)	(151,762)	(163,708)	(176,050)
对联营企业和合营企业投资收益	296	404	525	683	751
财务成本	(1,714)	(1,103)	(658)	(608)	(586)
税前利润	7,330	10,510	13,064	14,419	15,361
所得税	(1,946)	(2,587)	(3,216)	(3,549)	(3,781)
净利润	5,384	7,923	9,848	10,870	11,580
非控制股东权益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
净利润	5,383	7,922	9,847	10,869	11,579

资料来源：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）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
债券	263,782	275,213	300,314	316,771	333,937
协议存款	41,809	64,690	70,590	74,458	78,493
其他固定收益类投资	199,686	184,689	201,534	212,578	224,097
股票和基金	89,930	74,541	81,340	85,797	90,446
其他权益类投资	46,336	46,309	45,304	47,786	50,376
现金及现金等价物	8,812	9,005	16,688	17,520	21,211
其他投资资产	37,960	45,379	47,885	50,592	50,592
总投资资产	688,315	699,826	763,654	805,502	849,153
非投资资产	21,960	34,103	34,628	37,627	40,557
总资产	710,275	733,929	798,282	843,129	889,709
保险合同负债	575,277	594,620	640,537	680,382	725,975
投资合同负债	33,928	40,492	42,517	44,642	45,982
借款	4,000	4,000	-	-	-
应付保险给付及预收保费	5,354	7,588	7,740	8,359	8,978
税项及其他负债	27,993	21,633	31,331	24,035	13,899
总负债	646,552	668,333	722,125	757,418	794,834
净资产总值	63,723	65,596	76,157	85,711	94,875
少数股东权益	8	9	7	7	7
股东权益	63,715	65,587	76,150	85,704	94,868

资料来源：公司及招银国际预测

主要比率

年结：12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
同比增长					
总收入	-1.2%	6.2%	8.6%	7.9%	7.4%
净利润	8.9%	47.2%	24.3%	10.4%	6.5%
保费收入	-2.9%	11.9%	8.6%	8.0%	7.4%
首年保费收入	-35.5%	-19.6%	8.0%	6.8%	6.2%
- 代理人渠道首年保费收入	13.2%	-17.5%	7.6%	6.5%	5.8%
- 银保渠道首年保费收入	-74.7%	-26.8%	9.7%	7.8%	7.9%
首年标准保费收入	14.8%	-19.3%	8.0%	6.8%	6.2%
总投资资产	1.3%	1.7%	9.1%	5.5%	5.4%

保费结构

首年保费	27.8%	20.1%	19.9%	19.7%	19.5%
- 首年期交保费	25.9%	17.3%	16.6%	16.0%	15.6%
- 首年趸交保费	1.8%	2.8%	3.3%	3.6%	3.9%
续期保费	72.2%	79.9%	80.1%	80.3%	80.5%

首年保费结构

个险代理人渠道	78.3%	80.2%	79.9%	79.7%	79.4%
银保渠道	21.7%	19.8%	20.1%	20.3%	20.6%

偿付能力（偿二代下）

核心偿付能力充足率	275.9%	269.6%	275.5%	271.0%	267.9%
综合偿付能力充足率	281.7%	274.5%	275.5%	271.0%	267.9%

新业务价值及内含价值

新业务价值（百万人民币）	12,063	12,210	13,240	14,221	15,247
新业务价值同比增长率	15.4%	1.2%	8.4%	7.4%	7.2%
新业务价值率（基于首年标准保费）	41.2%	48.1%	48.3%	48.6%	49.1%
内含价值（百万人民币）	153,474	173,151	190,176	207,501	225,293
内含价值收益率	19.7%	13.9%	11.2%	10.7%	10.2%

净投资收益率	5.1%	5.0%	4.9%	4.9%	4.9%
总投资收益率	5.2%	4.6%	4.8%	4.8%	4.9%

每股数据

每股收益（人民币）	1.73	2.54	3.16	3.48	3.71
每股账面价值（人民币）	20.42	21.02	24.41	27.47	30.41
每股内含价值（人民币）	49.20	55.51	60.96	66.52	72.22
每股股息（人民币）	0.52	0.77	0.96	1.06	1.13

资料来源：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法律责任。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。