

新华保险(1336 HK)

业务转型步入正轨

- ❖ **上半年经营业绩回顾。**保费收入同比增长 10.8%至人民币 679 亿元。净利润同比增长 79.1%至 58 亿元（会计假设变动，尤其是与折现率相关的假设变动，使税前利润增加 1.47 亿元）。截至 2018 年 6 月 30 日，内含价值为 1,656 亿元，较 2017 年末增长 7.9%。
- ❖ **新业务价值同比下降 8.9%，预计下半年增速将反弹。**公司新业务价值降幅小于同业平均（平安+0.3%，中国人寿-23.7%，太保-17.5%，太平-9.5%）。个险渠道新业务价值下降 12.7%至 59.5 亿元。尽管首年期交保费收入同比下降 32.9%，但由于产品组合优化，基于首年年化保费的新业务价值率提升 14 个百分点至 56.9%。由于（1）首年期交保费收入增速回升（二季度+15.7%，一季度-51%）；（2）正面的新业务价值率展望；（3）2017 年下半年基数相对较低，故我们对 2018 年下半年新业务价值增长持乐观态度。我们预计下半年新业务价值将增长 12.0%，全年新业务价值将增至 120 亿元人民币，同比略微下降 0.3%。
- ❖ **银保转型取得成效。**上半年，公司银保渠道丰富了产品线、加深了转型。虽然首年保费同比下降 30.4%，但 10 年以上缴费期的首年期交保费增加 329%至 6.36 亿元人民币，占银保渠道首年保费的 22%。因此，银保渠道新业务价值同比增长 66.5%至人民币 5.31 亿元，且价值率提升 10.8 个百分点至 18.5%。
- ❖ **在波动的市场中上半年投资表现较同业更为稳健。**虽然大部分同业在今年上半年的股息收入都录得下降，但 NCI 的股票分红收益同比增长 30.2%，从而带动年化净投资收益率同比上升 0.1 个百分点至 5.0%。由于股市低迷、波动大，年化总投资收益率同比下降 0.1 个百分点至 4.8%，但下降幅度与大多数同业相比更为温和。上半年公司非标投资资产减少 92 亿元，六月末其占总投资资产的比例下降 3.2 个百分点至 31.8%，信用风险可控。
- ❖ **目标价下调至 47.96 港元，维持买入评级。**尽管行业面临挑战，公司在业务转型方面仍持续取得进展。我们将 2018 年新业务价值预测下调至 120 亿元人民币，同比下降 0.3%。因此，我们将目标价调整至 47.96 港元以反映上述变化。我们的目标价分别相当于 2018/19 年每股内含价值的 0.76/0.69 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	122,581	136,378	150,981
总收入 (百万人民币)	144,796	143,082	156,701	174,382	191,131
净利润 (百万人民币)	4,942	5,383	8,145	10,144	11,871
每股收益 (人民币)	1.58	1.73	2.61	3.25	3.81
每股收益变动 (%)	-42.6	8.9	51.3	24.5	17.0
市盈率 (x)	19.76	18.14	11.99	9.62	8.22
市账率 (x)	1.65	1.53	1.43	1.27	1.12
PEV (x)	0.75	0.64	0.57	0.52	0.47
股息率 (%)	1.53	1.66	2.51	3.13	3.66
内含价值收益率 (%)	26.18	19.71	12.15	11.98	11.71

资料来源：公司，招银国际预测

买入（维持）

目标价	HK\$47.96
(此前目标價)	HK\$54.99)
潜在升幅	+33.60%
当前股价	HK\$35.90

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)	149,989
3 月平均流通量(百万港元)	248
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	-1.5%	0.3%
3-月	1.1%	9.1%
6-月	-28.4%	-20.2%

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 上半年经营业绩回顾

百万人民币	2018上半年	2017上半年	同比变动
总保费收入及保单管理费收入	67,902	61,273	10.8%
减：分出保费	(876)	(636)	37.7%
净保费收入及保单管理费收入	67,026	60,637	10.5%
提取未到期责任准备金	(709)	(454)	56.2%
已实现净保费收入及保单管理费收入	66,317	60,183	10.2%
投资收益	16,307	15,893	2.6%
其他收入	343	187	83.4%
收入合计	82,967	76,263	8.8%
保险给付和赔付	(59,919)	(53,919)	11.1%
赔款支出及提取未决赔款准备金	(1,093)	(696)	57.0%
寿险死亡和其他给付	(46,866)	(44,613)	5.1%
提取长期保险合同负债	(11,960)	(8,610)	38.9%
保单红利支出	(35)	0	-
投资合同账户损益	(631)	(607)	4.0%
手续费及佣金支出	(8,657)	(8,796)	-1.6%
管理费用	(5,300)	(6,949)	-23.7%
其他支出	(237)	(272)	-12.9%
保险业务支出及其他费用合计	(74,779)	(70,543)	6.0%
联营企业和合营企业投资收益份额	221	118	87.3%
财务费用	(661)	(959)	-31.1%
税前利润	7,748	4,879	58.8%
所得税费用	(1,948)	(1,642)	18.6%
非控制性权益	1	0	-
净利润	5,799	3,237	79.1%

来源：公司，招银国际

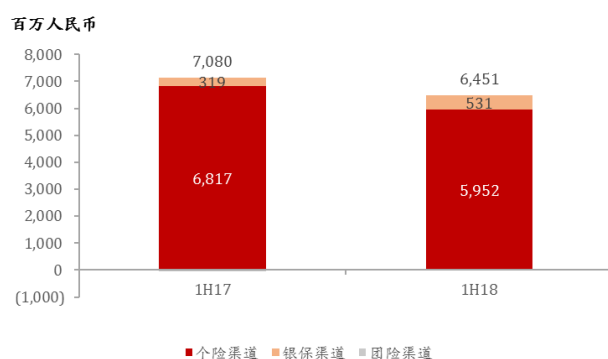
图 2：2018 上半年主要经营指标

百万人民币	2018上半年	2017上半年	同比变动
新业务价值	6,451	7,080	-8.9%
新业务价值 - 个险渠道	5,952	6,817	-12.7%
新业务价值 - 银保渠道	531	319	66.5%
整体新业务价值率	56.9%	42.2%	+14.7ppt
新业务价值率 - 个险渠道	70.2%	53.9%	+16.4ppt
新业务价值率 - 银保渠道	18.5%	7.7%	+10.8ppt
年化净投资收益率	5.00%	4.90%	+0.1ppt
年化总投资收益率	4.80%	4.90%	-0.1ppt

百万人民币	2018上半年	2017年末	同比变动
投资资产	727,615	688,315	5.7%
资产总计	755,675	710,275	6.4%
权益合计	65,787	63,723	3.2%
归属于母公司股东的股东权益	65,778	63,715	3.2%
内含价值	165,601	153,474	7.9%
核心偿付能力充足率	266.4%	275.9%	-9.5ppt
综合偿付能力充足率	271.6%	281.7%	-10.1ppt
个险渠道规模人力	334,000	348,000	-4.0%
个人寿险业务13个月续费率	90.7%	89.4%	+1.3ppt
个人寿险业务25个月续费率	84.7%	83.0%	+1.7ppt

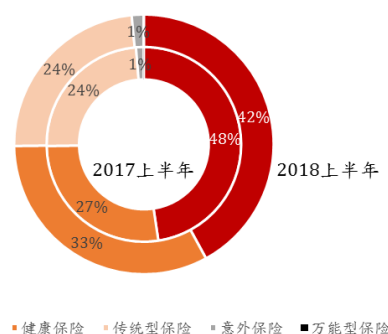
来源：公司，招银国际

图 3：分渠道新业务价值



来源：公司，招银国际

图 4：聚焦健康险产品



来源：公司，招银国际

图 5：新业务价值率提升

	2018上半年	2017上半年	同比变动
新业务价值			
个险渠道	5,952	6,817	-12.7%
银保渠道	531	319	66.5%
整体	6,451	7,080	-8.9%
首年期交保费			
个险渠道	8,308	12,537	-33.7%
银保渠道	2,862	4,114	-30.4%
合计	11,170	16,651	-32.9%
新业务价值率（基于首年年化保费）			
个险渠道	70.2%	53.9%	+16.4ppt
银保渠道	18.5%	7.7%	+10.8ppt
整体	56.9%	42.2%	+14.7ppt

来源：公司，招银国际

图 6：保费结构持续优化

百万人民币	2018上半年		2017上半年		同比变动
	金额	占比	金额	占比	
个险渠道	54,139	100.0%	48,265	100.0%	12.2%
首年保费	9,966	18.4%	13,711	28.4%	-27.3%
首年期交保费	8,308	15.3%	12,537	26.0%	-33.7%
十年期及以上期交保费	6,438	11.9%	10,678	22.1%	-39.7%
趸交保费	1,658	3.1%	1,174	2.4%	41.2%
续期保费	44,173	81.6%	34,554	71.6%	27.8%
银保渠道	12,445	100.0%	11,706	100.0%	6.3%
首年保费	2,886	23.2%	4,146	35.4%	-30.4%
首年期交保费	2,862	23.0%	4,114	35.1%	-30.4%
十年期及以上期交保费	636	5.1%	148	1.3%	329.7%
趸交保费	24	0.2%	31	0.3%	-22.6%
续期保费	9,559	76.8%	7,561	64.6%	26.4%
合计	67,870		61,239		10.8%

来源：公司，招银国际

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	122,651	136,454	151,061
分出保费及提取未到期责任准备金	(1,013)	(1,366)	(1,792)	(1,948)	(2,123)
净保费收入及账户管理费	111,635	107,990	120,859	134,506	148,938
投资收益	32,134	34,380	34,972	38,940	41,277
其他营业收入	1,027	712	869	936	916
总收入	144,796	143,082	156,701	174,382	191,131
保险给付和赔付	(108,894)	(102,481)	(111,949)	(123,697)	(135,508)
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)	(30,336)	(33,895)	(37,532)
其他成本	(428)	(891)	(1,209)	(1,345)	(1,489)
保险业务支出及其他费用合计	(137,008)	(134,334)	(144,934)	(160,563)	(176,237)
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	11,091	13,812	16,163
所得税	(1,539)	(1,946)	(2,944)	(3,667)	(4,291)
净利润	4,943	5,384	8,146	10,145	11,872
非控制股东权益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
净利润	4,942	5,383	8,145	10,144	11,871

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	290,535	308,956	326,871
协议存款	79,845	41,809	46,049	48,969	51,808
其他固定收益类投资	194,163	199,686	219,938	233,883	247,445
股票和基金	76,433	89,930	99,051	105,331	111,439
其他权益类投资	35,835	46,336	45,643	48,537	51,351
现金及现金等价物	14,230	8,812	9,706	10,321	10,920
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	758,125	806,193	852,940
非投资资产	19,387	21,960	28,596	28,516	30,859
总资产	699,181	710,275	781,465	828,793	877,492
保险合同负债	543,228	575,277	609,690	648,860	693,089
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	5,849	6,385	7,069
税项及其他负债	46,550	27,993	55,505	56,324	47,964
总负债	640,056	646,552	713,324	751,762	790,326
净资产总值	59,125	63,723	68,141	77,031	87,166
少数股东权益	7	8	7	7	7
股东权益	59,118	63,715	68,134	77,024	87,159

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%	9.5%	11.3%	9.6%
净利润	-42.5%	8.9%	51.3%	24.5%	17.0%
保费收入	0.6%	-2.9%	12.2%	11.3%	10.7%
首年保费收入	-9.3%	-35.5%	-13.3%	10.0%	7.7%
- 代理人渠道首年保费收入	28.0%	13.2%	-11.9%	10.0%	7.6%
- 银保渠道首年保费收入	-26.5%	-74.7%	-18.1%	9.8%	7.9%
首年标准保费收入	28.4%	8.0%	-15.4%	10.0%	8.0%
总投资资产	6.9%	1.3%	10.1%	6.3%	5.8%

保费结构

首年保费	41.7%	27.9%	21.5%	21.3%	20.7%
- 首年期交保费	21.3%	25.9%	19.5%	19.2%	18.7%
- 首年趸交保费	20.4%	1.9%	2.1%	2.0%	1.9%
续期保费	58.3%	72.1%	78.5%	78.7%	79.3%

首年保费结构

个险代理人渠道	44.6%	78.3%	79.5%	79.5%	79.5%
银保渠道	55.4%	21.7%	20.5%	20.5%	20.5%

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	12,030	13,234	14,249
新业务价值同比增长率	36.4%	15.4%	-0.3%	10.0%	7.7%
新业务价值率（基于首年标准保费）	40.3%	43.1%	50.8%	50.8%	50.6%
内含价值（百万人民币）	129,450	153,474	170,501	188,467	207,470
内含价值收益率	26.2%	19.7%	12.2%	12.0%	11.7%

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

每股数据

每股收益（人民币）	1.58	1.73	2.61	3.25	3.81
每股账面价值（人民币）	18.95	20.42	21.84	24.69	27.94
每股内含价值（人民币）	41.50	49.20	54.66	60.41	66.51
每股股息（人民币）	0.48	0.52	0.79	0.98	1.15

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。