

新华保险(1336 HK)

产品策略成功转型，新业务价值率提升

- ❖ **2018年业绩回顾。**保费收入同比增长11.9%，至人民币1,223亿元。由于保险合同负债假设变动，净利润同比增长47.2%，至79.2亿元，高于我们/市场一致预期4.4%/26%，与此前公司于1月30日发布的盈喜一致。
- ❖ **产品策略成功转型，新业务价值率提升。**尽管个险渠道受年金保险产品拖累，首年期交保费收入同比下降25%，但是新业务价值同比增长1.2%，至122亿元，增速高于我们预测的-4.6%。新业务价值的增长主要由于新业务价值率显著提升，由2017年的41.2%提升至2018年的48.1%（基于首年年化保费）。2018年下半年，新业务价值同比增长15.6%，扭转了上半年8.9%的跌势。每股内含价值同比增长12.8%，至人民币55.51元。展望未来，我们预期公司新业务价值率将持续、温和提升，且首年期交保费增速亦将由负转正。我们预测，2019年公司新业务价值同比增长8.4%。
- ❖ **产品策略及个险渠道建设。**公司转型的核心是产品向保障的转型。公司聚焦健康险和“以附促主”（即以创新型的附加险促进主险的销售）的产品策略是公司2018年新业务价值率提升的主要动力。公司个险渠道保持健康增长，营销员队伍较去年末增加22,000人，且活动率有所提升。
- ❖ **投资表现于市场震荡中表现较为稳定。**投资收益同比下降6.1%。净投资收益率轻微下跌0.1个百分点至5.0%；由于股市波动，总投资收益率同比下跌0.6个百分点至4.6%。投资资产同比微增1.7%。公司加大了利率债、铁道债配置力度，并在利率高位积极配置协议存款。股票及基金投资合计745亿元，占总投资资产的10.7%（2017年为13.1%），股票投资资产的下降主要由市值缩水造成。
- ❖ **目标价提升至47.37港元，重申买入评级。**由于新业务价值增长及价值率提升超预期，我们将2019年预测新业务价值/内含价值调升1.9%/2.1%。目标价提升至47.37港元，对应0.67倍2019年预测每股内含价值。近期风险包括1)核心管理层人事变动带来不确定性；2)健康险市场竞争加剧令保费收入增速及新业务价值率提升承压。

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	164,603	177,434	190,801
净利润(百万人民币)	5,383	7,922	8,967	9,778	10,594
每股收益(人民币)	1.73	2.54	2.87	3.13	3.40
每股收益变动(%)	8.9	47.2	13.2	9.0	8.3
市盈率(x)	20.31	13.80	12.19	11.18	10.32
市账率(x)	1.72	1.67	1.52	1.38	1.25
PEV(x)	0.71	0.63	0.59	0.54	0.49
股息率(%)	1.48	2.20	2.42	2.64	2.86
内含价值收益率(%)	19.7	13.9	11.3	10.6	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\$44.94)
潜在升幅	+16.2%
当前股价	HK\$40.75

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)	177,297
3月平均流通量(百万港元)	365.64
52周内股价高/低(港元)	43.5/27.3
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	7.1%	4.1%
3-月	16.5%	1.8%
6-月	3.6%	-3.0%

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 业绩回顾

(百万人民币)	2018A	2017A	同比增速	招银国际预测 2018E	差异
利润表					
保费收入及账户管理费	122,341	109,356	11.9%	121,776	0.5%
投资收益	31,185	34,380	-9.3%	33,218	-6.1%
总收入	151,964	143,082	6.2%	154,110	-1.4%
保险给付和赔付	(109,842)	(102,481)	7.2%	(110,214)	-0.3%
手续费、佣金支出及管理费	(16,711)	(15,908)	5.0%	(16,323)	2.4%
管理费用	(11,968)	(13,777)	-13.1%	(13,923)	-14.0%
保险业务支出及其他费用合计	(140,755)	(134,334)	4.8%	(143,101)	-1.6%
对联营企业和合营企业投资收益	404	296	36.5%	592	-31.8%
财务成本	(1,103)	(1,714)	-35.6%	(1,268)	-13.0%
归属于母公司股东的净利润	7,922	5,383	47.2%	7,589	4.4%
资产负债表					
总投资资产	699,826	688,315	1.7%	728,626	-4.0%
非投资资产	34,103	21,960	55.3%	28,596	19.3%
总资产	733,929	710,275	3.3%	757,222	-3.1%
保险合同负债	594,620	575,277	3.4%	606,522	-2.0%
投资合同负债	40,492	33,928	19.3%	38,280	5.8%
总负债	668,333	646,552	3.4%	690,073	-3.2%
股东权益	65,587	63,715	2.9%	67,142	-2.3%
主要比率					
新业务价值	12,210	12,063	1.2%	11,506	6.1%
新业务价值增速	1.2%	15.4%	-14.2 ppt	-4.6%	+5.8 ppt
新业务价值率（基于首年年化保费）	48.1%	41.2%	+6.9 ppt	46.0%	+2.1 ppt
内含价值	173,151	153,474	12.8%	169,033	2.4%
内含价值增速	12.8%	18.6%	-6 ppt	10.1%	+2.7 ppt
个险渠道首年保费	19,358	23,404	-17.3%	19,518	-0.8%
同比增速	-17.3%	13.2%	-30.5 ppt	-16.6%	-0.7 ppt
个险渠道首年期交保费	16,020	21,355	-25.0%	16,443	-2.6%
同比增速	-25.0%	19.0%	-44 ppt	-23.0%	-2.0 ppt
净投资收益率	5.0%	5.1%	-0.1 ppt	4.9%	+0.1 ppt
总投资收益率	4.6%	5.2%	-0.6 ppt	4.9%	-0.3 ppt

资料来源：公司，招银国际预测

图 2：2018 下半年新业务价值同比增长 15.6%

(人民币 百万元)	1H17	2H17	2017	1H18	2H18	2018
新业务价值	7,080	4,983	12,063	6,451	5,759	12,210
… 增速	27.5%	1.8%	15.4%	-8.9%	15.6%	1.2%

资料来源：公司，招银国际

图 3：调升 2019 年新业务价值及内含价值预测

(人民币 百万元)	2018A	2019E old	2019E new
新业务价值	12,210	12,996	13,240
… 新业务价值增速		6.4%	8.40%
内含价值	173,151	186,425	190,267
… 内含价值增速		7.7%	9.90%

资料来源：公司，招银国际预测

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	33,221	35,475	38,309
其他营业收入	712	777	831	930	983
总收入	143,082	151,964	164,603	177,434	190,801
保险给付和赔付	(102,481)	(109,842)	(119,350)	(126,431)	(135,822)
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)	(152,574)	(164,536)	(176,912)
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	11,896	12,973	14,054
所得税	(1,946)	(2,587)	(2,928)	(3,193)	(3,459)
净利润	5,384	7,923	8,968	9,779	10,595
非控制股东权益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
净利润	5,383	7,922	8,967	9,778	10,594

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	294,136	312,209	330,901
协议存款	41,809	64,690	69,138	73,386	77,780
其他固定收益类投资	199,686	184,689	197,388	209,516	222,060
股票和基金	89,930	74,541	79,666	84,561	89,624
其他权益类投资	46,336	46,309	44,372	47,098	49,918
现金及现金等价物	8,812	9,005	15,360	16,539	20,558
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	747,944	793,901	841,433
非投资资产	21,960	34,103	34,628	37,627	40,557
总资产	710,275	733,929	782,571	831,528	881,990
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	18,447	17,082	11,909
总负债	646,552	668,333	709,241	750,465	792,844
净资产总值	63,723	65,596	73,330	81,063	89,146
少数股东权益	8	9	7	7	7
股东权益	63,715	65,587	73,323	81,056	89,139

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%	8.3%	7.8%	7.5%
净利润	8.9%	47.2%	13.2%	9.0%	8.3%
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%	6.9%	6.1%	6.0%
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%	268.9%	264.6%	262.1%
综合偿付能力充足率	281.7%	274.5%	268.9%	264.6%	262.1%
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	190,267	207,709	225,949
内含价值收益率	19.7%	13.9%	11.3%	10.6%	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	2.87	3.13	3.40
每股账面价值（人民币）	20.42	21.02	23.50	25.98	28.57
每股内含价值（人民币）	49.20	55.51	60.99	66.58	72.43
每股股息（人民币）	0.52	0.77	0.87	0.94	1.02

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于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为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，请与我们联系。

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商投资者

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。