

新華保險(1336 HK, HK\$37.05, 目標價: HK\$43.78 買入) — 由大到強

- ❖ **業務轉型取得階段性成果。**按 2016 年前 11 個月原保費收入計算，新華保險在中國人身險市場市占率排名第四。2016 年在新管理層的帶領下，新華保險堅持推進轉型戰略以確保長期高質增長，在各項業務結構方面都取得了較為明顯的優化。保費結構更為可持續：2016 年前三季度躉交保費同比縮減近 33%，首年期交保費則同比增加近 44%。管道方面，個險代理人管道對 2016 年前三季度首年保費的貢獻達到 30.6%，比上年同期提升 8.7 個百分點。在業務結構優化、價值率提升的帶動下，2016 年上半年新業務價值實現同比 18.1% 的穩健增長。
- ❖ **以健康險為突破口，進行差異化競爭。**隨著居民健康保險意識增強、政策紅利逐漸釋放，近年來商業健康險蓬勃發展。新華保險抓住機遇，發揮自己在產品創新設計方面的優勢，以健康險為突破口促進產品結構轉型、與同業開展差異化競爭。2015 年始，公司陸續推出了以“健康無憂”重疾險為代表的健康險產品，受到市場歡迎和行業認可。2016 年上半年，健康險保費占公司首年保費的 15.0%，較上年同期提升 5.8 個百分點。
- ❖ **非標投資較為成功。**與上市同業相比，新華保險較早佈局非標資產，在 2013-2014 年積極鎖定高收益率產品，應對經濟下行、收益率曲線下行的不利影響。截至 2016 年 6 月 30 日，新華保險非標資產在總投資資產中的占比達到 31.0%，高於上市同業。在非標資產類別的選擇上，新華保險較為謹慎，集合信託計畫的占比逐年下降，2016 年上半年，公司著重加大了商業銀行理財產品的配置，應對信用風險上行和“資產荒”等現象。
- ❖ **轉型任重道遠，短期陣痛可能將持續。**轉型有助於提升公司業務品質和長遠的競爭力，但短期內，如何權衡規模增長和品質提升、如何穩定團隊提升產能等均是公司面臨的挑戰。對於新華保險而言，一方面應保持定力、持續推進業務轉型，另一方面也需要不斷取得階段性成果，提振公司士氣和投資者信心。總體而言，我們相信公司新晉管理層能夠帶領新華保險取得較為成功的轉型。
- ❖ **首予買入評級，目標價 43.78 港元。**我們用內含價值倍數法進行估值。我們預測 2017 年每股內含價值為 42.06 人民幣，目標價定為每股 43.78 港元。該目標價對應 1.05 倍和 0.926 倍 2016E 和 2017E 內含價值。目前股價對應 0.78 倍 2017E 內含價值，預計尚有 18.2% 的上升空間。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
保費收入(百萬人民幣)	109,868	111,859	111,684	111,829	123,850
總收入(百萬人民幣)	142,094	157,918	143,370	145,068	158,735
淨利潤(百萬人民幣)	6,406	8,601	5,173	5,717	7,076
每股收益(人民幣)	2.05	2.76	1.66	1.83	2.27
每股收益變動(%)	44.4	34.6	-39.9	10.5	23.8
市盈率(x)	16.09	11.95	19.89	17.99	14.54
市帳率(x)	2.13	1.78	1.71	1.55	1.39
PEV(x)	1.21	1.00	0.89	0.78	0.68
股息率(%)	0.64	0.85	0.51	0.56	0.70
內含價值收益率(%)	33.10	21.90	12.69	14.04	15.85

來源: 公司, 彭博及招銀國際預測

 丁文捷
(852) 3900 0856
dingwenjie@cmbi.com.hk
新華保險 (1336 HK)

評級	買入
收市價(A 股)	HK\$37.05
收市價(H 股)	Rmb44.70
目標價	HK\$43.78
市值(港幣百萬)	142,557
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	168.5
52 周高/低(港幣)	40.25/22
發行股數(百萬)	3,120
主要股東	中央匯金 (31.34%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-5.3%	-4.3%
3 月	6.4%	12.8%
6 月	37.5%	25.6%

來源: 彭博

過去一年股價


來源: 彭博

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
保費收入及帳戶管理費	110,067	111,994	111,824	111,979	124,003
分出保費及提取未到期責任準備金	(597)	(639)	(554)	(512)	(861)
淨保費收入及帳戶管理費	109,470	111,355	111,270	111,467	123,142
投資收益	31,784	45,069	31,506	33,018	35,132
其他營業收入	840	1,494	594	584	461
總收入	142,094	157,918	143,370	145,068	158,735
保險給付和賠付	(112,017)	(118,719)	(107,222)	(108,611)	(118,449)
投資合同支出	(1,144)	(1,331)	(1,250)	(1,400)	(1,428)
手續費、佣金支出及管理費	(18,976)	(23,334)	(25,592)	(25,414)	(27,830)
其他成本	(543)	(1,430)	(1,113)	(1,115)	(1,231)
保險業務支出及其他費用合計	(132,680)	(144,814)	(135,176)	(136,539)	(148,939)
對聯營企業和合營企業投資收益	539	535	35	200	200
財務成本	(2,171)	(1,857)	(1,330)	(1,105)	(561)
稅前利潤	7,782	11,782	6,898	7,624	9,436
所得稅	(1,375)	(3,180)	(1,725)	(1,906)	(2,359)
非控制股東權益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
淨利潤	6,406	8,601	5,173	5,717	7,076

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）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
債券	237,403	229,235	249,159	262,724	272,381
協定存款	167,297	127,679	84,521	88,010	92,150
其他固定收益類投資	108,115	119,046	187,132	196,020	206,512
股票和基金	56,450	85,770	71,320	74,633	78,881
其他權益類投資	14,103	28,552	31,580	33,415	34,773
現金及現金等價物	14,503	13,904	10,767	11,265	11,795
其他投資資產	27,847	31,502	36,139	38,014	40,710
總投資資產	625,718	635,688	670,618	704,081	737,203
非投資資產	17,991	24,872	23,073	23,171	24,991
總資產	643,709	660,560	693,691	727,252	762,194
保險合同負債	480,100	524,441	555,216	586,580	626,562
投資合同負債	28,213	27,166	30,426	31,034	31,655
借款	19,000	19,000	14,000	14,000	4,000
應付保險給付及預收保費	3,614	4,542	3,955	3,965	4,385
稅項及其他負債	64,418	27,570	29,853	25,380	21,674
總負債	595,345	602,719	633,450	660,960	688,276
淨資產總值	48,364	57,841	60,241	66,293	73,918
少數股東權益	5	6	7	7	7
股東權益	48,359	57,835	60,234	66,286	73,911

來源：公司及招銀國際預測

主要指標

年結：12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
同比增長					
總收入	10.8%	11.1%	-9.2%	1.2%	9.4%
淨利潤	44.9%	34.3%	-39.9%	10.5%	23.8%
保費收入	6.0%	1.8%	-0.2%	0.1%	10.7%
首年保費收入	34.4%	19.6%	-9.4%	-14.4%	11.3%
- 代理人管道首年保費收入	27.4%	36.7%	23.2%	24.1%	24.5%
- 銀保管道首年保費收入	34.7%	11.9%	-24.8%	-45.2%	-14.9%
- 服務經營管道首年保費收入	64.1%	57.2%	27.0%	32.1%	31.6%
首年標準保費收入	20.9%	34.5%	25.7%	22.0%	24.3%
總投資資產	13.9%	1.6%	5.5%	5.0%	4.7%

保費結構

首年保費	39.4%	46.2%	41.9%	35.9%	36.0%
- 首年期交保費	11.0%	15.2%	20.9%	27.2%	30.9%
- 首年躉交保費	28.4%	31.0%	21.1%	8.7%	5.1%
續期保費	60.6%	53.8%	58.1%	64.1%	64.0%

首年保費結構

個險代理人管道	21.5%	24.5%	33.4%	48.4%	54.1%
銀保管道	73.1%	68.4%	56.7%	36.3%	27.8%
服務經營管道	5.4%	7.1%	9.9%	15.3%	18.1%

償付能力（償二代下）

核心償付能力充足率	N/A	248.5%	240.6%	223.3%	219.0%
綜合償付能力充足率	N/A	281.0%	260.7%	240.8%	223.3%

新業務價值及內含價值

新業務價值（百萬人民幣）	4,912	6,621	8,224	11,174	14,542
新業務價值同比增長率	16.0%	34.8%	24.2%	35.9%	30.1%
新業務價值率（基於首年標準保費）	32.7%	32.8%	32.4%	36.1%	37.8%
內含價值（百萬人民幣）	85,260	103,279	115,510	131,203	151,412
內含價值收益率	33.1%	21.9%	12.7%	14.0%	15.8%

淨投資收益率	5.2%	4.9%	4.8%	4.7%	4.7%
總投資收益率	5.8%	7.5%	4.8%	4.8%	4.9%

每股數據

每股收益（人民幣）	2.05	2.76	1.66	1.83	2.27
每股帳面價值（人民幣）	15.50	18.54	19.31	21.25	23.69
每股內含價值（人民幣）	27.33	33.11	37.03	42.06	48.54
每股股息（人民幣）	0.21	0.28	0.17	0.19	0.23

來源：公司及招銀國際預測

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) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於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並無直接或間接關係。

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	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。報告所載資料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，並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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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，任何機構或個人於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資訊，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。接收本報告之行為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。