

新華保險(1336 HK)

業務轉型步入正軌

- ❖ **上半年經營業績回顧。**保費收入同比增長 10.8%至人民幣 679 億元。淨利潤同比增長 79.1%至 58 億元（會計假設變動，尤其是與折現率相關的假設變動，使稅前利潤增加 1.47 億元）。截至 2018 年 6 月 30 日，內含價值為 1,656 億元，較 2017 年末增長 7.9%。
- ❖ **新業務價值同比下降 8.9%，預計下半年增速將反彈。**公司新業務價值降幅小於同業平均（平安+0.3%，中國人壽-23.7%，太保-17.5%，太平-9.5%）。個險渠道新業務價值下降 12.7%至 59.5 億元。儘管首年期交保費收入同比下降 32.9%，但由於產品組合優化，基於首年年化保費的新業務價值率提升 14 個百分點至 56.9%。由於（1）首年期交保費收入增速回升（二季度+15.7%，一季度-51%）；（2）正面的新業務價值率展望；（3）2017 年下半年基數相對較低，故我們對 2018 年下半年新業務價值增長持樂觀態度。我們預計下半年新業務價值將增長 12.0%，全年新業務價值將增至 120 億元人民幣，同比略微下降 0.3%。
- ❖ **銀保轉型取得成效。**上半年，公司銀保渠道豐富了產品綫、加深了轉型。雖然首年保費同比下降 30.4%，但 10 年以上繳費期的首年期交保費增加 329%至 6.36 億元人民幣，占銀保渠道首年保費的 22%。因此，銀保渠道新業務價值同比增長 66.5%至人民幣 5.31 億元，且價值率提升 10.8 個百分點至 18.5%。
- ❖ **在波動的市場中上半年投資表現較同業更為穩健。**雖然大部分同業在今年上半年的股息收入都錄得下降，但 NCI 的股票分紅收益同比增長 30.2%，從而帶動年化淨投資收益率同比上升 0.1 個百分點至 5.0%。由於股市低迷、波動大，年化總投資收益率同比下降 0.1 個百分點至 4.8%，但下降幅度與大多數同業相比更為溫和。上半年公司非標投資資產減少 92 億元，六月末其占總投資資產的比例下降 3.2 個百分點至 31.8%，信用風險可控。
- ❖ **目標價下調至 47.96 港元，維持買入評級。**儘管行業面臨挑戰，公司在業務轉型方面仍持續取得進展。我們將 2018 年新業務價值預測下調至 120 億元人民幣，同比下降 0.3%。因此，我們將目標價調整至 47.96 港元以反映上述變化。我們的目標價分別相當於 2018/19 年每股內含價值的 0.76/0.69 倍。維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
保費收入 (百萬人民幣)	112,560	109,294	122,581	136,378	150,981
總收入 (百萬人民幣)	144,796	143,082	156,701	174,382	191,131
淨利潤 (百萬人民幣)	4,942	5,383	8,145	10,144	11,871
每股收益 (人民幣)	1.58	1.73	2.61	3.25	3.81
每股收益變動 (%)	-42.6	8.9	51.3	24.5	17.0
市盈率 (x)	19.76	18.14	11.99	9.62	8.22
市賬率 (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
內含價值收益率 (%)	26.18	19.71	12.15	11.98	11.71

資料來源：公司，招銀國際預測

買入 (維持)

目標價	HK\$47.96
(此前目標價)	HK\$54.99
潛在升幅	+33.60%
當前股價	HK\$35.90

丁文捷, PhD

電話：(852) 3900 0856/
(86) 755 2367 5591

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)	149,989
3月平均流通量(百萬港元)	248
5周內股價高/低(港元)	57.9/ 30.3
總股本(百萬)	3,120

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	-1.5%	0.3%
3-月	1.1%	9.1%
6-月	-28.4%	-20.2%

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

圖 1：2018 上半年經營業績回顧

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%

來源：公司，招銀國際

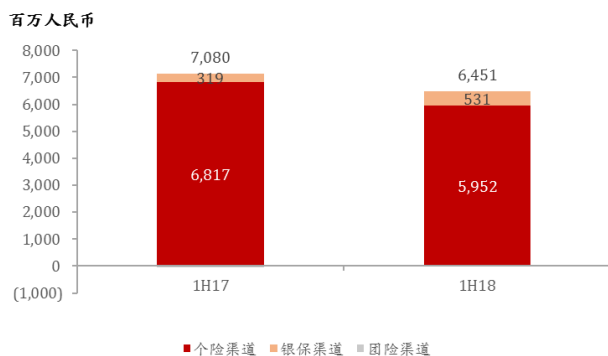
圖 2：2018 上半年主要經營指標

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个月继续率	90.7%	89.4%	+1.3ppt
个人寿险业务25个月继续率	84.7%	83.0%	+1.7ppt

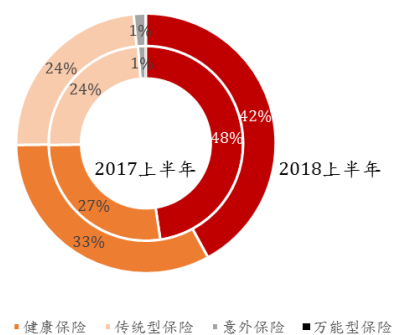
來源：公司，招銀國際

圖 3：分渠道新業務價值



來源：公司，招銀國際

圖 4：聚焦健康險產品



來源：公司，招銀國際

圖 5：新業務價值率提升

	2018上半年		2017上半年		同比變動
新業務價值					
个險渠道	5,952	6,817			-12.7%
银保渠道	531	319			66.5%
整體	6,451	7,080			-8.9%
首年期交保費					
个險渠道	8,308	12,537			-33.7%
银保渠道	2,862	4,114			-30.4%
合計	11,170	16,651			-32.9%
新業務價值率（基于首年年化保費）					
个險渠道	70.2%	53.9%			+16.4ppt
银保渠道	18.5%	7.7%			+10.8ppt
整體	56.9%	42.2%			+14.7ppt

來源：公司，招銀國際

圖 6：保費結構持續優化

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

來源：公司，招銀國際

利潤表

年結：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：公司及招銀國際預測

資產負債表

年結：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：公司及招銀國際預測

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）發表于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。