

新華保險(1336 HK)

於轉型優化中平穩增長,股價基本反映短期轉型成果

- ❖ **2017 上半年經營業績回顧。**由於躉交業務收縮,原保費收入同比下降 13.8%, 至 613 億元人民幣。淨投資收益與總投資收益分別同比下降 1.1% 及 1.7%。淨利潤下降 2.9%。上半年新業務價值增長 28.8%, 其中, 個險管道新業務價值增長 26.4%。內含價值自年初以來增長 9.8%, 達 1,421 億元人民幣。
- ❖ **業務結構持續優化。**公司表現出對業務轉型的決心, 躉交業務大幅下降約 200 億元人民幣。2017 上半年, 躉交業務保費收入僅為 12.05 億, 其中, 銀保管道躉交保費收入由去年同期 195 億元下降至 0.31 億元。與此同時, 首年期交保費收入以及續期保費收入已經成為原保費收入的主要驅動力。首年期交保費收入同比增長 22.6%, 達 167 億元人民幣; 續期保費收入同比增長 19.1%, 達 421 億。上半年基於年化標準保費的新業務價值率為 41.8%, 同比提升 7.3 個百分點。個險管道代理人規模達到 33.3 萬人, 與 2016 年末的 32.8 萬人相比僅略有提升。不同于同業擴張代理人隊伍規模的策略, 新華更加傾向於由新業務價值率提升以及代理人產能提升來帶動新業務價值增長。我們預期 2017 年全年新業務價值將同比增長 27.7%, 至 133 億元人民幣。
- ❖ **聚焦健康險業務。**健康險業務已經成為新華核心業務之一。2017 年上半年, 由於“健康無憂”系列產品更加豐富、受到市場認可, 健康險首年保費同比增長 21.4%, 達 69.5 億元人民幣。接下來, 公司將進一步豐富產品線, 從重疾險、醫療險到覆蓋住院及門診的附加醫療險, 以完善公司在健康險產品市場的佈局。
- ❖ **當前股價大致反映公司近期積極展望。**我們對公司前景十分看好。我們相信, 公司將持續推進轉型。然而, 考慮到轉型升級需要時間, 以及公司代理人隊伍擴張速度低於同業, 我們預期 2017 年之內, 首年保費及新業務價值的增長不會顯著提速。公司股價自年初以來已經上漲約 39%, 略高於行業平均 (除中再以外) 約 36% 的上漲幅度。我們認為, 當前股價已經大致反映出投資者對公司近期轉型成果的積極展望。
- ❖ **目標價提升至 54.94 港元, 下調至持有評級。**我們將 2017 和 2018 年預測每股內含價值調整為 46.78 元和 52.95 元人民幣, 以反映新華低於預期的新業務價值增長以及高於預期的正面經驗偏差。同時, 我們將預測時點更新至 2018 年中, 並將目標價格提升至 54.94 港元, 該價格分別對應 2017 和 2018 年預測內含價值的 1.01 倍和 0.89 倍。目前, 該公司股價相當於 2017 年預測內含價值的 1.02 倍, 潛在升幅 11.44%。下調至持有評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
保費收入 (百萬元人民幣)	109,868	111,859	112,560	113,236	133,275
總收入 (百萬元人民幣)	142,094	157,918	144,796	146,866	168,341
淨利潤 (百萬元人民幣)	6,406	8,601	4,942	5,233	6,189
每股收益 (人民幣)	2.05	2.76	1.58	1.68	1.98
每股收益變動 (%)	44.4	34.6	-42.6	5.9	18.3
市盈率 (x)	20.68	15.36	26.76	25.28	21.37
市賬率 (x)	2.74	2.29	2.24	2.08	1.90
PEV (x)	1.55	1.20	1.02	0.91	0.80
股息率 (%)	0.50	0.66	1.13	1.20	1.42
內含價值收益率 (%)	33.10	21.90	26.18	13.90	14.28

資料來源: 公司及招銀國際研究

持有 (下調)

目標價	HK\$54.94
(此前目標價)	HK\$48.96
潛在升幅	+11.44%
當前股價	HK\$49.30

丁文捷, PhD

電話: (852) 3900 0856

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(百萬元港幣)	204,595
3 月平均流通量(百萬元港幣)	398.02
5 周內股價高/低(港幣)	56.1/ 31
總股本(百萬元)	3,120

資料來源: 彭博

股東結構

中央匯金	31.34%
寶鋼集團	15.10%

資料來源: 彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	5.7%	2.8%
3-月	24.7%	15.3%
6-月	37.1%	17.2%

資料來源: 彭博

12-月 股價表現



資料來源: 彭博

審計師: 安永

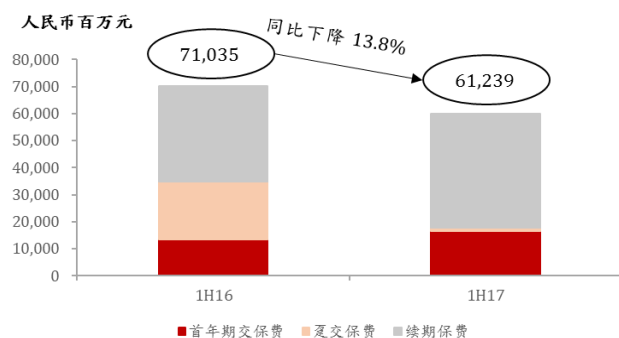
公司網站: www.newchinalife.com

圖 1：2017 上半年經營業績

(人民币百万元)	1H17	1H16	YoY change (%)	备注
收入				
总保费收入及保单管理费收入	61,273	71,081	-13.8%	趸交保费减少约200亿元人民币
减：分出保费	(636)	(446)	42.6%	
净保费收入及保单管理费收入	60,637	70,635	-14.2%	
提取未到期责任准备金	(454)	(287)	58.2%	
已实现净保费收入及保单管理费收入	60,183	70,348	-14.4%	
投资收益	15,893	16,255	-2.2%	股息收入减少
其他收入	187	447	-58.2%	
收入合计	76,263	87,050	-12.4%	
保险业务支出及其他费用				
保险赔付及赔付				
赔款支出及提取未决赔款准备金	(696)	(528)	31.8%	
寿险死亡和其他赔付	(44,613)	(46,076)	-3.2%	
提取长期保险合同负债	(8,610)	(21,162)	-59.3%	
投资合同账户损益	(607)	(530)	14.5%	
手续费及佣金支出	(8,796)	(7,421)	18.5%	
管理费用	(6,949)	(6,319)	10.0%	雇员福利支出同比增长14.6%
其他支出	(272)	(173)	57.2%	
保险业务支出及其他费用合计	(70,543)	(82,209)	-14.2%	
联营企业和合营企业投资收益份额	118	39	202.6%	
财务费用	(959)	(648)	48.0%	
税前利润	4,879	4,232	15.3%	
所得税费用	(1,642)	(898)	82.9%	
净利润	3,237	3,334	-2.9%	
非控制性权益	0	(1)	-100.0%	
归属于本公司股东的净利润	3,237	3,333	-2.9%	

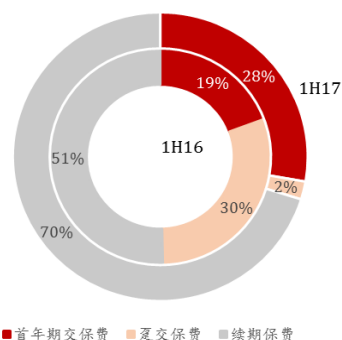
来源：公司，招銀國際

圖 2：首年期交及續期保費收入分別同比增長 22.6%和 19.1%



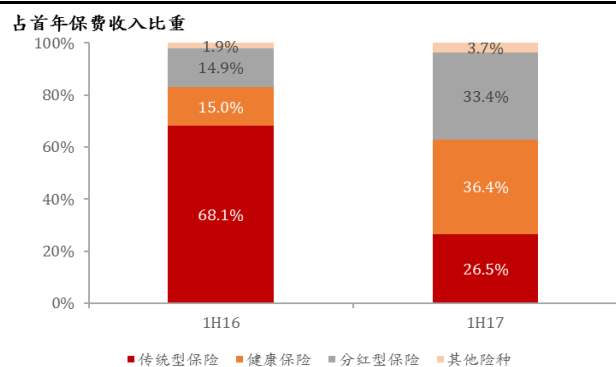
来源：公司，招銀國際

圖 3：首年期交和續期保費收入成為原保費收入主要增長動力



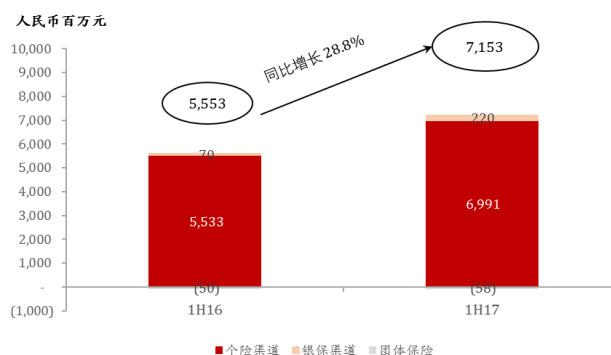
来源：公司，招銀國際

圖 4: 上半年健康險業務保費占首年保費收入 36.4%



來源：公司，招銀國際

圖 5: 上半年新業務價值 同比增長 28.8%



來源：公司，招銀國際

利潤表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
保费收入及账户管理费	111,994	112,648	113,333	133,382	156,609
分出保费及提取未到期责任准备金	(639)	(1,013)	(906)	(1,224)	(1,358)
净保费收入及账户管理费	111,355	111,635	112,427	132,157	155,252
投资收益	45,069	32,134	33,586	35,358	37,403
其他营业收入	1,494	1,027	853	826	921
总收入	157,918	144,796	146,866	168,341	193,575
保险给付和赔付	(118,719)	(108,894)	(107,405)	(122,672)	(141,471)
投资合同支出	(1,331)	(1,067)	(1,181)	(1,299)	(1,429)
手续费、佣金支出及管理费	(23,334)	(26,619)	(28,894)	(33,964)	(39,900)
其他成本	(1,430)	(428)	(1,124)	(1,322)	(1,553)
保险业务支出及其他费用合计	(144,814)	(137,008)	(138,604)	(159,257)	(184,352)
对联营企业和合营企业投资收益	535	148	160	180	200
财务成本	(1,857)	(1,454)	(1,444)	(1,010)	(774)
税前利润	11,782	6,482	6,979	8,254	8,649
所得税	(3,180)	(1,539)	(1,745)	(2,063)	(2,162)
非控制股东权益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
净利润	8,601	4,942	5,233	6,189	6,486

来源：公司及招銀國際預測

資產負債表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
债券	229,235	242,647	260,064	269,985	286,657
协议存款	127,679	79,845	70,670	73,365	78,675
其他固定收益类投资	119,046	194,163	206,355	214,227	227,456
股票和基金	85,770	76,433	77,737	80,702	86,464
其他权益类投资	28,552	35,835	36,748	38,150	40,506
现金及现金等价物	13,904	14,230	16,176	15,313	15,065
其他投资资产	31,502	36,641	38,946	41,912	44,136
总投资资产	635,688	679,794	706,697	733,654	778,958
非投资资产	24,872	19,387	24,284	23,735	27,885
总资产	660,560	699,181	730,980	757,390	806,843
保险合同负债	524,441	543,228	565,817	596,075	639,150
投资合同负债	27,166	30,071	33,078	36,386	38,205
借款	19,000	14,000	14,000	4,000	-
应付保险给付及预收保费	4,542	6,207	6,133	7,205	7,981
税项及其他负债	27,570	46,550	48,231	44,270	46,242
总负债	602,719	640,056	667,260	687,936	731,578
净资产总值	57,841	59,125	63,721	69,454	75,264
少数股东权益	6	7	7	7	7
股东权益	57,835	59,118	63,714	69,447	75,257

来源：公司及招銀國際預測

主要比率

年结：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
同比增长					
总收入	11.1%	-8.3%	1.4%	14.6%	15.0%
净利润	34.3%	-42.5%	5.9%	18.3%	4.8%
保费收入	1.8%	0.6%	0.6%	17.7%	17.4%
首年保费收入	19.6%	-9.3%	-27.2%	26.5%	23.2%
- 代理人渠道首年保费收入	40.9%	28.0%	22.1%	25.5%	22.7%
- 银保渠道首年保费收入	11.9%	-26.5%	-66.9%	29.7%	24.9%
首年标准保费收入	34.5%	28.4%	23.3%	29.6%	24.8%
总投资资产	1.6%	6.9%	4.0%	3.8%	6.2%

保费结构

首年保费	46.2%	41.7%	30.3%	32.7%	34.3%
- 首年期交保费	15.2%	21.3%	28.6%	31.6%	33.7%
- 首年趸交保费	31.0%	20.4%	1.8%	1.1%	0.6%
续期保费	53.8%	58.3%	69.7%	67.3%	65.7%

首年保费结构

个险代理人渠道	31.6%	44.6%	74.8%	74.2%	73.8%
银保渠道	68.4%	55.4%	25.2%	25.8%	26.2%

偿付能力（偿二代下）

核心偿付能力充足率	248.5%	259.7%	249.9%	252.3%	250.4%
综合偿付能力充足率	281.0%	281.3%	269.5%	257.4%	250.4%

新业务价值及内含价值

新业务价值（百万人民币）	7,663	10,449	13,346	16,754	20,554
新业务价值同比增长率	56.0%	36.4%	27.7%	25.5%	22.7%
新业务价值率（基于首年标准保费）	37.9%	40.3%	41.7%	40.4%	39.7%
内含价值（百万人民币）	110,650	129,450	145,943	165,193	187,743
内含价值收益率	21.9%	26.2%	13.9%	14.3%	14.8%

净投资收益率	4.9%	5.1%	5.0%	5.0%	5.1%
总投资收益率	7.5%	5.1%	5.0%	5.1%	5.1%

每股数据

每股收益（人民币）	2.76	1.58	1.68	1.98	2.08
每股账面价值（人民币）	18.54	18.95	20.42	22.26	24.12
每股内含价值（人民币）	35.47	41.50	46.78	52.95	60.18
每股股息（人民币）	0.28	0.48	0.51	0.60	0.63

来源：公司及招銀國際預測

附錄：2017 中期業績會問答環節紀要**1. 健康險首年保費同比增長 36.4%，增速提升 21.4 個百分點。管理層能否具體介紹一下長期健康險？例如產品類型、客群特徵等？**

公司健康險產品，主要是“健康無憂”系列，包含青少年版與成人版。主要客戶是青少年，成人多在 45 歲以下；銷售主要面向東南沿海地區，如北京、河南、山東、廣東等，以及核心城市。該產品系列保額不斷提升，已由 2014 年的 5 萬 4 千元提升至目前的 15 萬元，保障水準不斷提高。

2. 公司 13 個月保單持續率為 89.2%，同比提升 1.3 個百分點；25 個月保單持續率為 82.3%，同比提升 3.9 個百分點；退保率為 3.7%，同比下降 0.8 個百分點，取得可喜的進步，然而與同業仍有差距。管理層下一步有何計畫？

公司退保率仍舊稍高，主要是由於過去所銷躉交產品，尤其是中短存續期產品尚未消化完。管理層堅持“續期拉動增長”的轉型目標，高度關注退保率。目前，已採取的措施有：（1）修訂保費收入統計口徑，首年保費等於實收保費抵扣不足 14 個月的保單退保額；（2）自保件不計入考核，以規避代理人套利導致的退保。公司目標始終是做品質領先的保險公司。

3. 個險管道規模人力達到 33.3 萬人，同比增長 5.2 萬人，然而與上市同業仍有差距。管理層下一步有何發展規劃？

個險管道首年期交保費同比增長 23.0%；其中，10 年期及以上業務保費同比增長 40.9%，且占首年期交保費比重達到 85.2%。這些指標說明，公司不僅關注人力的增長，而且更加注重人員銷售技能與產能的提升。公司計畫穩步發展，優先提高“三高人力”，即（1）舉績率（2）產能（3）12 個月留存率。不提高舉績率與留存率，而一味追求規模，只會導致成本上升。而且，對於產品結構不同的公司而言，銷售中短存續期產品的產能與銷售長期保障型產品的產能是不可橫向比較的。公司力爭在銷售同類產品的公司中，做到產能最高。不求最大，但求最強。

4. 保監會 134 及 136 號文對行業以及公司明年開門紅產品策略有何影響？

保監會新規對新產品產生重大影響，業內公司都在探索明年的主打產品。我（萬峰）認為，對現有產品加以改造產生的新產品，與金融市場內其他理財產品相比，不會有太大競爭力。原因在於，保監會規定，“兩全保險產品、年金保險產品，首次生存保險金給付應在保單生效滿 5 年之後，且每年給付或部分領取比例不得超過已交保險費的 20%。”可以說，業內公司都在探索明年的主打產品，現在情況還不明朗。儘管如此，新規對行業影響不會很大。保險業前 6 位公司，占市場份額 60% 左右，這些公司以往積累的、不受新規影響的產品，將對行業起到穩定作用，總保費收入不會有很大負增長。

對於新華而言，主打產品是重疾險、醫療險，也不受新規影響。首先，“健康無憂”系列自 2015 年推出以來，去年實現保費收入 60 億元人民幣，今年上半年已實現 40 億，全年目標 100 億。其次，明年公司將主推保障住院和門診的附加醫療險。最後，公司正在研發養老年金產品，該產品借鑒發達市場經驗，將積累期與領取期分開管理，可以說目前市場上尚無類似產品。公司力爭率先推出該類型產品，繼續保持在健康險方面的領先優勢。

5. 兩年以前，萬總提出轉型，至今已見成效，管理層有何下一步計畫？

兩年前，公司提出“續期拉動增長”以及“優化結構”的目標。“優化結構”包含 5 個指標

(1) 保費結構 (2) 年期結構 (3) 產品結構 (4) 費用結構 (5) 利潤結構。其中，有些已經達成，有些尚未達成。總體而言，這兩個轉型目標基本實現，明年，新華將開始發展。

首先，是業務開始有價值的正增長。一開始增速不會很快，但是由於 10 年期及以上業務保費占比提升，轉型效果將在 2-3 年以內顯現。其次，是價值增長高於業務增長。價值增長包括 1 年新業務價值和內含價值。一直以來，公司費差損在業內屬於較高水準，去年已經開始大幅下降，今年還在繼續下降。得益於此，內含價值將會提升。最後，管理層還會持續關注行銷隊伍建設。

6. 健康險行業去年保費收入同比增長 70%，今年驟降至 10%；然而新華健康險增長高於行業，達到 27.3%，請問是何原因？

公司健康險業務增長，體現出管理層對健康險業務有計劃、有安排、高度重視。且管理層對銷售隊伍提出了健康險銷售要求。目前，公司已經把健康險作為核心業務發展。

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。