

## 新華保險(1336 HK)

### 產品策略成功轉型，新業務價值率提升

- ❖ **2018年業績回顧。**保費收入同比增長 11.9%，至人民幣 1,223 億元。由於保險合同負債假設變動，淨利潤同比增長 47.2%，至 79.2 億元，高於我們/市場一致預期 4.4%/26%，與此前公司於 1 月 30 日發布的盈喜一致。
- ❖ **產品策略成功轉型，新業務價值率提升。**儘管個險渠道受年金險產品拖累，首年期交保費收入同比下降 25%，但是新業務價值同比增長 1.2%，至 122 億元，增速高於我們預測的-4.6%。新業務價值的增長主要由於新業務價值率顯著提升，由 2017 年的 41.2% 提升至 2018 年的 48.1%（基於首年年化保費）。2018 年下半年，新業務價值同比增長 15.6%，扭轉了上半年 8.9% 的跌勢。每股內含價值同比增長 12.8%，至人民幣 55.51 元。展望未來，我們預期公司新業務價值率將持續、溫和提升，且首年期交保費增速亦將由負轉正。我們預測，2019 年公司新業務價值同比增長 8.4%。
- ❖ **產品策略及個險渠道建設。**公司轉型的核心是產品向保障的轉型。公司聚焦健康險和“以附促主”（即以創新型的附加險促進主險的銷售）的產品策略是公司 2018 年新業務價值率提升的主要動力。公司個險渠道保持健康增長，營銷員隊伍較去年末增加 22,000 人，且活動率有所提升。
- ❖ **投資表現於市場震蕩中表現較為穩定。**投資收益同比下降 6.1%。淨投資收益率輕微下跌 0.1 個百分點至 5.0%；由於股市波動，總投資收益率同比下跌 0.6 個百分點至 4.6%。投資資產同比微增 1.7%。公司加大了利率債、鐵道債配置力度，並在利率高位積極配置協議存款。股票及基金投資合計 745 億元，占總投資資產的 10.7%（2017 年為 13.1%），股票投資資產的下降主要由市值縮水造成。
- ❖ **目標價提升至 47.37 港元，重申買入評級。**由於新業務價值增長及價值率提升超預期，我們將 2019 年預測新業務價值/內含價值調升 1.9%/2.1%。目標價提升至 47.37 港元，對應 0.67 倍 2019 年預測每股內含價值。近期風險包括 1) 核心管理層人事變動帶來不確定性；2) 健康險市場競爭加劇令保費收入增速及新業務價值率提升承壓。

#### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
保費收入 (百萬元人民幣)	109,294	122,286	132,828	143,447	154,067
總收入 (百萬元人民幣)	143,082	151,964	164,603	177,434	190,801
淨利潤 (百萬元人民幣)	5,383	7,922	8,967	9,778	10,594
每股收益 (人民幣)	1.73	2.54	2.87	3.13	3.40
每股收益變動 (%)	8.9	47.2	13.2	9.0	8.3
市盈率 (x)	20.31	13.80	12.19	11.18	10.32
市賬率 (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
內含價值收益率 (%)	19.7	13.9	11.3	10.6	10.2

資料來源：公司，招銀國際預測

#### 買入 (維持)

目標價	HK\$47.37
(此前目標價)	HK\$44.94)
潛在升幅	+16.2%
當前股價	HK\$40.75

#### 丁文捷, 博士

電話：(852) 3900 0856/  
(86) 755 2367 5597  
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(百萬元港元)	177,297
3月平均流通量(百萬元港元)	365.64
52周內股價高/低(港元)	43.5/27.3
總股本(百萬)	1,034.1

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	12.09%

資料來源：彭博

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	7.1%	4.1%
3-月	16.5%	1.8%
6-月	3.6%	-3.0%

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 業績回顧

(百万人民币)	2018A	2017A	同比增速	招銀國際預測 2018E	差異
<b>利潤表</b>					
保費收入及賬戶管理費	122,341	109,356	11.9%	121,776	0.5%
投資收益	31,185	34,380	-9.3%	33,218	-6.1%
總收入	151,964	143,082	6.2%	154,110	-1.4%
保險給付和賠付	(109,842)	(102,481)	7.2%	(110,214)	-0.3%
手續費、佣金支出及管理費	(16,711)	(15,908)	5.0%	(16,323)	2.4%
管理費用	(11,968)	(13,777)	-13.1%	(13,923)	-14.0%
保險業務支出及其他費用合計	(140,755)	(134,334)	4.8%	(143,101)	-1.6%
對聯營企業和合營企業投資收益	404	296	36.5%	592	-31.8%
財務成本	(1,103)	(1,714)	-35.6%	(1,268)	-13.0%
歸屬於母公司股東的淨利潤	7,922	5,383	47.2%	7,589	4.4%
<b>資產負債表</b>					
總投資資產	699,826	688,315	1.7%	728,626	-4.0%
非投資資產	34,103	21,960	55.3%	28,596	19.3%
總資產	733,929	710,275	3.3%	757,222	-3.1%
保險合同負債	594,620	575,277	3.4%	606,522	-2.0%
投資合同負債	40,492	33,928	19.3%	38,280	5.8%
總負債	668,333	646,552	3.4%	690,073	-3.2%
股東權益	65,587	63,715	2.9%	67,142	-2.3%
<b>主要比率</b>					
新業務價值	12,210	12,063	1.2%	11,506	6.1%
新業務價值增速	1.2%	15.4%	-14.2 ppt	-4.6%	+5.8 ppt
新業務價值率（基於首年年度保費）	48.1%	41.2%	+6.9 ppt	46.0%	+2.1 ppt
內含價值	173,151	153,474	12.8%	169,033	2.4%
內含價值增速	12.8%	18.6%	-6 ppt	10.1%	+2.7 ppt
個險渠道首年保費	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
個險渠道首年期交保費	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
淨投資收益率	5.0%	5.1%	-0.1 ppt	4.9%	+0.1 ppt
總投資收益率	4.6%	5.2%	-0.6 ppt	4.9%	-0.3 ppt

資料來源：公司，招銀國際預測

圖 2：2018 下半年新業務價值同比增長 15.6%

(人民币 百萬元)	1H17	2H17	2017	1H18	2H18	2018
新業務價值	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%

資料來源：公司，招銀國際

圖 3：調升 2019 年新業務價值及內含價值預測

(人民币 百萬元)	2018A	2019E old	2019E new
新業務價值	12,210	12,996	13,240
… 新業務價值增速		6.4%	8.40%
內含價值	173,151	186,425	190,267
… 內含價值增速		7.7%	9.90%

資料來源：公司，招銀國際預測

**利潤表**

年結：12月31日（百万人民币）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>保费收入及账户管理费</b>	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)
<b>净保费收入及账户管理费</b>	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
<b>总收入</b>	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)
<b>保险业务支出及其他费用合计</b>	(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)
<b>净利润</b>	5,383	7,922	8,967	9,778	10,594

資料來源：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）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
債券	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
<b>总投资资产</b>	<b>688,315</b>	<b>699,826</b>	<b>747,944</b>	<b>793,901</b>	<b>841,433</b>
非投资资产	21,960	34,103	34,628	37,627	40,557
<b>总资产</b>	<b>710,275</b>	<b>733,929</b>	<b>782,571</b>	<b>831,528</b>	<b>881,990</b>
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
<b>总负债</b>	<b>646,552</b>	<b>668,333</b>	<b>709,241</b>	<b>750,465</b>	<b>792,844</b>
净资产总值	63,723	65,596	73,330	81,063	89,146
<b>少数股东权益</b>	8	9	7	7	7
<b>股东权益</b>	<b>63,715</b>	<b>65,587</b>	<b>73,323</b>	<b>81,056</b>	<b>89,139</b>

資料來源：公司及招銀國際預測

**主要比率**

年結：12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>同比增长</b>					
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%
<b>保费结构</b>					
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%
<b>首年保费结构</b>					
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%
<b>偿付能力（偿二代下）</b>					
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%
<b>新业务价值及内含价值</b>					
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%
<b>每股数据</b>					
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

資料來源：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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 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责任。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。

本報告基於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。