

新華保險(1336 HK)

一季度首年期交增長強勁

- ❖ **一季度新單保費增長亮眼。**公司保費收入同比增長 9.5%至 432 億元人民幣，其中，長險新單保費同比增長 18.0%至 72 億元。淨利潤同比增長 29.1%至 33.7 億元。得益於權益類投資收益，投資資產/歸母權益自 2018 年末分別增長 4.4%/11.6%。公司并未在季報中披露新業務價值增速。
- ❖ **積極因素。**(1) 一季度首年期交增長強勁。個險渠道首年期交保費收入同比增長 16.3%至 55.1 億元，銀保渠道首年期交同比增長 25.0%至 16.4 億元。強勁的首年期交增長表明公司“以健康險為主導產品、以附加險促進主險銷售”策略取得了較好的成果。(2) 公司未來將堅持以健康險為主的產品策略，二季度仍將同時銷售開門紅階段的年金類產品如“惠添富”，以滿足客戶多樣化的需求。
- ❖ **風險因素。**(1) 損益表中投資收入（包括淨投資收益和已實現收益）同比下降，年化淨投資收益率下降 0.1 個百分點至 4.2%。儘管季報并未披露細分投資收入，但是管理層解釋為一季度權益類投資的股息收入同比下降，疊加大部分權益類投資被歸類為可供出售金融資產，其公允價值變動收益未反映在損益表中。(2) 重疾險市場競爭加劇，健康險產品的銷量及新業務價值率或將承壓。
- ❖ **目標價維持 47.37 港元，維持買入評級。**公司一季度承保表現優於同業，儘管投資表現略遜預期。我們維持 2019 年新業務價值預測在 132.4 億元，即預測新業務價值同比增長 8.4%。我們的預測已反映加劇的市場競爭對新業務價值率的負面影響。維持目標價 47.37 港元，對應 0.67 倍 2019 年預測每股內含價值。公司當前股價相當於 0.57 倍 2019 年預測每股內含價值。重申買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
保費收入 (百萬人民幣)	109,294	122,286	132,828	143,447	154,067
總收入 (百萬人民幣)	143,082	151,964	164,959	178,052	191,247
淨利潤 (百萬人民幣)	5,383	7,922	9,847	10,869	11,579
每股收益 (人民幣)	1.73	2.54	3.16	3.48	3.71
每股收益變動 (%)	8.9	47.2	24.3	10.4	6.5
市盈率 (x)	20.31	13.80	11.10	10.06	9.44
市賬率 (x)	1.72	1.67	1.44	1.28	1.15
PEV (x)	0.71	0.63	0.57	0.53	0.49
股息率 (%)	1.48	2.20	2.73	3.01	3.21
內含價值收益率 (%)	19.7	13.9	11.2	10.7	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\$47.37
潛在升幅	+13.6%
當前股價	HK\$44.15

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(百萬港元)	189,322
3月平均流通量(百萬港元)	466.32
52周內股價高/低(港元)	46.95/27.3
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%

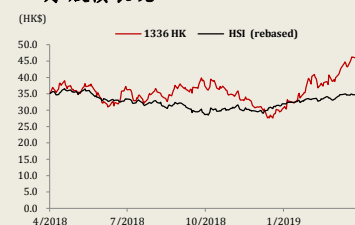
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	13.5%	9.5%
3-月	45.5%	35.5%
6-月	17.9%	-1.6%

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

利潤表

年結：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	33,577	36,093	38,754
其他营业收入	712	777	831	930	983
总收入	143,082	151,964	164,959	178,052	191,247
保险给付和赔付	(102,481)	(109,842)	(118,538)	(125,603)	(134,961)
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)	(151,762)	(163,708)	(176,050)
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	13,064	14,419	15,361
所得税	(1,946)	(2,587)	(3,216)	(3,549)	(3,781)
净利润	5,384	7,923	9,848	10,870	11,580
非控制股东权益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
净利润	5,383	7,922	9,847	10,869	11,579

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	300,314	316,771	333,937
协议存款	41,809	64,690	70,590	74,458	78,493
其他固定收益类投资	199,686	184,689	201,534	212,578	224,097
股票和基金	89,930	74,541	81,340	85,797	90,446
其他权益类投资	46,336	46,309	45,304	47,786	50,376
现金及现金等价物	8,812	9,005	16,688	17,520	21,211
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	763,654	805,502	849,153
非投资资产	21,960	34,103	34,628	37,627	40,557
总资产	710,275	733,929	798,282	843,129	889,709
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	31,331	24,035	13,899
总负债	646,552	668,333	722,125	757,418	794,834
净资产总值	63,723	65,596	76,157	85,711	94,875
少数股东权益	8	9	7	7	7
股东权益	63,715	65,587	76,150	85,704	94,868

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
同比增长					
总收入	-1.2%	6.2%	8.6%	7.9%	7.4%
净利润	8.9%	47.2%	24.3%	10.4%	6.5%
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%	9.1%	5.5%	5.4%

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%	275.5%	271.0%	267.9%
综合偿付能力充足率	281.7%	274.5%	275.5%	271.0%	267.9%

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	190,176	207,501	225,293
内含价值收益率	19.7%	13.9%	11.2%	10.7%	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	3.16	3.48	3.71
每股账面价值（人民币）	20.42	21.02	24.41	27.47	30.41
每股内含价值（人民币）	49.20	55.51	60.96	66.52	72.22
每股股息（人民币）	0.52	0.77	0.96	1.06	1.13

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，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。接收本報告之行爲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。