

新華保險(1336 HK)

續期業務拉動保費增長

- ❖ **續期業務拉動保費收入同比增長 11.3%**。前三季度，保費收入同比增長 11.3%，達 1,000 億元人民幣。其中，首年期交同比下降 33.4%，續期保費則同比增長 29.4%。一/二/三季度當季保費收入同比增速分別為 5.9%/18.5%/12.4%。三季度當季投資收益（包括公允價值變動在內）同比减少 6%，主要由于 A 股整體下行。前三季度歸屬於母公司股東的淨利潤達到 77 億元，同比增長 52.8%。
- ❖ **二季度個險首年期交保費增速的反彈在第三季度未能持續**。該狀況與其他上市同業類似，主要由于三季度宏觀經濟承壓。一/二/三季度個險首年期交保費當季同比增速分別為 -49.5%/9.3%/-32.8%。前三季度，個險首年期交保費累計同比下降 33.4%。管理層電話會透露，儲蓄型產品為下降的主要原因，而健康險產品的銷售則保持正增長。我們注意到個險渠道短期險保費收入同比增長 79.5% 至 26 億元，這得益于公司加大了覆蓋住院及門診保險等需求的附加險的銷售力度，“以附促主”收效顯著。然而，這些短期險產品新業務價值率相對較低，其貢獻的新業務價值不足以抵消整體新業務價值下跌。我們預測 2018 年新業務價值降幅將自上半年的 8.9% 收窄至 4.6%。
- ❖ **股市暴跌拖累投資收益**。買賣價差及公允價值損失在第三季度惡化，主要是由于 A 股市場整體大幅下挫。除了三季度當季損益表項下投資收益下降 6% 外，前三季度公司其他綜合收益項下虧損 32 億元，大部分是可供出售股票的公允價值損失。前三季度，年化總投資收益率為 4.8%，而 2017 年則為 5.1%。公司的投資收益率下降幅度小于大多數上市同業。
- ❖ **目標價下調至 44.94 港元，維持買入評級**。由于前三季度首年期交保費收入增速低于預期，我們將 2018 年新業務價值預測下調，並將目標價調整至 44.94 港元。積極的一面是，雖然股市波動，但公司投資表現相對穩健，且業務轉型也持續取得成效。我們的目標價分別對應 2018/19 年預測每股內含價值的 0.72/0.65 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	121,706	134,537	148,163
總收入 (百萬人民幣)	144,796	143,082	154,110	170,059	185,912
淨利潤 (百萬人民幣)	4,942	5,383	7,589	6,269	5,703
每股收益 (人民幣)	1.58	1.73	2.43	2.01	1.83
每股收益變動 (%)	-42.6	8.9	41.0	-17.4	-9.0
市盈率 (x)	20.27	18.61	13.20	15.98	17.57
市賬率 (x)	1.69	1.57	1.49	1.40	1.32
PEV (x)	0.77	0.65	0.59	0.54	0.49
股息率 (%)	1.49	1.62	2.28	1.89	1.72
內含價值收益率 (%)	26.18	19.71	11.20	11.64	11.77

資料來源：公司，招銀國際預測

買入 (維持)

目標價	HK\$44.94
(此前目標價)	HK\$47.96
潛在升幅	+23.79%
當前股價	HK\$36.30

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)	145,829
3月平均流通量(百萬港元)	246.13
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	-0.3%	12.1%
3-月	3.0%	19.8%
6-月	6.7%	30.7%

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 三季度經營業績回顧

百万人民币	截至2018年	截至2017年	同比变动
	9月30日止 9个月	9月30日止 9个月	
总保费收入	100,008	89,840	11.3%
减：分出保费	(1,511)	(923)	63.7%
净保费收入	98,497	88,917	10.8%
未到期责任准备金提转差	(896)	(491)	82.5%
已实现净保费收入	97,601	88,426	10.4%
投资收益	25,128	26,800	-6.2%
其他收入	767	364	110.7%
收入合计	123,496	115,590	6.8%
退保金	(29,865)	(29,466)	1.4%
			#DIV/0!
			#DIV/0!
			#DIV/0!
赔付支出净额	(37,688)	(30,144)	25.0%
提取保险责任准备金净额	(21,223)	(22,672)	-6.4%
保单红利支出	(106)	(1)	10500.0%
手续费及佣金支出	(13,077)	(12,921)	1.2%
业务及管理费	(8,276)	(9,995)	-17.2%
其他成本	(2,202)	(2,523)	-12.7%
资产减值损失	(755)	(880)	-14.2%
保险业务支出及其他费用合计	(113,192)	(108,602)	4.2%
营业外收入/(支出)	(59)	(134)	-56.0%
税前利润	10,245	6,854	49.5%
所得税	(2,542)	(1,811)	40.4%
非控制性权益	1	1	0.0%
净利润	7,702	5,042	52.8%

百万人民币	截至2018年	截至2017年	同比变动
	9月30日止 9个月	9月30日止 9个月	
总投资收益率	4.80%	5.20%	-0.40ppt YoY

百万人民币	截至2018年	截至2017年	变动
	9月30日止 9个月	12月31日	
投资资产	720,308	688,315	4.6%
资产合计	753,256	710,275	6.1%
权益合计	66,620	63,723	4.5%
归属于公司股东权益合计	66,611	63,715	4.5%
核心偿付能力充足率	268.33%	275.93%	-7.60ppt YTD
综合偿付能力充足率	273.25%	281.67%	-8.42ppt YTD

來源：公司，招銀國際

圖 2：前三季度，長險首年期交保費收入同比下降 33.4%

(十亿人民币)	一季度	二季度	上半年	三季度	前九月
寿险总保费收入	39.4	28.4	67.9	32.1	100.0
... 同比增速	5.9%	18.5%		12.4%	
... 累计同比	5.9%		10.8%		11.3%
个险首年期交	4.6	3.7	8.3	4.9	13.2
... 同比增速	-49.5%	9.3%		-32.8%	
... 累计同比	-49.5%		-33.7%		-33.4%

來源：公司，招銀國際

圖 3：招銀國際預測變動

百万人民币	2017	2018E old	2018E new	... YoY, new	Diff, old vs. new est.
保费收入	109,294	122,581	121,706	11.4%	-0.7%
首年期交保费	27,805	23,441	20,958	-24.6%	-10.6%
新业务价值	12,063	12,030	11,506	-4.6%	-4.4%
内含价值	153,474	170,501	169,033	10.1%	-0.9%

來源：公司，招銀國際預測

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	121,776	134,613	148,243
分出保费及提取未到期责任准备金	(1,013)	(1,366)	(1,753)	(1,896)	(2,061)
净保费收入及账户管理费	111,635	107,990	120,023	132,717	146,182
投资收益	32,134	34,380	33,218	36,406	38,814
其他营业收入	1,027	712	869	936	916
总收入	144,796	143,082	154,110	170,059	185,912
保险给付和赔付	(108,894)	(102,481)	(110,214)	(125,119)	(139,409)
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)	(30,246)	(33,445)	(36,838)
其他成本	(428)	(891)	(1,200)	(1,327)	(1,462)
保险业务支出及其他费用合计	(137,008)	(134,334)	(143,101)	(161,517)	(179,415)
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	10,333	8,536	7,766
所得税	(1,539)	(1,946)	(2,743)	(2,266)	(2,062)
净利润	4,943	5,384	7,590	6,270	5,704
非控制股东权益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
净利润	4,942	5,383	7,589	6,269	5,703

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	279,230	296,970	317,971
协议存款	79,845	41,809	44,258	47,069	50,398
其他固定收益类投资	194,163	199,686	211,380	224,810	240,707
股票和基金	76,433	89,930	95,197	101,245	108,404
其他权益类投资	35,835	46,336	43,867	46,654	49,953
现金及现金等价物	14,230	8,812	12,747	13,557	14,515
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	728,626	774,916	829,715
非投资资产	19,387	21,960	28,596	28,502	30,850
总资产	699,181	710,275	757,222	803,086	859,598
保险合同负债	543,228	575,277	606,522	645,573	692,058
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	5,808	6,299	6,937
税项及其他负债	46,550	27,993	35,463	39,349	42,595
总负债	640,056	646,552	690,073	731,415	783,793
净资产总值	59,125	63,723	67,149	71,671	75,805
少数股东权益	7	8	7	7	7
股东权益	59,118	63,715	67,142	71,664	75,798

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%	7.7%	10.3%	9.3%
净利润	-42.5%	8.9%	41.0%	-17.4%	-9.0%
保费收入	0.6%	-2.9%	11.4%	10.5%	10.1%
首年保费收入	-9.3%	-35.5%	-19.5%	12.5%	9.7%
- 代理人渠道首年保费收入	28.0%	13.2%	-16.6%	13.2%	10.2%
- 银保渠道首年保费收入	-26.5%	-74.7%	-30.0%	9.7%	7.8%
首年标准保费收入	28.4%	8.0%	-24.1%	10.3%	8.2%
总投资资产	6.9%	1.3%	5.9%	6.4%	7.1%

保费结构

首年保费	41.7%	27.9%	20.1%	20.5%	20.4%
- 首年期交保费	21.3%	25.9%	17.5%	17.4%	17.1%
- 首年趸交保费	20.4%	1.9%	2.6%	3.0%	3.3%
续期保费	58.3%	72.1%	79.9%	79.5%	79.6%

首年保费结构

个险代理人渠道	44.6%	78.3%	81.1%	81.6%	81.9%
银保渠道	55.4%	21.7%	18.9%	18.4%	18.1%

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	11,506	12,996	14,300
新业务价值同比增长率	36.4%	15.4%	-4.6%	12.9%	10.0%
新业务价值率（基于首年标准保费）	40.3%	43.1%	54.1%	55.4%	56.3%
内含价值（百万人民币）	129,450	153,474	169,033	186,425	206,485
内含价值收益率	26.2%	19.7%	11.2%	11.6%	11.8%

净投资收益率	5.1%	5.1%	4.9%	4.9%	4.9%
总投资收益率	5.1%	5.2%	4.9%	5.0%	5.0%

每股数据

每股收益（人民币）	1.58	1.73	2.43	2.01	1.83
每股账面价值（人民币）	18.95	20.42	21.52	22.97	24.30
每股内含价值（人民币）	41.50	49.20	54.19	59.76	66.19
每股股息（人民币）	0.48	0.52	0.73	0.61	0.55

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。