

新华保险(1336 HK)

转型优化开启新篇章

- ❖ **大幅收缩银保渠道趸交业务。**公司转向可持续发展商业模式，由续期业务及利润率较高的期交业务带动增长。2017年一季度，银保渠道趸交业务大幅收缩，保费收入由2016年一季度的人民币167亿元缩减至2600万元。与此同时，个险渠道首年期交保费同比增长34.6%，达到91.7亿元。尽管新华保险原保费收入同比减少20.0%，但是由于新业务价值率提升，我们相信2017年，该公司新业务价值增长仍将稳定保持在35%左右。继2016年续期保费步出谷底之后，该部分业务将推动未来几年原保费收入的增长。
- ❖ **健康保险业务迅速成长。**新华保险去年推出数款重疾险产品（例如“健康无忧”、“多倍保”），得到较好的市场反响。2016年，健康险保费占首年保费收入的20.9%，同比提升6.61个百分点。2017年，公司将继续推进产品创新，丰富和完善其健康及医疗保险产品线。随着市场竞争日趋激烈，我们认为，健康险业务已逐渐成为新华保险的竞争优势，能令其从与诸多寿险公司的差异化竞争中脱颖而出。
- ❖ **非标资产风险敞口或将下降。**2016年，新华保险非标资产风险敞口高于同业，在投资资产中占比达33.2%。据我们估计，30%至50%的非标资产匹配的是2013至2015年间卖出的银保渠道趸交保单产生的负债。随着这些产品逐步到期，我们认为，非标资产权重未来将会降至令投资者放心的水平。
- ❖ **业务改革提升营运效率。**业务改革包括但不限于：新的预算管理模式，“以收定支，绩效挂钩”；优化员工管理举措，提升队伍销售业绩等。我们相信，这些全方位、系统性的改革将会为新华保险带来长远收益。
- ❖ **下行风险。**(1) 业务转型进度低于预期；(2) 非标资产风险敞口上升；(3) A股市场下行导致股票投资收益下降。以上因素皆有可能造成该公司目标价格下降。
- ❖ **目标价提升至48.96港元，维持买入评级。**基于业务结构持续转型，经营模式不断优化，我们对该公司的长远发展和新业务价值增长保持乐观。我们将目标价格提升至48.96港元，该价格分别对应2017和2018年预测内含价值的0.93倍和0.82倍。目前，该公司股价相当于2017年预测内含价值的0.77倍，潜在升幅21.3%。维持买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
保费收入(百万人民币)	111,859	112,560	114,863	134,855	157,387
总收入(百万人民币)	157,918	144,796	148,481	170,040	194,650
净利润(百万人民币)	8,601	4,942	5,464	6,815	7,554
每股收益(人民币)	2.76	1.58	1.75	2.18	2.42
每股收益变动(%)	34.6	-42.6	10.6	24.7	10.8
市盈率(x)	13.01	22.67	20.50	16.44	14.83
市账率(x)	1.94	1.89	1.75	1.60	1.46
PEV(x)	1.01	0.87	0.77	0.68	0.60
股息率(%)	0.78	1.34	1.48	1.84	2.04
内含价值收益率(%)	21.90	26.18	14.05	14.28	14.36

资料来源：公司及招银国际研究

买入(维持)

目标价	HK\$48.96
(此前目标價)	HK\$43.78
潜在升幅	+21.3%
当前股价	HK\$40.35

丁文捷, PhD

电话: (852) 3900 0856

邮件: dingwenjie@cmbi.com.hk

徐涵博

电话: (852) 3761 8725

邮件: xuhanbo@cmbi.com.hk

中国保险业

市值(百万港元)	161,047
3月平均流通量(百万港元)	268.75
5周内股价高/低(港元)	43.2/25.5
总股本(百万)	3,120

资料来源：彭博

股东结构

中央汇金	31.34%
宝钢集团	15.10%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	0.5%	-2.2%
3-月	7.2%	-1.4%
6-月	8.2%	-6.1%

资料来源：彭博

12-月 股价表现



资料来源：彭博

审计师：安永

公司网站: www.newchinalife.com

利润表

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	114,960	134,962	157,502
分出保费及提取未到期责任准备金	(639)	(1,013)	(963)	(1,229)	(1,340)
净保费收入及账户管理费	111,355	111,635	113,996	133,733	156,161
投资收益	45,069	32,134	33,631	35,480	37,568
其他营业收入	1,494	1,027	853	826	921
总收入	157,918	144,796	148,481	170,040	194,650
保险给付和赔付	(118,719)	(108,894)	(108,976)	(123,917)	(141,815)
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)	(28,613)	(33,567)	(39,197)
其他成本	(1,430)	(428)	(1,140)	(1,337)	(1,562)
保险业务支出及其他费用合计	(144,814)	(137,008)	(139,910)	(160,121)	(184,002)
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	7,287	9,088	10,073
所得税	(3,180)	(1,539)	(1,822)	(2,272)	(2,518)
非控制股东权益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
净利润	8,601	4,942	5,464	6,815	7,554

来源：公司及招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
债券	229,235	242,647	260,771	271,210	288,007
协议存款	127,679	79,845	70,862	73,698	79,045
其他固定收益类投资	119,046	194,163	206,916	215,200	228,527
股票和基金	85,770	76,433	77,948	81,068	86,872
其他权益类投资	28,552	35,835	36,848	38,323	40,697
现金及现金等价物	13,904	14,230	16,326	15,572	15,344
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	708,617	736,985	782,628
非投资资产	24,872	19,387	24,311	23,774	27,941
总资产	660,560	699,181	732,927	760,759	810,569
保险合同负债	524,441	543,228	567,444	598,946	642,341
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	6,220	7,289	8,027
税项及其他负债	27,570	46,550	48,234	43,897	45,066
总负债	602,719	640,056	668,976	690,518	733,639
净资产总值	57,841	59,125	63,952	70,241	76,930
少数股东权益	6	7	7	7	7
股东权益	57,835	59,118	63,945	70,234	76,923

来源：公司及招银国际预测

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%	2.5%	14.5%	14.5%
净利润	34.3%	-42.5%	10.6%	24.7%	10.8%
保费收入	1.8%	0.6%	2.0%	17.4%	16.7%
首年保费收入	19.6%	-9.3%	-21.4%	26.8%	23.4%
- 代理人渠道首年保费收入	40.9%	28.0%	35.1%	25.9%	22.9%
- 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%	33.7%	29.7%	24.8%
总投资资产	1.6%	6.9%	4.2%	4.0%	6.2%
保费结构					
首年保费	46.2%	41.7%	32.2%	34.7%	36.7%
- 首年期交保费	15.2%	21.3%	30.4%	33.7%	36.1%
- 首年趸交保费	31.0%	20.4%	1.7%	1.0%	0.6%
续期保费	53.8%	58.3%	67.8%	65.3%	63.3%
首年保费结构					
个险代理人渠道	31.6%	44.6%	76.7%	76.1%	75.8%
银保渠道	68.4%	55.4%	23.3%	23.9%	24.2%
偿付能力（偿二代下）					
核心偿付能力充足率	248.5%	259.7%	250.7%	253.9%	252.8%
综合偿付能力充足率	281.0%	281.3%	270.3%	259.0%	252.8%
新业务价值及内含价值					
新业务价值（百万人民币）	7,663	10,449	14,117	17,792	21,881
新业务价值同比增长率	56.0%	36.4%	35.1%	26.0%	23.0%
新业务价值率（基于首年标准保费）	37.9%	40.3%	40.7%	39.6%	39.0%
内含价值（百万人民币）	110,650	129,450	146,143	165,354	187,041
内含价值收益率	21.9%	26.2%	14.1%	14.3%	14.4%
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	1.75	2.18	2.42
每股账面价值（人民币）	18.54	18.95	20.50	22.51	24.66
每股内含价值（人民币）	35.47	41.50	46.85	53.01	59.96
每股股息（人民币）	0.28	0.48	0.53	0.66	0.73

来源：公司及招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。