

新华保险(1336 HK)

转型期成果丰硕，发展期值得期待

- 9M17 业绩回顾及 2018 年经营目标。**2017 年三季度，公司原保费收入 898.4 亿元人民币，同比降幅由 3M17 的 20.0% 收窄至 3.8%。净利润 50.42 亿元人民币，同比增长 5.3%。1H17 新业务价值 71.53 亿元，同比增长 28.8%。前三季度新业务价值率（基于 FYP）近 39%。管理层披露 2017 年上半年末剩余边际达 1,600 亿元人民币，自上市以来年复合增长率达 20%。**两年转型实践取得丰硕成果：**业务结构显著优化，由趸交推动转向续期拉动，续期保费收入占比由 2015 年的 53% 增至 9M17 的 68%，提升 15 个百分点；首年期交占比由 32% 增至 88%，提升 56 个百分点；十年期占比由 21% 增至 57%，提升 36 个百分点；个险新单占比由 31% 增至 73%，提升 42 个百分点。2018 年至 2020 年，新华保险将进入发展期。公司将 **2018 年主要经营目标** 概括为“4 个增长、3 个提高、2 个降低”，即保费（包括总保费及首年期交保费）、价值、队伍、利润增长；举绩率、留存率、收费率提高；退保率、费差损降低。
- 聚焦健康险产品，布局大健康产业。**健康险占公司保费收入比重由 2015 年的 15% 增至 9M17 的 32%，提升 17 个百分点，形成保障型业务的新增长点。例如，“健康无忧”系列产品自推出以来饱受青睐，2016 年实现保费收入 60 亿元，2017 年预计保费收入 100 亿元，2018 年目标 150 亿元。目前，公司健康险产品储备丰富，除重疾类“健康无忧”外，多倍给付的“多倍保”及防癌险“康健吉顺”均受到市场认可。2018 年，公司将继续**聚焦保障型产品：**健康险将成为公司首年业务的主流产品、个险销售渠道的核心产品；销售策略将“以重疾险为主、以医疗险为辅、加大附加险销售力度”；主险结合高性价比的附加险，满足投保人多样化的保障需求。考虑到目前新华保险的产品附加率较低（管理层披露仅为 2%），我们认为“以附促主”的销售策略尚有较大的发展空间，且附加险的销售能够给营销员带来较为稳定的长期收入。此外，公司积极**布局健康产业**，如新华保险旗下健康管理公司“新华卓越健康”，主要从事体检及咨询，已在 16 个省市开设了健康管理中心；北京新华卓越康复医院预计下月开业（目前已有一家康复医院在南京开业）。
- 坚持产能优于平均，增加举绩人力规模。**9M17 公司个险渠道规模人力达 33 万人，同比增长 13%；月均人均综合产能 7,093 元，同比增长 13%。据管理层披露，目前公司代理人举绩率约为 50%、留存率约为 35%，均优于行业平均水平（35%、30%）。2018 年，公司将（1）加强销售队伍建设，（2）完善队伍管理制度，（3）加大教育培训力度。队伍建设方面，公司将坚持“三高”（高举绩率、高人均产能和高留存率）队伍建设策略、扩大举绩人力规模、增加队伍发展专项投入（预算超 10 亿元）。制度方面，公司将推动“三权”，即推动赋予权（即营销员离职后，原营销员的主管享有“孤儿单”的客户资源和保单利益）、继承权（若主管的配偶或子女在新华保险有一定职级，则可以继承该主管的团队及客户资源）、跨地域发展权落地。教育培训方面，公司将把资源重点投入新入生产线、初级主管生产线及教育培训中心。公司预计 2017 年四季度以增员填补清虚，维持规模人力不变；2018 年在 KPI 提升的基础上，销售队伍将迎来快速发展，公司目标举绩人力增长 22%，规模人力增长 36%，年底将达到 45 万人，月均 39 万人。

买入（上调）

目标价	HK\$61.65
(此目前標價)	HK\$54.94
潜在升幅	+19.71%
当前股价	HK\$51.50

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)	212,647
3月平均流通量(百万港元)	535.80
5周内股价高/低(港元)	57.85/34.35
总股本(百万)	3120.0

资料来源: 彭博

股东结构

中央汇金投资	31.34%
中国宝武钢铁集团	13.94%

资料来源: 彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	0.7%	-0.9%
3-月	1.6%	-3.0%
6-月	17.9%	5.1%

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

- ❖ **费用松绑，提升分公司自主经营能力。**2016年，公司建立了“以收定支、绩效挂钩”的预算管理新模式，引导机构增强自主经营能力。今年以来，各机构经营能力和管理效能持续提升，费用结构不断优化。2018年，总公司将（1）进一步加大资源下沉力度，松绑费用科目限制；（2）建立抢蛋糕机制，鼓励分支机构多干多超、先到先得；（3）建立市场对标机制，鼓励市场份额提升；（4）总结推广典范模式，促进分支机构职能转变。厦门分公司代表介绍，松绑费用科目限制，指增员、差旅、宣传等费用可以相互调剂，不再作比例限制。由于健康险件均保费较低，保费收入增长依靠保单件数增长，因此，费用松绑将对代理人队伍增长及健康险销售有极大帮助。据厦门分公司测算，队伍建设投入可增长50%以上。
- ❖ **短期利好因素：推出税延养老年金，成立互联网保险科技公司。**2017年底，个人税收递延型商业养老保险试点即将启动。公司作为试点机构，参与了产品开发、系统对接及人员培训，公司将借助政策优势，及时推出养老年金新产品、抢占市场。此外，管理层透露，公司正筹备中外合资的互联网保险科技公司。科技是新华保险最大短板，公司将一方面借助外部社会力量，引入人工智能等技术；一方面内部搭建新的综合业务平台。
- ❖ **目标价提升至 61.65 港元，上调至买入评级。**考虑到公司转型成果丰硕，明年在营销员队伍壮大、新业务价值率保持稳定的前提下，我们预计 2017 和 2018 年新业务价值增速分别为 26.1%和 26.0%。我们将 2017 和 2018 年预测每股内含价值调整为 47.02 元和 53.40 元人民币，目标价上调至 61.65 港元。该目标价分别对应 2017 和 2018 年预测内含价值的 1.11 倍和 0.98 倍。目前，该公司股价相当于 2017 年预测内含价值的 0.93 倍，潜在升幅 19.71%。上调至买入评级。

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	112,702	134,162	156,978
总收入 (百万人民币)	157,918	144,796	146,946	170,008	195,326
净利润 (百万人民币)	8,601	4,942	5,853	8,321	9,965
每股收益 (人民币)	2.76	1.58	1.88	2.67	3.19
每股收益变动 (%)	34.6	-42.6	18.4	42.2	19.8
市盈率 (x)	15.86	27.63	23.33	16.41	13.70
市账率 (x)	2.36	2.31	2.12	1.90	1.69
PEV (x)	1.23	1.05	0.93	0.82	0.72
股息率 (%)	0.64	1.10	1.30	1.85	2.21
内含价值收益率 (%)	21.90	26.18	14.47	14.78	15.02

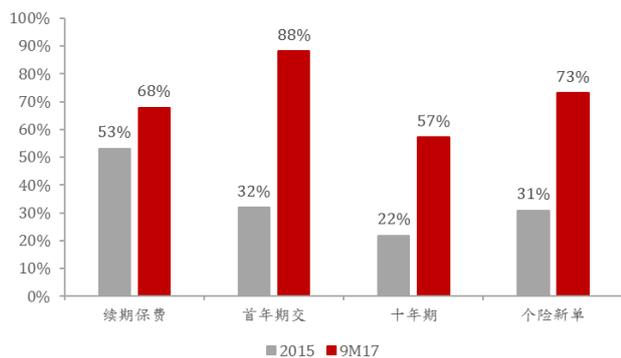
资料来源：公司及招银国际研究预测

图 1：9M17 利润表

(百万人民币)	9M17	9M16	Yoy
营业收入	115,561	117,785	-1.9%
已赚保费	88,426	92,474	-4.4%
保险业务收入	89,840	93,418	-3.8%
减：分出保费	(923)	(712)	29.6%
提取未到期责任准备金	(491)	(232)	111.6%
投资收益	26,775	24,892	7.6%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	83	28	196.4%
公允价值变动损益	128	(155)	-182.6%
汇兑损益	(268)	195	-237.4%
其他业务收入	500	379	31.9%
营业支出	(108,602)	(111,730)	-2.8%
退保金	(29,466)	(32,620)	-9.7%
赔付支出	(30,626)	(31,046)	-1.4%
减：摊回赔付支出	482	1,301	-63.0%
提取保险责任准备金	(22,721)	(25,755)	-11.8%
减：摊回保险责任准备金	49	(810)	-106.0%
保单红利支出	(1)	0	-
税金及附加	(99)	(72)	37.5%
手续费及佣金支出	(12,921)	(10,531)	22.7%
业务及管理费	(10,115)	(9,575)	5.6%
减：摊回分保费用	120	147	-18.4%
其他业务成本	(2,424)	(1,986)	22.1%
资产减值损失	(880)	(783)	12.4%
营业利润	6,959	6,055	14.9%
加：营业外收入	40	117	-65.8%
减：营业外支出	(145)	(71)	104.2%
利润总额	6,854	6,101	12.3%
减：所得税费用	(1,811)	(1,314)	37.8%
归属于少数股东损益	1	1	0.0%
归属于母公司股东的净利润	5,042	4,786	5.3%

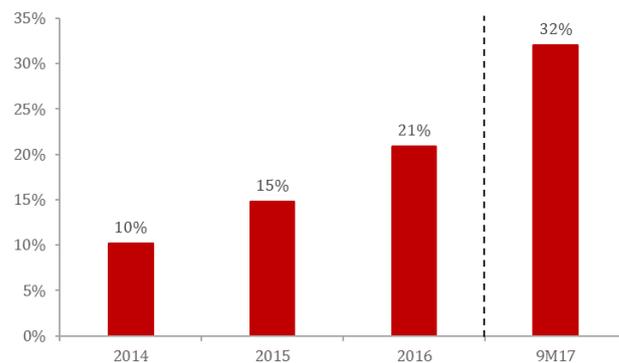
来源：公司，招银国际

图 2：业务结构显著优化



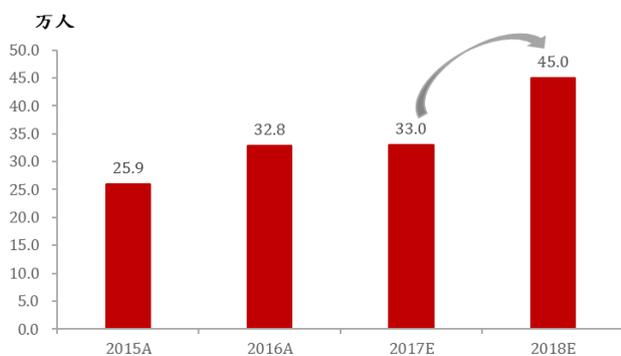
来源：公司，招银国际

图 3：健康险占保险业务收入比重不断提升



来源：公司，招银国际

图 4：2018 年底规模人力将达 45 万人



来源：公司，招银国际

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	112,799	134,269	157,092
分出保费及提取未到期责任准备金	(639)	(1,013)	(887)	(1,272)	(1,347)
净保费收入及账户管理费	111,355	111,635	111,912	132,997	155,746
投资收益	45,069	32,134	34,180	36,185	38,659
其他营业收入	1,494	1,027	853	826	921
总收入	157,918	144,796	146,946	170,008	195,326
保险给付和赔付	(118,719)	(108,894)	(107,389)	(121,520)	(138,754)
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)	(28,761)	(34,180)	(40,027)
其他成本	(1,430)	(428)	(1,119)	(1,330)	(1,557)
保险业务支出及其他费用合计	(144,814)	(137,008)	(138,450)	(158,329)	(181,767)
对联营企业和合营企业投资收益	535	148	220	240	268
财务成本	(1,857)	(1,454)	(910)	(823)	(539)
税前利润	11,782	6,482	7,805	11,096	13,288
所得税	(3,180)	(1,539)	(1,951)	(2,774)	(3,322)
非控制股东权益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
净利润	8,601	4,942	5,853	8,321	9,965

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	255,663	273,045	291,871
协议存款	127,679	79,845	69,474	74,197	80,106
其他固定收益类投资	119,046	194,163	202,863	216,656	231,593
股票和基金	85,770	76,433	76,421	81,617	88,037
其他权益类投资	28,552	35,835	36,126	38,582	41,243
现金及现金等价物	13,904	14,230	15,243	15,961	16,141
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	694,735	741,971	793,127
非投资资产	24,872	19,387	24,212	23,829	28,101
总资产	660,560	699,181	718,948	765,800	821,228
保险合同负债	524,441	543,228	569,991	603,244	651,471
投资合同负债	27,166	30,071	33,078	36,386	38,205
借款	19,000	14,000	4,000	4,000	-
应付保险给付及预收保费	4,542	6,207	6,105	7,252	8,006
税项及其他负债	27,570	46,550	41,434	42,900	42,884
总负债	602,719	640,056	654,607	693,782	740,566
净资产总值	57,841	59,125	64,341	72,018	80,662
少数股东权益	6	7	7	7	7
股东权益	57,835	59,118	64,334	72,011	80,655

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%	1.5%	15.7%	14.9%
净利润	34.3%	-42.5%	18.4%	42.2%	19.8%
保费收入	1.8%	0.6%	0.1%	19.0%	17.0%
首年保费收入	19.6%	-9.3%	-28.0%	25.7%	22.1%
- 代理人渠道首年保费收入	40.9%	28.0%	25.9%	26.0%	22.7%
- 银保渠道首年保费收入	11.9%	-26.5%	-71.3%	24.7%	19.8%
首年标准保费收入	34.5%	28.4%	21.4%	28.5%	23.7%
总投资资产	1.6%	6.9%	2.2%	6.8%	6.9%

保费结构

首年保费	46.2%	41.7%	30.2%	31.9%	33.4%
- 首年期交保费	15.2%	21.3%	28.3%	30.6%	32.5%
- 首年趸交保费	31.0%	20.4%	1.9%	1.3%	0.9%
续期保费	53.8%	58.3%	69.8%	68.1%	66.6%

首年保费结构

个险代理人渠道	31.6%	44.6%	78.0%	78.1%	78.6%
银保渠道	68.4%	55.4%	22.0%	21.9%	21.4%

偿付能力（偿二代下）

核心偿付能力充足率	248.5%	259.7%	261.4%	257.0%	258.7%
综合偿付能力充足率	281.0%	281.3%	267.0%	262.1%	258.7%

新业务价值及内含价值

新业务价值（百万人民币）	7,663	10,449	13,171	16,592	20,346
新业务价值同比增长率	56.0%	36.4%	26.1%	26.0%	22.6%
新业务价值率（基于首年标准保费）	37.9%	40.3%	41.8%	41.0%	40.7%
内含价值（百万人民币）	110,650	129,450	146,679	166,589	189,088
内含价值收益率	21.9%	26.2%	14.5%	14.8%	15.0%
净投资收益率	4.9%	5.1%	5.2%	5.1%	5.2%
总投资收益率	7.5%	5.1%	5.2%	5.2%	5.2%

每股数据

每股收益（人民币）	2.76	1.58	1.88	2.67	3.19
每股账面价值（人民币）	18.54	18.95	20.62	23.08	25.85
每股内含价值（人民币）	35.47	41.50	47.02	53.40	60.61
每股股息（人民币）	0.28	0.48	0.57	0.81	0.97

来源：公司及招银国际预测

附录：2017 年公司开放日问答环节纪要**1. 2018 年寿险行业监管变化？**

2016 年，年金产品占寿险行业首年保费收入 84%；预计受到 134 号文影响的年金产品在 60%左右。总体而言，监管趋严有利行业回归保障本源、健康稳定发展。且前 6 大寿险公司（国寿、平安、太保、泰康、新华、太平）已形成续期拉动模式，有助于稳定全行业 2018 年保费增长。监管趋严主要影响中小型寿险公司。对于新华保险而言，快返类产品已于转型过程中全部消化完毕，收影响较小。

2. 互联网金融策略？

公司正筹备新华科技公司，一家中外合资的 IT 公司。IT 是新华保险最大短板，公司将一方面借助外部社会力量，引入人脸识别等技术；一方面内部搭建新的综合业务平台。

3. 管理层能否披露三差占比？

1H17，储蓄型产品利差占比 85%，保障型产品利差占比 23%；费差占比极低。

4. 股权投资策略？

公司致力于在股权市场抓住机会，股权投资配置比例稳健保持在十几、二十左右。公司将保持寿险投资基本原理，根据市场机会适度调整。

5. 预计 NBV 及 EV 增长？

得益于个险新单保费价值率 39%、行业领先，公司 NBV 增长过去两年保持在两位数以上，预计 2018 年增速还将维持。由于首年保费增长，2017 年公司 EV 增长亦在两位数，对 2018 年 EV 增长持正向积极态度。

6. 城区发展战略？

中国的未来是城镇化的，公司坚持在城区市场发展。

7. 预计 2018 年健康险行业格局？

受 134 号文影响，以往的理财型年金产品整改为“合规型年金产品”，即定价利率 3.5%、5 年后返还。面对市场上银行理财产品的竞争（利率在 4~4.5%、5 年内返还的），不确定性很大。前 6 大寿险公司（国寿、平安、太保、泰康、新华、太平）会把销售重点转向健康险、提升理赔服务，健康险行业竞争将会加剧。中小公司代理人数量不足，且很难通过银保渠道销售健康险。

8. 开门红预期？

个险渠道：公司早谋划、早准备、早动手，产品将以年金及健康险为主、注重附加险，预计 12 月上旬打响开门红。银保渠道：一手抓年度收官，一手备战开门红。9M17 银保渠道期交保费占比已达 96%，预计受 134 号文影响不大。

9. 公司如何在主推附加医疗、住院险的同时控制赔付损失？以及如何在加大队伍建设投入的同时控制费差损？

公司共有二十多款附加险，医疗险只是其中一种。医疗险赔款几率高，受客户欢迎，“用理赔创口碑”，与车险类似。既然车险可以控制赔付率及费用率并盈利，医疗险同样可以。明年，总公司将鼓励分公司自主经营，提升创费能力，降低费差损。

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于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: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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上责任。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。