

审慎增持 (维持)

01336.HK 新华保险

港股通 (沪、深)

目标价: 43.80 (港元)

现价: 33.55 (港元)

新业务价值率下降, 坚持以健康险为核心

2019年08月29日

预期升幅: 30.5%

市场数据

日期 2019.08.28

收盘价(港元)	33.55
港股股本(亿股)	10.34
总股本(亿股)	31.2
港股市值(亿港元)	346.9
总市值(亿元)	1524.8
净资产(亿元)	765.9
总资产(亿元)	8081.2
每股净资产(元)	24.55

数据来源: Wind

相关报告

《坚持以健康险为核心的发展战略》20190428 海外跟踪报告
《优化业务结构, 市场份额提升》20190321 海外跟踪报告
《坚持稳中求进, 业务转型持续推进》20180829 海外跟踪报告

海外金融研究

分析师:

张忆东

兴业证券经济与金融研究院

副院长

海外研究中心 总经理

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

张博

zhangboyjs@xyzq.com.cn

SFC:BMM189

SAC: S0190519060002

主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	1,520	1,686	1,860	2,062
同比增长(%)	6.2	10.9	10.4	10.9
归属股东净利润(亿元)	79.2	128.3	141.6	171.3
同比增长(%)	47.2	62.0	10.3	21.0
新业务价值(亿元)	122	119	128	138
同比增长(%)	1.2	-2.8	8.1	7.3
内涵价值(亿元)	1,732	2,056	2,390	2,762
同比增长(%)	12.8	18.7	16.2	15.6
每股收益(元)	2.54	4.11	4.54	5.49
每股派息(元)	0.52	0.76	1.23	1.36

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **我们的观点:** 我们维持公司“审慎增持”评级, 下调公司目标价 10.0%至 43.80 港元, 公司目标价较现价有 30.5%的涨幅。2019-2021 年, 新华保险目标价对应的集团每股内含价值分别为 0.60、0.52 及 0.45 倍, 建议投资者关注。
- **2019H1 业绩稳步增长, 归属股东净利润提升:** 截至 2019 年 6 月 30 日止 6 个月, 公司 2019 年上半年实现营业收入 890.9 亿元 (人民币, 下同), 同比上升 7.4%; 实现总保费收入及保单管理费收入 740.2 亿元, 同比增长 9.0%; 实现归属公司股东净利润 105.5 亿元, 同比上升 81.8%。
- **保费收入提升, 业务结构持续优化:** 新华保险主要从事人寿保险业务。2019 年上半年, 公司保险保费收入 740.0 亿元, 同比上升 9.0%。在渠道方面, 公司 2019 年上半年个险、银保和团体保险渠道占比分别为 81.1%、16.8% 和 2.1%。上半年个险渠道收入 599.9 亿元, 同比上升 9.7%。公司续期业务稳步积累, 2019 年上半年的续期保费达到 584.0 亿元, 同比增长 9.6%。
- **投资资产规模增长, 偿付能力提升明显:** 截止至 2019 年 6 月 30 日, 公司 2019 年上半年投资资产规模 7,732.3 亿元, 较 2018 年末提升 10.5%。在投资资产构成方面, 债券型投资占比较 2018 年末提升 5.8 个百分点至 67.9%。公司综合偿付能力充足率达到 284.9%, 核心偿付能力充足率达到 289.5%, 较 2018 年年末分别提升 13.3 和 23.1 个百分点, 提升明显。

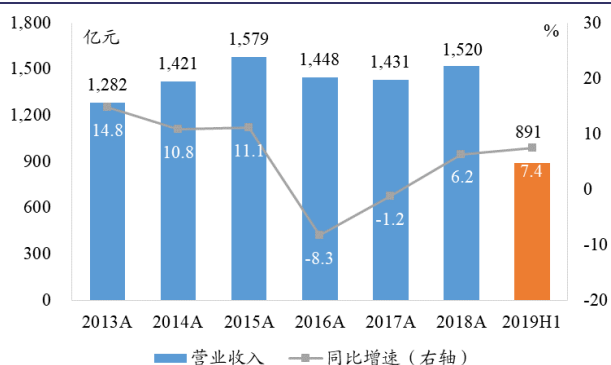
风险提示: 1、资本市场波动; 2、保费收入增长不达预期; 3、保险行业政策改变; 4、外资进入导致的经营风险



报告正文

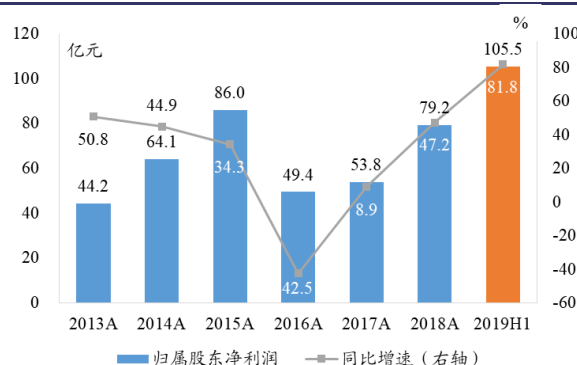
- **业绩显著提升，归属股东净利润提升：**截至 2019 年 6 月 30 日止 6 个月，公司 2019 年上半年实现营业收入 890.9 亿元（人民币，下同），同比上升 7.4%；实现总保费收入及保单管理费收入 740.2 亿元，同比增长 9.0%；实现归属公司股东净利润 105.5 亿元，同比上升 81.8%。2019H1，公司总资产、总负债及归属母公司股东的股东权益分别较 2018 年末上升 10.1%、9.5%及 16.8%。

图 1、公司历年营业收入及同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

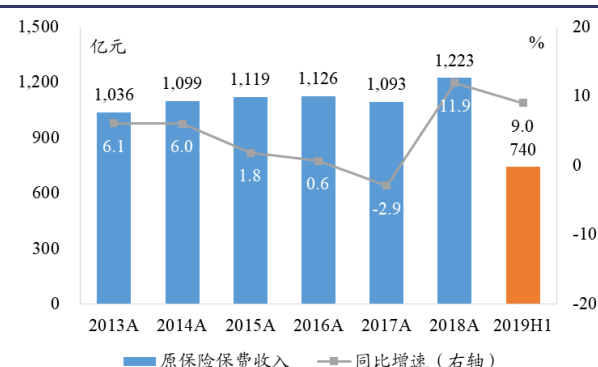
图 2、归属股东利润及同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

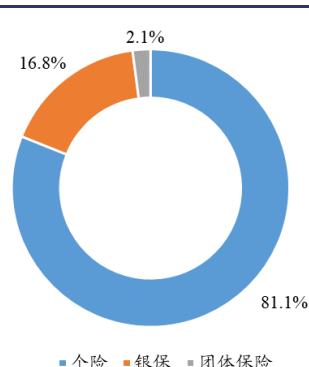
- **上半年保费收入同比上升，业务结构持续优化：**新华保险主要从事人寿保险业务。2019 年上半年，公司保险保费收入 740.0 亿元，同比上升 9.0%。在渠道方面，公司 2019 年上半年个险、银保和团体保险渠道占比分别为 81.1%、16.8%和 2.1%。上半年个险渠道收入 599.9 亿元，同比上升 9.7%；银保渠道收入 124.7 亿元，同比上升 5.1%；团体保险渠道收入 15.4 亿元，同比上升了 16.7%。截至 2019 年 6 月 30 日，公司个险渠道规模人力 38.6 万人，同比增长 15.5%；月均合格人力 14.0 万人，同比增长 4.9%；月均合格率 38.8%，同比降低 2.9 个百分点。受健康险保费较低影响，2019H1 公司月均人均综合产能 4,472 元，同比下降 13.8%。2019 年上半年，公司个人寿险业务 13 个月及 25 个月继续率分别为 90.1%及 86.5%，其中 25 个月继续率同比上升 1.6 个百分点。公司中短期存续期产品退保高峰已平稳度过，上半年退保率为 1.0%，同比下降 3.0 个百分点。

图 3、公司历年保费收入及同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司业务渠道构成

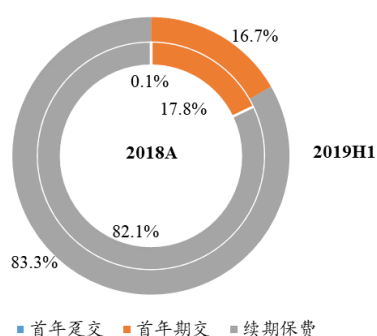


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

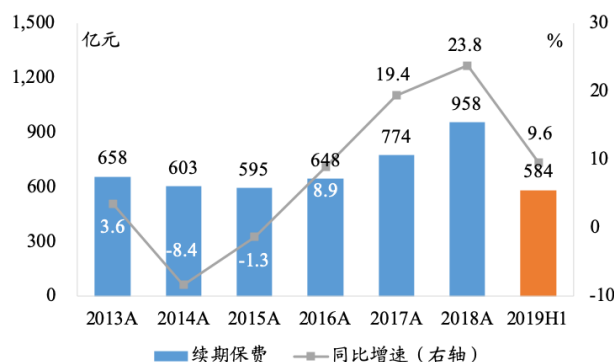
在缴费方式方面,截止至2019年6月30日,公司2019年上半年的保费收入中首年趸交、首年期交和续期业务分别占比0.0%、16.7%和83.3%,与2018年同期相比,续期业务占比从72.1%上升了1.2个百分点。2019年上半年的续期保费达到584.0亿元,同比增长9.6%。续期保费占总保费的比例为78.9%,较去年同期基本持平。上半年,公司坚持大力发展以长期健康险为主的风险保障型业务,适度发展理财型年金险业务。十年期以上期缴保费在首期期缴保费中占比为51.3%;健康险首年保费在首年保费中占比为55.7%,较去年同期提升1.4个百分点。公司2019H1首年保费收入117.12亿元,同比上升0.9%。其中,首年趸交0.14亿元,同比下降65.9%;首年期缴116.98亿元,同比上升1.1%;十年期以上期交保费60.02亿元,同比下降15.2%。公司主要压缩长期分红型保险,主动控制利差损风险,积极坚持健康险为主拉动新业务价值率提升的公司总体战略规划。

图5、公司2018年和2019年上半年业务类型构成



资料来源:公司资料,兴业证券经济与金融研究院整理

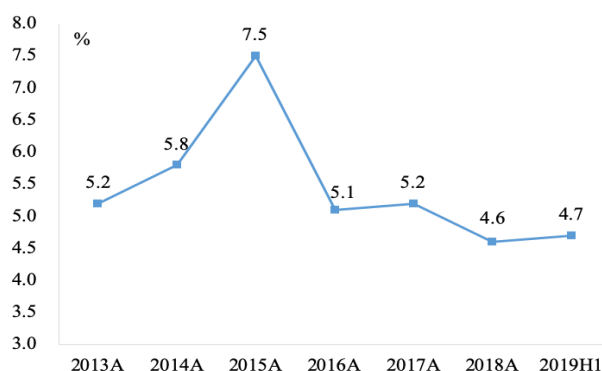
图6、公司历年续期保费及同比增速



资料来源:公司资料,兴业证券经济与金融研究院整理

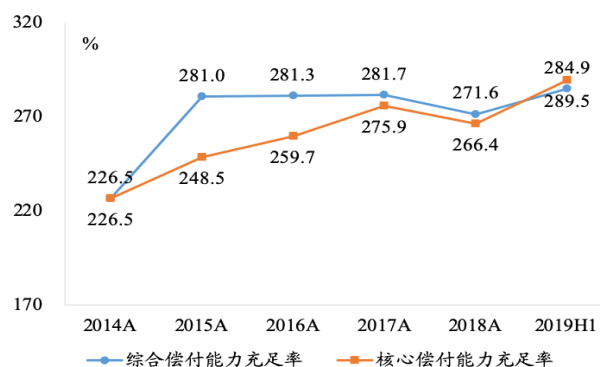
- 投资资产规模增长,偿付能力提升明显:** 截止至2019年6月30日,公司2019年上半年投资资产规模7,732.3亿元,较2018年末提升10.5%。在投资资产构成方面,债券型投资占比较2018年末提升5.8个百分点至67.9%。2019年上半年,公司实现净投资收益率5.0%,同比维持不变;总投资收益率4.7%,较2018年年末上升0.1个百分点。截至2019年6月30日,公司综合偿付能力充足率达到284.9%,核心偿付能力充足率达到289.5%,较2018年年末分别提升13.3和23.1个百分点,提升明显。

图 7、公司历年总投资收益率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

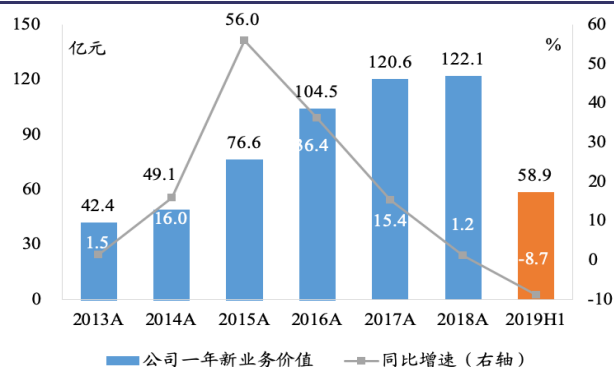
图 8、公司历年偿付能力充足率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

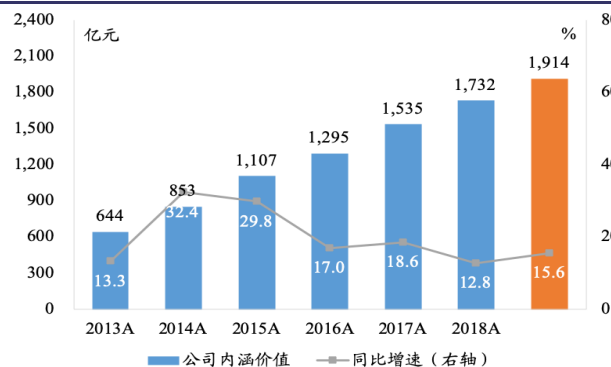
- 内涵价值提升，剩余边际增长：**截止至 2019 年 6 月 30 日，公司实现内涵价值 1,914.0 亿元，2018 年末上升 10.5%。2019H1，实现新业务价值 58.9 亿元，同比下降 8.7%。在新业务价值率方面，以标准保费计公司 2019 年上半年实现新业务价值率 37.9%；以首年保费计，则 2019H1 公司实现新业务价值率 38.0%，两者均同比降低 12.6 个百分点。2019H1，公司剩余边际为 2,083.1 亿元，较上年末增长 6.5%。

图 9、公司历年新业务价值及同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、公司历年内涵价值及同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- 我们的观点：**新华保险坚持“健康人海”队伍策略，提出高举绩、高产能、高留存“三高”队伍建设，业务结构加速改善，坚持发展高价值业务，公司价值创造能力不断改善。2019 年下半年，公司将完善市场化机制、丰富产品供给、提升队伍能力、强化销售支持及坚持稳健投资。我们维持公司“审慎增持”评级，下调公司目标价 10.0%至 43.80 港元，公司目标价较现价有 30.5% 的涨幅。2019-2021 年，新华保险目标价对应的集团每股内含价值分别为 0.60、0.52 及 0.45 倍，建议投资者关注。
- 风险提示：**资本市场波动，保费增速不达预期，公司经营风险，保险行业政策改变。

附表

资产负债表		单位:亿元			
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
资产	7,339	8,095	8,917	9,851	
联营企业和合营企业投资	47.9	51.3	53.6	56.0	
现金及现金等价物	90	451	901	1,444	
债权型金融资产	4,599	4,884	5,165	5,398	
股权型金融资产	1,161	1,333	1,331	1,391	
定期存款	647	659	689	720	
保户质押贷款	313	264	275	288	
应收保费	23.1	25.4	29.8	32.6	
物业及设备	117.9	126.3	135.5	145.8	
投资性房地产	70.4	84.8	100.4	117.3	
总负债	6,683	7,320	8,039	8,844	
长期保险合同负债	5,918	6,477	7,104	7,806	
投资合同	405	453	507	567	
卖出回购金融资产款	130	146	153	160	
预收保费	18.1	26.7	26.4	29.5	
其他负债	72.4	77.2	89.3	99.6	
未决赔款准备金	10.6	14.7	19.7	25.8	
未到期责任准备金	18.1	20.2	22.9	26.0	
应付保险给付和赔付	53.2	44.3	53.1	63.2	
储备	311	351	377	409	
少数股东权益	0.09	0.11	0.14	0.17	
总权益	656	775	878	1,007	
负债及权益合计	7,339	8,095	8,917	9,851	

现金流量表		单位:亿元			
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
年度税前溢利	105	151	189	228	
投资收益	-312	-356	-364	-380	
提取长期保险合同负债	262	296	340	382	
财务费用	11.0	7.7	8.2	8.5	
已付税项	-29.4	-2.4	-45.2	-55.5	
经营活动产生现金流量	137.7	392.1	478.8	582.3	
投资活动所产生的现金净额	-32	-16	11	5	
融资活动所产生的现金净额	-104	-15	-40	-44	
现金及现金等价物增加净额	2	361	449	543	
年初现金及现金等价物	88	90	451	901	
年末现金及现金等价物	90	451	901	1,444	

利润表		单位:亿元			
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
营业收入	1,520	1,686	1,860	2,062	
保险业务收入	1,223	1,345	1,512	1,701	
分出保费	-19	-22	-24	-27	
投资收入	312	356	364	380	
提取长期保险合同负债	-262	-296	-340	-382	
寿险死亡和其他给付	-812	-878	-932	-1,012	
手续费及佣金支出	-167	-182	-197	-213	
行政及管理费用	-120	-128	-144	-162	
税前溢利	105.1	151.0	188.8	228.5	
税项支出	-25.9	-22.7	-47.2	-57.1	
年度溢利	79.2	128.4	141.6	171.3	
非控股股东应占溢利	0.01	0.02	0.03	0.03	
归属公司股东年度溢利	79.2	128.33	141.61	171.31	
EPS (元)	2.54	4.11	4.54	5.49	

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
成长性(%)					
保险业务收入同比增速	11.9	9.9	12.4	12.5	
投资收益同比增速	-9.3	14.0	2.4	4.4	
手续费及佣金收入同比增速	5.0	8.7	8.3	8.1	
归属股东净利润同比增速	47.2	62.0	10.3	21.0	
内涵价值增长率	12.8	18.7	16.2	15.6	
新业务价值增长率	1.2	-2.8	8.1	7.3	
偿债能力(%)					
资产负债率	91.1	90.4	90.2	89.8	
营运能力(%)					
ROE	12.1	16.6	16.1	17.0	
每股资料(港元)					
每股收益 (EPS)	2.54	4.11	4.54	5.49	
每股净资产	21.0	24.8	28.1	32.3	
估值比率(倍)					
PEV	0.71	0.60	0.52	0.45	
PB	1.9	1.6	1.4	1.2	

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。本人确认并没有在发表报告之前 30 日内交易或买卖该等证券。本人及本人之有联系者并不是任职该等上市公司之高级职员。本人及本人之有联系者并没有持有本报告覆盖之证券之任何权益。

【有关财务权益及商务关系的披露】

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券(控股)有限公司、百应租赁控股有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、天美(控股)有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司和旷世控股有限公司有投资银行业务关系。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司及/或兴证国际证券有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或兴证国际证券有限公司其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。