

2018年10月29日

新华保险 (1336.HK; 601336.SH)

深化转型结构优化，投资收益优于同业

新华保险 2018 年前三季度实现营业收入 1235 亿元，同比增长 7%，归母净利润 77 亿元，同比增长 53%；保险合同准备金减少以及权益投资表现优于同业是归母净利润大幅增长的主要原因。我们认为公司 2018 年前三季度核心边际变化包括：(1) 投资业绩优于同业（新华保险 4.8%/中国太保 4.7%/中国人寿 3.3%），前三季度公司加大增配债券类资产比例，一定程度对冲权益市场波动。(2) 聚焦健康险，保费结构持续优化。长期险个险新单保费同比下滑 34%，四季度有望进一步改善。(3) 准备金四季度有望加速释放，显著增厚业绩。

■ 2018 年前三季度公司实现保费收入 1000 亿元，同比增长 11%，其中续期保费同比增长 30%，成为拉动保费增长动力。此外，长期险个险新单保费同比下滑 34%。

(1) 个险渠道稳员增产，四季度有望明显改善。2018 年前三季度公司个险渠道实现保费收入 804 亿元，同比增速达到 13%。二季度以来公司加大健康险营销费用投入与销售激励举措，延续以附促主等策略，从而推动代理人团队企稳回升和人均产能修复。2018 年上半年，受 134 号文政策等因素影响，公司月均人均综合产能 5187 元，同比下降 26.2%。我们认为四季度公司将继续推动长期保障型产品的发展，代理人团队实现稳员增产，加之去年同期低基数因素，预计全年保费收入同比增长 16%。

(2) 聚焦健康险，保费结构持续优化。二季度以来，新华保险继续延续以附促主、聚焦健康险的策略，短期险保费同比增长 34%，长期险个险新单保费同比下滑 34%。在产品结构改善带动下，前三季度退保率为 4.4%，同比下降 0.2 个百分点。考虑到四季度新单低基数，保障产品结构占比加大等因素，预计新业务价值增速有望转正，全年内含价值增速维持在 14% 左右。

■ 投资收益优于同业，四季度有望进一步改善。截至 2018 年前三季度公司投资资产达到 7203 亿元 (YoY+4.6%)，投资收益 253 亿元 (YoY-5.4%)，同期公允价值变动收益近 -0.6 亿元。受前三季度市场表现不佳 (上证综指 -21%)，拖累总投资收益率下滑至 4.8% (去年同期 5.2%)。不过相较于其他两家 A 股上市险企 (中国太保 4.7%/中国人寿 3.3%)，公司投资业绩好于同业，主要受益于股权型投资股息和分红收入 (YoY+30%) 同比大幅提升。考虑到近来监管层稳定市场，股权质押风险得以缓解，权益市场整体趋暖，四季度投资收益率有望改善，预计全年投资收益保持 4.9% 左右。

■ 准备金四季度有望加速释放，显著增厚业绩。此次三季报公司并未补提准备金，提取准备金同比减少 13 亿元，成为利润同比高增长主要原因之一。根据测算，2018 年前三季度折现率上移 5.4 个 BP，假设国债收益率年底前保持相对稳定 (3.5%)，四季度折现率将上移 6 个 BP，准备金有望迎来快速释放时期，有望显著增厚业绩。

■ 投资建议：买入评级，预计新华保险 2018-2020 年归母净利润同比增速为 50%、20%、15%，EPS 分别为 2.59 元、3.11 元、3.58 元，A 股及 H 股目标价分别为 58 人民币及 44.8 港元。

■ 风险提示：政策风险/信用风险/市场风险/宏观风险

摘要, 百万元; 估值按 A 股价格	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
保险业务收入	112,560	109,294	126,292	145,236	168,474
净利润	4,943	5,384	8,092	9,701	11,156
每股内涵价值	41.49	49.19	56.17	65.44	76.88
每股收益 (元)	1.58	1.73	2.59	3.11	3.58
市盈率(倍)	29.61	27.18	18.68	15.58	13.55
市净率(倍)	2.48	2.30	2.15	1.94	1.74
P/EV(倍)	1.13	0.95	0.86	0.74	0.63

数据来源: Wind 资讯, 安信国际预测

A+H 公司分析

证券研究报告

保险

投资评级-H: 买入

目标价格: 58.0 人民币-A
44.8 港元-H

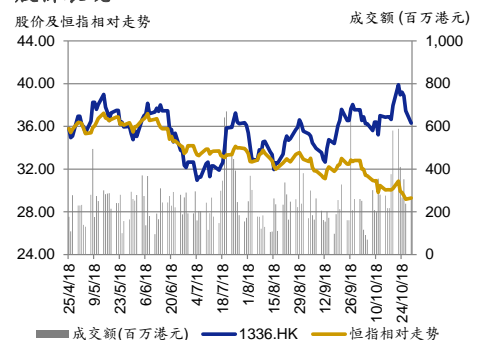
现价 46.08 人民币-A
(2018-10-29): 36.3 港元-H

总市值(百万港元)	145,877.87
H 股市值(百万港元)	37,538.08
总股本(百万股)	3,119.55
H 股股本(百万股)	1,034.11
12 个月低/高(港元)	30.25/57.85
平均成交(百万港元)	246.13

股东结构

中央汇金投资	31.3%
中国宝武钢铁	12.1%
中国证券金融股份有限公司	3.0%
其他 A 股	20.4%
H 股	33.1%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	7.38	14.00	-15.22
绝对收益	-3.33	0.14	-27.98

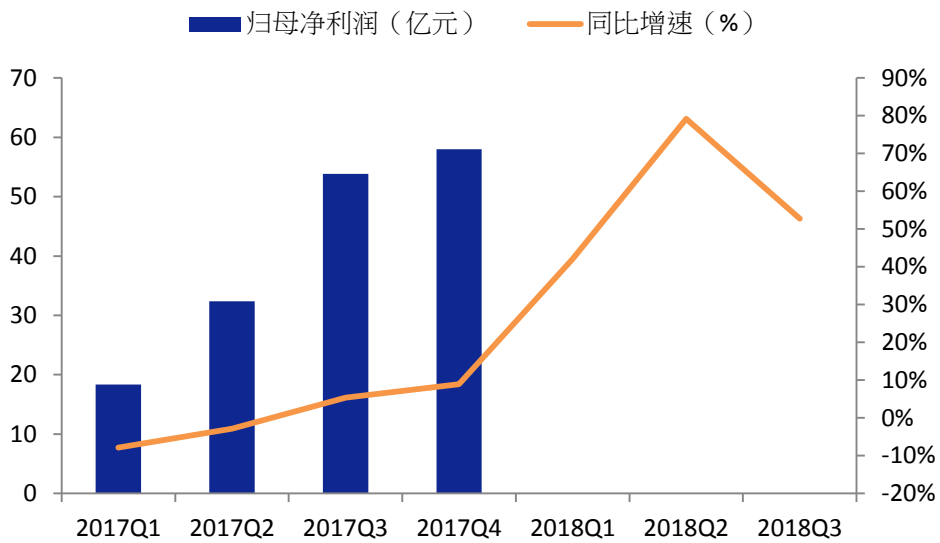
数据来源: 彭博、港交所、公司

赵湘怀 非金融行业分析师

zhaoxh3@essence.com.cn

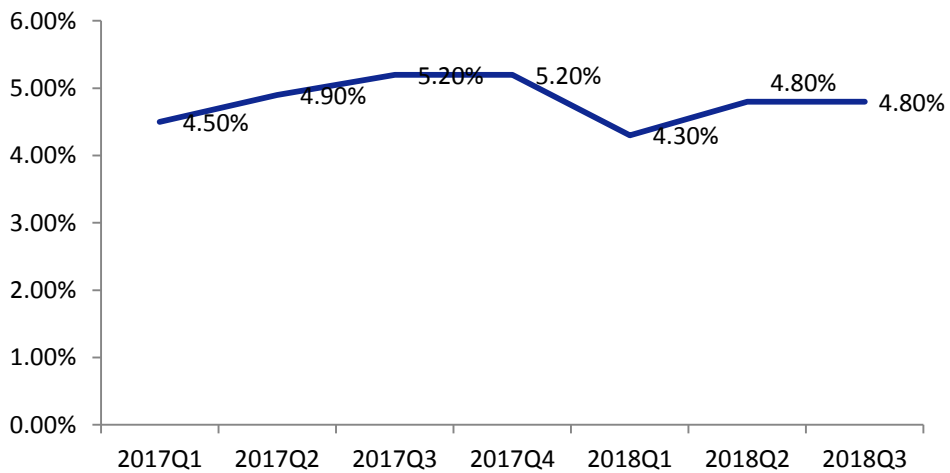
+86-21-35082987

图 1：新华保险经营业绩



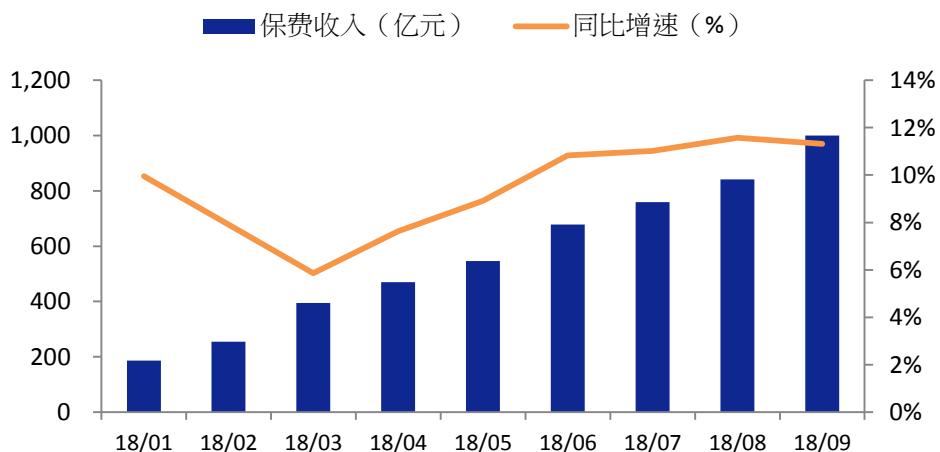
资料来源：安信证券研究中心;Wind

图 2：新华保险投资收益率保持稳健



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3：保费同比增速维持稳定



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	利润表				
	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
已赚净保费	111,547	107,928	125,462	144,240	167,271
投资收益及公允价值变动	33,638	35,773	40,996	47,146	54,218
营业收入合计	146,173	144,132	167,786	192,851	223,023
退保金	43,777	33,906	56,832	65,356	75,813
净赔付支出	37,744	37,709	18,754	21,568	25,018
提取保险责任准备金	27,373	30,866	52,298	60,982	71,269
保险业务手续费及佣金支出	13,530	15,905	11,992	13,071	15,163
业务及管理费	13,322	14,050	12,756	13,797	16,005
营业利润	6,465	7,501	10,779	12,883	14,785
营业外收支	17	-171	-167	-161	-155
利润总额	6,482	7,330	10,612	12,722	14,630
所得税费用	1,539	1,946	2,520	3,021	3,474
少数股东损益	1	1	1	1	1
归属母公司净利润	4,942	5,383	8,091	9,700	11,155

财务指标

(百万元)	资产负债表				
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及银行存款	38,347	23,285	25,818	28,956	34,156
债权投资	346,234	354,578	393,160	440,943	520,126
股权投资	52,810	115,474	128,039	143,600	169,387
其他投资	242,402	261,085	289,494	324,677	382,981
总投资资产	679,794	754,421	836,511	938,177	1,106,651
分保资产	2,693	2,195	4,118	4,546	4,993
其他资产	16,694	-8,493	-17,693	-29,263	-106,838
总资产	699,181	748,124	822,936	913,459	1,004,805
准备金	543,228	575,277	658,460	1,566,357	1,721,294
总负债	640,056	646,552	752,739	835,501	918,145
股东权益合计	59,125	63,723	70,197	77,958	86,660
股本	3,120	3,120	3,120	3,120	3,120
少数股东权益	7	8	9	10	11
归属于公司股东的股东权益	59,118	63,715	70,188	77,948	86,649
负债和股东权益总计	699,181	748,124	822,936	913,459	1,004,805

每股数据

(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
每股净资产	18.95	20.42	22.50	24.98	27.77
每股新业务价值	3.35	3.87	3.98	4.46	5.00
每股内涵价值	41.49	49.19	56.17	65.44	76.88

内含价值

估值水平	(百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
P/B	2.48	2.30	2.15	1.94	1.74
P/E	29.61	27.18	18.68	15.58	13.55
P/EV	1.13	0.95	0.86	0.74	0.63
期初内涵价值	110,650	129,450	153,474	175,239	204,172
期末内涵价值	129,450	153,474	175,239	204,172	239,873
有效业务价值	48,137	60,264	95,149	106,332	120,236
新业务价值	10,449	12,063	12,425	13,916	15,586
新业务价值增速	36.36%	30.00%	3.00%	12.00%	12.00%

资料来源: Wind 资讯, 安信国际预测

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司（安信国际）编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上；

增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%；

中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至 5%；

减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至-15%；

卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010