

华泰联合证券
2011-11-24华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES华泰联合证券
证券研究报告
公司研究 / 新股定价华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

新华保险 (601336)

建议询价区间: RMB 27.0~34.0 元

新华人寿：涅槃重生，展翅高飞

——新华人寿新股定价报告

分析师

李聪

SAC 执业证书编号:S1000510120013

(021)6849 8610

licong@mail.hthsc.com.cn

丁文韬

SAC 执业证书编号:S1000511090006

021-50106410

dingwentao@mail.hthsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	2,600
流通 A 股 (百万股)	0
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	

最近 52 周股价走势图

——新华保险 —— 沪深300



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

- 持续高速增长，跻身行业第一梯队的寿险公司：**新华人寿 1996 年成立，起步晚于其他三家 A 股上市保险公司。但是公司 08-10 年复合保费增速 40.5%，增速快于行业平均以及主要竞争对手。10 年末公司保费收入达 917 亿元，市场份额 8.9%，位于行业第三位，与太保寿险规模相近。
- 涅槃重生，充足资本金确保公司未来成长：**由于前公司前董事长关国亮违规事件导致公司偿付能力长期严重不足。因此，保险保障基金于 07 年入驻公司，接管相应股份。09 年汇金入驻接手保险保障基金股份之后，公司目前拥有良好股权结构，汇金、宝钢和苏黎世为公司三大股东。此次上市融资后，据测算公司偿付能力将达到近 200%，充足的资本金确保公司未来持续的成长性。
- 银保为主，保费结构与太保类似：**从新单保费来看，与太保类似，公司银保业务占据了近八成保费比例，而今年以来行业银保渠道销售受限也直接导致了公司 11 年上半年保费出现负增长(-5.4%)。此外，公司着重于银保期缴业务，银保期缴占比高于同业，且多为利润率较高的 5 年期以上产品。
- 合理估值：27-34 元/股：**我们预测公司 11-13 年 EPS 分别为 0.92 元、1.19 元和 1.45 元，EV 分别为 20.5 元、24.0 元和 27.95 元。综合考虑行业估值情况，我们认为公司合理估值为 27~34 元/股，对于 11PEV1.4~1.6 倍，11VN BX4.8~8.6 倍。
- 投资建议：**建议积极参与网下询价。长期来看，在看好国内寿险行业发展的前提下，公司作为新起的寿险公司已体现出一定的综合竞争能力，而此次募集后充足的资本金也确保公司未来持续成长性；短期来看，参考国海、方正等金融公司由于较低流通市值而在上市后持续享有估值溢价，新华此次 A 股发行量仅约 50 亿元，预计新华人寿上市后短期内二级市场价格可能会受益于流通盘溢价，股价超过前述的合理估值，建议在 **【27-34】元区间积极参与网下询价。**
- 风险提示：**A 股趋势性下跌导致公司权益投资受损。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E
每股内含价值(元)	23.4	20.5	24.0
(+/-%)		-12.4	17.1
每股一年期新业务价值(元)	3.95	1.50	1.79
(+/-%)		-62.1	20.0
P/EV		1.49	
隐含一年期新业务价值倍数		6.69	

目 录

持续高速增长，跻身行业第一梯队的寿险公司	4
96年成立，始终专注寿险主业	4
保费持续高速增长，04年以来稳居行业前五	4
涅槃重生，充足资本金确保公司未来成长	6
历经五载，股权关系终于完善	6
两次增资后偿付能力终得解决	7
银保为主，业务结构与太保类似	8
银保为主，银保期交成为公司一大亮点	8
个险代理人团队初具规模，人均产能改善显著	9
投资能力：投资收益低于同业，改善空间大.....	11
受限于偿付能力，资产配置较为保守	11
投资收益低于同业，未来改善空间大.....	11
内含价值：略低于太保.....	12
起步较晚，有效业务价值积攒少于太保	12
新业务价值利润率有待提高	12
盈利预测与投资建议	13
盈利预测	13
估值：27-34元	14
投资建议：建议积极参与网下询价	16
风险提示	17

图表目录

图 1:	新华人寿成立时间晚于人寿、太保、平安	4
图 2:	新华人寿保费增速: 08-10 年复合增速 40%.....	5
图 3:	新华人寿保费排名: 04 年以来市场占有率逐年上升.....	5
图 4:	新华人寿大事时间表	6
图 5:	新华人寿股东情况: 汇金、宝钢、苏黎世成为三大股东.....	6
图 6:	两次增资后偿付能力问题终得解决	7
图 7:	新华人寿保费明细.....	8
图 8:	新华人寿保费结构: 银保为主	8
图 9:	新华人寿银保期缴比例高于同业	9
图 10:	新华人寿代理人团队规模.....	9
图 11:	新华人寿人均产能优于太保	10
图 12:	新华个险 20 年期以上期交占比逐年上升	10
图 13:	新华人寿资产配置比例	11
图 14:	新华人寿投资收益率始终低于同业	11
图 15:	新华人寿有效业务价值小于太保	12
图 16:	新华人寿新业务价值利润率有待提高	13
图 17:	新华人寿盈利预测表	13
图 18:	新华人寿相对估值表	14
图 19:	上市保险公司估值表	14
图 20:	新华人寿估值敏感性分析	14
图 21:	新华人寿长期合理新业务价值倍数	15
图 22:	新华人寿及行业绝对估值	16
图 23:	A 股流通盘小于 100 亿市值金融股列表: 整体溢价明显	17

持续高速增长，跻身行业第一梯队的寿险公司

96 年成立，始终专注寿险主业

新华人寿于 1996 年 9 月成立，成立时间晚于 A 股其他三家上市保险公司。成立 15 年以来，公司始终专注于寿险主业，逐步跻身于行业第一梯队。

截止 11 年中期，新华人寿已经具有 1477 个机构网点，34 家省级分公司，20.4 万人代理人团队，公司营销网点、团队规模成熟。

图 1：新华人寿成立时间晚于人寿、太保、平安



资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所

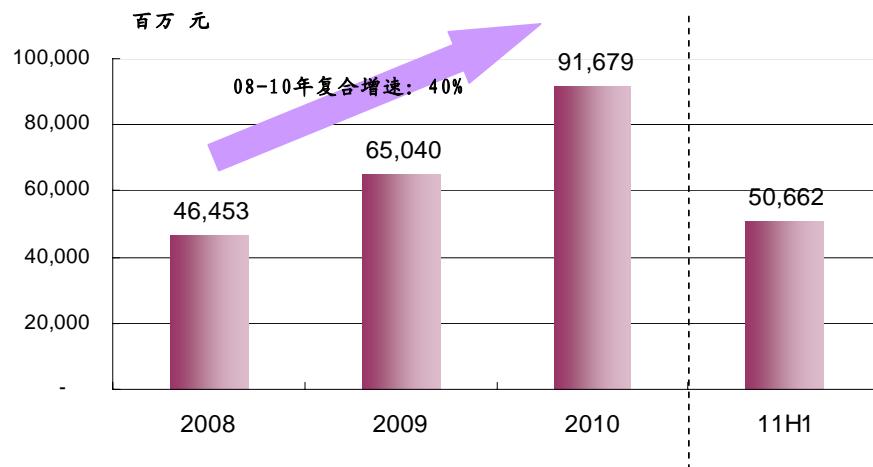
保费持续高速增长，04 年以来稳居行业前五

新华人寿 10 年保费收入 916.79 亿元，保费规模居行业第三。2008-2010 年期间，公司复合保费增速 40.5%，保费增速系统性高于行业平均以及行业中主要竞争对手。

我们认为公司保费持续保持高速增长的主要原因有：

- 1) 相比同业主要竞争对手，公司成立时间较晚，保费基数较低。在业务结构和网点逐步向全国铺开并完善的过程中，公司同时享受横向和纵向的双重扩展优势。
- 2) 银保为主，银保期缴成为公司亮点。公司在银保渠道中主要通过国五家大型商业银行、邮政储蓄银行、股份制商业银行及地方性商业银行提供保险产品并在该渠道中获得快速增长。同时公司在银保渠道中较早开展期缴业务，总保费期缴比例在业内仅次于平安。良好的业务结构也使得公司总保费增速后劲十足。

图 2： 新华人寿保费增速：08-10 年复合增速 40%



资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所

图 3： 新华人寿保费排名：04 年以来市场占有率逐年上升



资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所

涅槃重生，充足资本金确保公司未来成长

历经五载，股权关系终于完善

关国亮在 1998 年至 2006 年期间担任新华人寿前董事期间，由于当时公司在公司治理、内控制度方面存在缺陷和漏洞，关国亮利用其担任公司董事长职务的便利，违规运用保险资金，造成公司财务混乱，偿付能力长期低于保监会最低要求。

为确保其他股东以及投保人的利益，2007年5月7日，经与公司部分股东协商同意，保险保障基金以每股5.99元的价格合计受让了新华原有与关国亮相关的38.815%的股份。

2009年11月18日，保险保障基金公司与汇金公司签署关于新华人寿保险股份有限公司的股份转让协议，保险保障基金公司将其持有的公司全部股份，以每股8.71元的价格转让给汇金公司。股权转让完成后，汇金公司持有本公司46,578万股股份，持股比例为38.815%，成为公司控股股东。

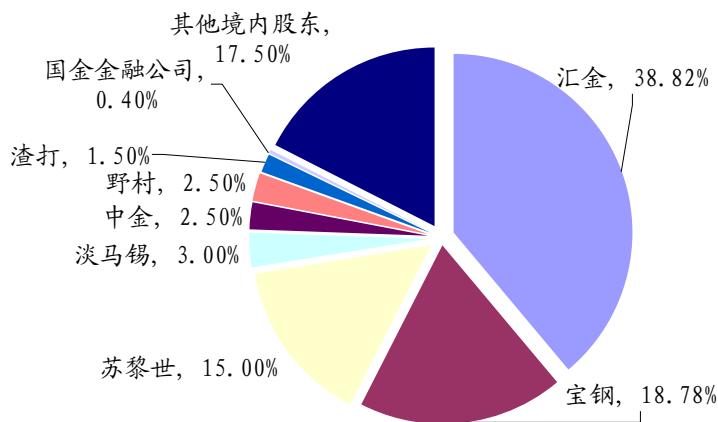
图 4: 新华人寿大事时间表



资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所

截至目前，汇金、宝钢和苏黎世成为新华人寿前三大控股股东，良好的股权结构以及雄厚的股东背景为公司长期发展提供了强有力的支持。

图 5： 新华人寿股东情况：汇金、宝钢、苏黎世成为三大股东



资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所

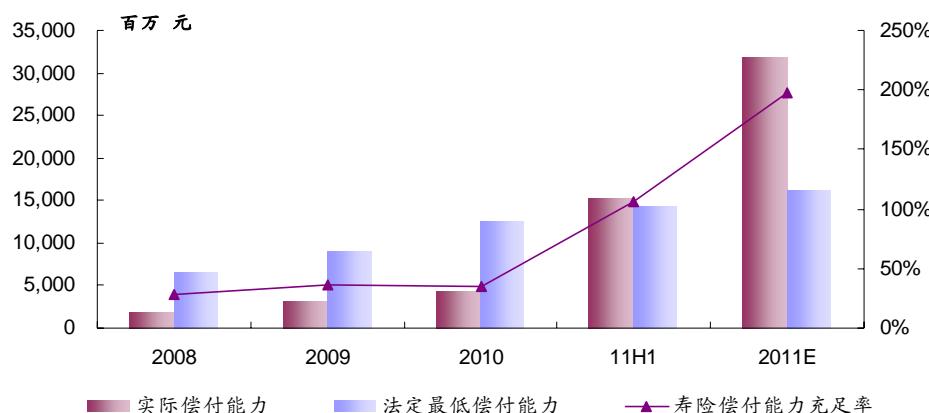
两次增资后偿付能力终得解决

由于前董事长关国亮事件，新华人寿偿付能力长期低于保监会规定之最低标准，这也成为抑制公司长期发展最主要的问题。截止 10 年末，公司偿付能力额度仅 35%，大幅低于 100% 的保监会标准。

10 年原有股东增资 140 亿元，偿付能力得到改善。2010 年 10 月公司以每股 10 元的价格向全体股东发行股份，股东有权按照每持有 12 股可认购 14 股的比例认购本次增资发行的股份。此次增资使得公司 11 年中期偿付能力提升至 106%，高于保监会最低 100% 的指标，但是仍然在 150% 的警戒线下。

IPO 融资超 150 亿，偿付能力问题终得解决。按此次 IPO 中性假设 30.5 元计算，新华此次上市融资规模 174 亿，据测算，截止 11 年末公司偿付能力有望达到 191%，压制公司发展多年的偿付能力问题此次终于有望彻底解决。

图 6：两次增资后偿付能力问题终得解决



资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所

银保为主，业务结构与太保类似

银保为主，银保期交成为公司一大亮点

从新单保费来看，公司仍然以银保业务为主导，10 年新单保费当中银保保费占比近 80%，比例与太保相似，高于以个险业务为主的平安。

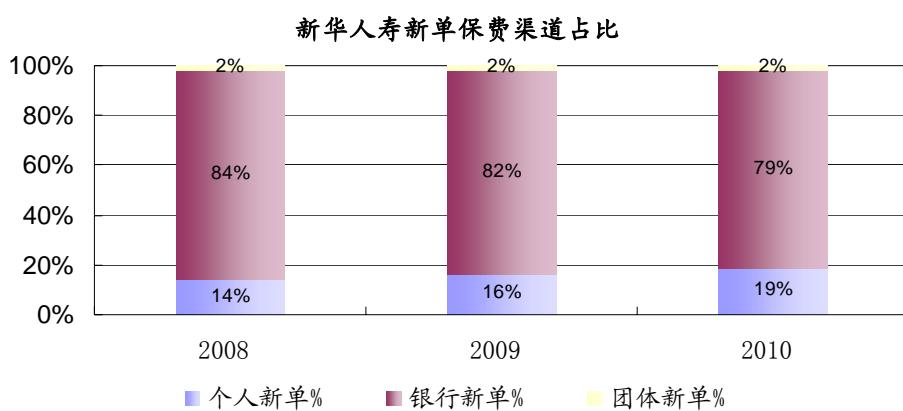
同时，本公司更加关注个人期交寿险产品，并在国内寿险行业较早将期交产品引入银行保险渠道。2011 年 1-6 月，本公司银行保险渠道首年期交保费占该渠道首年保费的 26.7%，该比例明显高于其他 A 股上市保险公司。

图 7： 新华人寿保费明细

百万 元	2011H1	2010	2009	2008
代理人渠道				
首年保费	5,374	10,418	7,299	5,138
首年期缴	4,907	9,526	6,721	4,706
首年趸交	467	893	578	432
续期保费	3,417	8,270	12,949	,319
小计	8,791	28,688	20,248	14,457
银保渠道				
首年保费	17,624	4,318	36,710	29,896
首年期缴	4,705	2,214	1,044	6,104
首年趸交	12,920	2,105	25,666	23,792
续期保费	13,107	17,372	7,253	1,491
小计	30,731	61,690	43,962	31,388
财富管理渠道				
小计	368	221	-	-
团险渠道				
小计	772	1,080	830	608

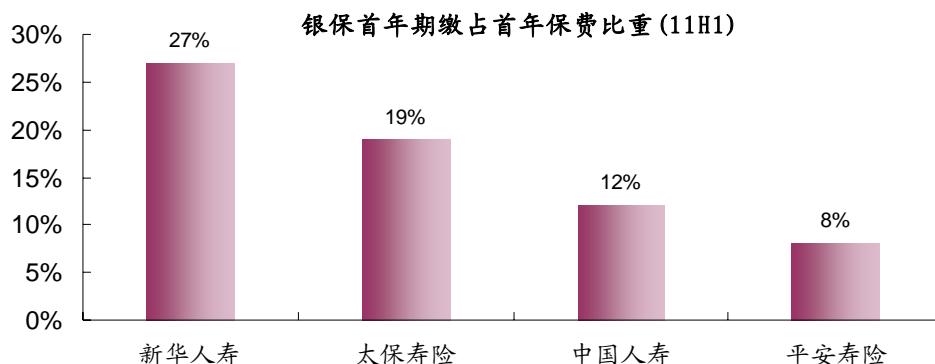
资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所

图 8： 新华人寿保费结构：银保为主



资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所

图 9：新华人寿银保期缴比例高于同业



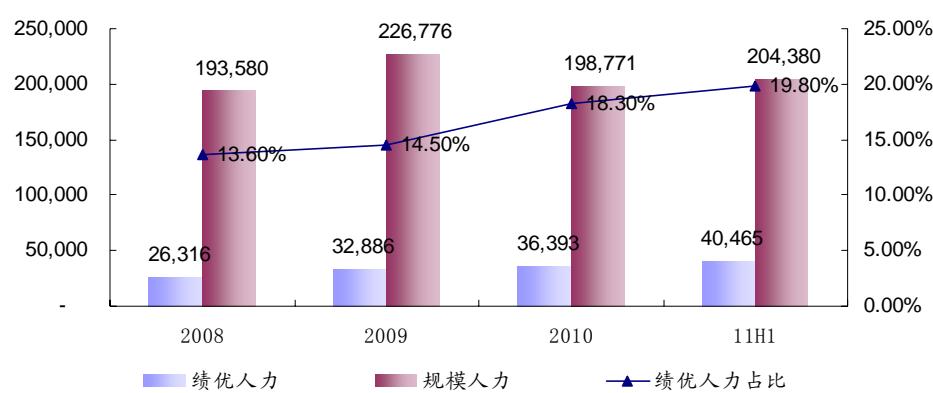
资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所

个险代理人团队初具规模，人均产能改善显著

截止 11 年中期，公司代理人团队规模 20.4 万人，人均产能 4,155 元。公司代理人团队规模略低于太保，但是人均产能则高于太保。

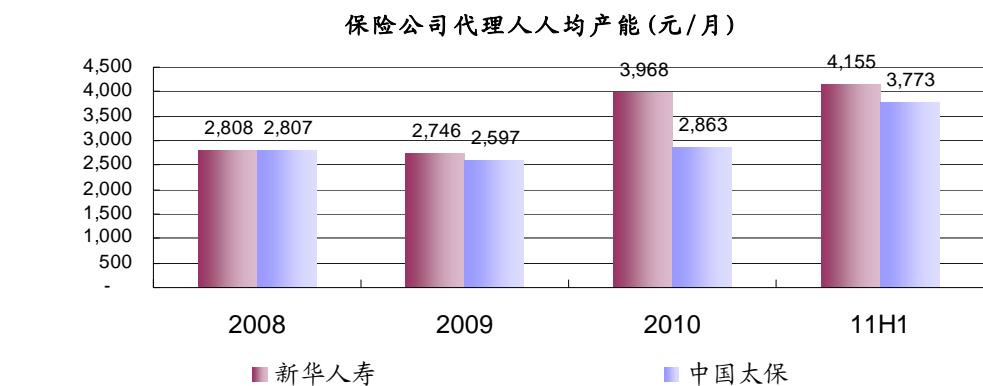
纵向来看，新华人寿在 10 年对代理人队伍进行了较为充分的建设与治理，10 年代理人团队规模 19.9 万人，同比下降 13%；同时当年人均产能 3,968 元，产能大幅提高 45%。因此 10 年公司在代理人团队规模少于太保的前提下，通过产能改善从而达到个险新单规模保费超越太保的目标。

图 10：新华人寿代理人团队规模



资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所

图 11： 新华人寿人均产能优于太保



资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所

同时，新华人寿注重业务品种的另一个表现在于个险期缴业务的缴费期限上。可以看到，从08年起，公司个险新单中利润率较高的10年及20年以上缴费期限的保单占比逐年上升。截止11年中期，个险首年期交中20年以上期交占比达到46.3%。

图 12： 新华个险 20 年期以上期交占比逐年上升

	11H1	2010	2009	2008				
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
首年期缴保费								
5 年以内期交	16	0.3%	71	0.7%	142	2.1%	54	1.2%
5 年以上期交	4,891	99.7%	9,455	99.3%	6579	97.9%	4652	98.8%
其中								
-10 年期以上期交	3,334	67.9%	4,659	48.9%	5136	76.4%	4134	87.8%
-20 年期以上期交	2,271	46.3%	3,649	38.3%	4236	63.0%	3536	75.1%
合计	4,907	100%	9,526	100%	6721	100%	4706	100%

资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所

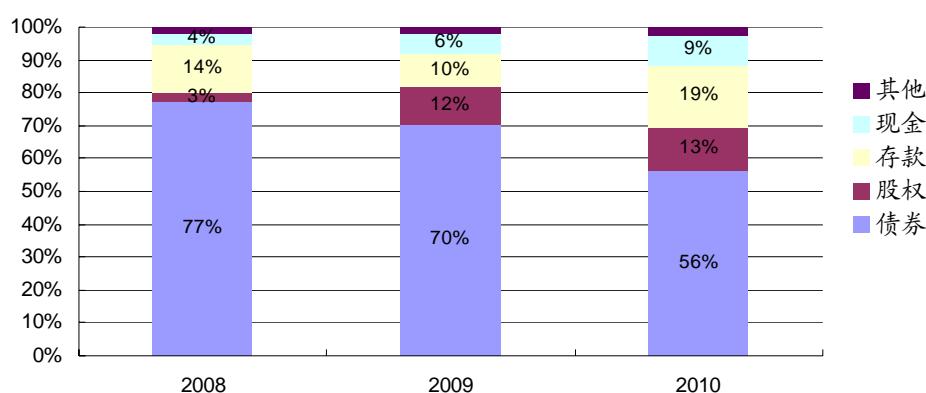
投资能力：投资收益低于同业，改善空间大

受限于偿付能力，资产配置较为保守

由于新华人寿长期偿付能力低于保监会最低要求，导致公司在资产配置上较为保守，08年末公司权益投资占比仅为3%，大幅低于行业平均水平。这直接导致公司在09年的牛市中浮盈累积额度大幅小于同业，投资处于被动。

10年在保监会批准原有股东增资140亿后资金尚未得到充分配置，11年中期公司账上定期存款占比高达30%以上，而这部分资金收益率较低，这也进一步拉低了公司的投资收益率。

图 13：新华人寿资产配置比例

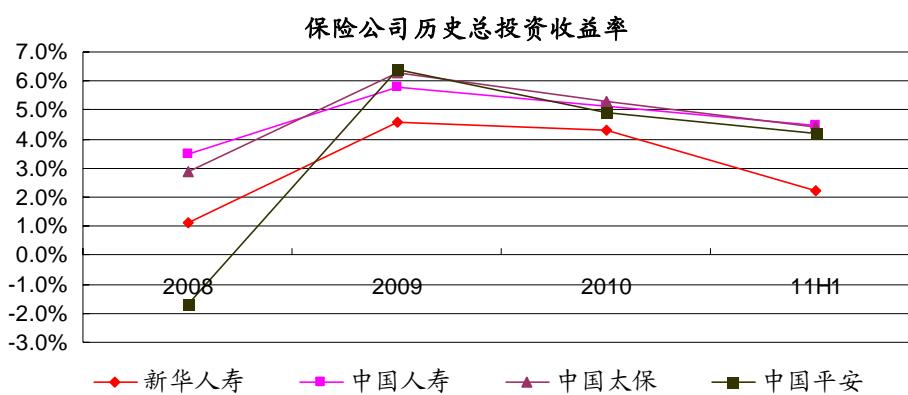


资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所

投资收益低于同业，未来改善空间大

受此前偿付能力影响导致公司08年以来资产配置策略上的持续被动影响，公司08年至今投资收益率始终低于同业。

图 14：新华人寿投资收益率始终低于同业



资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所

然而，此次 IPO 融资后，公司未来偿付能力充足，资产配置自由度加大。同时，目前阶段一方面连续加息后定期存款利率相比之前已有大幅上升；另一方面，权益市场在经历连续两年低迷后整体估值已具有相对吸引力。在此基础上，我们认为公司投资能力未来改善空间大，投资收益率上升或将成为公司未来业绩增长的主要动力之一。

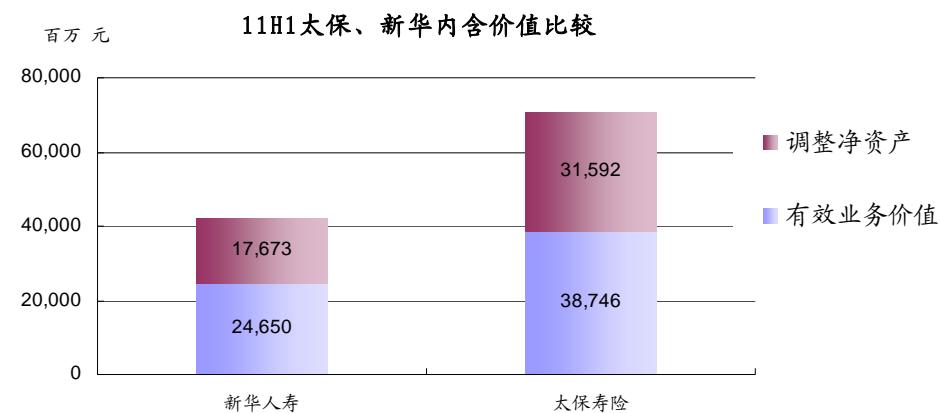
内含价值：略低于太保

起步较晚，有效业务价值积攒少于太保

新华人寿截止 11 年中期内含价值 423.23 亿元，其中有效业务价值 246.5 亿元。相比主要竞争对手太保，公司有效业务价值积攒较少。

开业时间较晚（新华 1996 年成立；太保 1991 年成立），有效保单积累时间较短是公司有效业务价值小于太保的主要原因。

图 15：新华人寿有效业务价值小于太保



资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所

新业务价值利润率有待提高

公司 10 年新业务价值 47.4 亿元，也低于主要竞争对手中国太保的 61.0 亿元。这可能是源于：1) 公司存量业务规模仍然相对较小，单位产品费用率高于同业；2) 公司产品设计利润率低于同业；3) 新华采用英式分红，与传统美式分红精算方法和假设上的差异导致新业务价值利润率的差异。

图 16： 新华人寿新业务价值利润率有待提高

2010 年	新华人寿	中国太保
首年保费	56,037	52,724
新业务价值	4,741	6,100
VNB/FYP	8.5%	11.6%

资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

在 11 年~13 年 5%、20% 和 15% 的总保费增速的假设下，我们预测新华人寿 11 年~13 年 EPS 分别为 0.92 元、1.19 元和 1.45 元；每股新业务价值 1.50 元、1.79 元和 2.06 元。

图 17： 新华人寿盈利预测表

(RMB 百万)

	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
每股数据									
股本	1,200	3,171	3,171	3,171					
EPS	1.87	0.92	1.19	1.45					
BVPS	5.47	11.68	12.87	14.32					
EV	23.40	20.50	24.00	27.95					
NBV	3.95	1.50	1.79	2.06					
当期市价									
市盈率	30.50	30.50	30.50	30.50					
市净率	16.27	33.17	25.55	21.05					
内含价值倍数	5.57	2.61	2.37	2.13					
隐含新业务倍数	1.30	1.49	1.27	1.09					
	1.8	6.7	3.6	1.2					
当期成本率									
管理费用及佣金率	18.14%	22.02%	24.80%	28.17%					
赔付率	6.03%	5.73%	6.55%	7.19%					
退保率	8.42%	10.97%	13.11%	14.38%					
准备金提转差	76.99%	70.83%	68.59%	64.50%					
当期综合成本率	109.58%	109.55%	113.05%	114.24%					
保费收入构成									
个人寿险占比	31.29%	31.29%	31.29%	31.29%					
银行保险占比	67.53%	67.53%	67.53%	67.53%					
团体寿险占比	1.18%	1.18%	1.18%	1.18%					
个人新单占比	18.59%	18.59%	18.59%	18.59%					
银行新单占比	79.48%	79.48%	79.48%	79.48%					
团体新单占比	1.93%	1.93%	1.93%	1.93%					
盈利能力									
RCE		34.25%	7.88%	9.28%	10.12%				
ROA		0.74%	0.69%	0.72%	0.72%				
ROAE		41.63%	10.72%	9.73%	10.66%				
ROAA		0.88%	0.80%	0.80%	0.79%				
杠杆	46.38	11.39	12.89	14.09					
收入增长									
已赚保费收入增长		40.96%	5.00%	20.00%	15.00%				
投资收益增长		29.49%	16.58%	55.74%	24.76%				
营业收入增长		39.14%	6.34%	24.02%	16.38%				
支出增长									
退保金		46.89%	36.94%	43.40%	26.16%				
赔款支出		-0.67%	0.00%	37.19%	26.16%				
准备金提转差		53.47%	-3.30%	16.20%	8.15%				
管理费用及佣金		16.44%	27.57%	35.18%	30.59%				
净利润增长	-15.45%	29.57%	29.84%	21.37%					
资产/负债增长率									
总资产增长率		47.41%	38.43%	24.76%	21.56%				
投资资产增长率		48.85%	38.43%	24.76%	21.56%				
总负债增长率		47.25%	29.06%	26.16%	22.43%				
寿险准备金增长率		43.23%	29.06%	26.16%	22.43%				
股东权益增长		54.96%	463.70%	10.23%	11.26%				

资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所

估值：27-34 元

相对估值法：27~34 元。

目前股价下行业平均 11PEV 和 11VNBX 分别为 1.3 倍和 5.4 倍。其中与新华人寿相同，同为纯寿险公司的中国人寿 11PEV 和 11VNBX 分别为 1.6 倍和 8.4 倍。

参考同业中三家上市保险公司，我们给予新华人寿 11PEV 1.36 倍~1.61 倍的合理估值，对于股价区间为 27.0 元~34.0 元。

图 18：新华人寿相对估值表

发行价格	27.0 元	30.5 元	34.0 元
11PEV	1.36	1.49	1.61
11VNBX	4.77	6.69	8.61
总市值（百万 元）	85,610	96,707	107,805
A 股融资规模	4,281	4,835	5,390
H 股融资规模	3,424	3,868	4,312
A+H 融资规模	11,129	12,572	14,014

资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所

图 19：上市保险公司估值表

证券简称	价格	EV				1YrVNB				P/EV				VNBX			
		2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E
中国平安	36.34	21.14	26.29	30.66	36.51	1.61	2.03	2.26	2.72	1.7	1.4	1.2	1.0	9.5	5.0	2.5	-0.1
中国人寿	17.61	10.09	10.55	11.29	13.54	0.63	0.70	0.75	0.86	1.7	1.7	1.6	1.3	12.0	10.1	8.4	4.7
中国太保	19.13	11.60	12.80	14.76	17.33	0.59	0.71	0.85	1.02	1.6	1.5	1.3	1.1	12.8	8.9	5.1	1.8

证券简称	价格	EPS				BVPS				P/E				P/B			
		2009A	2010A	2011E	2012E												
中国平安	36.34	1.89	2.26	2.38	2.82	11.57	14.66	17.13	19.95	19.2	16.05	15.3	12.9	3.1	2.48	2.1	1.8
中国人寿	17.61	1.16	1.19	0.80	1.03	7.47	7.38	6.72	7.75	15.1	14.80	22.0	17.1	2.4	2.38	2.6	2.3
中国太保	19.13	0.87	1.00	1.15	1.53	8.80	9.34	9.33	10.86	22.1	19.23	16.6	12.5	2.2	2.05	2.1	1.8

资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所

图 20：新华人寿估值敏感性分析

行业估值	倍数	对应新华股价
行业最低 PEV(平安)	1.19	22.8
行业平均 PEV	1.35	26.7
行业最高 PEV(人寿)	1.56	32.5
行业最低 VNBX(平安)	2.52	22.8
行业平均 VNBX	5.35	28.4
行业最高 VNBX(人寿)	8.42	33.7

资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所

行业长期合理估值（绝对估值法）

由于今年来伴随A股低迷，保险板块估值持续走低。我们认为行业目前估值较行业长期合理价值有较大的折价。

如果按照一般行业公认的评估价值法进行估值，保险公司的合理估值应该等于内含价值+新业务价值。其中新业务价值等于一年新业务价值与新业务乘数的乘积，可以被认为是市场对于寿险公司未来盈利能力的认可程度。其中，一年新业务价值代表公司在最近一个财务年度中销售业务的所有利润总和，新业务乘数则表示公司估值中对未来发展业绩的乘数。

根据我们给定的未来公司长期保费增速假设，新华人寿合理新业务价值倍数为14.9倍，对应绝对估值法下的合理估值为45.5元。

图 21：新华人寿长期合理新业务价值倍数

年份	基数	新单增速	VNB/APE	利润率变化
2011	1.00	0.0%	18.7%	0.0%
2012	1.00	20.0%	18.7%	-3.9%
2013	1.15	15.0%	18.0%	-5.6%
2014	1.25	12.0%	17.0%	-5.9%
2015	1.32	12.0%	16.0%	-3.1%
2016	1.43	10.0%	15.5%	-3.2%
2017	1.52	8.0%	15.0%	-3.3%
2018	1.59	7.0%	14.5%	-3.4%
2019	1.64	6.0%	14.0%	-3.6%
2020	1.68	5.0%	13.5%	-3.7%
2021	1.70	5.0%	13.0%	-3.8%
2022	1.72	5.0%	12.5%	-4.0%
2023	1.73	5.0%	12.0%	0.0%
2024	1.82	5.0%	12.0%	0.0%
2025	1.91	5.0%	12.0%	0.0%

新业务倍数 = NPV(11.5%,Column(基数))=14.9X

资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所

图 22：新华人寿及行业绝对估值

2011E	新华人寿	中国太保	中国平安	中国人寿
调整净资产	14.38	3.77	5.63	4.66
有效业务价值	8.83	5.16	11.13	6.63
内含价值	23.20	8.94	16.76	11.29
一年新业务价值	1.50	0.85	2.26	0.75
新业务倍数	14.91	14.91	14.91	14.91
未来新业务价值	22.30	12.73	33.68	11.18
寿险评估价值	45.50	21.66	50.44	22.47
其他业务价值	-	8.18	23.71	-
评估价值	45.50	29.84	74.15	22.47

资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所

投资建议：建议积极参与网下询价

长期具有投资价值。长期来看，在看好国内寿险行业发展的前提下，公司作为新起的寿险公司已体现出一定的综合竞争能力，而此次募集后充足的资本金也确保公司未来持续成长性。从绝对估值角度来看，整个保险行业目前估值均处于历史低点，我们认为公司具备长期投资价值。

短期流动性溢价明显。短期来看，参考国海、方正等金融公司由于较低流通市值而在上市后持续享有估值溢价，新华此次A股发行量仅约50亿元，我们预计新华人寿上市后短期内二级市场价格可能会超过前述的合理估值，建议在【27-34】元区间积极参与网下询价。

图 23: A 股流通盘小于 100 亿市值金融股列表: 整体溢价明显

	流通市值(亿元)	总市值(亿元)	最新 PB	2011PE
国海证券	20.8	101.7	3.8	33.6
渤海租赁	42.1	136.9	2.0	27.1
香溢融通	39.5	39.5	2.6	31.8
中国中期	41.0	41.0	9.4	N/A
陕国投 A	46.2	46.2	5.7	46.5
方正证券	84.9	345.3	2.4	39.9
爱建股份	67.0	67.2	5.0	41.4
安信信托	84.3	84.4	19.8	20.3
鲁信创投	82.3	151.2	5.6	25.4
西南证券	85.3	248.3	2.2	37.6
平均	59.3		5.9	33.7

风险提示

A 股趋势性下跌导致公司权益投资受损，业绩与偿付能力双双出现负面影响将会成为公司未来的主要风险。

**华泰联合证券评级标准：**

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上

增持 股价超越基准 10%-20%

中性 股价相对基准波动在±10% 之间

减持 股价弱于基准 10%-20%

卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准

中性 行业股票指数基本与基准持平

减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码：518048

电 话：86 755 8249 3932

传 真：86 755 8249 2062

电子邮件：lzrd@mail.hthsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码：200120

电 话：86 21 5010 6028

传 真：86 21 6849 8501

电子邮件：lzrd@mail.hthsc.com.cn

免责申明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、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。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供投资建议。