

## 新股申购策略与新股上市定位

主办：财富管理中心 世纪证券：[www.csc.com.cn](http://www.csc.com.cn)

资料来源：战略联盟-天相投资顾问有限公司

2011年12月06日

电话：0755-83199599-8151

### 【风险提示】

风险提示：尊敬的投资者：我们郑重提醒您理性看待市场，没有只涨不跌的市场，也没有包赚不赔的投资，投资者应理解并始终牢记“买者自负”的原则与“股市有风险，入市须谨慎”的投资准则，防止不顾一切、盲目投资的非理性行为。理性管理个人财富，安全第一。切勿冒险投资，请切记风险！

### 主要内容：

- 申购指南
- 新股定价
- 附件：新华保险新股分析

### 【申购指南】

新股名称	新华保险
股票代码及申购代码	601336
发行后总股本（万股）	317072.3
发行股份数量（万股）	57072.3 (A+H股)
网下发行（万股）	3170.8 (A股)
网上发行（万股）	12683.2 (A股)
预计发行价格（元）	24
预期发行市盈率（倍）	28
发行价格（元）	
发行市盈率（倍）	
发行性质（首发/增发/配股）	首发
公司所属行业	保险
新股名称	新华保险
公司所处地区	北京市

【免责声明】《金彩新股定位》之所有观点仅供参考，不作为投资依据。本公司不承担任何据此产生的后果。如有任何意见或建议，请电邮 [wangxu@csc.com.cn](mailto:wangxu@csc.com.cn)。

网上申购	网上申购日期	2011-12-7
	网上中签率公告	2011-12-9
	网上中签结果公告	2011-12-12
	网上资金解冻	2011-12-12
网下申购	网下申购日期	2011-12-5
	网下配售结果公告	2011-12-9
	网下资金退还	2011-12-9

## 【新股定价】

### 附件：新华保险分析报告

## 一、公司介绍

新华人寿保险股份有限公司成立于1996年9月，是一家总资产超过3000亿元、市场占有率位居国内寿险市场前列的大型寿险企业。2010年全年保费收入突破930亿元，名列寿险市场第三位。迄今，新华保险已为近2400万名客户提供了各类人寿保险、健康保险、人身意外伤害保险及养老保险服务，拥有寿险销售人员队伍及2万余名内勤管理员工，全国各级分支机构1400多个。

目前，公司在中国境内向个人和团体提供人寿保险、意外伤害保险和健康保险等产品与服务。同时，公司还经营保险资产管理业务，主要通过公司控股的资产管理公司进行。公司自1996年成立以来，业务快速发展，资产规模在2002年突破人民币100亿元，保费收入在2003年突破人民币100亿元。根据中国保监会的统计，以未经二号解释调整的原保险保费收入计，公司自2004年以来市场份额一直位居全国寿险公司前五位。

## 二、公司竞争优势

### 优势之一：始终专注寿险主业

---

【免责声明】《金彩新股定位》之所有观点仅供参考，不作为投资依据。本公司不承担任何据此产生的后果。如有任何意见或建议，请电邮 [wangxu@csc.com.cn](mailto:wangxu@csc.com.cn)。

新华保险于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2011年中期，公司已经具有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。

### 优势之二：营销网络遍布全国，业务结构不断优化，保费收入持续增长

近年来，公司保险业务保持高速增长，保费年均复合增长率超过国内寿险市场平均增速，遍布全国的立体化分销网络为保费高速增长提供必要保障。公司重视产品结构优化，在寿险产品开发方面拥有独特先发优势，推出了一系列可以带来长期稳定的保费收入和高利润率的期交保费产品，拓展了公司内含价值增长和盈利提升的空间。

### 优势之三：专业化资产管理，投资规模显著增加

公司于2006年7月设立新华资产管理股份有限公司，针对保险公司业务特性及负债久期，建立专业化的保险资金投资运用体系，提高了投资管理的效率与收益率水平。另一方面，公司保险业务的快速增长有效增加了投资资产规模，为取得稳健盈利提供保障。

## 三、募投资金项目概况

根据本次拟定的发行方案，本公司拟发行不超过158,540,000股A股股票。本次A股发行募集资金，在扣除发行费用后将全部用于充实本公司资本金，以支持未来业务发展。

## 四、估值

寿险公司由于经营的特别性，其收入和支出难以在时间上直接配比，因此需要通过精算的方法来计算其收益和公司价值。对于寿险业务，一般采用内含价值法估值。内含价值是基于一组关于未来经验的假设估算的一家保险公司的经济价值，它不包含未来新业务所贡献的价值。在内含价值的基础上加上一年新业务价值与某个乘数的积就是保险公司的评估价值，这个乘数的作用是把未来无限年限的新业务价值贴现到现在。

$$\text{评估价值 (AV)} = \text{内含价值 (EV)} + \text{一年新业务的价值} * \text{新业务价值倍数}$$

目前市场隐含的中国人寿、中国太保、中国平安新业务倍数分别为10.0倍、7.8倍、3.3倍。从历史表现看，A股市场倾向于给多元业务公司估值折价，平安对人寿、太保的估值折价尤其明显。

---

【免责声明】《金彩新股定位》之所有观点仅供参考，不作为投资依据。本公司不承担任何据此产生的后果。如有任何意见或建议，请电邮 [wangxu@csc.com.cn](mailto:wangxu@csc.com.cn)。

因此我们选取同为纯寿险公司的中国人寿作为估值参照，选取10倍的新业务价值倍数计算新华保险的评估价值。根据在10.0%、11.5%和13.0%不同风险贴现率下公司的内含价值和一年新业务价值，我们评估公司每股价值在24.5-32.7元/股，中间值为28.2元/股。

图表 1：新华保险绝对估值表

单位：亿元、亿股	2011 年 6 月 30 日		
不同风险贴现率水平：	10.0%	11.5%	13.0%
<b>内含价值 (EV)</b>	<b>469.6</b>	<b>423.2</b>	<b>385.0</b>
其中：经调整的净资产价值	176.7	176.7	176.7
扣除偿付能力额度成本后的有效业务价值	292.8	246.5	208.3
<b>一年新业务价值 (NBV)</b>	<b>56.6</b>	<b>47.1</b>	<b>39.3</b>
其中：扣除偿付能力额度成本前的新业务价值	72.6	65.1	58.9
偿付能力额度成本	-16.0	-18.1	-19.7
新业务价值倍数	10.0	10.0	10.0
<b>评估价值 (AV)</b>	<b>1,035.9</b>	<b>894.2</b>	<b>777.8</b>
股本	31.7	31.7	31.7
<b>评估每股价值 (元)</b>	<b>32.7</b>	<b>28.2</b>	<b>24.5</b>

资料来源：招股意向书 天相投顾

注：股本为全额行使 H 股发行的超额配售选择权后的数目

## 五、 盈利预测

我们对公司未来的盈利预测是基于以下假设：

### 1. 保费增速

按保监会网站披露的保险公司前三季度规模保费和标准保费，新华人寿前三季度实现规模保费 758 亿元，同比增长 0.88%，实现标准保费 125.9 亿元，同比下降 12.71%，这主要是由于利差收窄、货币政策紧缩以及银保新规出台等不利因素产生叠加效应，使得 2011 年公司乃至行业保费增速大幅回落。因此，我们估计公司 2011 年保费同比增长 1.5%，全年保费收入 931 亿元。预计 2012 年、2013 年随着国内外经济形势逐步好转，国内货币政策逐步放松，市场资金价格回落，保险产品回报率相对银行存款等回升，我们认为公司保费增速将有一定恢复性增长。但是由于公司保费对银保业务依赖程度较高，其保费增速难以实现 2008-2010 年期间 40% 以上的增速，所以我们估计公司 2012 和 2013 年保费增速分别为 15%、20%。

### 2. 投资资产结构和收益率

在投资资产结构方面，我们以 2011 年上半年结构为基准，即货币资金、定期存款、债券型投资、股权型投资以及其它类型投资规模占比分别为 5.3%、30.7%、52.3%、9.2% 和 2.5%。收益率方面，对于股票和基金投资收益率，由于尚未看到政策全面放松迹象，股市将维持震荡格局。假设年终上证综指收盘价为 2500 点，全年大盘下跌 10.9%，受此影响，我们认为保险公司权益类投资收益将保持较低水平。未来两年，如果货币政策放松和经济逐步走出衰退，公司权益投资收益率

【免责声明】《金彩新股定位》之所有观点仅供参考，不作为投资依据。本公司不承担任何据此产生的后果。如有任何意见或建议，请电邮 [wangxu@csc.com.cn](mailto:wangxu@csc.com.cn)。

也将随之有所回升。

在此基础上，我们预计公司2011年、2012年和2013年可实现净利润分别为27.04亿元、36.47亿元和48.73亿元，同比增长率分别为20.18%、34.88%和33.62%，按照A+H发行后且行使H股发行的超额配售选择权后的总股本31.71亿股计算，可实现每股收益0.85元、1.15元和1.54元。

图表 2：新华保险盈利预测表

(单位：百万元，百万股)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>一、营业收入</b>	<b>49,646</b>	<b>73,674</b>	<b>102,513</b>	<b>107,032</b>	<b>123,369</b>	<b>146,346</b>
其中：已赚保费	46,446	64,998	91,583	93,134	107,141	128,509
投资收益及公允价值变动损益	2,354	8,129	10,526	13,442	15,678	17,259
其他业务收入	926	549	456	455	551	578
<b>二、营业支出</b>	<b>-49,422</b>	<b>-70,965</b>	<b>-100,227</b>	<b>-103,796</b>	<b>-119,163</b>	<b>-140,666</b>
其中：退保金	-5,453	-5,249	-7,710	-7,630	-8,561	-10,016
赔付支出净额	-7,391	-5,482	-5,430	-5,300	-7,380	-8,225
提取保险责任准备金净额	-24,696	-45,964	-70,471	-73,928	-83,160	-99,448
营业税金及附加	-130	-116	-128	-107	-1,172	-1,317
手续费及佣金支出	-3,856	-5,450	-7,179	-7,091	-8,058	-9,528
业务及管理费	-5,654	-7,261	-8,443	-8,402	-9,401	-10,742
其他业务成本	-1,505	-1,432	-1,168	-1,338	-1,431	-1,390
<b>三、营业利润</b>	<b>224</b>	<b>2,709</b>	<b>2,286</b>	<b>3,236</b>	<b>4,207</b>	<b>5,680</b>
加：营业外收入	28	9	171	73	80	128
减：营业外支出	-70	-67	-202	-109	-95	-118
<b>四、利润总额</b>	<b>182</b>	<b>2,651</b>	<b>2,255</b>	<b>3,199</b>	<b>4,192</b>	<b>5,690</b>
减：所得税(费用)/收入	469	10	-5	-495	-545	-817
<b>五、净利润</b>	<b>651</b>	<b>2,661</b>	<b>2,250</b>	<b>2,704</b>	<b>3,647</b>	<b>4,873</b>
股本				3,171	3,171	3,171
<b>摊薄每股收益(元)</b>				<b>0.85</b>	<b>1.15</b>	<b>1.54</b>

资料来源：招股说明书 天相投顾

注：股本为全额行使H股发行的超额配售选择权后的数目

## 六、风险提示

投资者应注意以下方面的风险：

**中国寿险市场增长的可持续性和速度可能低于预期的风险：**随着中国经济和家庭财富的不断增长、社会福利保障体系的改革、人口结构的变化和中国保险市场的对外开放，中国寿险市场将继续扩大，保险深度将会继续上升。然而该预期性的判断可能与实际发展不一致，从而可能对

【免责声明】《金彩新股定位》之所有观点仅供参考，不作为投资依据。本公司不承担任何据此产生的后果。如有任何意见或建议，请电邮 [wangxu@csc.com.cn](mailto:wangxu@csc.com.cn)。

公司的寿险业务、经营业绩及财务状况造成不利影响。

**寿险行业竞争不断加剧的风险：**公司在业务上面临着激烈的竞争。公司的主要竞争对手是国内领先的其他寿险公司，其中包括中国人寿、平安人寿、太保寿险、泰康人寿和人保寿险。随着国内保险市场的逐步开放，公司也面临着来自外资寿险公司日益加剧的竞争。此外，市场上未来也可能出现其他的潜在竞争对手，如来自商业银行的潜在竞争，这些商业银行可能会成立自己的下属公司从事保险业务。近年来，国内金融机构已加大力度开发新型投资产品，以满足公众不断增长的多元化金融投资需求。随着有关证券及证券投资基金管理政策的放开，金融投资产品的供应量将更大，品种将更丰富。该等产品可能会对公众更具吸引力，从而对本公司提供的一些具备类似投资功能的保险产品的销售造成不利影响。以上因素均可能对本公司的业务、经营业绩、财务状况及发展前景造成不利影响，导致本公司的竞争地位下滑。

**因偿付能力不足而带来的经营风险：**新华由于偿付能力持续不能满足100%的监管线，业务发展受到限制，尤其是在开设分支机构和投资渠道等方面限制较严重，上市融资后，公司偿付能力将得到提高，但随着未来业务发展，资本市场波动等原因，可能导致公司资本消耗较快，偿付能力下降。

---

**【免责声明】**《金彩新股定位》之所有观点仅供参考，不作为投资依据。本公司不承担任何据此产生的后果。如有任何意见或建议，请电邮 [wangxu@cSCO.com.cn](mailto:wangxu@cSCO.com.cn)。