

2011 年 12 月 9 日

谢继勇

C0056@capital.com.tw

新华保险新股定价报告

--合理估值区间 24-33 元 (RMB) /29-40 元 (HKD)

- 根据招股说明书，新华保险此次 IPO 将采取 A+H 股同步进行。A 股方面，新华保险拟发 1.59 亿元。H 股方面，拟发行 3.58 亿元；若启动超额配售权（即“绿鞋”机制），将拟发 4.12 亿股；发行价格区间一致。A 股和 H 股发行后，若不行使超额配售选择权，新华保险总股本 31.17 亿股；若全额行使超额配售选择权，则总股本 31.7 亿股。按照 23.25 元 A 股发行价格，本次 A+H 的 IPO 融资规模约 120 亿元。
- 新华人寿保费收入位居行业前列，自 2004 年以来一直位居全国寿险公司前五位。2011 年前三季度，市场排名位列第四，市占率达到 9.7%；仅次于中国人寿、平安寿险和太保寿险。
- 公司专注于分红险的开发和销售，2011 年上半年，分红险保费占公司保费的 93.4%。我们认为，虽然分红险在近几年的销售情况好于其他险种，但也有保单成本较高的劣势。与三大寿险公司相比，新华人寿的险种结构略显单一。
- 上半年个人寿险保费收入 499 亿元，同比衰退 5.8%。受银保新规出台的冲击，上半年银保渠道保费同比下降 19.5%；贡献占比 60.7%，较上年度下降 6.6 个百分点。公司银保渠道占比远高于同业，我们认为，公司针对新的规定已经调整战略，不利影响可望逐步消化。受益于与银行的长期合作关系，银保优势有望继续保持。
- 截至 2011 年 6 月末，公司投资资产规模 3346 亿元；总投资收益率 4.4%，与上市保险公司平均水平相当。
- 公司偿付能力充足率显著偏低，2008-2010 年分别为 27.74%、36.19%、34.99%，显著低于中国保监会的监管要求，因此在新设机构和投资范围方面受到限制。2010 年底公司对原股东定增 140 亿元募资，2011 年上半年偿付能力充足率提高至 106%。不考虑年内投资造成的净资本损失，本次融资后可达到 150%左右，符合正常的偿付能力充足率要求。
- 我们认为，由于新华人寿募资完成后资本规模和投资范围均有扩张，且资本市场的表现有望好转，预计投资收益将获得改善。主业方面，寿险行业在经过一年多的低迷之后，随着通胀回落和对银保新规的消化，预计明年保费收入可重回增长轨道；我们看好中国寿险业的长期发展潜力。
- 按照 2011 年 5-10 倍新业务价值倍数估值，新华保险估值区间为 24 元-33 元。目前 A 股定价 23.25 元，已经低于合理估值区间的下限，建议买入。

年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011F	2012F
营业收入	RMB 百万元	73674	102513	88872	106866
同比增减	%	48.40%	39.14%	-13.31%	20.25%
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2660	2249	2684	4376
同比增减	%	309.86%	-15.45%	19.32%	63.06%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.22	1.87	0.85	1.38
同比增减	%	311.11%	-15.77%	-54.74%	63.06%

新华保险的发展历程

新华人寿保险股份有限公司成立于1996年，是一家国际化大型专业寿险公司，经营范围包括各类人寿保险、健康保险和人身意外伤害保险业务。公司市场份额位居国内寿险行业第四位（2011年前三季度），排在中国人寿、平安寿险和太保寿险之后。

2000年，公司向外资增发新股24.9%，实现了资本的国际化。2007年，保险保障基金受让了公司38.82%的股份，成为公司的第一大股东，2009年这部分股权转让给了汇金公司。2011年3月30日，保监会出具《关于新华人寿保险股份有限公司变更注册资本的批复》批准公司2010年度增资，注册资本变更为人民币26亿元。本次发行前公司前三大股东汇金公司、宝钢集团、苏黎世保险公司所持新华保险股份的比例分别约为38.82%、18.78%、15.77%。

根据招股说明书，新华保险此次IPO将采取A+H股同步进行。A股方面，新华保险拟发行15854万股；H股方面，拟发行35842万股，若启动超额配售权（即“绿鞋”机制），将拟发41218.3万股。A股和H股发行后，若不行使超额配售选择权，新华保险总股本311696万股；若全额行使超额配售选择权，则总股本317072.3万股。

表1 新华保险发行前后股权结构统计

股东名称	股东类别	发行前		发行后（未启动绿鞋）		发行后（启动绿鞋）	
		持股数量 （百万股）	持股比例 （%）	持股数量 （百万股）	持股比例 （%）	持股数量 （百万股）	持股比例 （%）
汇金公司	A 股	1,009	38.82%	974	31.26%	971	30.62%
宝钢集团	A 股	488	18.78%	471	15.12%	470	14.81%
苏黎世保险	H 股	390	15.00%	390	12.51%	390	12.30%
其他 A 股股东	A 股	466	17.91%	640	20.53%	640	20.19%
其他 H 股股东	H 股	247	9.50%	641	20.57%	700	22.09%
合计		2,600	100.00%	3,117	100.00%	3,171	100.00%

资料来源：新华保险招股说明书 群益上海整理

新华保险运营分析

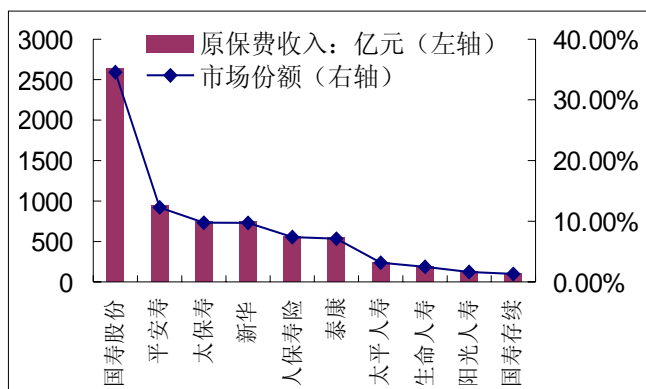
➤ 市场地位领先，保费保持较快增长

以原保费收入计算，公司自2004年以来一直位居全国寿险公司前五位，2010年市占率8.9%，在中国寿险公司排名第三位。2011年前三季度，经二号文解释调整后的保费排名行业第四位，市场份额9.7%，位居中国人寿、平安寿险和太保寿险之后。可以看出，第2-6位的平安、太保、新华、人保寿险和泰康人寿保费规模相差不大，但基本与第7位以后的寿险公司拉开差距。

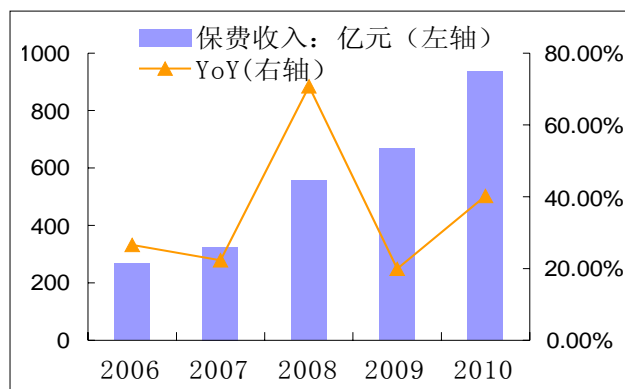
新华人寿近年来保费规模快速增长，2010年原保费收入近千亿元人民币。客户对象在全国范围内拥有广泛布局；其中，东部经济发达地区、中部人口大省及西部重点地区拥有一定优势，保费收入排名处于前列。

图 1：2011 年 1-9 月寿险公司保费及市占率

图 2：新华保险保费增长



资料来源: 保监会 群益上海研究部



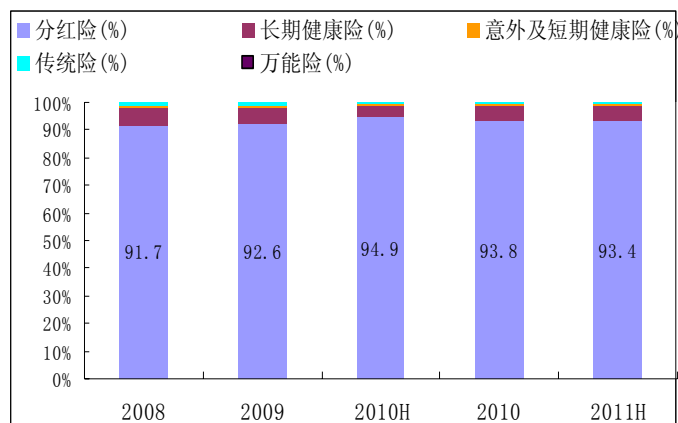
资料来源: 保监会 群益上海研究部

➤ 分红险和续期业务占比较高

分红险是新华人寿的主要险种，近年来一直占总保费收入的90%以上。由于近几年投资市场表现不佳、波动较大，兼具保本和超额分红优势的分红险较受欢迎，市场销售情况好于万能险和投资连接险。我们认为，过去的几年中，新华保险较为准确地把握了市场需求，保费收入获得了较快增长。但与此同时，较高的分红险占比也使公司丧失了获得更多保单收益的机会。总体而言，公司险种结构较为单一，未来的市场开拓可能受到一定制约。

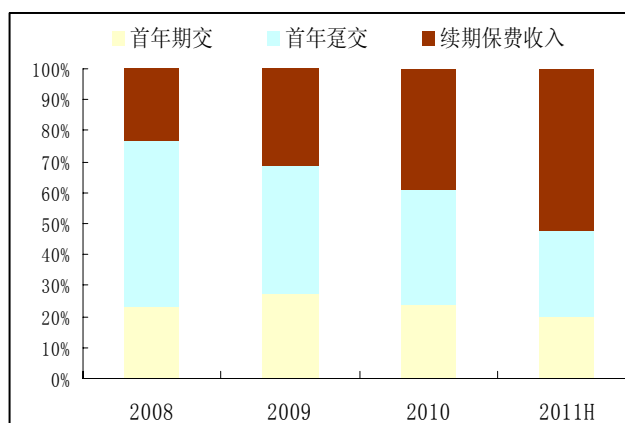
新华人寿经过5年的高速增长后，续期保单占比逐年提高。截至2011年上半年，已占总保费收入的52.4%；这对公司新业务价值贡献较高。首年业务中，期缴保费占比也呈逐年上升趋势，在保费实现增长的情况下，预计未来新业务价值可获得较快增速。

图 3: 新华保险保费种类结构



资料来源: 招股说明书 群益上海研究部

图 4: 新华保险期限结构



资料来源: 招股说明书 群益上海研究部

➤ 银保渠道占比高

公司银保渠道保费贡献突出，占比远高于其他寿险公司；2010年银保比例67.3%，而同时期银保占比比较高的太保和国寿也只有55%。新华保险在银保方面的优势主要得益于较早开拓银行销售渠道，以及专注寿险、专注营销的经营策略。自1999年起，新华人寿就通过商业银行、邮储银行等提供保险产品，早于同行业的国寿和太保。

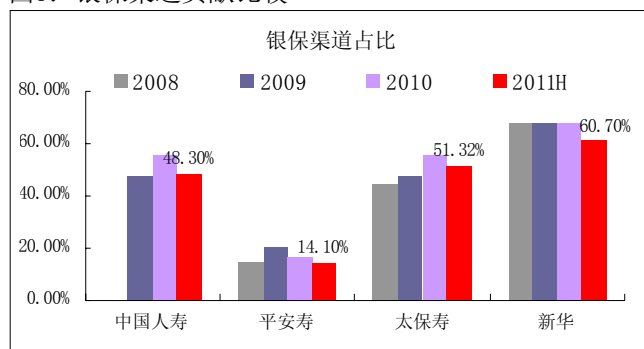
由于销售成本较低，在代理人成本不断上升的背景下，银保渠道成为近年来各家保险公司争相抢占的营销渠道。银保渠道的高速发展导致较多不规范的销售行为，为整顿市场秩序，2010年以来监管部门不断加强监管力度。在银保新规出台后，整个行业银行渠道保费显著下滑。

上半年个人寿险保费收入499亿元，同比衰退5.8%。受银保新规的冲击，公司上半年保费收

入同比减少19.5%，贡献度也下降6.6个百分点至60.7%。

我们认为，银保新规出台后，公司不断调整战略，冲击所带来的不利影响逐渐消化，2012年银保渠道将重回增长轨道。短期来看，较为严厉的监管仍将持续，银保增速受到约束；但考虑到新华人寿与各大银行间具有长期合作关系，在银保方面的优势可望获得好于行业的增长。从长期趋势来看，随着市场规范的整顿完善，银保保费的增长将与行业趋于一致。

图5：银保渠道贡献比较



资料来源：公司公告 群益上海研究部

表2：新华人寿各渠道保费收入情况

	2008	2009	2010	2011H		
				占比	金额	增长率 (%)
个人寿险	98.70%	98.70%	98.80%	98.50%	49,890	-5.80%
保险营销员	31.10%	31.10%	31.30%	37.10%	18,791	27.30%
银行保险	67.60%	67.60%	67.30%	60.70%	30,731	-19.50%
财富管理	0.00%	0.00%	0.20%	0.70%	368	不适用-
团体保险	1.30%	1.30%	1.20%	1.50%	772	23.50%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	50,662	-5.40%

资料来源：新华保险招股说明书 群益上海整理

➤ 销售人员数保持平稳

由于2010年开始，中国保险市场增员成本提高，市场竞争的加强导致新华人寿保险营销员总数下降。与前三大寿险公司相比，新华人寿的营销员数量波动较为平稳，但与规模相似的平安寿险和太保寿险相比，在营销员留存上略有不足。

表3：保险营销员数量（万人）

	2007	2008	2009	2010H	2010	2011H
中国人寿	63.8	71.6	77.7	73.6	70.6	66.2
中国平安	30.18	35.59	41.7	41.17	45.34	47.5
中国太保	20	22	25.4	25.2	28	28.2
新华人寿		19.4	22.7		20	20.4

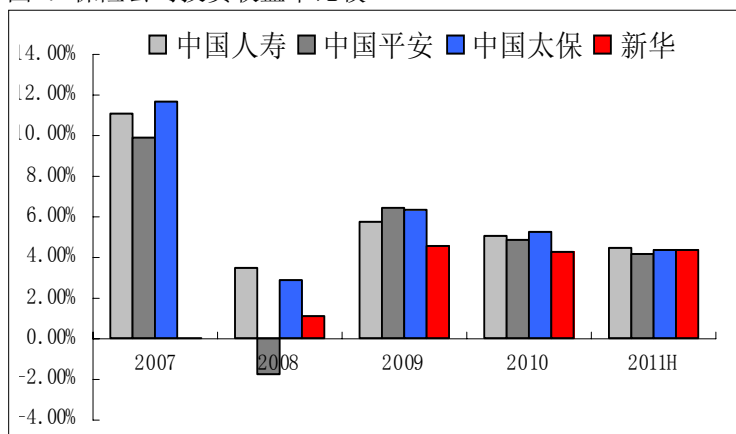
资料来源：公司公告 群益上海研究部

➤ 投资收益率略低于同业，定期存款配置较高

新华保险2008年以来的年化投资收益率分别为1.1%、4.6%、4.3%和4.4%，除今年上半年的表现与三大寿险公司持平外，之前年份的投资收益表现明显差于三大寿险公司。主要是由于公司偿付能力不足造成投资范围受限所致。由于偿付能力未满足要求，根据中国保监会的规定，公司在投资无担保企业债券、基础设施债权投资计划、未上市股权、不动产及境外投资方面受到限制。

今年第三季度股债双杀，势必给公司权益类和固定收益类投资造成一定影响，考虑到距离年终仅20个交易日，股指仍未明显好转，我们预计全年投资收益率将在4.2%左右。展望明年，我们看好股市和债市的表现，且偿付能力达标后投资范围扩大；我们判断公司投资收益率得到改善。

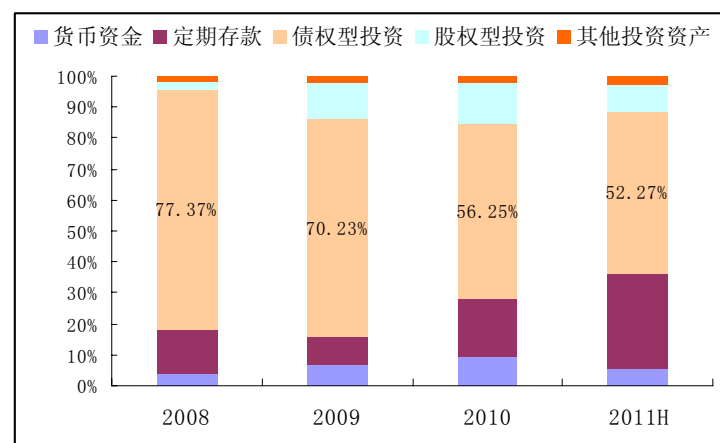
图6：保险公司投资收益率比较



资料来源：公司公告 群益上海研究部

公司固定收益类资产保持较高的比例。2011年上半年，债券、定期存款和货币资金共占总投资的88.3%；其中定期存款占比达到36.7%，比上年末提升11.6个百分点。股权型投资占比9.2%。在股债市场表现不佳以及投资范围受限的情况下，公司增加定期存款的配置，是整体投资风险处于可控范围。

图7：新华保险投资资产配置



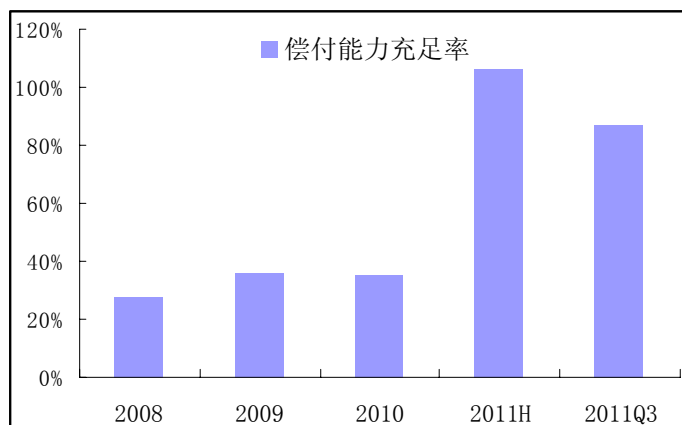
资料来源：新华保险招股说明书 群益上海整理

➤ 历史偿付能力较低，融资完成后可望显著提高

公司偿付能力一直处于较低水平，即使在2011年定增140亿元补充资本后，仍未满足中国证监会150%的正常水平。按照保监会规定，公司在新设机构和投资范围上受到诸多限制。

由于公司2010年募资140亿元补充资本，因此2011年6月末偿付能力充足率达到106.07%。我们不考虑三季度投资造成的净资本损失，预计本次A+H股募资规模100亿元以上即可满足150%的正常偿付能力充足率要求。

图8：新华保险历史的偿付能力充足率



资料来源：新华保险招股说明书 群益上海整理

盈利预测

中国寿险业仍有很大的发展空间，考虑到银保新规影响的逐步消化、通胀下降，我们认为明年寿险行业将会重拾增长，全年保费增速 12%左右。我们看好明年股市和债市的表现，且新华人寿融资完成后投资范围扩大，因此，预计公司投资收益率将会较今年有明显提升。在投资回报率提升的情况下，受益于融资后投资资产规模的扩张，投资收益可望获得改善。

预计 2011、2012 年公司分别可实现净利润 26.84 亿元、48.76 亿元，YoY 分别增长 26.12% 和 71.84%；EPS 分别为 0.85 元、1.38 元。

新华保险估值分析

➤ 新业务价值

按照11.5%的风险贴现率，公司2010年新业务价值为47.41亿元，而截至2011年6月末的新业务价值为47.1亿元。虽然公司三季度保费增速有所回升，但在行业整体弱势的情况下较难实现突破；因此我们判断2011年新业务价值与上年末基本持平。2012年，假设融资完成后公司偿付能力充足率达标，公司在新设机构方面的限制将解除；新设机构的增长将带来更多的保费贡献。加上我们对明年整个行业的表现持乐观态度，预计未来两年公司可实现20%以上的新业务价值增速。

在13%和11.5%两档风险贴现率假设下，我们对公司内含价值和新业务价值做如下判断：

表4：新华保险新业务价值

	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
风险贴现率	13.00%	13.00%	13.00%	11.50%	11.50%	11.50%
有效业务价值	18,277	20,828	23,952	21,685	24,650	28,348
净资产	6,567	34,746	39,958	6,567	34,746	39,958
内含价值	24,677	55,574	63,910	28,252	59,396	68,305
一年新业务价值	3,950	3,950	4740	4,741	4,741	5689.2
新业务价值增速	—	0.00%	20.00%	—	0.00%	20.00%

根据我们的测算，目前三家已上市保险公司新业务价值倍数估值均在10倍以下；P/EV在1.2-1.7倍之间。中国平安的A股估值最低，P/EV和新业务价值乘数分别为1.23倍和3.04倍。由于平安和太保除寿险外还拥有产险等业务，因此，同属纯寿险公司的中国人寿估值更具参考意义。中国人寿A/H10月份股价低点时，新业务价值倍数最低跌至5倍左右。

表5：上市保险公司估值比较

	中国人寿	中国平安	中国太保	中国人寿	中国平安	中国太保
2011E	A 股	A 股	A 股	H 股	H 股	H 股
每股内涵价值(元)	10.81	31	14.7	10.81	31	14.7
每股新业务价值(元)	0.74	2.3	0.83	0.74	2.3	0.83

P/EV	1.66	1.23	1.33	1.61	1.53	1.27
隐含新业务价值倍数	9.69	3.04	5.82	8.94	7.20	4.86

资料来源：新华保险招股说明书 群益上海

综合考虑可比公司的估值水平以及对中国保险业发展前景的判断，我们认为，寿险行业的合理估值在5-10倍之间。相对而言，新华保险的增长空间较大，虽然目前的盈利能力处于弱势，但未来随着新设机构的扩张和投资限制的解除，可望获得较大提升。不考虑H股超额配售选择权的行使，按照2011年5-10倍新业务倍数估值，新华保险估值区间为24元-33元。

目前A股定价23.25元，已经低于合理估值区间的下限，建议买入。

表6 新华保险发行价格分析表（未启动绿鞋）

发行总股本 (百万股)		发行 A 股 (百万股)		发行 H 股 (百万股)		净利润 (亿元)		EPS (元)	
						2011E	2012E	2011E	2012E
517		159		358		2837	4876	0.89	1.54
新华发行		募集资							
价格	金	内含价值：亿元		市值：亿元		2011P/EV		新业务价值倍数	
RMB 元	亿元	发行前	发行后	发行前	发行后	发行前	发行后	发行前	发行后
20.0	103.4	413	516	520.00	634.14	1.26	1.23	2.71	2.48
21.0	108.6	413	522	546.00	665.85	1.32	1.28	3.37	3.04
22.0	113.7	413	527	572.00	697.56	1.39	1.32	4.03	3.60
23.0	118.9	413	532	598.00	729.27	1.45	1.37	4.68	4.16
23.25	120.2	413	413	604.50	724.69	1.46	1.75	4.85	6.58
24.0	124.1	413	537	624.00	760.97	1.51	1.42	5.34	4.72
25.0	129.2	413	542	650.00	792.68	1.57	1.46	6.00	5.28
26.0	134.4	413	547	676.00	824.39	1.64	1.51	6.66	5.84
27.0	139.6	413	553	702.00	856.10	1.70	1.55	7.32	6.40
28.0	144.7	413	558	728.00	887.80	1.76	1.59	7.97	6.96
29.0	149.9	413	563	754.00	919.51	1.83	1.63	8.63	7.52
30.0	155.1	413	568	780.00	951.22	1.89	1.67	9.29	8.08

资料来源：新华保险招股说明书 群益上海

表7 新华保险发行价格分析表（启动绿鞋）

发行总股本 (百万股)		发行 A 股 (百万股)		发行 H 股 (百万股)		净利润 (亿元)		EPS (元)	
						2011E	2012E	2011E	2012E
571		159		412		2837	4876	0.89	1.54
新华发行		募集资							
价格	金	内含价值：亿元		市值：亿元		2011P/EV		新业务价值倍数	
RMB 元	亿元	发行前	发行后	发行前	发行后	发行前	发行后	发行前	发行后
20.0	114.1	413	527	520.00	634.14	1.26	1.20	2.71	2.26
21.0	119.9	413	533	546.00	665.85	1.32	1.25	3.37	2.81
22.0	125.6	413	539	572.00	697.56	1.39	1.30	4.03	3.35
23.0	131.3	413	544	598.00	729.27	1.45	1.34	4.68	3.90
23.25	134.1	413	547	611.00	745.12	1.48	1.36	5.01	4.18

24.0	137.0	413	550	624.00	760.97	1.51	1.38	5.34	4.45
25.0	142.7	413	556	650.00	792.68	1.57	1.43	6.00	5.00
26.0	148.4	413	561	676.00	824.39	1.64	1.47	6.66	5.55
27.0	154.1	413	567	702.00	856.10	1.70	1.51	7.32	6.10
28.0	159.8	413	573	728.00	887.80	1.76	1.55	7.97	6.65
29.0	165.5	413	578	754.00	919.51	1.83	1.59	8.63	7.19
30.0	171.2	413	584	780.00	951.22	1.89	1.63	9.29	7.74

资料来源：新华保险招股说明书 群益上海

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 StrongBuy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($10\% > ER \geq 30\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)