

借助新股发行，业绩有望改善

新华保险
601336

公司历史业绩表现优异、市场占有率稳步提升

2008 年、2009 年、2010 年和 2011 年 1-6 月，公司分别实现保险业务收入 465 亿元、650 亿元、917 亿元和 507 亿元，市场占有率为 7.6%、8.2%、8.9%、9.0%，实现每股收益 0.54 元、2.22 元、1.87 元、0.93 元。

公司股东结构合理，对公司业务及管理形成有力支撑

公司大股东是汇金公司，目前新华保险是其直接持有的唯一开展直接保险业务的公司，有将新华保险做大做强的意愿和实力，必要时能够为公司提供强有力的财务支持；此外，公司股东还包括苏黎世保险等多家外资金融机构，有助于改善公司治理结构、提高公司经营管理能力。

中国寿险市场发展广阔

近年来，中国寿险收入保持 24.9% 的高速增长，截至 2010 年底中国已成为仅次于日本的亚洲第二大寿险市场，位居全球第五，但寿险密度和深度与世界主要国家和地区仍存在较大差异，提升空间较大；此外，随着我国逐步进入老龄化社会，对寿险的内在需求也在不断扩大。

偿付能力充足率提高，有助于公司扩大规模，优化投资结构

公司上市后，偿付能力充足率超过监管最低要求，公司在新设分支机构、开发新产品、投资方向等方面受到的限制有望被取消，经营、投资环境得以改善，有利于公司扩大业务规模、优化投资结构。公司计划发展包括养老、健康、医疗、看护等在内的综合寿险金融服务，致力于成为中国最优秀的全方位寿险金融服务集团。

盈利预测与投资建议

预计新华保险 2011 年至 2013 年每股收益为 1.36 元、2.11 元、2.63 元，对应 PE 分别为：20.53、14.54、12.85；每股内含价值分别为 21.13 元、24.95 元、29.30 元。半年目标价为 27.96 元，给予公司“中性”评级。

首次 中性

分析师：李文

投资咨询执业证书编号：
S0630511020001

联系人：陈晓庆

电话：010-59707151
cxq@longone.com.cn

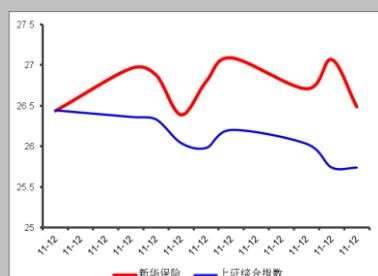
日期

分析：2011 年 12 月 27 日
发布：2011 年 12 月 28 日

价格

当前股价：27.07 元
半年目标价：27.96 元

股价表现



公司估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
EPS	1.87	1.36	2.11	2.63
PE	----	20.53	14.54	12.85
每股内含价值(元)	23.40	21.13	24.95	29.30
新业务价值倍数	-	4.37	3.43	2.40

注：EPS 为最新股本摊薄后数据

正文目录

一、专注于寿险业务的中国最优秀的综合寿险金融服务集团	4
1、公司基本情况	4
2、全面覆盖的营销网络	4
3、优异的历史业绩，市场占有率稳步提升	4
4、立志成为中国最优秀的全方位寿险金融服务集团	5
二、强有力的股东支持有助公司发展	6
1、公司大股东为汇金公司，必要时存在再次注资的可能	6
2、外资股东为公司带来丰富的经营管理经验	6
三、中国寿险市场发展广阔	7
1、近年来中国寿险收入保持高速增长	7
2、中国寿险密度和深度与全球主要国家和地区存在较大差距	9
3、中国寿险市场的广阔未来，为公司的发展提供了广阔舞台	9
四、强大的营销能力	10
1、全面覆盖的营销网络	10
2、高人一筹的银保合作网点产能	11
3、快速的银保渠道修复能力	11
五、上市后资本偿付能力得以改善，公司业务模式及产品的创新能力有望充分发挥	12
1、上市前面临的困境，影响公司盈利能力	12
2、上市后偿付充足率高于监管要求，公司业务环境得以改善	13
六、以全方位寿险业务为核心，覆盖保险、养老、健康、医疗、看护等各个方面的寿险金融服务	13
1、拓展业务寻求新的盈利增长点	13
2、抓住老龄化契机，提供全方位寿险金融服务	13
七、盈利预测	13
1、基本假设	13
2、业绩预测	14
八、投资建议	14

图表目录

图 1 新华保险保费收入及寿险市场占有率变化 (单位: 亿元)	4
图 2 2011 年 9 月寿险公司市场占有率.....	5
图 3 新华保险每股收益及净资产收益率 (单位: 元)	5
图 4 新华保险业务规划	6
图 5 新华保险股权结构	7
图 6 城镇人均年可支配收入 (单位: 元)	7
图 7 农村年收入 (单位: 元)	8
图 8 近十年中国寿险市场发展 (单位: 亿元)	8
图 9 近十年中国寿险密度和深度变化 (单位: 元)	9
图 10 主要国家和地区寿险密度和深度对比 (单位: 美元)	9
图 11 中国 65 岁及以上人口变化	10
图 12 自建网点情况	10
图 13 客户结构 (单位: 亿元、万户)	11
图 14 银保合作网点贡献能力 (以银保渠道收入市场占有率除以银保合作网点数)	11
图 15 2011 年 1 至 9 月寿险保费收入增速变化.....	12
图 16 最近 3 年资本偿付能力充足率变化	12
表 1 预测利润表	15

一、专注于寿险业务的中国最优秀的综合寿险金融服务集团

1、公司基本情况

新华保险由十五家发起人于1996年6月共同发起设立，经过十五年发展已成为中国保险行业最具影响力全国大型寿险公司之一。公司主要为个人及机构客户提供寿险产品及服务，并通过下属的新华资产管理公司管理和运用保险资金。目前公司股本为31.17亿元，已于2011年实现A股、H股同步上市，募集资金近110亿元。

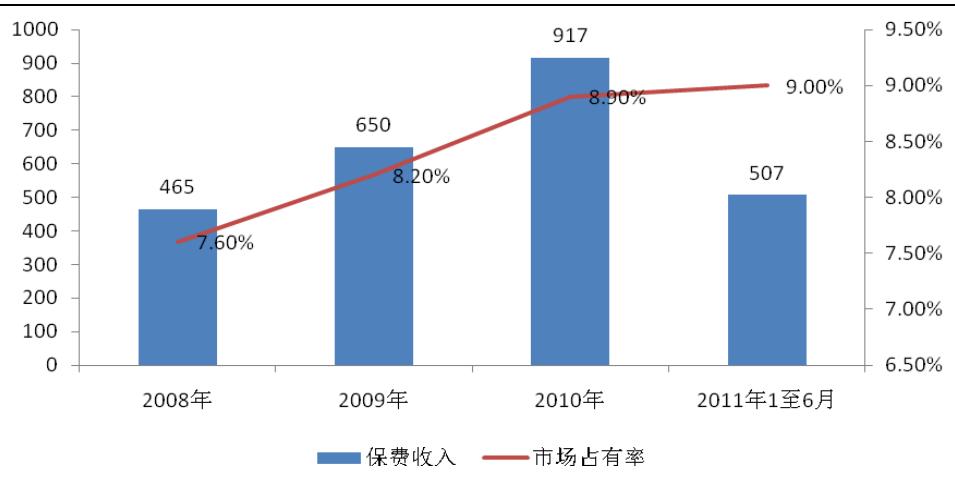
2、全面覆盖的营销网络

截至2011年6月30日，公司分销网络覆盖中国除港澳台及西藏外的所有省份、自治区及直辖市，拥有214家中心支公司、264家支公司、954家县级营销服务部和11家镇级营业部；保险营销员达20.4万名；合作银行保险网点2.5万家，银保专管员1.5万名；团体保险直销代表910名，交叉销售专员1,210名，中介销售专员720名；续收队伍达1.5万人。

3、优异的历史业绩，市场占有率稳步提升

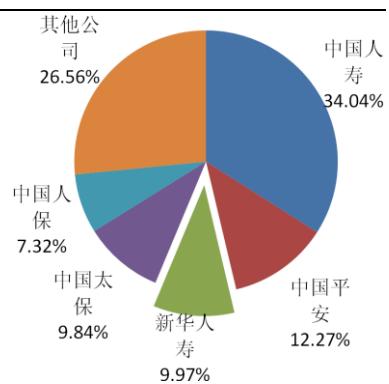
2008年、2009年、2010年和2011年1-6月，公司分别实现保险业务收入465亿元、650亿元、917亿元和507亿元，市场占有率为7.6%、8.2%、8.9%、9.0%（2011年10月提升至9.97%，居寿险市场第三），分别实现净利润6.51亿元、26.61亿元、22.50亿元、17.75亿元，对应每股收益0.54元、2.22元、1.87元、0.93元，净资产收益率分别为25.34%、94.70%、41.63%、13.13%。

图1 新华保险保费收入及寿险市场占有率变化（单位：亿元）



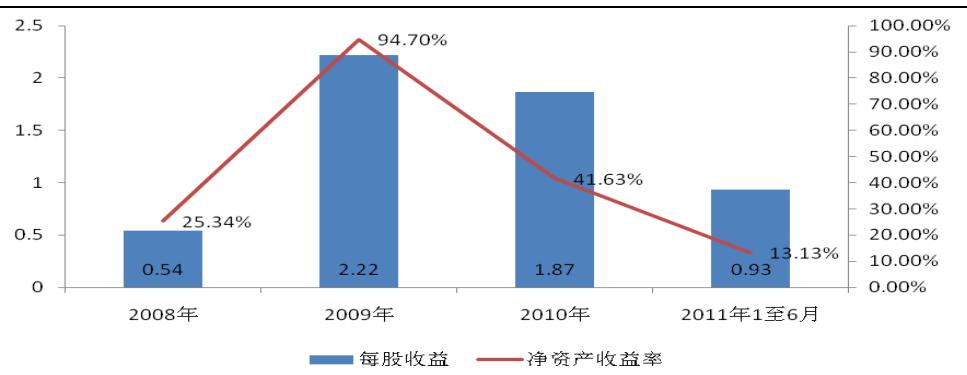
数据来源：公司报告、东海证券研究所

图 2 2011 年 10 月寿险公司市场占有率



数据来源：公司报告、东海证券研究所

图 3 新华保险每股收益及净资产收益率（单位：元）

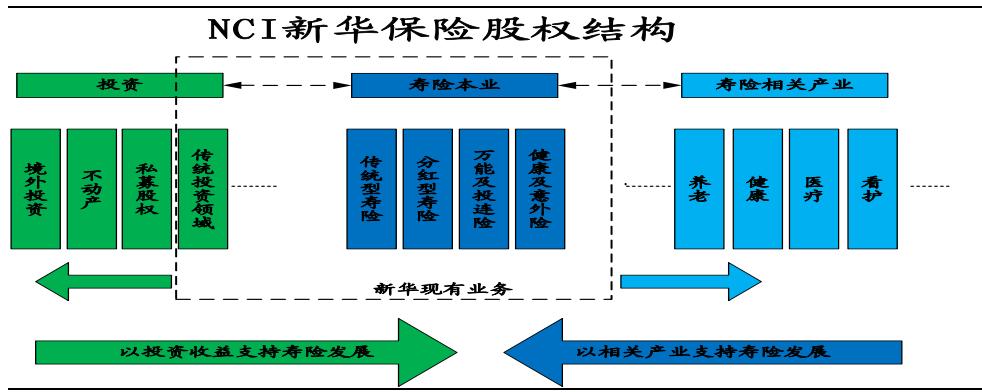


数据来源：公司报告、东海证券研究所

4、立志成为中国最优秀的全方位寿险金融服务集团

根据公司发展规划，公司计划通过新设营业机构、扩充销售队伍、加强银保合作、完善和丰富产品体系，并优化营销模式、提高产能和绩效、推动银保业务转型、深化经营服务，以实现现有业务增长；同时，进一步拓展投资领域，开展境外市场、不动产及私募股权投资，以投资收益支持寿险发展；此外，还将依托寿险发展寿险相关产业，包括养老、健康、医疗、看护等，成为中国最优秀的全方位寿险金融服务集团。

图 4 新华保险业务规划



数据来源：公司报告、东海证券研究所

二、强有力的股东支持有助公司发展

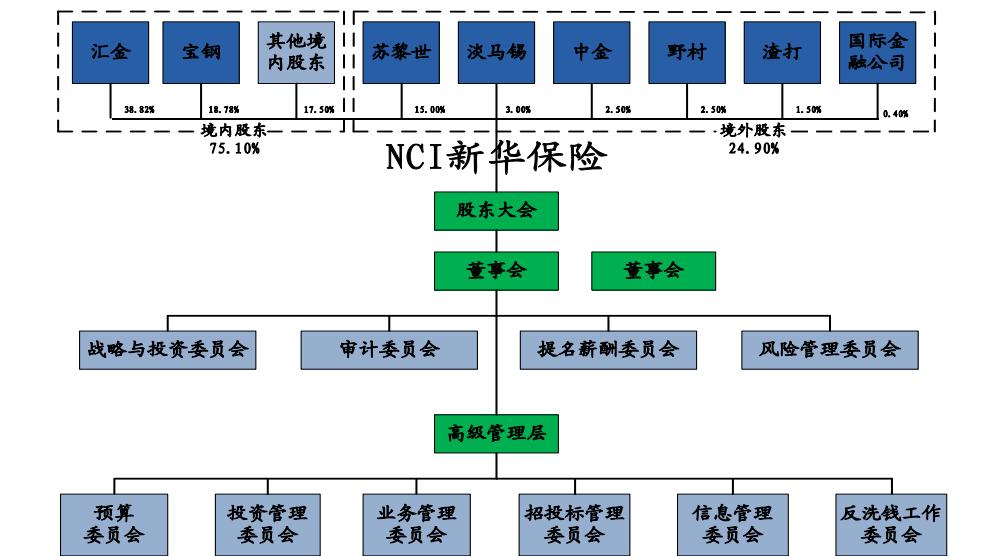
1、公司大股东为汇金公司，必要时存在再次注资的可能

汇金公司是新华保险大股东，持有新华保险 31.26%的股份。汇金公司做为代表国家对国有重点金融企业行使出资人权利和履行出资人义务的国有独资公司，目前控股、参股的金融机构主要包括六家商业银行、四家证券公司、两家保险公司，新华保险是其中唯一开展直接保险业务的公司，业务的发展必将得到来自汇金的大力支持，随着公司发展对资本金需求的提高，如有需要不排除汇金再次注资的可能。

2、外资股东为公司带来丰富的经营管理经验

苏黎世保险、富登管理（淡马锡）、野村、渣打、国际金融等外资股东有利于优化公司治理结构，带来先进的管理技能和经验以提高公司竞争力。苏黎世是一家主要在欧洲、北美、亚太地区经营除直接人寿保险外的有关直接保险和再保险的国际保险公司，拥有近 130 年的经营历史，在保险业经营管理方面具备先进的理念和较高的管理技能。富登管理是新加坡淡马锡控股的全资子公司，在投资管理方面具备丰富经验。包括苏黎世保险及富登管理在内的外资股东的存在，将有利于公司治理结构优化，在保险市场经营、投资业务管理方面为新华保险提供有力支持。

图 5 新华保险股权结构



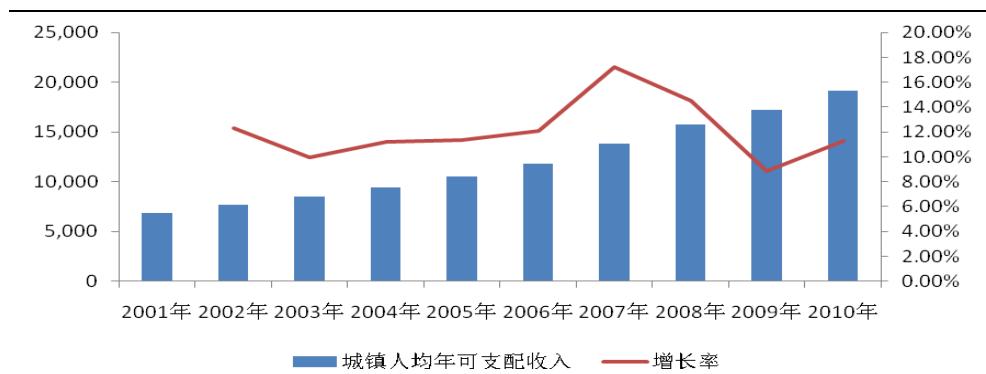
数据来源：公司报告、东海证券研究所

三、中国寿险市场发展广阔

1、近年来中国寿险收入保持高速增长

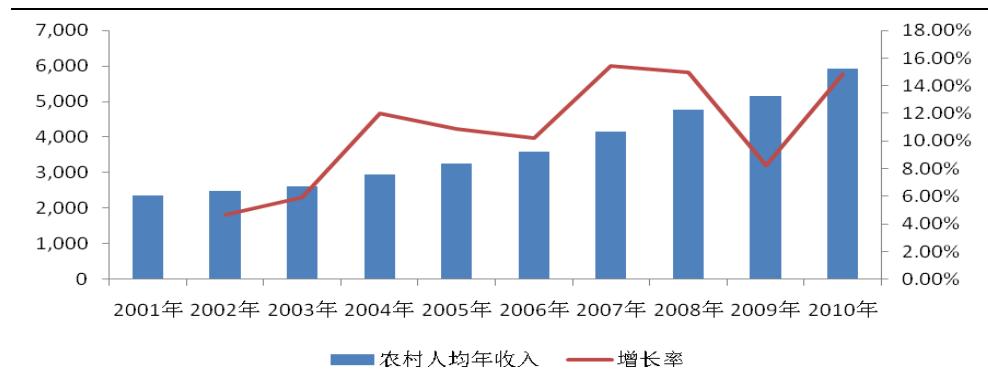
改革开放以来，我国经济持续高速发展，居民人均可支配收入显著增加，带动了寿险产品及服务需求不断上升。

图 6 城镇人均年可支配收入（单位：元）



数据来源：国家统计局、东海证券研究所

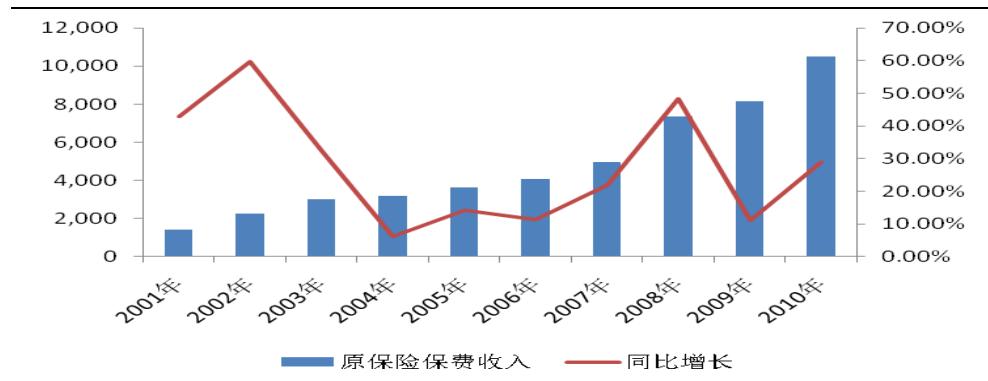
图 7 农村年收入 (单位: 元)



数据来源：国家统计局、东海证券研究所

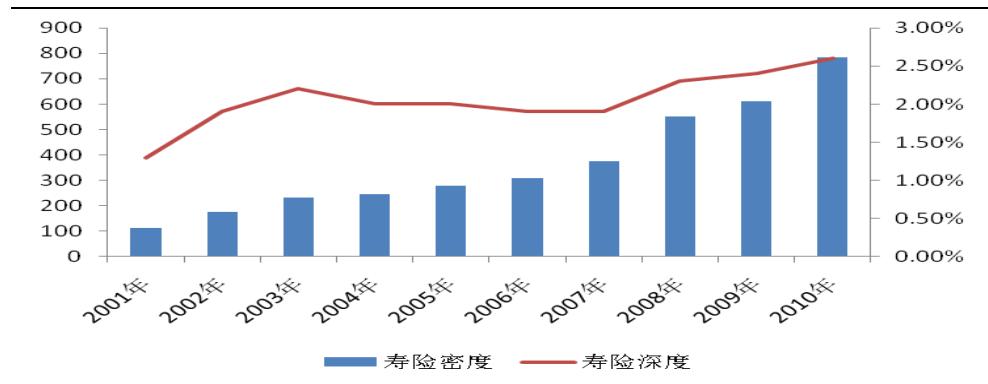
自1982年我国恢复寿险业务以来，寿险市场经历了从无到有，起步发展的阶段，截至2010年中国已成为仅次于日本的亚洲第二大寿险市场，并在全球位居第五。特别是近十年以来，中国寿险市场保持了高速增长，寿险市场原保险保费收入的年均复合增长率达到24.9%，同期中国的寿险密度（按人均寿险保费额计算）和寿险深度（按寿险保费总额占国内生产总值的百分比计算）也稳步上升，是全球发展最快的寿险市场之一。

图 8 近十年中国寿险市场发展 (单位: 亿元)



数据来源：中国保监会、东海证券研究所

图 9 近十年中国寿险密度和深度变化 (单位: 元)

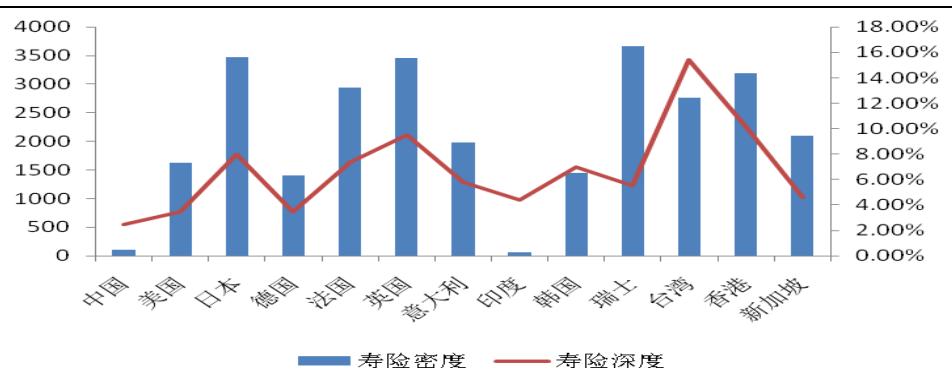


数据来源：国家统计局、中国保监会、东海证券研究所

2、中国寿险密度和深度与全球主要国家和地区存在较大差距

根据瑞士再保险公司披露的2010年SIGMA数据报告，中国的寿险密度和深度为(106美元，2.5%)；社会保障建设较好的德国和美国分别为(1402美元，3.5%)和(1,632美元，3.5%)；日本、台湾和香港等东亚国家和地区则分别为(3,473美元，8.0%)、(2,757美元，15.4%)和(3,197美元，10.1%)。相比之下，中国寿险密度和深度与这些国家和地区均存在较大差距。

图 10 主要国家和地区寿险密度和深度对比 (单位: 美元)

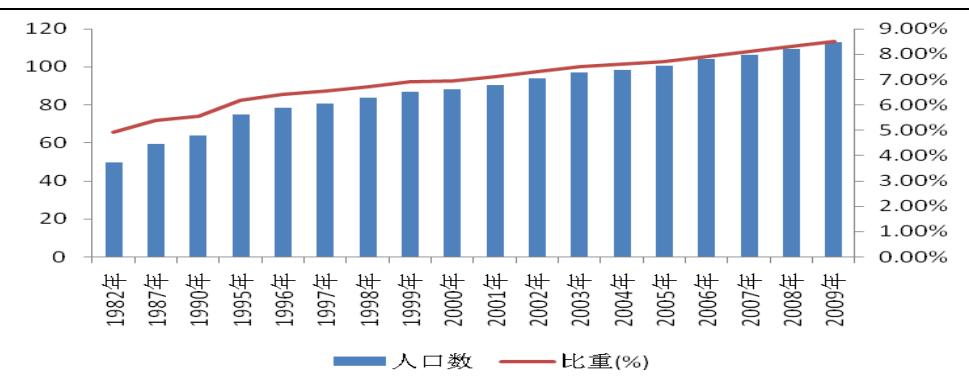


数据来源：Sigma、东海证券研究所

3、中国寿险市场的广阔未来，为公司的发展提供了广阔舞台

在过去的30年里，中国经济的高速增长促进了寿险市场的快速发展。随着未来中国经济的持续增长，人均GDP的不断提高，寿险密度和深度的提升，中国寿险市场仍将快速发展。此外，中国正经历人口结构的重大转变，国民预期寿命逐步提高，而出生率则下降。根据联合国人口署统计，中国65岁及以上人口的比重由2000年的8.0%上升至2010年的9.4%，而此比重将于2050年进一步上升至30.8%，即2010年至2050年期间65岁及以上人口增加3.01亿人。而随着老龄人口增加，需要赡养的退休人员数量将不断提高，这就为保障型寿险和年金产品带来巨大的增长机遇，可以预见，中国寿险市场还将继续快速增长。

图 11 中国 65 岁及以上人口变化



数据来源：国家统计局、东海证券研究所

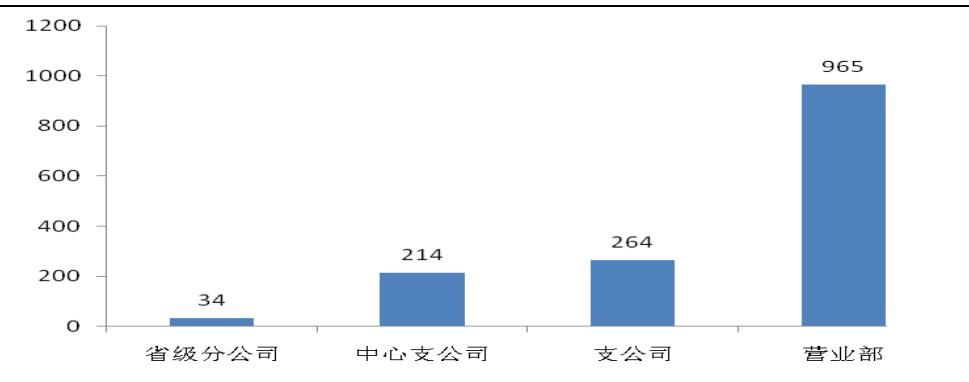
新华保险在中国寿险市场的发展中成立、成长，截至 2011 年 10 月市场份额达 9.97%，位居行业第三，随着公司经营管理能力的不断提高，市场份额稳中有升，公司的广阔成长空间正在打开。

四、强大的营销能力

1、全面覆盖的营销网络

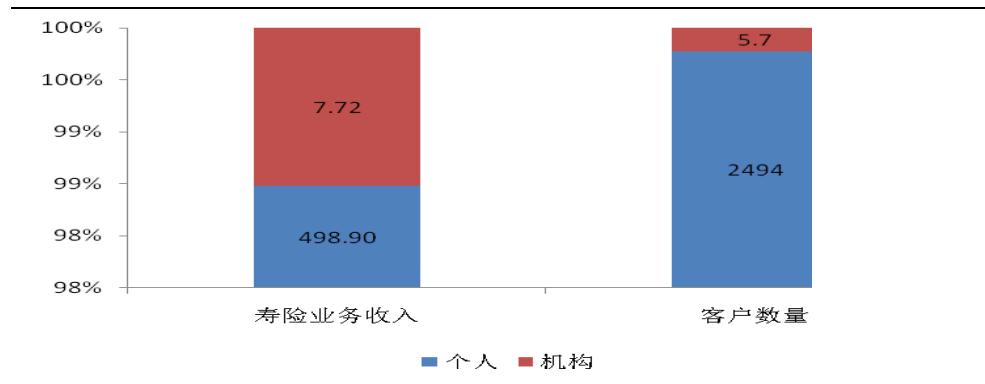
截至 2011 年 6 月 30 日，新华保险分销网络已覆盖中国除港澳台及西藏外的所有省份、自治区及直辖市，拥有 214 家中心支公司、264 家支公司、954 家县级营销服务部和 11 家镇级营业部；保险营销员达 20.4 万名；合作银行保险网点 2.5 万家，银保专管员 1.5 万名；团体保险直销代表 910 名，交叉销售专员 1,210 名，中介销售专员 720 名；续收队伍达 1.5 万人。全面覆盖的营销网络及庞大的营销队伍，对新华保险保费收入的增长提供了支持。截至 2011 年 6 月 30 日，公司共有约 2,494 万名个人寿险客户和 5.7 万名机构客户。

图 12 自建网点情况



数据来源：公司报告、东海证券研究所

图 13 客户结构 (单位: 亿元、万户)

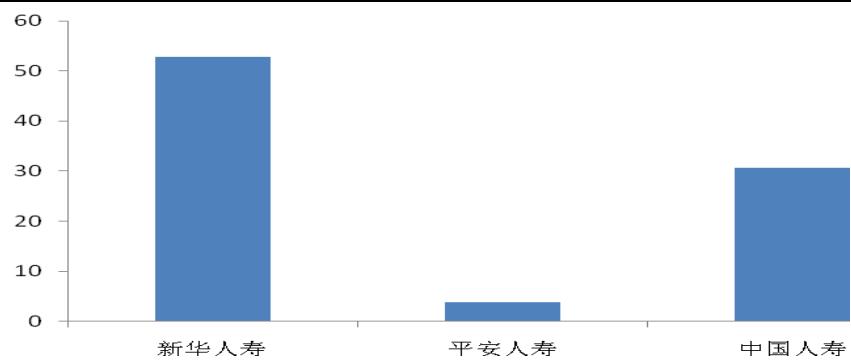


数据来源：公司报告、东海证券研究所

2、高人一筹的银保合作网点产能

与行业其他上市保险公司相比，新华保险在营销网点和营销人员总量方面排名并不靠前，但单个银保合作网点的产能高于其他上市保险公司（中国太保未披露其银保合作网点数量），体现了新华卓越的营销管理能力。本次发行新股募集资金有助于新华保险增加营销人员扩大营销网络，加之其较高的营业机构及银保网点产能，将有助于保费收入增长。

图 14 银保合作网点贡献能力 (以银保渠道收入市场占有率为标准)

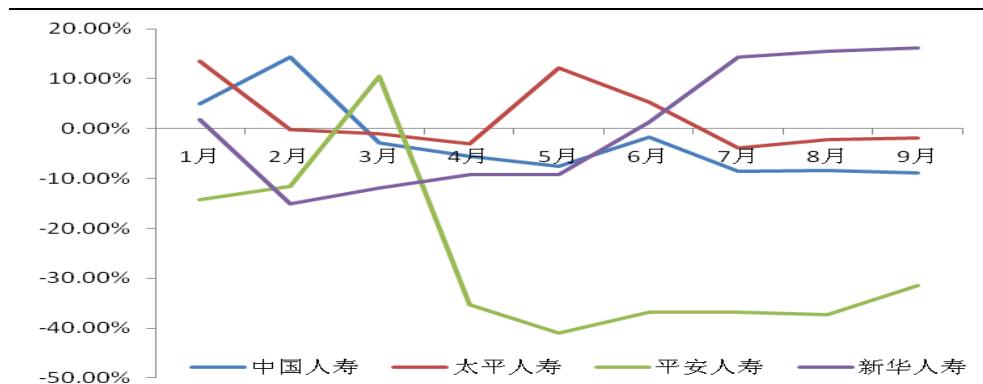


数据来源：公司报告、东海证券研究所

3、快速的银保渠道修复能力

受《商业银行代理保险业务监管指引》等相关政策影响，自 2010 年底以来我国寿险保费收入增速整体回落，特别是 2011 年这一状况表现更为突出，寿险保费收入出现行业整体负增长的情况。为应对这一情况，积极扭转下滑趋势，2011 年以来新华保险密切与各合作银行总行及相关分支行的沟通联系，加强有效银保网点建设、加大高价值的长期期交和长期健康险产品的销售力度，成功扭转了 2011 年上半年保费收入下滑的局面，并在 7 至 9 月实现了保费大幅增长，领先于主要竞争对手。

图 15 2011 年 1 至 9 月寿险保费收入增速变化



数据来源：中国保监会、东海证券研究所

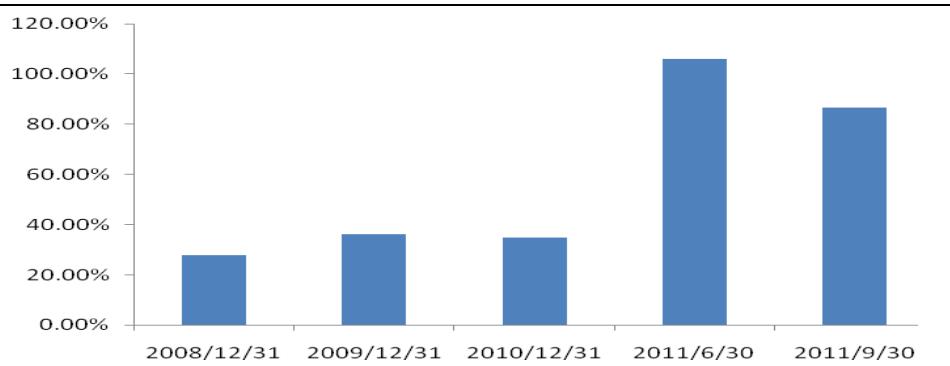
五、上市后资本偿付能力得以改善，公司业务模式及产品的创新能力有望充分发挥

1、上市前面临的困境，影响公司盈利能力

保险公司偿付能力水平是保险监管部门的监管重点之一，保监会用于衡量保险公司偿付能力的主要指标是实际资本、最低资本和偿付能力充足率。中国保监会对保险公司资本充足率的最低监管要求是不应低于 100%，若低于 100% 则采取相应监管措施，则作为保监会重点监管对象，并因程度不同采取不同的监管措施，其中包括（1）责令增加资本金或者限制向股东分红；（2）限制董事、高级管理人员的薪酬水平和在职消费水平；（3）限制商业性广告；（4）限制增设分支机构、限制业务范围、责令停止开展新业务、责令转让保险业务或者责令办理分出业务；（5）责令拍卖资产或者限制固定资产购置；（6）限制资金运用渠道；（7）调整负责人及有关管理人员；（8）接管；（9）中国保监会认为必要的其他监管措施。

最近三年以来，新华保险资本偿付能力充足率始终未能满足最低监管要求，2008 年底、2009 年底、2010 年底及 2011 年 6 月 30 日对应的偿付能力充足率分别为 27.74%、36.19%、34.99%、106.07%。2011 年 9 月 30 日又降低至 86.58%。新华保险相应被保监会分别采取了限制开设分支机构及分派股利等方面受到限制，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也受到限制，直接影响了近年来新华保险的业务拓展及投资收益。

图 16 最近 3 年资本偿付能力充足率变化



数据来源：公司报告、东海证券研究所

2、上市后偿付充足率高于监管要求，公司业务环境得以改善

2011年新华保险完成了A股、H股同步发行，募集资金在扣除发行费用后全部用于充实资本金，偿付能力充足率得到了有效提高，满足了监管要求，改变了公司所面临的监管困境。此外，新华保险还计划通过内生资本增长以及在适当情形下实施外部债务资本融资等方式进一步夯实资本，确保偿付能力充足率高于150%。满足监管要求后，新华保险将能够在分支机构设立、产品创新等方面积极开展工作，提高保费收入；在投资方面，公司有望拓展投资范围、灵活配置资产，分散风险、确保投资收益相对稳定。

六、以全方位寿险业务为核心，覆盖保险、养老、健康、医疗、看护等各个方面的寿险金融服务

1、拓展业务寻求新的盈利增长点

新华保险目前主要经营传统寿险、分红型寿险、万能及投资连接保险、健康及意外险，在投资资产投向上也以存款、债券、股票、基金等传统投资品为主，业务相对单一。据新华保险介绍，公司将在先寿险相关领域不断拓展、并扩展投资领域，以实现公司综合发展。在寿险相关领域方面，新华保险将逐步进入养老、健康、医疗、看护等养老服务领域，适应我国老龄化趋势，形成新的盈利增长点；随着资本充足率满足监管要求，新华保险还将积极拓展在私募股权、不动产、海外投资等方面的投资，丰富投资品种，确保投资收益稳定。

2、抓住老龄化契机，提供全方位寿险金融服务

目前，新华保险已在北京等地投资养老社区，养老社区可将衔接医疗保险、护理保险、养老保险等产品，也可带动老年医学、护理服务等产业，为新华保险建立以寿险业务为核心、覆盖相关领域的多元化战略转型提供了平台。中国人口预期寿命的提高（已由1990年的68.6岁提高至2010年的73.5岁）以及城镇化的不断提高引起的老人和子女异地分居的逐渐增加，越来越多的老人需要从传统的居家养老逐步向机构养老过渡，这将促进养老市场的发展。据新华保险介绍，北京新华养老社区将于2014年入住。此外，新华保险现有的美兆健康体检中心为新华保险向健康、医疗服务发展积累了一定经验；新华夏都技术培训公司将为新华保险看护服务的开展提供人才支持。

可见，新华保险已做好了建设以全方位寿险业务为核心，覆盖保险、养老、健康、医疗、看护等各个方面的寿险金融服务集团的准备，必将分享中国老龄化带来的商机。

七、盈利预测

1、基本假设

对于新华保险盈利预测，我们做以下假设：

（1）保费收入将持续增长至2017年左右

结合2011年3月开始实施《商业银行代理保险业务监管指引》的影响，及1-9月公司寿险收入实现情况，我们预计2011年中国太保保费收入增长率为-1%；2012年至2014年银保渠道保单销售能力将得到修复并提升，在人均收入、寿险深度及密度提高的推动下，我们预计2012年至2014年寿险保费收入增长率在8%至15%之间；15%左右的高增长有望持续至2017年，此后逐步下降并稳定在3%左右。

(2) 投资收益率按 3.85% 取值

分析 2008 年至 2011 年 6 月新华保险投资收益，三年间加权平均投资收益率为 3.85%，在新华保险投资相关事项未见重大变化前，我们选择历史收益率 3.85% 作为投资收益率假设。

2、业绩预测

居于上述假设，我们预计新华保险 2011 年至 2013 年每股收益为 1.36 元、2.11 元、2.63 元，对应 PE 分别为：20.53、14.54、12.85；每股内含价值分别为 21.13 元、24.95 元、29.30 元。

八、投资建议

结合上述盈利预测，我们测算新华保险三个月目标价为 27.96 元，结合新华保险发行定价，予以公司“中性”评级

表 1 预测利润表

利润表(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	102513	103422	114169	126343
已赚保费	91583	90598	97846	107630
投资收益	10474	12293	15674	18233
其他业务收入	456	531	650	480
二、营业支出	-100227	-98520	-106558	-116883
退保金	-7710	-8766	-9467	-10414
保险理赔相关支出	-75901	-71701	-77437	-85181
营业税金及附加	-128	-170	-188	-208
手续费及佣金支出	-7179	-7195	-7771	-8548
业务及管理费	-8410	-9199	-10155	-11238
其他业务成本	-1168	-1380	-1402	-1134
资产减值(损失)/转回	269	-108	-137	-160
三、利润总额	2255	4902	7611	9460
减: 所得税(费用)/收入	-5	-658	-1021	-1269
四、净利润	2250	4245	6590	8191
五、每股收益(元)	1.87	1.36	2.11	2.63
对应 PE	0.00	20.53	14.54	12.85
每股内含价值(元)	23.40	21.13	24.95	29.30
每股新业务价值(元)	4.25	1.56	1.69	1.86
新业务价值倍数	0.00	4.37	3.43	2.40

作者简介

李文：具有 10 年证券分析经历

评级定义

市场指数评级 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在 -20%—20% 之间
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

行业指数评级 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

公司股票评级 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺：本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660