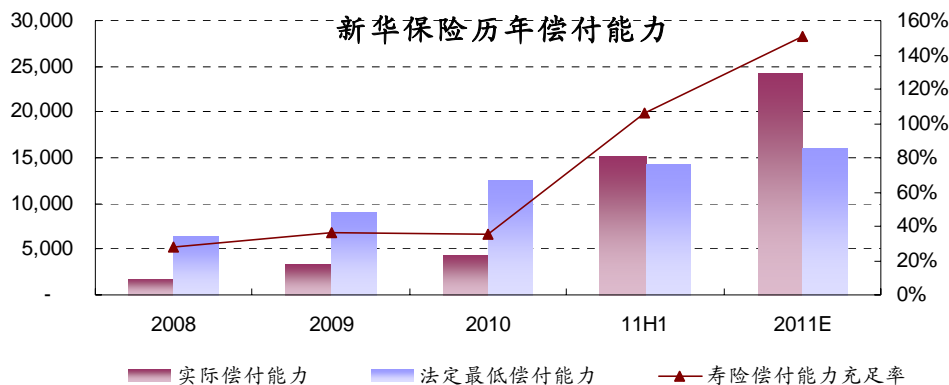


- 新华保险 2 月 1 日晚公告，主要内容包括：新华保险董事会同意 1) 发行总额不超过 100 亿的次级债，期限在 5 年以上；2) 发行总额不超过 50 亿元债务融资工具，期限在 10 年以上；3) 设立延庆、密云养老项目的提案等。对此，我们点评如下：

净资产缓解公司资本金压力

- 权益疲软导致 11 年偿付能力吃紧，预计 11 年末偿付能力 151%。由于 11 年权益市场大幅疲软，我们预计即使在 IPO 融资后公司 11 年末偿付能力也仅约 151%。相比保监会规定 150% 的警戒线十分接近，公司目前仍然面临较大资本金压力。
- 百亿次级债解决公司长期资本金缺口，静态偿付能力上升至 200% 以上。此次公司预计发行 100 亿次级债后，偿付能力有望大幅改善。静态测试，公司偿付能力将达到 213%，将基本能够满足未来几年间公司正常业务发展要求。长期抑制公司的资本金问题有望彻底解决。

图 1： 11 年末新华保险偿付能力预计近 150%



资料来源：华泰联合证券研究所、公司公告

图 2： 12 年次债后新华偿付能力有望达到 213%

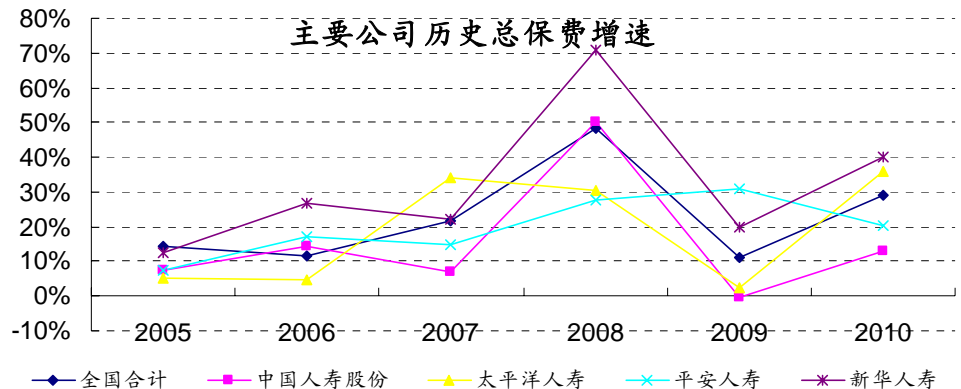
	2008	2009	2010	11H1	2011E	12H1E
实际偿付能力	1,802	3,265	4,402	15,225	24,285	34,285
法定最低偿付能力	6,496	9,024	12,583	14,354	16,125	16,125
寿险偿付能力充足率	28%	36%	35%	106%	151%	213%

资料来源：华泰联合证券研究所、公司公告

保费增速可期，估值低于人寿

- 开门红销售情况良好，充足资本金确保保费长期增长。据我们节前调研，新华保险1月份开门红销售情况良好。我们预计公司1月份个险新单增速将达到两位数增长。特别是在1月份由于春节因素导致工作日较去年少一周的背景下取得这样的成绩我们认为是非常难能可贵的。未来，此次融资后公司资本金充足，保费增速可持续性较强。

图3： 新华保险历史保费增速高于同业



资料来源：华泰联合证券研究所、公司公告

- 估值低于人寿，股价仍有较大吸引力。新华保险自上市后股价已累计较大涨幅，然而从估值角度来看，相比同为纯寿险公司的中国人寿，新华保险估值仍有一定幅度的折价，估值仍然具有相对吸引力。

目前，保险行业 11PEV 为 1.52 倍，仍然处于历史偏低的位置，新华保险 11PEV 为 1.57 倍，相比人寿 1.71 倍仍有较大幅度的折价。

图4： 保险板块估值表

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	37.40	21.14	26.29	29.22	34.83	1.61	2.03	2.26	2.72	1.8	1.4	1.28	1.1	10.1	5.5	3.6	0.9
中国人寿	18.34	10.09	10.55	10.75	11.95	0.63	0.70	0.75	0.86	1.8	1.7	1.71	1.5	13.2	11.1	10.1	7.4
新华保险	29.97		23.40	19.09	22.49		3.95	1.52	1.82		1.3	1.57	1.3		1.7	7.2	4.1
中国太保	20.65	11.60	12.80	13.46	15.17	0.59	0.71	0.81	0.98	1.8	1.6	1.53	1.4	15.4	11.1	8.8	5.6

证券简称	价格	EPS				BVPS				P/E				P/B			
		2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E
中国平安	37.40	1.89	2.26	2.57	3.18	11.57	14.66	16.40	19.18	19.8	16.51	14.5	11.8	3.2	2.55	2.3	1.9
中国人寿	18.34	1.16	1.19	0.80	1.03	7.47	7.38	6.72	7.35	15.8	15.42	22.9	17.8	2.5	2.48	2.7	2.5
新华保险	29.97		1.87	0.93	1.15		5.47	10.12	11.17		15.99	32.1	26.1		5.48	3.0	2.7
中国太保	20.65	0.87	1.00	1.15	1.40	8.80	9.34	9.33	10.33	23.8	20.75	17.9	14.7	2.3	2.21	2.2	2.0

数据来源：公司年报，华泰联合证券研究所

投资建议：维持新华保险在板块内首推建议

行业观点：展望 2012 年，我们认为行业在保费和投资两方面均已见底：寿险保费明年在低基数基础上有望出现平稳增长；伴随债券和银行定存收益率的上升，投资收益也将大幅改善。我们有理由认为，寿险行业最坏的时刻已经过去。

行业目前估值处于历史偏低位置，即使按最保守的保费假设测算，行业目前估值仍有大幅折价。因此，在行业基本面底部确立，未来趋势向上的背景下，我们认为目前保险板块已具备吸引力，建议投资者积极配置。

公司观点：新华保险目前股价 11PEV1.57 倍，估值相比人壽 1.71 倍仍有一定折价。预计公司 IPO 和次级债融资后长期抑制公司发展的资本金问题基本得以解除，公司保费有望维持长期稳健增长。维持对公司在保险板块中的首推建议，维持“买入”评级。

行业排序：新华保险、中国太保、中国平安、中国人寿

风险提示

权益市场波动会对公司业绩产生影响，增加其不确定性。



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 $\pm 10\%$ 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.htlhsc.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.htlhsc.com.cn

免责声明

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的投资建议。

©版权所有 2012 年 华泰联合证券有限责任公司