

投资业绩优异推动利润增长

增持维持

投资要点:

- 新业务价值同比增长-8%
- 投资收益率达 2.44%，领先其他上市保险公司

报告摘要:

- 2011 公司实现营业收入 1092 亿元，同比增长 7%，实现归属上市公司股东的净利润 27.99 亿元，同比增长 24%，归属母公司股东的基本加权平均 EPS 为 1.24 元。实现归属公司股东的综合收益为-8.94 亿，去年同期为 23.29 亿。期末净资产为 767.96 亿，同比下降 8.23%。
- **银保新规影响较大，NBV 负增长 8%。** 2011 年公司实现规模保费收入 965 亿元，同比增长 3.38%，其中盈利能力较高的个险渠道实现保费收入 370 亿，同比增长 25.3%，但个险高增长主要由续期拉动，个险新单同比增长-4.4%，个险渠道标准保费同比增长-3.68%。银保新规对公司影响巨大，银保渠道保费同比下降 7%，银保新单下降 28.6%。全年公司实现一年期新业务价值 43.6 亿，同比下降 8%。年末公司营销员人力 20.2 万，较上年末增长 1.6%。
- **补提准备金 2.96 亿。** 对于保险利益变动的保险合同，2011 年末的折现率区间为 2.65%-5.66%（2010 年 2.61%-5.66%），对于保险利益锁定的合同，2011 年的折现率为 5.23%，与 2010 年相同。折现率变动导致补提准备金 2.95 亿，即减少税前利润 2.96 亿。而中国人寿补提 32.68 亿准备金，中国平安和中国太保分别释放 10.59 亿和 0.5 亿准备金。
- **全年投资业绩 2.44%，超出预期。** 期末公司投资资产为 3739.56 亿元，同比增长 27.69%。其中，债券占比 50.93%，定期存款占比 32.88%，固息类合计占比 83.81%，较中期提高 0.85 个百分点；权益投资占比为 7.77%，下降 1.45 个百分点，权益投资占比为上市保险公司中最低。全年实现归属公司的投资收益 175.5 亿，投资收益率为 2.44%，远远领先另外三家上市公司。
- 整体来看，公司业务分化明显：承保业务受政策影响 NBV 呈现负增长，而投资业务则有力推动公司净利润增长。同为寿险公司中国人寿净利润下滑 45%，两家公司利润分化的原因除了准备金提取、减值准备外投资能力差别也是重要因素。预计 2012 年新华保险每股新业务价值为 1.54 元，目前股价对应的 2011 年一年期新业务价值倍数 7.2 倍，对应的 2012 年新业务价值倍数为 5.3 倍，估值仍具备优势，维持增持评级。

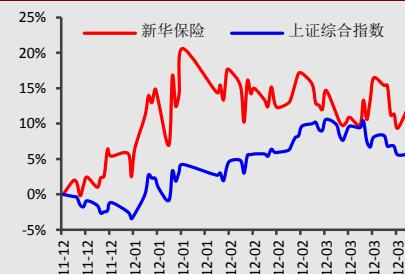
非银行金融行业研究组

分析师:

黄立军 (S1180209070180)
电话: 010-88085983
Email: huanglijun@hysec.com

邢波 (S1180511080004)
电话: 010-88085963
Email: xingbo@hysec.com

市场表现



相关研究

中国平安: 承保与投资业绩分化	3.16
中国平安: 转债发行, 靴子落地	12.27
保险年度策略: 税收政策! 你懂得	12.5
保险月报: 折现率反弹高度下降	11.18
保险四季度策略: 攻守兼备	10.10
中国平安: 计划外变化加深跌幅不改趋势	9.26

资产负债表(百万元)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
货币资金	12,544	26,742	12,986	16,233	20,291
交易性金融资产	3,836	6,515	5,310	6,638	8,297
债券计划投资	0	0	0	0	0
保户质押贷款	346	820	2,055	2,363	2,718
定期存款	18,891	55,826	131,047	150,704	173,310
可供出售金融资产	49,406	74,689	72,876	83,807	96,379
持有到期投资	107,661	122,016	141,090	162,254	186,592
长期股权投资	310	707	709	815	938
存出资本保证金	242	242	522	600	690
固定资产	2,650	2,734	2,751	3,164	3,638
资产总计	206,618	304,566	386,771	444,787	511,505
卖出回购金融资产款	12,248	24,712	32,481	38,977	46,773
应付保单红利	0	0	0	0	0
保户投资款代理业务负债	0	0	18,730	22,476	26,971
未到期责任准备金	430	530	604	725	870
未决赔款准备金	159	274	392	470	564
寿险责任准备金	153,123	220,498	277,353	345,304	429,904
长期健康险责任准备金	10,103	13,323	15,465	18,558	22,270
负债合计	202,375	297,993	355,458	409,989	472,873
股本	1,200	1,200	3,117	3,117	3,117
资本公积	955	1,035	21,058	34,987	48,835
盈余公积	204	427	705	1,013	1,383
归属母公司所有者权益	4,238	6,567	31,306	34,791	38,626
股东权益合计	4,243	6,573	31,313	34,797	38,632
负债和股东权益合计	206,618	304,566	386,771	444,787	511,505
每股数据	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
每股净资产	3.53	5.47	10.04	11.16	12.39
每股盈利	2.22	1.87	0.90	0.99	1.19
每股内涵价值	-	10.80	18.84	20.67	28.62

利润表(百万元)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	73,674	102,513	57,812	126,492	151,942
已赚保费	64,998	91,583	50,707	108,038	129,529
提取未到期责任准备金	7,197	10,684	7,368	-85	-102
投资收益及公允价值变动	8,129	10,526	13,536	18,054	22,013
营业支出	-70,965	-100,227	-55,739	-121,305	-146,126
退保金	-5,249	-7,710	-6,139	-8,643	-10,362
赔付支出	-5,555	-5,518	-3,776	-6,482	-7,772
提取保险责任准备金	-45,944	-70,510	-37,427	-85,350	-102,976
保单红利支出					
手续费及佣金支出	-5,450	-7,179	-3,667	-8,711	-10,453
业务及管理费	-7,261	-8,443	-4,018	-10,418	-12,514
其他支出	-1,506	-867	-712	-1,701	-2,049
利润总额	2,651	2,255	2,050	5,187	5,816
所得税费用	10	-5	-275	-778	-872
净利润	2,661	2,250	2,800	3,080	3,696
综合收益	2,858	2,329	-893	4,409	4,944
内含价值(百万元)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
经调整净资产	6,400	21,966	32,361	35,928	
有效业务价值	29,866	36,818	44,182	53,018	
调整后有效业务价值	21,685	27,025	32,079	38,495	
内含价值	28,084	48,991	64,441	74,423	
一年新业务价值	6,722	6,054	6,714	7,386	
调整后一年新业务价值	4,741	4,360	4,796	5,276	
估值水平	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
P/B	8.17	5.27	2.87	2.59	2.33
P/E	13.00	15.43	32.14	29.21	24.34
P/EVPS	-	2.67	1.53	1.40	1.01

分析师简介:

分析师姓名: 黄立军, 宏源证券研究所非银行金融行业研究员, 中国人民银行研究生院金融硕士, 2009 年加盟宏源证券研究所。2008 年新财富非银行金融行业最佳分析师第三名。2009 年今日投资非银行金融行业第一名。

主要研究覆盖公司: 中国人寿、中国太保、中国平安、中信证券、海通证券、招商证券、光大证券、东北证券、长江证券等。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。