



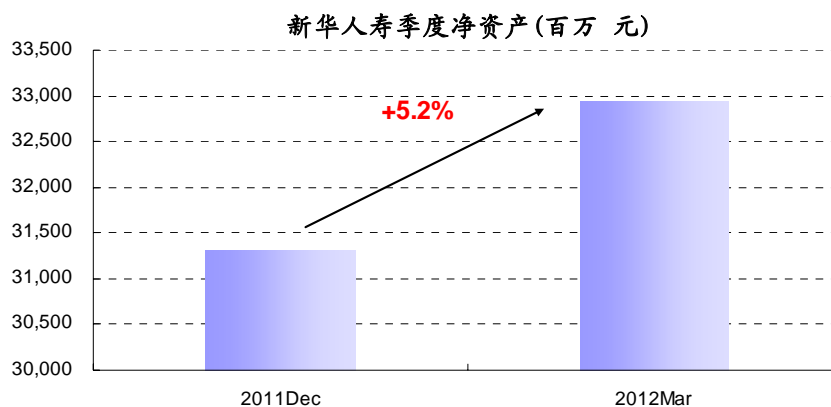
- 新华保险 4 月 26 日披露一季报，内容如下：新华 11 年三季报净利润 7.68 亿元，EPS 0.25 元，同比-35.7%；期末归属于公司股东的净资产为 329.41 亿元，BVPS 10.56 元，环比上升 5.2%。对此，我们的点评如下：

## 季报净资产表现靓丽

今年 1 季度，中证全债指数上涨 0.78%，沪深 300 上涨 4.65%，行业投资收益率回暖。受此影响新华保险一季度末净资产 329 亿，季度大幅增长 5.2%。这再次验证了我们前期对于保险行业一季报净资产高增长的判断。保守估计，当年化投资收益率在 5%，则保险行业全年净资产增速超 15%，甚至将达到 20%。

我们认为净资产高速增长一方面来源于一季度权益市场的良好表现，另一方面更是新保险会计准则下中国保单高利润率的体现。

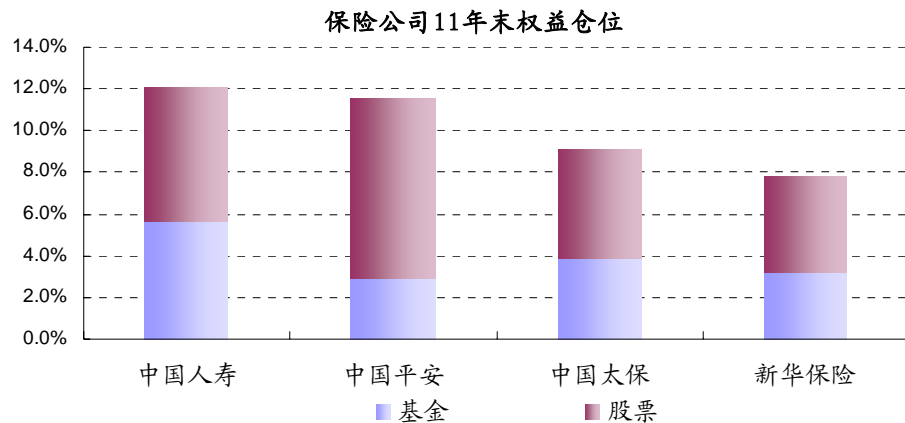
图 1： 新华一季度净资产高速增长



资料来源：华泰联合证券研究所

由于 2 季度以来权益市场维持良好增长势头，因此我们认为投资收益能够得到一定程度的保证，这也确保了保险行业净资产全年的高增速。基于 11 年年报，人寿权益仓位占比最高，其次依次为平安、太保、新华。因此我们预测权益仓位较高的人寿和综合金融优势明显的平安在这轮行情中净资产或有较高增速。

图 2: 11 年末各公司权益仓位一人寿仓位最高



资料来源: 华泰联合证券研究所

## 浮亏下降, 1 季度末浮亏约 21 亿

新华保险一季度计提减值准备 5 亿元, 这也是公司净利润下滑 36% 的主要原因。但是同时公司浮亏下降约 7 亿元, 这也从另一侧面反映保险公司净利润的人为调节性, 并不反映公司实际的经营情况。

截止一季度末仍有浮亏约 21 亿元, 折合每股浮亏约 0.67 元。

图 3: 1 季度末仍有浮亏 21 亿

新华保险	2011-12-31	2012-3-31
股本溢价	23,906	23,977
可供出售金融资产公允价值变动	-7,687	-2,103
可供出售金融资产公允价值对保险责任准备金和保户储金及投资款的影响	4,791	
与计入资本公积项目相关的所得税影响	-	
其他	48	48
股本	3,117	3,120
每股浮盈:	-0.93	-0.67

资料来源: 华泰联合证券研究所

## 偿付能力充足，暂无再融资需求

基于资本市场回暖、净资产增长，预计新华一季度偿付能力约 159%，相比年末有所提高。

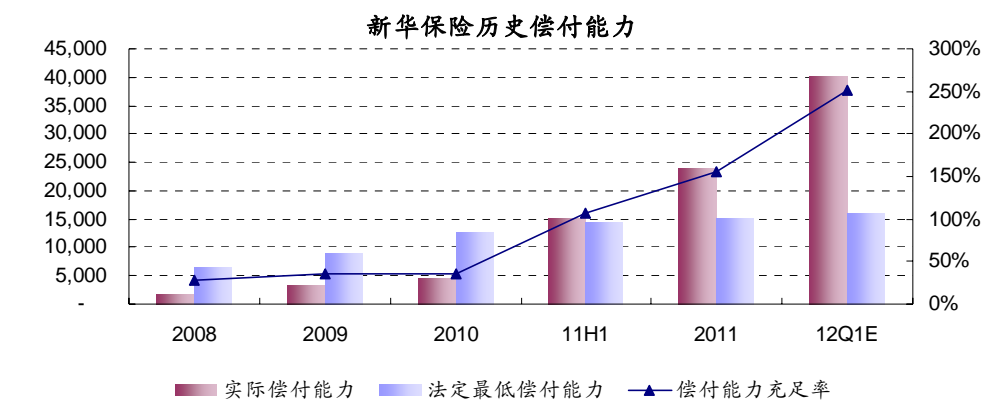
图 4： 发债后新华偿付能力充足

百万元	11H1	2011	12Q1E 发债前	12Q1E 发债后
实际偿付能力	15,225	23,866	25,112	40,112
法定最低偿付能力	14,354	15,304	15,779	16,017
寿险偿付能力充足率	106%	156%	159%	250%

资料来源：华泰联合证券研究所

考虑新华之前 100 亿次级债以及 50 亿混合资本债后偿付能力将达到 250%，远高于保监会 150%的警戒水平，公司暂无再融资需求。

图 5： 新华偿付能力约 250%



资料来源：华泰联合证券研究所

## 投资建议

目前新华估值隐含 12P/EV1.8，估值略高于行业平均，但仍低于历史平均水平。11 年 IPO 后公司资本金充足，保费增速高于行业平均，**维持新华保险的“买入”评级。**目前保险行业估值仍属偏低：P/EV 平安 1.2 倍，太保 1.5 倍，人寿 1.6 倍，新华 1.8 倍。递延税收优惠政策仍有望在上半年取得推动性进展，维持行业“增持”评级，排序：平安、太保/新华、人寿。

图 6： 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	41.19	21.14	26.29	29.77	35.06	1.61	2.03	2.13	2.45	1.9	1.6	1.38	1.17	12.5	7.3	5.4	2.50
中国人寿	18.32	10.09	10.55	10.36	11.56	0.63	0.70	0.71	0.73	1.8	1.7	1.77	1.58	13.1	11.1	11.1	9.29
新华保险	34.16		23.40	15.72	18.38		3.95	1.40	1.60		1.5	2.17	1.86		2.7	13.2	9.85
中国太保	21.81	11.60	12.80	13.21	15.03	0.59	0.71	0.78	0.91	1.9	1.7	1.65	1.45	17.3	12.7	11.0	7.50

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	41.19	1.89	2.26	2.46	3.11	11.57	14.66	16.53	19.13	21.8	18.19	16.7	13.2	3.6	2.81	2.5	2.2
中国人寿	18.32	1.16	1.19	0.65	0.89	7.47	7.38	6.78	7.27	15.7	15.40	28.2	20.6	2.5	2.48	2.7	2.5
新华保险	34.16		1.87	0.90	1.08		5.47	10.04	11.99		18.23	38.0	31.6		6.24	3.4	2.8
中国太保	21.81	0.87	1.00	0.97	1.11	8.80	9.34	8.93	9.65	25.2	21.92	22.6	19.6	2.5	2.34	2.4	2.3

数据来源：公司季报，华泰联合证券研究所



#### 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