

银保增幅远领先同业主力

增持维持

目标价格：39 元

投资要点：

- 个险渠道主要由续期保费拉动，续保部门业绩显著与同业形成差异
 - 银保新单增幅在 a 股同业中率先转正，银保续期增幅也维持高位
 - 在保费险种上，四月主推的产品开始强调更高的价值率
- 新华保险于 5 月 16 日晚间发布公告，今年前四月寿险保费收入分别为人民币 416.84 亿元，同比上涨 13.8%，四月单月保费 66.84 亿元，同比上涨 8.4%。估测四月全寿险市场同比增幅维持在 1% 左右，新华增幅远超寿险大盘及已披露保费的市场主力。
- 我们预计保费增长的主要来源还是传统的个险渠道，估测同比增幅达到 25% 左右。与其他市场主力有所不同，新华个险渠道显现出由续期保费增速所拉动的特征，续保部门业绩显著与同业形成差异化，客户保单二次开发也初见成效。同时新华个险新单增幅并不弱势，寿险新单大盘积弱已久，10% 以上的个险新单增幅足以使新华领先同业。
- 银保新单增幅在 a 股同业中率先转正，同时银保续期增幅也维持在 25% 左右的高位，以此形成新华在保费表现上区分同业的最显著特征。一季度以来，新华保险持续深化和银行渠道的深度合作，虽然银保渠道的新业务价值贡献率和利润边际都相对弱势，但是以量补价的成功也使得在利润和内涵价值积累上，新华会具有相对优势。
- 在保费险种上，四月主推的产品开始强调更高的价值率。一季度开门红在传统上力推价值率相对较低的产品以争夺客户手中的闲置资金，更关注量，但是从二季度始，kpi 指标将回归对保单价值的考察。
- 市场占有率方面，今年前三月，寿险市场集中度一路下行，新华保险市场占有率总体有所回升，预期四月市占率继续上扬。
- 在 2012 年 14 倍新业务价值倍数的保守估值下，合理股价估值区间 39-40 元。在 2012-2014 年，内含价值倍数 2.9/2.5/2.2x，隐含新业务倍数 15.3/11.0/8.6x。维持增持评级。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
EPS	2.2	0.6	0.9	1.2	1.3
BVPS	5.5	6.8	6.8	8.8	10.2
EV	10.8	10.4	11.6	13.1	15.0
NBV	1.8	0.7	0.9	0.9	0.9
市盈率	14.9	36.8	33.0	25.7	19.9
市净率	6.0	3.3	3.1	2.7	2.4

非银行金融研究组

黄立军 (S1180209070180)

电话：010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

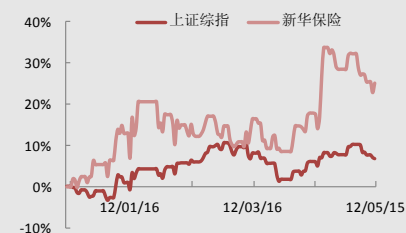
联系人：

唐子佩 (S0130111110630)

电话：010-88013605

Email: tangzipei@hysec.com

市场表现



相关数据

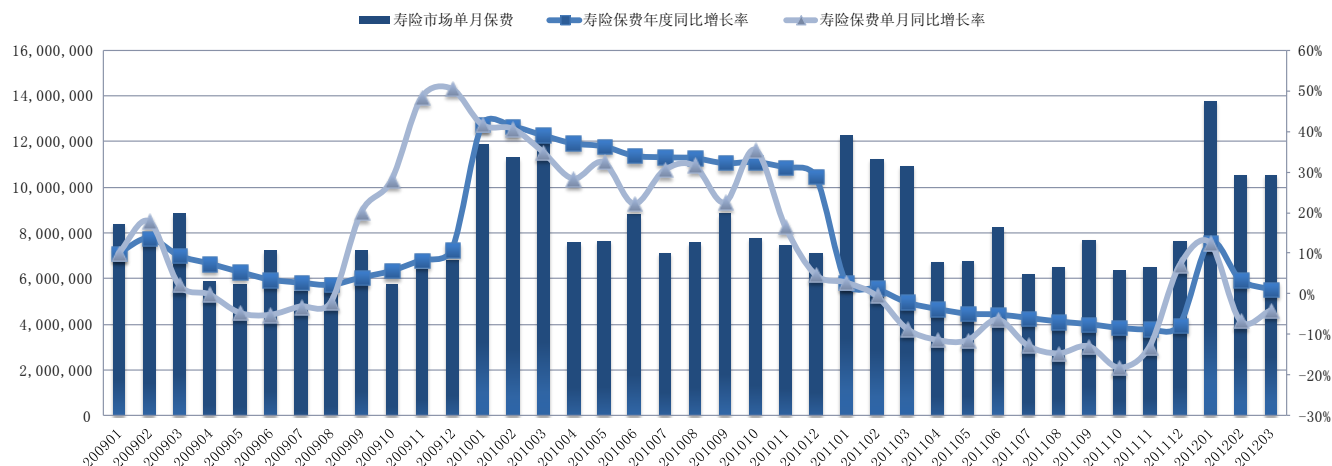
A 股收盘价(元)	33.08
总股本(万股)	311955
实际流通 A 股(万股)	15854
流通 A 股市值(亿元)	52.45

数据来源：wind 资讯

相关研究

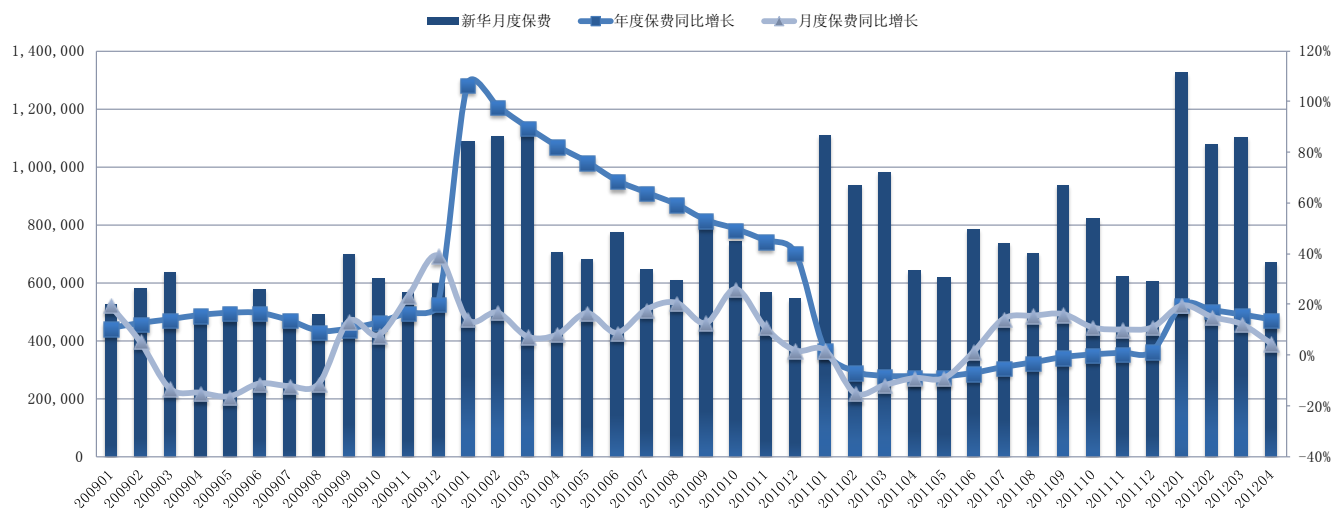
- 1 《宏源证券 * 季报点评 * 新华保险：银保反转，保费增长远超同业 * 601336 * 非银行金融 * 黄立军、唐子佩》，2012.4
- 2 《宏源证券 * 调研报告 * 新华保险：20120423 策略会纪要 * 601336 * 非银行金融 * 唐子佩、黄立军》，2012.4
- 3 《宏源证券 * 点评报告 * 新华保险：投资业绩优异推动利润增长 * 601336 * 非银行金融 * 黄立军 邢波》，2012.3

图 1：2012 年寿险市场保费增长略有改善



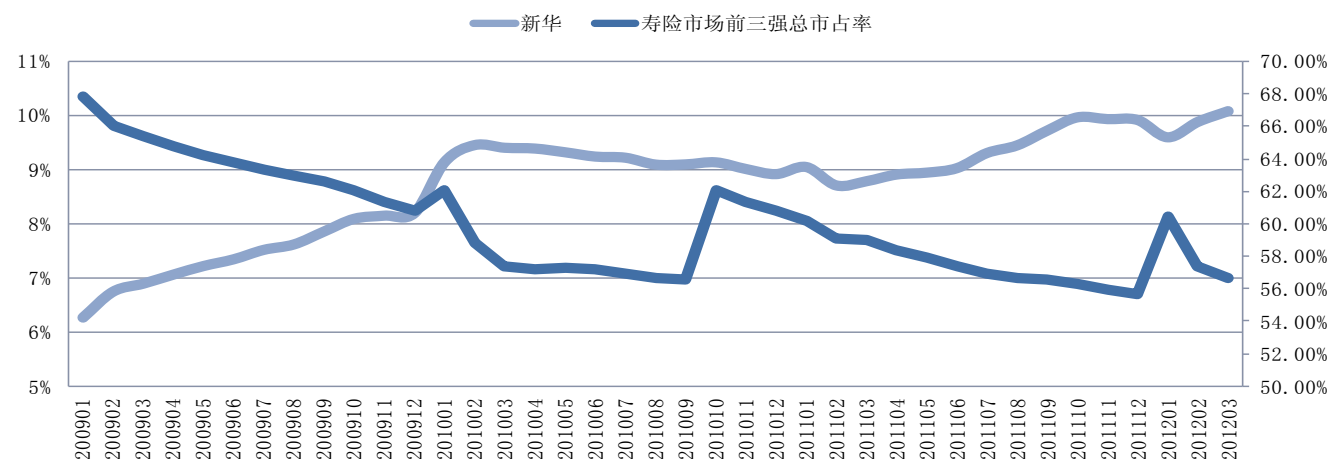
资料来源：宏源证券，circ

图 2：新华保险今年前四月寿险保费 416.84 亿元，同比上涨 13.8%，四月单月保费同比上涨 8.4%



资料来源：宏源证券，circ

图 3：新华保险今年前三月寿险市场占有率持续上扬



资料来源：宏源证券，circ

表 1：新华保险(601628.sh)：财务比例预测（人民币百万元）

	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表						资产负债表					
保险业务收入	65040	94797	131203	162848	203537	资产总额	304566	386771	449727	658976	825621
投资收益	7197	14764	17314	22214	28235	交易类金融资产	6515	5310	8771	11216	14256
营业收入	73674	109209	146546	187265	234744	可供出售类金融资产	74689	72876	91726	117296	149092
提取保险责任准备金	-72	-71	-357	-133	-172	持有到期类金融资产	122016	141090	166090	212390	269964
退保金	-5249	-15047	-18843	-26803	-33909	投资资产	287490	365905	424091	540222	684473
赔款支出	-5555	-6115	-7658	-10893	-13780	其他非投资资产	17076	20866	25636	118754	141148
手续费及佣金支出	-5450	-7265	-10473	-12999	-16247	负债总额	297993	355458	491074	621269	782719
业务及管理费用	-7261	-9272	-14401	-16901	-21732	保险合同准备金	234625	293814	417936	528740	666144
营业支出	-70965	-105824	-142643	-182252	-228272	应付保单红利	349	499	0	0	0
税前利润	2651	3275	3903	5013	6472	股东权益	6567	31306	33777	37696	42890
净利润	2661	2800	3123	4011	5178	权益合计	6573	31313	33785	37707	42902
	2009	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2011	2012E	2013E	2014E
收入增长						资产/负债增长率					
已赚保费收入增长	-29.1%	45.8%	38.4%	24.1%	25.0%	总资产增长率	47%	12%	30%	47%	25%
投资收益增长	-22.8%	66.5%	127.4%	20.2%	27.1%	投资资产增长率	48.7%	11.5%	29.2%	27.4%	26.7%
营业收入增长	-28.1%	48.2%	34.2%	27.8%	25.4%	总负债增长率	47.2%	9.0%	50.5%	26.5%	26.0%
支出增长						保险合同准备金增长率	43.2%	9.3%	55.4%	26.5%	26.0%
退保金	-31.9%	186.7%	25.2%	42.2%	26.5%	股东权益增长	55.0%	52.9%	65.0%	11.6%	13.8%
赔款支出	0.7%	10.1%	25.2%	42.2%	26.5%	每股数据					
准备金提转差	-34.8%	42.7%	33.0%	26.4%	24.0%	股本	1200	3117	3120	3120	3120
佣金及手续费	-24.1%	33.3%	44.2%	24.1%	25.0%	EPS	2.2	0.9	1.0	1.3	1.7
业务及管理费用	-14.0%	27.7%	55.3%	17.4%	28.6%	BVPS	5.5	10.0	10.8	12.1	13.7
净利润增长	18.3%	5.2%	11.5%	28.4%	29.1%	EV	10.8	13.6	11.6	13.1	15.0
盈利能力						NBV	1.8	1.5	1.4	1.8	2.1
营业净利率	4.1%	3.0%	2.4%	2.5%	2.6%	当期市价	33.08	33.08	33.08	33.08	33.08
总资产周转率	21.4%	24.5%	29.2%	24.7%	24.7%	市盈率	15	37	33	26	20
ROE	40.5%	8.9%	9.3%	10.7%	12.1%	市净率	6.0	3.3	3.1	2.7	2.4
ROA	0.9%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	内含价值倍数	3.1	2.4	2.9	2.5	2.2
ROAE	49.2%	10.0%	10.7%	11.3%	12.9%	隐含新业务倍数	12.2	12.9	15.3	11.0	8.6
ROAA	1.0%	0.8%	3.1%	0.7%	0.7%						
杠杆	46.4	12.4	13.3	17.5	19.2						

资料来源：宏源证券

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: 新华保险、新华保险、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

华北 区域	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	李倩 010-88083561 liqian@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com	
华东 区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	李岚 021-51782236 lilan@hysec.com
华南 区域	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@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。