

续期优势持续保持，新业务价值增长获确认

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
- 一季度实现标准保费 54.57 亿元，同比上涨 2.04%，新业务价值增长获确认
- 新华保险于 6 月 12 日晚间发布公告，今年前五月寿险保费收入分别为人民币 478.6 亿元，同比上涨 11.8%，五月单月保费 61.8 亿元，与去年同期持平。估测五月全寿险市场同比跌幅将继续，新华增幅远超寿险大盘及已披露保费的市场主力。
- 个险新单角度来看，新华保险五月单月表现尚可。我们预计新华的个险新单同比增幅将达到 10% 以上，同比增幅有所回落。但是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，进入 2012 年以来，新华个险续保保费同比增幅一路上扬，续保部门业绩显著与同业形成差异化，客户保单二次开发成效显著。
- 银保新单同比出现下滑，体现了银保市场系统性的衰退。但是总体幅度仍远好于市场大盘，新华在银保渠道上与市场主力仍形成差异化。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，近期主推的产品开始强调更高的价值率。新华保险一季度实现标准保费 54.57 亿元，同比上涨 2.04%，虽然幅度远低于规模保费的 16.10%，但仍远高于市场竞争主力，仅低于太保的 6.17%。由此可确认新华新业务价值增长在市场主力之间具有相当竞争力。
- 市场占有率方面，今年前四月，寿险市场集中度一路下行，新华保险市场占有率总体上有所回升，预期五月市占率继续上扬。
- 在 2012 年 14 倍新业务价值倍数的保守估值下，合理股价值区间 34-35 元。在 2012-2014 年，内含价值倍数 2.7/2.4/2.1x，隐含新业务倍数 14.0/10.1/7.7x。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 | 14.1 | 34.9 | 31.2 | 24.3 | 18.8 |
| 市净率 | 5.7 | 3.1 | 2.9 | 2.6 | 2.3 |

增持维持

目标价格：35 元

非银行金融研究组

分析师：

黄立军 (S1180209070180)

电话：010-88085983

Email：huanglijun@hysec.com

联系人：

唐子佩

电话：010-88013605

Email：tangzipei@hysec.com

市场表现



相关数据

| | |
|---------------|--------|
| A 股收盘价(元) | 31.35 |
| 总股本 (万股) | 311955 |
| 实际流通 A 股 (万股) | 15854 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 49.70 |

数据来源：wind 资讯

相关研究

1 《宏源证券 * 动态跟踪报告 * 新华保险：银保增幅远领先同业主力 * 601336 * 非银行金融 * 黄立军、唐子佩》，2012.5

2 《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

3 《宏源证券 * 调研报告 * 新华保险：20120423 策略会纪要 * 601336 * 非银

仁人志士 庄生蝶 世之安 2012.1

图 1：2012 年寿险市场保费增长略有改善



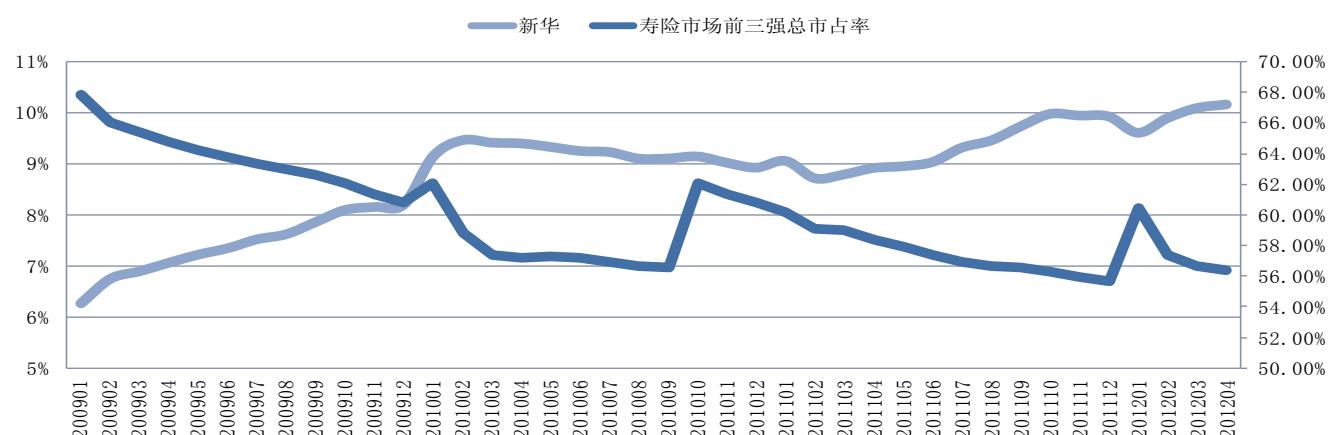
资料来源：宏源证券，circ

图 2：新华保险今年前五月寿险保费 478.6 亿元，于上年同比增长 11.8%，五月单月保费与去年持平



资料来源：宏源证券，circ

图 3：新华保险今年前四月寿险市场占有率达到 10.0%



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 | 31.35 | 31.35 | 31.35 | 31.35 | 31.35 |
| 总资产周转率 | 21.4% | 24.5% | 29.2% | 24.7% | 24.7% | 市盈率 | 14 | 35 | 31 | 24 | 19 |
| ROE | 40.5% | 8.9% | 9.3% | 10.7% | 12.1% | 市净率 | 5.7 | 3.1 | 2.9 | 2.6 | 2.3 |
| ROA | 0.9% | 0.7% | 0.7% | 0.6% | 0.6% | 内含价值倍数 | 2.9 | 2.3 | 2.7 | 2.4 | 2.1 |
| ROAE | 49.2% | 10.0% | 10.7% | 11.3% | 12.9% | 隐含新业务倍数 | 11.3 | 11.8 | 14.0 | 10.1 | 7.7 |
| 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 | 牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com | 李倩 010-88083561 liqian@hysec.com | 王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com | 张璐 010-88013560 zhangyao@hysec.com |
| 华东 区域 | 张璐 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 |
| 华南 区域 | 夏苏云 13631505872 xiasuyun@hysec.com | 贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com | 罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com | 赵越 18930809316 zhaoyue@hysec.com |
| QFII | 覃汉 010-88085842 qinhan@hysec.com | 胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com | | 孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@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。