

股票代码	601336.SS	1336.HK
评级	持有	买入
收盘价	人民币 30.64	港币 24.10
目标价	人民币 33.03	港币 35.03
上/下浮比例	8%	45%
目标价格基础	1.75 倍每股内含价值	1.52 倍每股内含价值
板块评级	中立	中立

股价表现



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	15	(1)	(5)	-
相对新华富时 A50 指数	14	2	5	-
发行股数(百万)	3,120			
A股流通股(%)	5.1			
A股流通股市值(人民币 百万)	4,875			
3个月日均交易额(人民币 百万)	199			
主要股东(%)				
中央汇金公司	31.26			

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2012年7月30日收市价为标准

**中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格**
行业：保险**孙鹏**

(010) 6622 9072

peng.sun@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120017

袁琳,CFA

(010) 6622 9070

lin.yuan@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120005

新华保险

具有较强成长性的专营寿险公司

作为中国第三大寿险公司，新华保险专营于人身险业务。自成立以来，该公司的保费增速持续超过行业平均水平，目前已经拥有 10% 的市场份额。展望未来，从保费渠道上看，新华保险将转变以往对银保渠道的过分依赖，加大对营销员渠道的培育，在实现一定的增员幅度的同时，着重于提高代理人的个人产能；从保险产品的期限上看，该公司较早地开始强调对期缴产品的重视，未来将更加着力于对长期期缴产品的扶持；从保险产品的品种上看，该公司可能会降低分红产品的占比，提升保障型产品、养老保险和健康险的占比。我们预计未来三年该公司的年均保费增速将达到 16%。我们对 A 股给予持有评级，H 股给予买入评级，目标价格分别为 33.03 元人民币与 35.03 港币。

支撑评级的要点

- 宏观层面的流动性趋于宽松已经是大势所趋。在银行理财收益率及存款利率走低的情况下，保险产品的相对吸引力增强。作为银保渠道保费收入占比最高的上市保险公司，新华保险会更加受益，退保率上的压力也会有所缓解。
- 代理人保费收入中，长期期缴的新单业务占全部新单业务的比例高达 60% 以上。长期期缴业务的有效发展，有利于该公司利润率的提升和现金流的稳定。我们预计 2012 年营销员渠道的新单增速会接近 20%。
- 新华保险的投资风格一向保守，在当前资本市场趋势不明朗的情况下，有望取得相对较好的投资收益率。
- 上市以来，新华保险的偿付能力约束得以解除，如果考虑 150 亿债务融资工具的发行，该公司的偿付能力将得到大幅提升，这将有利于其承保业务的开展和投资领域的扩大。

评级面临的主要风险

- 资本市场的波动导致投资收益率持续低迷，保单吸引力难以提升。
- 利率市场化导致银行的吸储压力难以减轻，保险产品相对于理财产品竞争力仍然不足。

估值

- 我们给予新华保险 H 股买入评级和 35.03 港币的目标价，相当于 1.52 倍的 2012 年预期每股内含价值。考虑 15% 的小盘股溢价，给予新华保险 A 股持有评级和 33.03 元人民币的目标价。

投资摘要 (A股)

年结日：12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
已赚保费(人民币，百万)	91,860	95,664	110,141	123,904	146,129
净利润(人民币，百万)	2,249	2,799	3,155	3,925	5,344
全面摊薄每股收益(人民币，元)	1.87	0.90	1.01	1.26	1.71
同比变动(%)	(15.77)	(51.87)	12.22	24.75	35.71
市盈率(倍)	16.39	34.04	30.34	24.32	17.92
每股净资产值(人民币，元)	5.47	10.04	15.16	17.24	20.39
市净率(倍)	5.60	3.05	2.02	1.78	1.50
净资产收益率(%)	41.60	14.80	8.00	7.80	9.10
每股股息(人民币，元)	0.00	0.09	0.10	0.13	0.17
股息收益率(%)	0.00	0.29	0.33	0.42	0.55
每股内含价值(人民币，元)	23.40	15.72	18.89	22.85	27.71
市价/每股内含价值(倍)	1.31	1.95	1.62	1.34	1.11
每股评估价值(人民币，元)	131.65	60.76	67.58	75.13	78.23
市价/每股评估价值(倍)	0.23	0.50	0.45	0.41	0.39

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

目录

投资摘要	3
过往的经营模式	5
未来寿险业务增速有望继续超出可比公司	7
投资风格相对保守	10
偿付能力短期内压力较小	12
估值	13
附录	15
研究报告中所提及的有关上市公司	18

投资摘要

作为专注于经营人身险业务的纯寿险公司，在过去的几年中，新华保险的保费增速持续超过行业平均水平，目前拥有10%的市场份额，已经成为中国第三大寿险公司，并且拥有了广泛的品牌知名度和营销网络，形成了自身的经营特色。

在过去的2011年，由于受到整个寿险行业的不利影响，加之自身对银保渠道的过多依赖，新华保险的新单业务出现大幅下降，一年期新业务价值也出现8%的负增长。但是在2011年，新华保险也实现了A+H的两地上市，困扰其多年的偿付能力也得到很大的缓解，偿付能力的提升解除了该公司在业务扩展和投资品种方面的限制。新华保险正在迎来一个新的发展阶段。

未来新华保险依然将专注于人身险业务。从保费渠道上看，新华保险将转变以往对银保渠道的过分依赖，加大对营销员渠道的培育，在实现一定的增员幅度的同时，着重于提高代理人的个人产能；从保险产品的期限上看，该公司较早地开始强调对期缴产品的重视，未来将更加强调对长期期缴产品的扶持；从保险产品的品种上看，该公司可能会降低分红产品的占比，提升保障型产品、养老保险和健康险的占比。

基于以上判断，我们认为新华保险的投资价值在于：

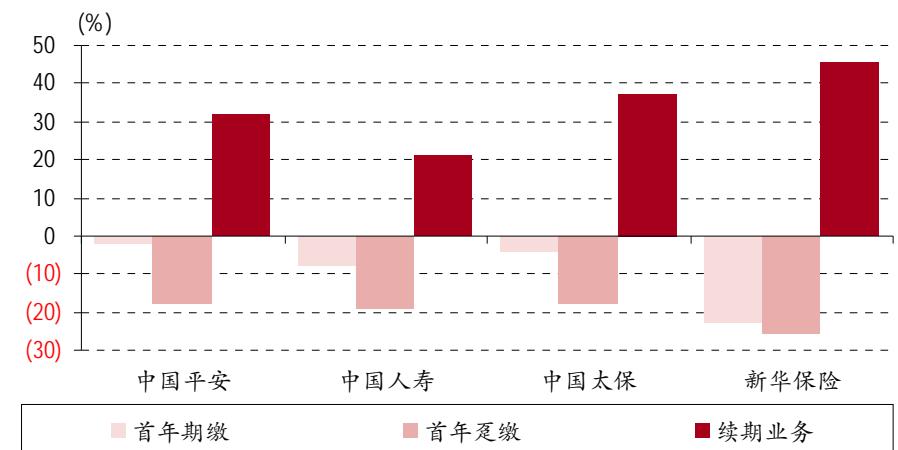
1. 宏观层面上，随着货币政策的逐步松动，流动性趋于宽松已经是大势所趋。在市场利率下行的带动下，银行理财收益率及存款利率也会走低，保险产品的相对吸引力较强。作为银保渠道保费收入占比最高的上市保险公司，新华保险会更加受益，退保率上的压力也会有所缓解；
2. 新华保险对期缴业务一向比较重视，代理人保费收入中，长期期缴的新单业务占全部新单业务的比例高达60%以上。长期期缴业务的有效发展，有利于该公司利润率的提升和现金流的稳定。
3. 近期，新华保险的投资收益率有望好于同业。该公司的投资风格一向相对保守，在宏观经济尚不明朗的情况下，股票市场的趋势性机会难以看到，该公司较低的股权投资比例有望跑赢同业；此外，该公司在去年4季度加大对债券和存款的配置也有利于其投资收益的表现。
4. 在完成香港和内地两地上市后，长期以来困扰新华保险的偿付能力约束得以解除，如果考虑150亿债务融资工具的发行，该公司的偿付能力将得到大幅提升，这将有利于其承保业务的开展（尤其是网点的建设）和投资领域的扩大。
5. H股的估值水平明显低于其他保险公司，该公司H股股价对A股股价具有40%左右的折让幅度。

投资建议面临的风险在于：

1. 货币政策的宽松难以使得宏观经济得到改善，不仅使得股票市场长期低迷，也会使得债券投资的整体收益率下行，保险公司难以提高投资收益率水平；
2. 利率市场化导致银行的吸储压力持续，保险产品相对于理财产品的竞争力仍然不足；
3. 保险营销员增员持续不足，对高产能代理人的竞争导致成本上升；

4. 对于新华保险而言，经营模式的转变见效缓慢，对银保渠道和分红产品的依赖程度有增无减。

图表 1.四大寿险公司新单业务增长情况 (2011年)



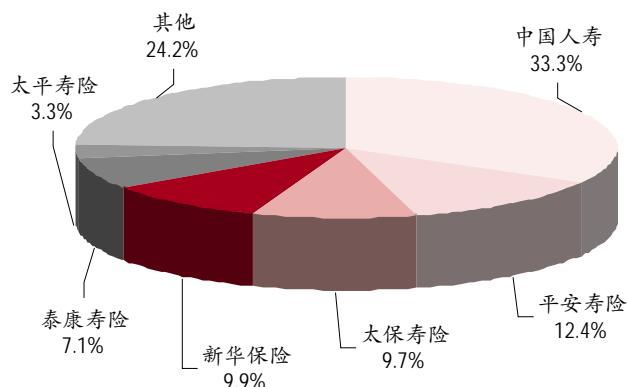
资料来源：公司数据、中银国际研究

过往的经营模式

规模扩张速度高于行业平均水平

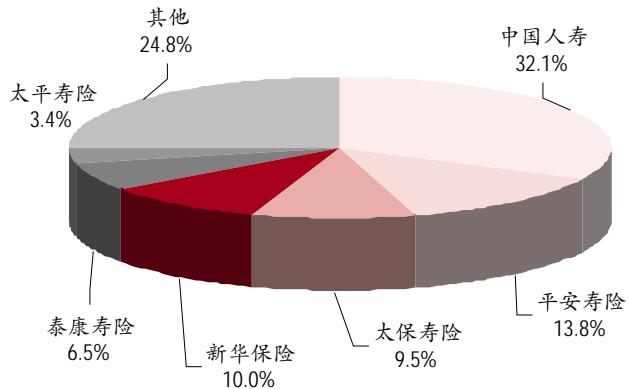
自成立以来，新华保险一直保持着较高的规模扩张速度。考虑到统计口径改变的问题，根据中国保监会的统计，以未经二号解释调整的原保险保费收入计，该公司 2005 年至 2010 年的年均复合增长率为 34.8%，而同期寿险行业的平均增速仅为 23.6%。由于受到整体市场流动性和银保新政的影响，2011 年以来整体寿险行业的保费增速大幅下滑，但新华保险的保费收入增速仍然高于行业平均水平，市场份额继续扩大。目前新华保险已经成为中国第三大寿险公司，其 2011 年和 2012 年前 5 个月的保费收入分别占寿险行业的 9.92% 和 9.96%。

图表 2. 寿险公司市场份额（2011）



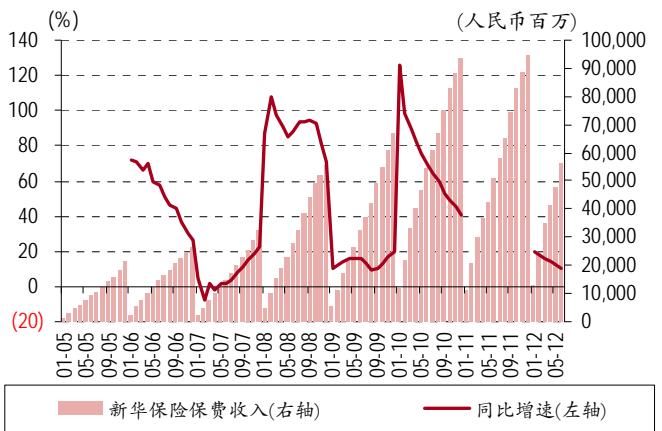
资料来源：中国保监会，中银国际研究

图表 3. 寿险公司市场份额（1H12）



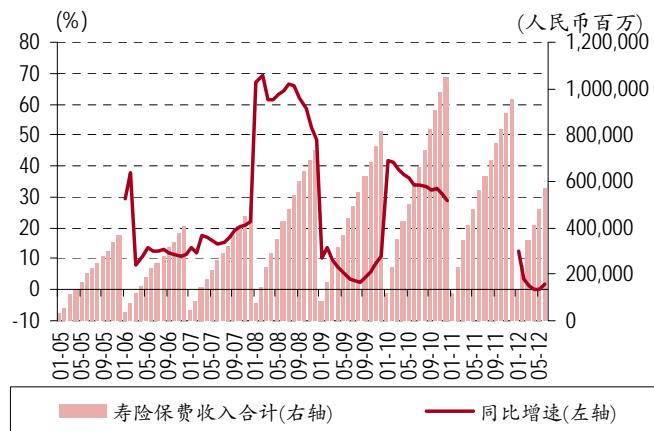
资料来源：中国保监会，中银国际研究

图表 4. 新华保险保费收入及同比增速（2005-1H12）



资料来源：中国保监会，中银国际研究

图表 5. 寿险行业保费收入及同比增速（2005-1H12）

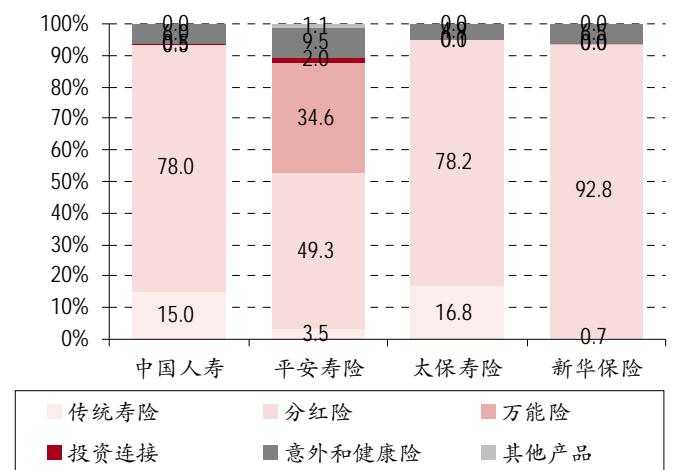


资料来源：中国保监会，中银国际研究

分红产品一枝独秀

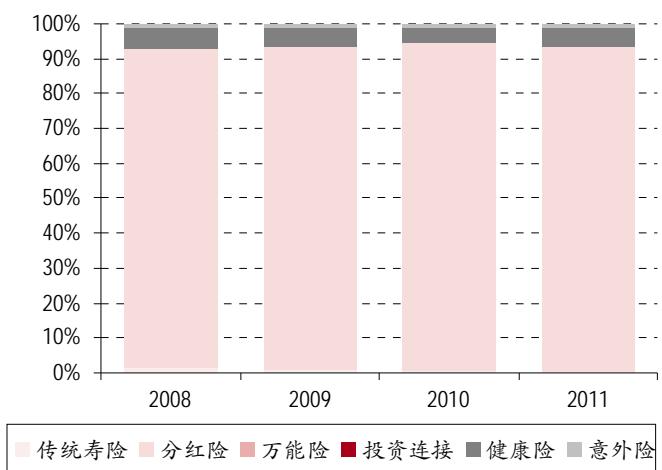
从保险产品上看，自 2008 年以来，新华保险销售的保险产品 90%以上都是分红险，此外还有 5%-6% 的产品是健康险。我们预计该公司会加大传统险、养老保险、健康险的销售力度，但是分红险一枝独秀的地位很难撼动。分红险相对较高的占比，使得该公司对市场利率的敏感度更强，受到市场利率波动的影响更大。

图表 6. 主要寿险公司产品结构 (2011)



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 7. 新华保险寿险产品结构 (2008-2011)

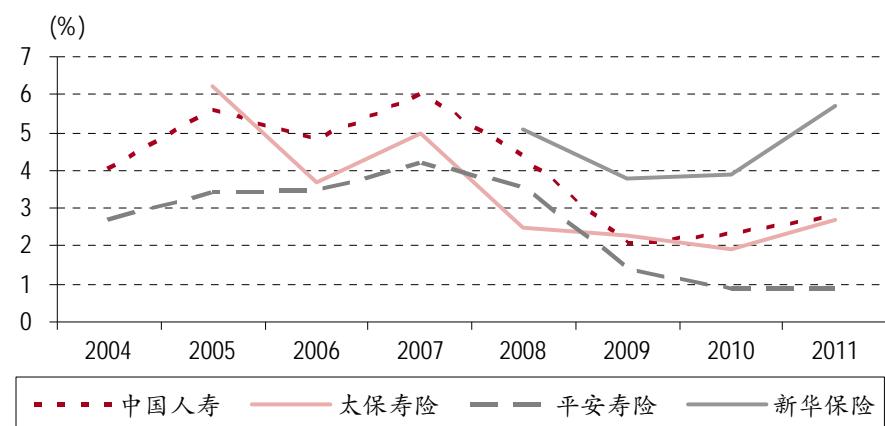


资料来源：公司数据，中银国际研究

退保率相对较高

2008 年以来，新华保险的退保率水平一直偏高，这有两方面的因素：其一是该公司的投资收益率水平一直偏低，其二是该公司的银保渠道保费收入占比较高，导致其 2011 年的退保率水平大幅上升。

图表 8. 主要寿险公司退保率情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

未来寿险业务增速有望继续超出可比公司

展望未来，我们认为，新华保险的保费收入仍会保持相对较高的增速。下面我们将从营销员渠道和银保渠道两个方面分别加以阐释：

营销员渠道：保费收入和价值的双增长

营销员渠道对新华保险的保费收入贡献度大概在 30%-40%之间，未来这一比例还可能会扩大，营销员渠道将成为新华保险最重要的保费收入渠道。目前该公司在营销员渠道上，一方面强调提高营销员的产能，而非数量的增长，另一方面着眼于提升营销员渠道对价值的贡献。

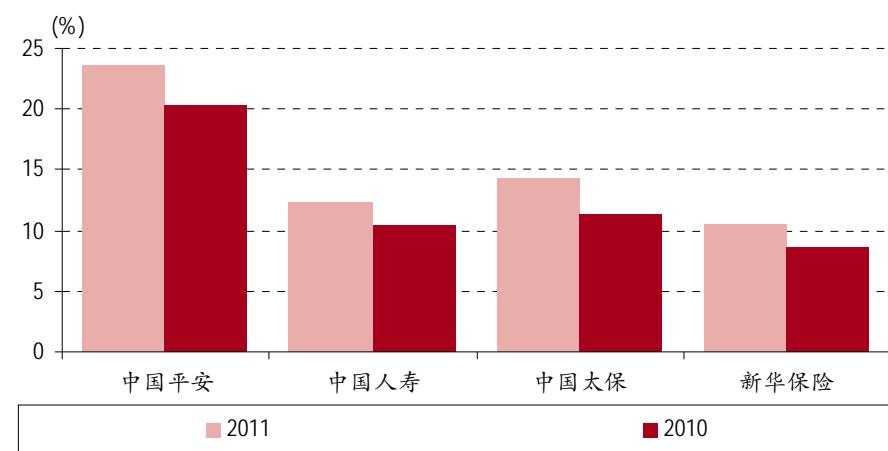
从营销员数量上看，一方面，宏观环境不支持营销员数量的大幅增长，另一方面，在经历了 2010 年的营销员队伍调整后，新华保险的营销员队伍逐渐进入一个稳定发展的阶段，营销员队伍稳定在 20 万左右。况且，营销员增员的主要目标可能仍然是具有一定工作经验的代理人，代理人的增长也不会出现较高的增幅。

从营销员的个人产能上看，以人均每月的首年保费计算，新华保险的个人产能在 4,000 块钱上下，略高于中国人寿和中国太保。由于营销员增员的策略不同，新华保险的个人产能仍具有一定的上升空间。

从保费收入的结构上看，新华保险营销员队伍销售长期期缴产品的能力更强，有利于价值的提升。该公司营销员渠道首年保费中来自 10 年及以上的期交产品的保费收入占营销员渠道首年保费收入的比例由 2010 年的 44.7%上升至 2011 年的 64.0%，与太保寿险基本持平。而中国人寿 2010 年和 2011 年所有渠道全部 10 年期以上期交产品的首年保费收入仅占首年保费（除短期险外）的 10% 和 13%。长期期缴业务会有力地提升该公司的新业务价值利润率。

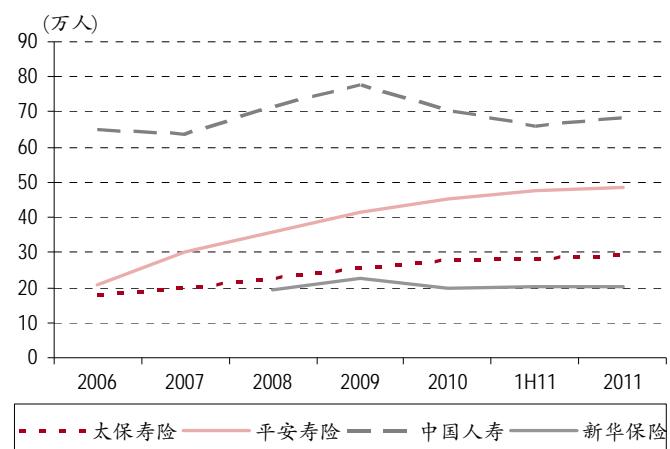
我们预计，2012 年该公司保险营销员数量增长 7%-8%，个人产能增速可能在 15%-25%。其中，新单保费收入的增速可能会超过 15%。如果按营销员渠道对新业务价值贡献三分之二的比例测算，可以带动 2012 年一年期新业务价值提高 10% 以上。

图表 9. 主要寿险公司的新业务利润率



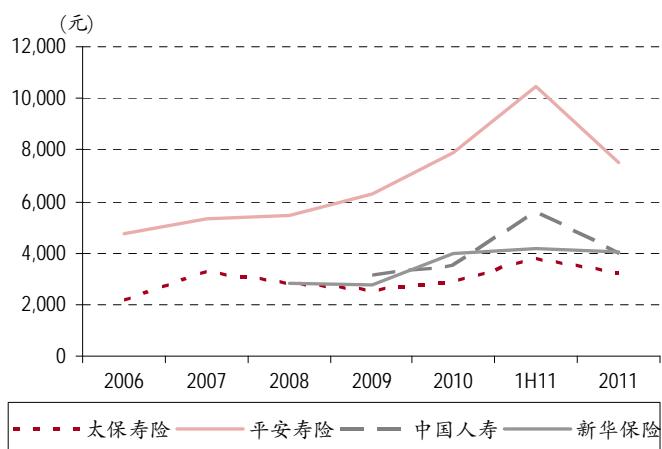
资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 10. 主要寿险公司代理人数量



资料来源：中国保监会，中银国际研究

图表 11. 主要寿险公司代理人产能（人均每月首年保费）



资料来源：中国保监会，中银国际研究

* 平安壽險的个人产能数据统计口径为规模保费

银保渠道：主推长期期缴产品

银保渠道是新华保险保费收入最重要的渠道，新华保险也是最早开展在银行进行驻点销售的保险公司之一。银保渠道对该公司的保费收入贡献度一直在60%以上。但是随着银保新规的深入执行，在过去的一段时期内，新华保险的银保业务面临较大的压力。

从行业的角度看，随着银行理财产品收益率的下行，保险产品的相对吸引力正在逐渐恢复，银保销售虽然仍然处于负增长状态，但下滑的幅度已经开始收窄。银保渠道最差的时期正在过去。

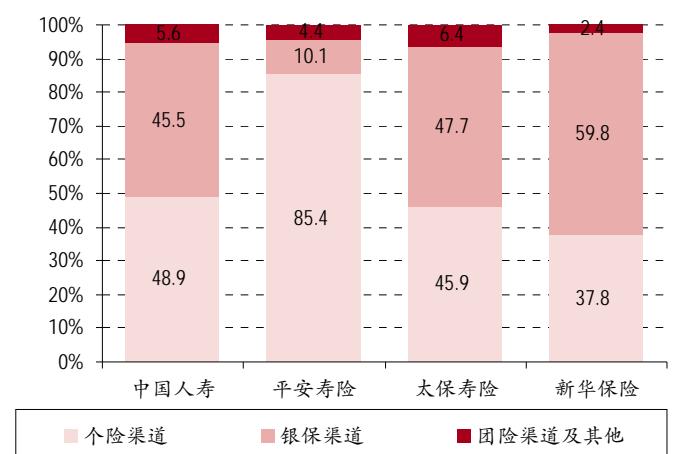
我们认为，新华保险未来可能会减少对银保渠道的依赖程度，但作为其最主要保费收入来源，未来3-5年内银保渠道对其保费的影响仍然很大。因此，我们预计，在银保渠道恢复的周期内，作为银保渠道保费收入占比最高的保险公司，新华保险会相对更加受益。

过去1-2年时间里，新华保险也在探索银保渠道的新发展模式。一是强调对银行柜员和客户经理销售保险产品的激励，二是加强对银行人员的培训和管理，并为个别银行提供一些专属的保险产品，三是加大长期期缴产品的销售力度，主推十年期及以上的产品。

我们认为，新华保险转变银保销售模式的举措，长期来看，是非常有益的尝试，但短期来看，这些措施还很难取得明显的成效，转型需要一定时间的积累。我们预计，短期内通过提高对银行的手续费和佣金来提高银保的销售，可能是见效相对较快的做法。

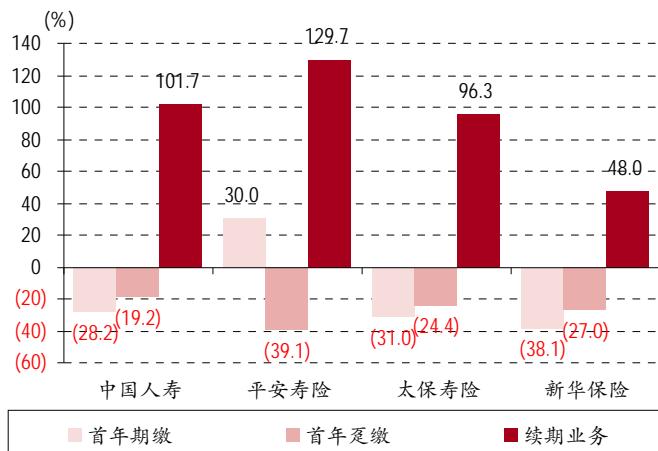
我们预计，2012年新华保险银保渠道的新单仍然是负增长（2011年银保渠道的新单业务下降30%），在一定的续期保费的支持下，整体银保渠道的保费收入可能实现5%-6%左右的正增长。

图表 12.2011 年主要寿险公司保费收入结构 (按渠道)



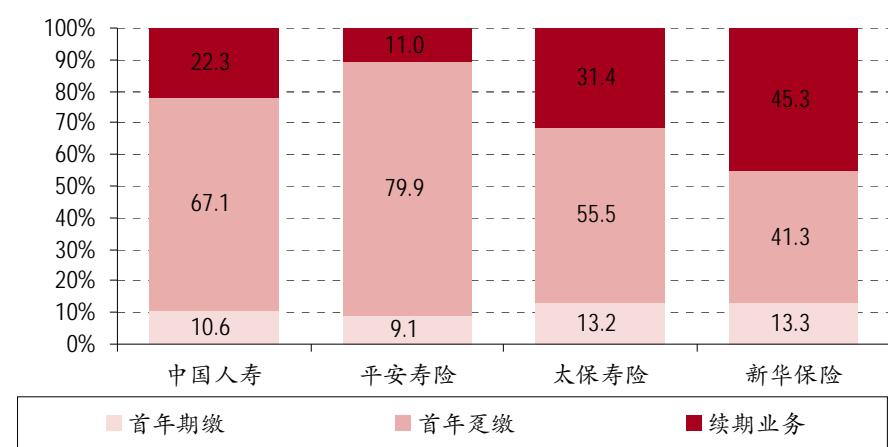
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 13.2011 年主要寿险公司银保渠道保费收入增长情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 14. 主要寿险公司银保渠道的保费收入结构



资料来源：公司数据、中银国际研究

总体来看，我们预计 2012 年新华保险的保费收入增速为 15.3%，下半年的保费同比增速可能会达到 20%。2012 年全年新单业务的保费收入较 2011 年增长 4.9%。

投资风格相对保守

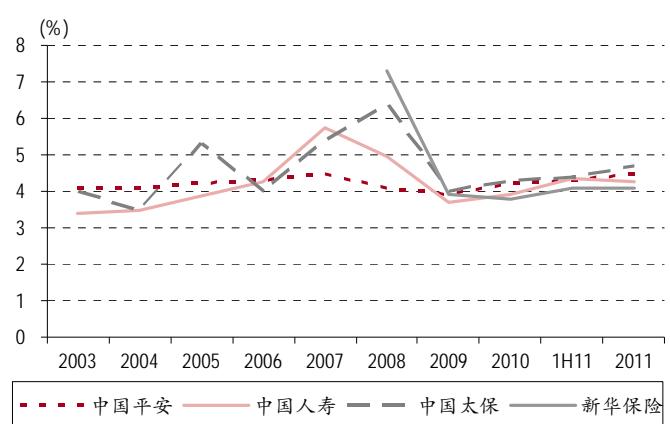
新华保险目前管理的资产规模已经超过3,700亿。从历年的投资收益率表现来看，新华保险的投资表现并不出众。从历年的投资结构上看，该公司的投资风格相对偏保守，除2010年外，其股票和基金的投资比例通常都低于其他可比公司。2011年末该公司的股票和基金投资比例仅为7.8%。较低的股权投资比例也使得其2011年的总投资收益率好于中国人寿和中国太保。

今年以来股票市场仍然出现大幅震荡，上半年整体的股市表现不尽如人意。在这种情况下，新华保险在股权投资上相对保守的投资风格，有助于其保持相对较好的投资收益率水平。

从固定收益类投资上看，新华保险的定期存款占比达到投资资产的三分之一，占比已经相对较高。因此，今年以来该公司主要的投资策略可能仍然是加大对债券资产的投资，尤其是加大对金融债和企业债的投资配置。在降息周期的初期，债券往往是较好的投资品种。

所以整体来看，我们对该公司上半年的投资收益率持相对乐观的预期。但是由于其可供出售类债券的占比相对较低，在债券市场恢复的情况下，这部分资产产生的综合收益水平可能会低于其它公司，尤其是低于中国人寿。

图表 15. 主要保险公司净投资收益率 (2003-2011)



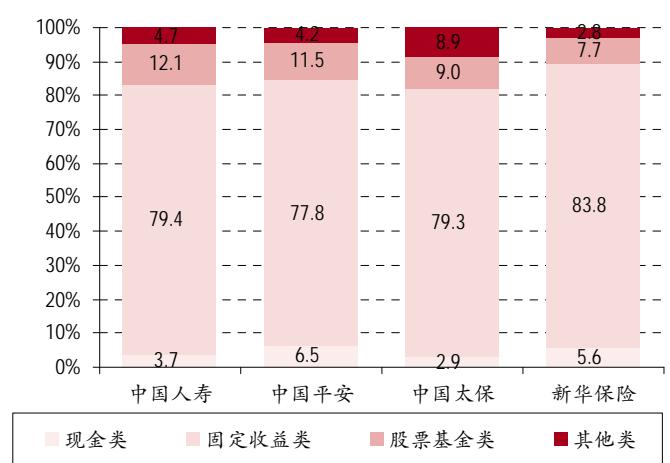
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 16. 主要保险公司总投资收益率 (2003-2011)



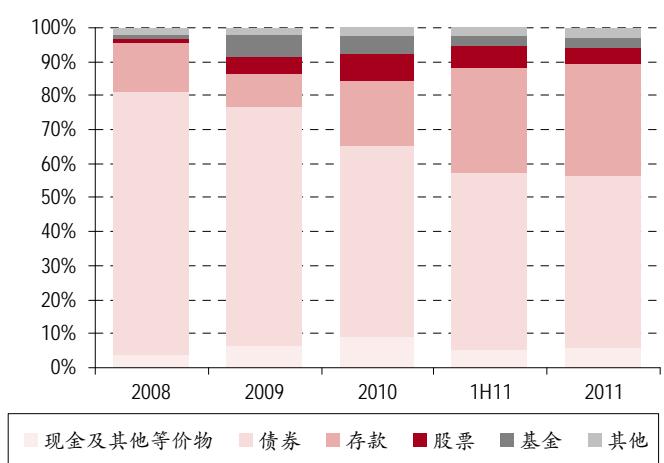
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 17. 主要保险公司投资结构 (2011)



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 18. 新华保险投资结构变动 (2008-2011)



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 19. 主要保险公司债券投资的结构(%)

	2008	2009	2010	11年上半年	2011
中国人寿					
交易性	1.3	1.1	1.2	1.8	3.2
可供出售	61.9	58.5	58.3	59.7	57.5
持有至到期	36.8	40.4	40.5	38.5	39.3
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
中国平安	2008	2009	2010	11年上半年	2011
交易性	6.3	2.7	3.4	2.0	1.4
可供出售	55.1	43.7	32.1	28.1	28.9
持有至到期	38.6	53.5	64.5	69.9	69.7
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
中国太保	2008	2009	2010	11年上半年	2011
交易性	0.1	0.0	1.5	1.2	0.8
可供出售	53.7	40.2	28.8	26.5	24.0
持有至到期	46.3	59.7	69.7	72.3	75.2
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
新华保险	2008	2009	2010	11年上半年	2011
交易性	6.3	0.0	2.8	2.8	1.3
可供出售	0.0	22.1	23.1	24.1	24.6
持有至到期	93.7	77.9	74.1	73.2	74.1
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

资料来源：公司数据，中银国际研究

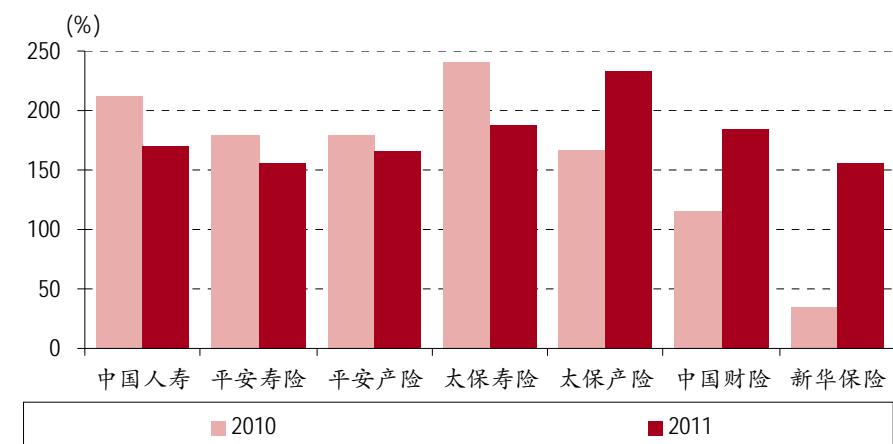
偿付能力短期内压力较小

2011年底新华保险在内地和香港两地同时上市，分别以23.25元人民币和28.5元港币的发行价，发行1.6亿A股和3.6亿H股，融资额分别为36.9亿元人民币和102.9亿元港币。总募集金额约为120亿人民币。

尽管成功实现A+H两地上市，但由于去年资本市场的剧烈波动，导致新华保险在2011年底的偿付能力充足率仅为155%，刚刚超过150%的II类监管要求。正因如此，该公司在今年2月启动债券资本补充计划，在今年年底之前分别发行100亿次级债和50亿债务融资工具。

在债券市场明显恢复的情况下，我们预计今年以来该公司的偿付能力会出现比较明显的改善。100亿次级债预计会很快发行，如果另外50亿债务融资工具得到监管部门的获准并在年底之前完成，那么该公司今年年末的偿付能力充足率水平可能会超过235%。一方面，该公司短期内的偿付能力压力得到很大缓解，再融资可能性减弱，但另一方面，对50亿债务融资工具的认定方式具有一定的监管风险，是否发行具有一定的不确定性。

图表 20. 主要保险公司偿付能力充足率 (2010-2011)



资料来源：公司数据、中银国际研究

估值

我们采用内含价值法并考虑一定的小盘股溢价对新华保险进行估值。

内含价值，一方面会随着新业务价值的贡献和有效保单利润的生成而不断增加，另一方面也会随着净资产的修复而逐渐恢复。

对于新业务价值来说，我们预计个险的新单业务增长对新业务价值的贡献度较高，银保渠道虽然还是负增长状态，但整体新单的增速仍会有5%左右，加上长期期缴业务占比较高，新业务利润率继续提升，预计2012年全年的新业务价值增速为12%。

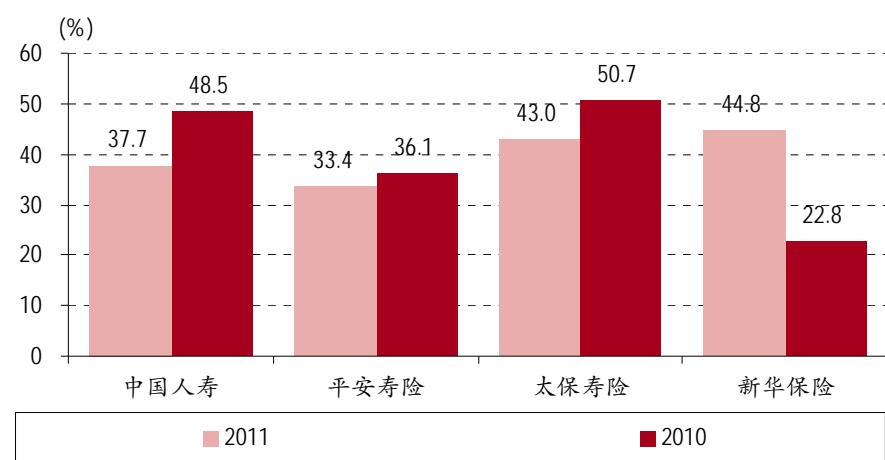
对于净资产来说，今年债券市场的恢复会带动寿险公司净资产的恢复，下半年债券市场环境仍然相对良好，但股票市场的走势并不明朗。

此外，我们还分析了新华保险的内含价值结构和精算假设：

从内含价值的结构上看，新华保险的调整后的净资产占比并不显著高于其他公司，即使在2011年上市融资120亿元之后，其调整后的净资产占内含价值的比重也仅略高于太保寿险。

从精算假设上看，一方面，对有效业务价值和新业务价值的风险贴现率假设，新华保险和太保寿险都采用11.5%的保守假设；另一方面，从投资回报假设上看，新华保险的分红险长端投资回报假设是5.5%，与中国人寿和平安寿险是一致的，传统险的长端投资回报假设是5.2%，低于中国人寿和平安寿险的5.5%。总体来看，只有中国太保的精算假设相对保守，但相比中国人寿和平安寿险，新华保险的精算假设还是更保守一些。

图表21.保险公司调整后净资产占内含价值的比重（2010-2011）



资料来源：公司数据、中银国际研究

目前A股的流通股占总股本的5.1%，A股流通市值仅为55亿，H股在基石投资者解禁后的流通股占总股本的12.6%，H股流通市值约为95亿港币。新华保险的总资产规模相当于中国人寿的四分之一，而中国人寿的总市值也基本相当于新华保险的5.5倍。但是新华保险的A股流通盘最小，具有一定的小盘股溢价。

我们给予新华保险H股买入评级和35.03港币的目标价，相当于1.52倍的2012年预期每股内含价值。考虑15%的小盘股溢价，给予新华保险A股持有评级和33.03元人民币的目标价。

图表 22.中国保险业上市公司估值表

公司代码	公司名称	评级	收盘价 (人民币)	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			价格/每股内含价值 (倍)			价格/每股评估价值 (倍)		
				2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E
601628.SS	中国人寿	买入	18.39	28.36	25.99	21.32	2.71	2.47	2.12	1.77	1.54	1.30	0.60	0.54	0.48
601318.SS	中国平安	买入	43.61	17.73	15.60	12.43	2.64	2.51	2.00	1.47	1.47	1.33	0.55	0.56	0.54
601601.SS	中国太保	买入	21.34	22.08	18.43	15.96	2.39	2.20	2.02	1.62	1.49	1.37	0.76	0.73	0.70
601336.SS	新华保险	持有	30.64	34.04	30.34	24.32	3.05	2.02	1.78	1.95	1.62	1.34	0.50	0.45	0.41
A股保险公司平均			27.78	25.55	22.59	18.51	2.70	2.30	1.98	1.70	1.53	1.33	0.60	0.57	0.53
2628.HK	中国人寿	持有	21.15	26.68	24.45	20.06	2.55	2.33	1.99	1.67	1.45	1.22	0.56	0.51	0.45
2318.HK	中国平安	持有	60.75	20.20	17.78	14.17	3.01	2.86	2.28	1.67	1.68	1.51	0.63	0.64	0.62
2601.HK	中国太保	持有	24.90	21.07	17.59	15.24	2.28	2.10	1.93	1.54	1.43	1.31	0.73	0.70	0.67
1336.HK	新华保险	买入	24.10	21.90	19.52	15.65	1.96	1.30	1.14	1.26	1.04	0.86	0.32	0.29	0.26
2328.HK	中国财险	持有	8.57	10.70	9.88	8.64	2.44	2.08	1.78	-	-	-	-	-	-
0966.HK	中国太平	未有评级	10.82	37.25	12.31	8.97	1.61	1.40	1.21	1.08	0.89	0.74	-	-	-
H股保险公司平均			25.05	22.97	16.92	13.79	2.31	2.01	1.72	1.44	1.30	1.13	0.56	0.53	0.50

资料来源：公司数据，万得资讯，彭博资讯，中银国际研究估计

附录

公司简介及股权结构

新华保险成立于 1996 年，由宝钢集团、神华集团、东方集团、华远集团等十五家发起人共同发起设立的专门经营寿险业务的保险公司。截至 2011 年末，新华保险的总资产规模达到 3,868 亿元，实现归属母公司净利润 28 亿元。

经过多次增资扩股和去年的发行上市，目前该公司的最大股东是中央汇金公司，持股比例为 31.2%。宝钢集团和苏黎世保险分别为第二和第三大股东。H 股发售时参与认购的四家基石投资者持有的 2.13 亿股已于今年 6 月份解禁。富登金融（Fullerton Management）、野村证券（Nomura Securities）和渣打投资（Standard Chartered）等外资股东合计持有 1.82 亿股将于今年 12 月解禁，届时可能存在一定减持风险。

图表 23.新华保险主要股东持股情况

股东名称	持股数量 (百万)	持股比例 (%)
中央汇金公司	974	31.2
宝钢集团有限公司	471	15.1
苏黎世保险有限公司	390	12.5
河北德仁投资有限公司	127	4.1

数据来源：公司数据，中银国际研究

关于前任董事长关国亮违规事件的影响

关国亮在担任新华保险公司董事期间（1998 年 11 月 26 日至 2006 年 12 月 27 日）利用职务之便，违规运用保险资金，主要包括：（1）未经公司合法授权，通过进行债券回购交易抵押本公司的债券融入资金并对外向与其存在关系的公司拆借；（2）违规投资于房地产、股权等当时法律、法规和规范性文件禁止或者限制保险资金投资的领域，主要涉及紫金世纪和民族证券的股权。

在准备上市的过程中，新华保险已经将关国亮违规事件的负面影响降到了最小：一方面该公司已就违规债券交易的资金缺口全额计提了 29 亿元的减值准备，并追收资产弥补资金缺口。目前，尚存在的减值准备余额约 11 亿元；另一方面，新华保险已就涉及的数宗未决的纠纷及法律程序计提了预计负债以应对不利裁决可能产生的负债。

目前，唯一一桩可能对未来该公司财务状况产生较大影响的就是紫金世纪的股权转让。新华保险持有紫金世纪 24% 的股权，对应账面价值为人民币 6.96 亿元。最近一次挂牌的评估值是 20.4 亿元，如果转让成功，新华保险将获得大约 13.4 亿元的投资收益。考虑税费的影响，紫金世纪的股权转让可能会使得新华保险的每股收益有大约 0.32 元的增厚。

根据招股说明书的内容，这部分利润在提取相关公积金和准备金后，将全额进行特别分红，如可供分红金额低于人民币 10 亿元，新华保险将从滚存利润中提取相应金额补足，特别分红金额为人民币 10 亿元，相当于每股 0.31 元。但是占总股本 82% 的上市前老股东，会将其特别分红托管在公司指定的专项银行账户，作为专项基金，用于弥补关国亮违规事件所带来的额外的实际损失。

损益表 - A 股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
毛保费收入	91,956	95,151	109,556	123,182	145,233
已赚保费	91,860	95,664	110,141	123,904	146,129
赔付支出和退保金	(20,444)	(36,202)	(42,902)	(52,235)	(64,452)
提取保险责任准备金	(63,167)	(50,949)	(56,843)	(62,101)	(72,178)
非保险合同帐户利息支出	(772)	(635)	(653)	(668)	(688)
保单红利支出	0	0	0	0	0
保险业务总支出	(84,383)	(87,786)	(100,398)	(115,004)	(137,318)
手续费和佣金支出	(7,252)	(7,317)	(7,683)	(8,451)	(10,141)
业务和管理费用	(8,410)	(9,229)	(11,272)	(13,495)	(16,569)
其他业务支出	(147)	(199)	(161)	(180)	(211)
提取保险保障基金	(263)	(806)	(854)	(905)	(959)
全部营业支出	(100,455)	(105,337)	(120,368)	(138,035)	(165,198)
承保收益/ (亏损)	(8,595)	(9,673)	(10,227)	(14,131)	(19,069)
投资总收入	10,521	12,754	14,722	19,719	26,642
其他收入	328	192	192	192	192
联营企业投资收益	1	2	3	3	4
税前利润	2,255	3,275	4,690	5,783	7,769
所得税	(5)	(475)	(1,530)	(1,851)	(2,415)
净利润	2,250	2,800	3,160	3,932	5,354
少数股东损益	(1)	(1)	(5)	(7)	(10)
可分配股东利润	2,249	2,799	3,155	3,925	5,344
变动	(15.5)	24.5	12.7	24.4	36.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 - A 股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
固定资产和在建工程	3,492	4,800	6,600	9,075	12,478
长期股权投资	707	709	712	715	718
金融资产					
债务投资	164,726	190,464	219,468	258,803	297,978
权益投资	38,874	29,051	25,509	35,989	48,522
定期存款	55,210	122,949	182,963	220,168	258,787
存出资本保证金	242	522	440	529	622
保单质押贷款和债权	5,806	9,796	11,435	13,760	16,174
计划投资	640	79	0	0	0
买入返售金融资产	0	0	0	0	0
应收利息	7,487	7,292	8,560	10,097	12,132
其他资产	27,368	21,095	15,833	5,986	10,391
总资产	304,566	386,771	471,520	555,122	657,802
负债					
保险合同	234,625	293,814	350,885	413,278	485,834
递延收入	0	0	0	0	0
投资合同	19,912	24,074	23,526	22,992	22,638
卖出回购金融资产	24,712	32,481	35,729	39,302	43,232
应付保单红利	0	0	6,884	16,336	29,895
应付赔付款	349	499	499	499	499
其他负债	18,395	4,590	5,495	6,197	7,166
递延所得税负债	0	0	1,234	2,777	4,966
负债合计	297,993	355,458	424,252	501,381	594,230
股东权益					
股本	1,200	3,117	3,117	3,117	3,117
准备金	1,889	22,468	36,176	39,504	45,053
未分配利润	3,478	5,721	7,968	11,113	15,395
其他	0	0	0	0	0
股东权益合计	6,567	31,306	47,261	53,734	63,565
少数股东权益	6	7	7	7	7
负债和股东权益合计	304,566	386,771	471,520	555,122	657,802

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 - A 股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
税前利润	2,255	3,275	4,690	5,783	7,769
调整项:					
经营性资产负债变动	(10,064)	(12,542)	(14,719)	(20,054)	(26,968)
经营活动产生的现金	69,403	65,312	83,303	80,153	95,082
经营活动产生的净现金流	61,594	56,045	73,274	65,882	75,883
投资活动产生的现金流	(71,722)	(85,894)	(80,854)	(78,667)	(74,953)
筹资活动产生的净现金流	24,921	23,677	2,419	3,039	3,576
现金和现金等价物净变动	14,793	(6,172)	(5,161)	(9,746)	4,506
现金和现金等价物期初额	12,608	27,368	21,095	15,833	5,986
汇率损益影响	(33)	(101)	(101)	(101)	(101)
现金和现金等价物期末额	27,368	21,095	15,833	5,986	10,391
现金和现金等价物变动	14,793	(6,172)	(5,161)	(9,746)	4,506

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 - A 股

年结日: 12月31日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
增长率					
原保费收入	41.0	3.4	15.2	12.5	18.0
首年保费	25.1	(27.6)	4.9	14.9	14.9
首年期缴保费	23.2	(22.8)	11.7	14.9	14.9
十年以上首年期缴保费	(9.3)	34.0	25.0	25.0	25.0
投资资产	48.6	27.7	17.6	20.3	17.5
总资产	47.4	27.0	21.9	17.7	18.5
内含价值	38.1	74.4	20.2	21.0	21.3
新业务价值	(8.0)	11.6	16.7	18.5	
净利润	(15.5)	24.5	12.7	24.4	36.2
结构					
首年期缴保费占比	42.7	45.5	48.5	48.5	48.5
分红险占比	93.8	92.8	91.8	89.8	87.8
传统险占比	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
投连和万能险占比	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
银保产品占比	67.3	59.8	0.0	0.0	0.0
存款占比	28.2	38.5	41.6	41.6	41.6
债券占比	56.2	50.9	49.9	48.9	47.9
权益占比	13.3	7.8	5.8	6.8	7.8
回报率					
赔付支出/已赚保费	(91.9)	(91.8)	(91.2)	(92.8)	(94.0)
保单获得费用/已赚保费	(99.8)	(99.4)	(98.1)	(99.6)	(100.9)
营业费用/已赚保费	(9.3)	(9.9)	(10.4)	(11.0)	(11.5)
承保利润率	(9.4)	(10.1)	(9.3)	(11.4)	(13.0)
净投资收益率	3.8	4.1	3.9	3.8	3.7
总投资收益率	4.3	3.8	3.6	4.1	4.6
新业务利润率	9.3	11.8	12.5	12.7	13.1
内涵价值利润率	13.1	13.7	13.7	13.7	13.7
资产收益率	0.9	0.8	0.7	0.8	0.9
净资产收益率	41.6	14.8	8.0	7.8	9.1
估值					
市盈率	16.4	34.0	30.3	24.3	17.9
市净率	5.6	3.1	2.0	1.8	1.5
市价/内含价值	1.3	2.0	1.6	1.3	1.1
市价/评估价值	0.2	0.5	0.5	0.4	0.4
潜在新业务乘数	1.8	10.7	7.6	4.3	1.4
股息率	0.0	0.3	0.3	0.4	0.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表 - H股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
毛保费收入	91,956	95,151	109,556	123,182	145,233
已赚保费	91,860	95,664	110,141	123,904	146,129
赔付支出和退保金	(20,444)	(36,202)	(42,902)	(52,235)	(64,452)
提取保险责任准备金	(63,167)	(50,949)	(56,843)	(62,101)	(72,178)
非保险合同帐户利息支出	(772)	(635)	(653)	(668)	(688)
保单红利支出	0	0	0	0	0
保险业务总支出	(84,383)	(87,786)	(100,398)	(115,004)	(137,318)
手续费和佣金支出	(7,252)	(7,317)	(7,683)	(8,451)	(10,141)
业务和管理费用	(8,410)	(9,229)	(11,272)	(13,495)	(16,569)
其他业务支出	(147)	(199)	(161)	(180)	(211)
提取保险保障基金	(263)	(806)	(854)	(905)	(959)
全部营业支出	(100,455)	(105,337)	(120,368)	(138,035)	(165,198)
承保收益/亏损	(8,595)	(9,673)	(10,227)	(14,131)	(19,069)
投资总收入	10,521	12,754	14,722	19,719	26,642
其他收入	328	192	192	192	192
联营企业投资收益	1	2	3	3	4
税前利润	2,255	3,275	4,690	5,783	7,769
所得税	(5)	(475)	(1,530)	(1,851)	(2,415)
净利润	2,250	2,800	3,160	3,932	5,354
少数股东损益	(1)	(1)	(5)	(7)	(10)
可分配股东利润	2,249	2,799	3,155	3,925	5,344
变动	(15.5)	24.5	12.7	24.4	36.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 - H股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
固定资产和在建工程	3,492	4,800	6,600	9,075	12,478
长期股权投资	707	709	712	715	718
金融资产					
债务投资	164,726	190,464	219,468	258,803	297,978
权益投资	38,874	29,051	25,509	35,989	48,522
定期存款	55,210	122,949	182,963	220,168	258,787
存出资本保证金	242	522	440	529	622
保单质押贷款和债权	5,806	9,796	11,435	13,760	16,174
计划投资	640	79	0	0	0
买入返售金融资产	0	0	0	0	0
应收利息	7,487	7,292	8,560	10,097	12,132
其他资产	27,368	21,095	15,833	5,986	10,391
总资产	304,566	386,771	471,520	555,122	657,802
负债					
保险合同	234,625	293,814	350,885	413,278	485,834
递延收入	0	0	0	0	0
投资合同	19,912	24,074	23,526	22,992	22,638
卖出回购金融资产	24,712	32,481	35,729	39,302	43,232
应付保单红利	0	0	6,884	16,336	29,895
应付赔付款	349	499	499	499	499
其他负债	18,395	4,590	5,495	6,197	7,166
递延所得税负债	0	0	1,234	2,777	4,966
负债合计	297,993	355,458	424,252	501,381	594,230
股东权益					
股本	1,200	3,117	3,117	3,117	3,117
准备金	1,889	22,468	36,176	39,504	45,053
未分配利润	3,478	5,721	7,968	11,113	15,395
其他	0	0	0	0	0
股东权益合计	6,567	31,306	47,261	53,734	63,565
少数股东权益	6	7	7	7	7
负债和股东权益合计	304,566	386,771	471,520	555,122	657,802

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 - H股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
税前利润	2,255	3,275	4,690	5,783	7,769
调整项:					
经营性资产负债变动	(10,064)	(12,542)	(14,719)	(20,054)	(26,968)
经营活动产生的现金	69,403	65,312	83,303	80,153	95,082
经营活动产生的净现金流	61,594	56,045	73,274	65,882	75,883
投资活动产生的现金流	(71,722)	(85,894)	(80,854)	(78,667)	(74,953)
筹资活动产生的净现金流	24,921	23,677	2,419	3,039	3,576
现金和现金等价物净变动	14,793	(6,172)	(5,161)	(9,746)	4,506
现金和现金等价物期初额	12,608	27,368	21,095	15,833	5,986
汇率损益影响	(33)	(101)	(101)	(101)	(101)
现金和现金等价物期末额	27,368	21,095	15,833	5,986	10,391
现金和现金等价物变动	14,793	(6,172)	(5,161)	(9,746)	4,506

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 - H股

年结日: 12月31日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
增长率					
原保费收入	41.0	3.4	15.2	12.5	18.0
首年保费	25.1	(27.6)	4.9	14.9	14.9
首年期缴保费	23.2	(22.8)	11.7	14.9	14.9
十年以上首年期缴保费	(9.3)	34.0	25.0	25.0	25.0
投资资产	48.6	27.7	17.6	20.3	17.5
总资产	47.4	27.0	21.9	17.7	18.5
内含价值	38.1	74.4	20.2	21.0	21.3
新业务价值		(8.0)	11.6	16.7	18.5
净利润	(15.5)	24.5	12.7	24.4	36.2
结构					
首年期缴保费占比	42.7	45.5	48.5	48.5	48.5
分红险占比	93.8	92.8	91.8	89.8	87.8
传统险占比	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
投连和万能险占比	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
银保产品占比	67.3	59.8	0.0	0.0	0.0
存款占比	28.2	38.5	41.6	41.6	41.6
债券占比	56.2	50.9	49.9	48.9	47.9
权益占比	13.3	7.8	5.8	6.8	7.8
回报率					
赔付支出/已赚保费	(91.9)	(91.8)	(91.2)	(92.8)	(94.0)
保单获得费用/已赚保费	(99.8)	(99.4)	(98.1)	(99.6)	(100.9)
营业费用/已赚保费	(9.3)	(9.9)	(10.4)	(11.0)	(11.5)
承保利润率	(9.4)	(10.1)	(9.3)	(11.4)	(13.0)
净投资收益率	3.8	4.1	3.9	3.8	3.7
总投资收益率	4.3	3.8	3.6	4.1	4.6
新业务利润率	9.3	11.8	12.5	12.7	13.1
内涵价值利润率	13.1	13.7	13.7	13.7	13.7
资产收益率	0.9	0.8	0.7	0.8	0.9
净资产收益率	41.6	14.8	8.0	7.8	9.1
估值					
市盈率	10.6	22.0	19.6	15.7	11.6
市净率	3.6	2.0	1.3	1.1	1.0
市价/内含价值	0.8	1.3	1.0	0.9	0.7
市价/评估价值	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
潜在新业务乘数	-0.9	2.9	0.6	-1.7	-3.7
股息率	0.0	0.3	0.3	0.4	0.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

中国人寿 (601628.SS/人民币 18.39, 买入; 2628.HK/港币 21.15, 持有)

中国平安 (601318.SS/人民币 43.61, 买入; 2318.HK/港币 60.75, 持有)

中国太保 (601601.SS/人民币 21.34, 买入; 2601.HK/港币 24.90, 持有)

中国财险 (2328.HK/港币 8.57, 持有)

中国太平 (0966.HK/港币 10.82, 未有评级)

以 2012 年 7 月 30 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371