



股票代码	601336.CH	1336.HK
评级	持有	买入
收盘价	人民币 21.73	港币 24.20
目标价	人民币 22.90	港币 29.72
原目标价	人民币 27.00	港币 32.93
上下浮比例	8%	23%
目标价格基础	价格/每股内含价值	价格/每股内含价值
板块评级	中立	中立

本报告要点

- 2012年前三季度，新华保险实现归属母公司净利润23.24亿元，同比增长2.4%，单季度实现净利润4.2亿元，环比下降63%。
- 我们将该公司全年的保费收入增速由13%下调至9.45%，从而将2012-2014年的每股收益由1.21元、1.08元和1.26元下调至1.01元、1.03元和1.20元。我们认为，如果年底保费收入能够恢复增长，可能存在一定的投资机会。

股价表现—A股



资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

以2012年10月29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

金融：保险

孙鹏, CFA

(8610) 6622 9072

peng.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120017

袁琳, CFA

(8610) 6622 9070

lin.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120005

新华保险

下调盈利预测，但估值的吸引力开始体现

2012年前三季度，新华保险实现归属母公司净利润23.24亿元，同比增长2.4%，单季度实现净利润4.2亿元，环比下降63%。3季度该公司同样面临投资收益下降和资产减值损失大幅上升的压力，单季度的资产减值损失达到27.5亿。此外，3季度再次出现4,700万的所得税收入，对3季度业绩也产生了一定的支撑作用。我们将该公司全年的保费收入增速预测由13%下调至9.45%，从而将2012-2014年的每股收益预测由1.21元、1.08元和1.26元下调至1.01元、1.03元和1.20元，我们维持对新华保险A股持有评级和H股买入评级不变，但将A股的目标价下调至22.90元，H股的目标价下调至29.72港币。但我们认为，如果年底保费收入能够恢复增长，可能存在一定的投资机会。

支撑评级的要点

- 2012年1-9月，新华保险实现保费收入778.3亿元，同比增长4.7%，保费收入增速较1-8月继续下降。展望未来，去年10月份的保费收入仍然基数较高，今年11-12月的保费增速可能有望有所恢复。
- 2012年1-9月，新华保险的年化退保率为5.33%，较2012年上半年的5.4%和今年1季度的6%都有所下降。从趋势上看，3季度的退保率正在处于下降的通道中。
- 2012年前三季度，新华保险的年化总投资收益率降至2.9%，而2012年上半年，新华保险的年化总投资收益率为3.6%。3季度该公司实现资产减值损失27.5亿，超过前两个季度的资产减值损失总和。
- 前三季度该公司的其他综合收益为20.7亿元，与上半年基本持平，说明上半年可供出售类资产的收益可能已经消耗殆尽。

评级面临的主要风险

- 年底保费收入增速没能恢复；股票和债券市场都出现低迷情况。

估值

- 目前新华保险A股和H股的股价分别相当于1.2倍和1.1倍的每股内含价值，估值水平并不贵，H股对A股的折价正在减少。我们维持对该公司的评级不变，但将A股的目标价由27.00元下调至22.90元，H股的目标价由32.93港币下调至29.72港币。我们认为，在经历了前期的大幅下跌之后，如果年底保费收入能够恢复增长，可能存在一定的投资机会。

投资摘要—A股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
保费收入(人民币百万)	91,860	95,664	104,705	110,627	124,906
变动(%)	40.5	4.1	9.5	5.7	12.9
净利润(人民币百万)	2,249	2,799	3,155	3,200	3,748
全面摊薄每股收益(人民币)	1.87	0.90	1.01	1.03	1.20
变动(%)	(15.8)	(51.9)	12.2	2.0	16.5
全面摊薄市盈率(倍)	11.6	24.1	21.5	21.1	18.1
先前预测每股收益(人民币)			1.21	1.08	1.26
调整幅度(%)			(16.5)	(4.7)	(4.8)
每股账面价值(人民币)	5.47	10.04	14.78	15.92	17.53
市净率(倍)	4.0	2.2	1.5	1.4	1.2
每股内含价值(人民币)	23.4	15.7	18.7	22.2	26.3
价格/每股内含价值(倍)	0.9	1.4	1.2	1.0	0.8
隐含新业务价值倍数(倍)	(0.4)	4.3	2.2	(0.3)	(2.8)
每股股息(人民币)	0.00	0.09	0.10	0.10	0.12
股息率(%)	0.0	0.4	0.5	0.5	0.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现 - H股



(% 绝对 相对恒生中国企业指数)	今年 至今 1 月 3 月 12 月			
	(5)	(3)	(3)	-
发行股数(百万)	3,120			
流通股(%)	12.73			
流通股市值(港币 百万)	9,612			
3个月日均交易额(港币 百万)	86			
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10月29日收市价为标准

投资摘要 - H股

年结日: 12月 31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
保费收入(人民币 百万)	91,860	95,664	104,705	110,627	124,906
变动(%)	40.5	4.1	9.5	5.7	12.9
净利润(人民币 百万)	2,249	2,799	3,155	3,200	3,748
全面摊薄每股收益(人民币)	1.87	0.90	1.01	1.03	1.20
变动(%)	(15.8)	(51.9)	12.2	2.0	16.5
先前预测每股收益(人民币)			1.21	1.08	1.26
调整幅度(%)			(16.5)	(4.7)	(4.8)
全面摊薄市盈率(倍)	10.6	22.0	19.6	19.3	16.5
每股账面价值(人民币)	5.47	10.04	14.78	15.92	17.53
市净率(倍)	3.6	2.0	1.3	1.2	1.1
每股内含价值(人民币)	23.4	15.7	18.7	22.2	26.3
价格/每股内含价值(倍)	0.8	1.3	1.1	0.9	0.8
隐含新业务价值倍数(倍)	(0.9)	3.0	0.9	(1.6)	(3.9)
每股股息(人民币)	0.00	0.09	0.10	0.10	0.12
股息率(%)	0.0	0.3	0.3	0.3	0.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 2012 年前三季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年 1-9 月	2012 年 1-9 月	同比增长 (%)	环比增长 (%)
保险业务收入	74,361	77,826	4.7	4.8
减： 分出保费	383	14	(96.3)	420.0
提取未到期责任准备	(173)	(219)	26.6	(260.0)
已赚保费	74,571	77,621	4.1	4.8
退保金	(10,734)	(12,946)	20.6	14.9
赔付支出	(5,019)	(5,718)	13.9	4.2
减： 摊回赔付支出	62	705	1,037.1	47.4
提取保险责任准备金	(52,982)	(52,433)	(1.0)	(10.3)
减： 摊回保险责任准备金	(339)	(726)	114.2	54.2
保单红利支出	0	0	-	-
分保费用	0	0	-	-
营业税金及附加	(143)	(95)	(33.6)	(40.0)
手续费及佣金支出	(5,426)	(5,282)	(2.7)	(11.6)
业务及管理费	(6,294)	(6,888)	9.4	1.9
减： 摊回分保费用	31	39	25.8	60.0
其他业务成本	(1,084)	(1,862)	71.8	6.0
资产减值损失	(73)	(4,769)	6,432.9	84.0
	0	0	-	-
承保利润/ (损失)	(7,430)	(12,354)	66.3	(13.8)
	0	0	-	-
投资收益	11,181	13,845	23.8	(14.8)
其中： 对联营企业的投资收益/(损失)	0	0	-	-
公允价值变动损失	(1,359)	33	(102.4)	157.0
汇兑损失	(145)	44	(130.3)	(60.0)
其他业务收入	370	389	5.1	23.5
加： 营业外收入	34	6	(82.4)	(80.0)
减： 营业外支出	(95)	(82)	(13.7)	(33.3)
利润总额	2,556	1,881	(26.4)	(42.4)
减： 所得税收入/(费用)	(286)	444	(255.2)	(90.4)
净利润	2,270	2,325	2.4	(63.1)
少数股东损益	(1)	(1)	0.0	(100.0)
利润归属公司股东	2,269	2,324	2.4	(63.0)

资料来源：公司数据，中银国际研究

损益表(人民币 百万)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
毛保费收入	91,956	95,151	104,120	109,905	124,010
已赚保费	91,860	95,664	104,705	110,627	124,906
赔付支出和退保金	(20,444)	(36,202)	(42,660)	(50,500)	(59,956)
提取保险责任准备金	(63,167)	(50,949)	(52,732)	(51,152)	(54,770)
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)	(96,045)	(102,320)	(115,414)
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)	(11,006)	(12,844)	(15,529)
其他业务支出	(147)	(199)	(153)	(161)	(181)
提取保险保障基金	(263)	(806)	(854)	(905)	(959)
全部营业支出	(100,455)	(105,337)	(115,741)	(124,681)	(142,224)
承保收益/(亏损)	(8,595)	(9,673)	(11,036)	(14,054)	(17,318)

现金流量表(人民币 百万)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	2,255	3,275	2,775	4,253	4,993
调整项：					
经营性资产负债变动	(10,064)	(12,542)	(13,612)	(18,447)	(22,441)
经营活动产生的现金	69,403	65,312	79,038	66,520	72,189
经营活动产生的净现金流	61,594	56,045	68,201	52,326	54,741
投资活动产生的现金流	(71,722)	(85,894)	(77,421)	(67,155)	(55,769)
筹资活动产生的净现金流	24,921	23,677	2,419	3,039	3,576
现金和现金等价物期初额	12,608	27,368	21,095	14,193	2,302
汇兑损益影响	(33)	(101)	(101)	(101)	(101)
现金和现金等价物期末额	27,368	21,095	14,193	2,302	4,749
现金和现金等价物变动	14,793	(6,172)	(6,801)	(11,790)	2,548

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
增长率(%)					
保费收入	41.0	3.4	9.5	5.6	12.9
首年保费	25.1	(27.6)	(6.6)	5.4	9.4
首年期缴保费	23.2	(22.8)	(4.7)	5.4	9.4
投资资产	48.6	27.7	16.1	17.3	13.2
总资产	47.4	27.0	20.0	14.4	14.1
内含价值	38.1	74.4	18.8	19.0	18.7
新业务价值	NA	(8.0)	(0.7)	7.1	12.9
净利润	(15.5)	24.5	12.7	1.4	17.1
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	91.7	89.7	87.7
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
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
收益率					
净投资收益率	3.8	4.1	3.9	3.8	3.8
总投资收益率	4.3	3.8	3.4	3.8	4.1
新业务利润率	9.3	11.8	12.5	12.7	13.1
内含价值利润率	13.1	13.7	13.7	13.7	13.7
资产收益率	0.9	0.8	0.7	0.6	0.7
净资产收益率	41.6	14.8	8.1	6.7	7.2
估值					
市盈率	11.6	24.1	21.5	21.1	18.1
股价/每股账面价值	4.0	2.2	1.5	1.4	1.2
股价/内含价值	0.9	1.4	1.2	1.0	0.8
股价/评估价值	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

	2010	2011	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	216,555	248,829	275,870
权益投资	38,874	29,051	25,171	34,602	44,922
定期存款	55,210	122,949	180,534	211,683	239,586
存出资本保证金	242	522	434	509	576
保单质押贷款和债权计划投资	5,806	9,796	11,284	13,230	14,974
买入返售金融资产	640	79	0	0	0
应收利息	0	0	0	0	0
其他资产	7,487	7,292	8,481	9,903	11,821
现金和现金等价物	27,368	21,095	14,193	2,302	4,749
总资产	304,566	386,771	463,964	530,848	605,694
保险合同	234,625	293,814	346,774	398,218	453,368
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	5,443	12,682	22,009
应付赔付款	349	499	499	499	499
其他负债	18,395	4,590	5,016	5,814	6,472
递延所得税负债	0	0	852	1,663	2,780
负债合计	297,993	355,458	417,839	481,170	550,998
股东权益					
股本	1,200	3,117	3,117	3,117	3,117
准备金	1,889	22,468	35,033	36,022	38,037
未分配利润	3,478	5,721	7,968	10,532	13,535
其他	0	0	0	0	0
股东权益合计	6,567	31,306	46,118	49,671	54,689
少数股东权益	6	7	7	7	7
负债和股东权益合计	304,566	386,771	463,964	530,848	605,694

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

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。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级 (NR) 。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

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