



承保稳健增长，投资收益率回落

增持维持

目标价格：30 元

投资要点：

- 个险稳定增长，退保逐渐回落
- 保费稳健增长的同时，退保率呈稳定下滑趋势
- 投资收益率有所回落，减值计提较充分

报告摘要：

- 新华保险三季度末总资产为 4813 亿元人民币，比上年度期末增加 24.5%；第三季度净利润为 4.2 亿元，同比降低 15%，前三季度净利润为 23.24 亿元，每股收益 0.13 元。三季度加权平均净资产收益率为 1.2%，比上年同期相比减少 1.3 个百分点。
- 个险稳定增长，退保逐渐回落。新华保险今年前九月寿险保费达到人民币 778 亿元，与去年同期 743 亿元同比上升 4.7%，单月保费同比下降 3.5%，符合市场预期。前三季度保费增幅呈缓步下滑趋势，但其增速仍稳定保持在高于寿险大盘的水平上，同时高于平安之外的其他竞争对手。在个险营销渠道，新华保险传统优势集中在续期业务的集中管理，个险续期增长预期将持续，并和主要竞争对手形成差异化。
- 保费稳健增长的同时，退保率呈稳定下滑趋势。下半年退保形势要远好于去年下半年。在前三季度退保率低于去年同期的基础上，预期四季度单季退保率会显著的同比下行，全年退保率将有较好表现。
- 投资收益率有所回落，减值计提较充分。三季度加权平均净资产收益率为 1.2%，比上年同期相比减少 1.3 个百分点。在此背景下，资产减值计提上升至 47.7 亿元，在二季度基础上有 20 多亿元的提高，但是好于市场同业竞争者。我们预期全年投资收益率将维持在现有水平，届时对公司估值的作用将得以放大。
- 新华寿险保费增长态势良好，续期管理强大，退保率下降趋势明显。在 2012 年 10 倍新业务价值倍数的保守估值下，合理股价估值区间 30-31 元。在 2012-2014 年，每股内含价值估值为 11.6/13.1/15.0 元，EPS 分别为 0.9/1.2/1.3 元，隐含 PE43.7/20.9/16.3x。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	9.8	24.2	43.7	20.9	16.3
市净率	4.0	2.2	2.0	1.8	1.6

非银行金融研究组

分析师：

黄立军 (S1180209070180)

电话：010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

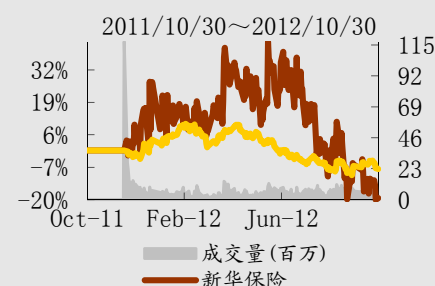
研究助理：

唐子佩 (S0130111110630)

电话：010-88013605

Email: tangzipei@hysec.com

市场表现



相关数据

总股本(万股)	311955
实际流通 A 股(万股)	15854
限售的流通 A 股(万)	192690
流通 A 股市值(亿元)	34.45

数据来源：wind 资讯

相关研究

新华保险：20120830 业绩说明会纪要

2012/9/3

新华保险：各渠道保费增长稳健，资产减值计提充分

2012/8/29

新华保险：续期优势持续保持，新业务价值增长获确认

2012/6/12

目录

一、	事件.....	3
二、	承保持续稳定增长，投资收益率回落.....	3
	（一）个险稳定增长，退保逐渐回落	3
	（二）投资收益率有所回落，减值计提较充分	4
三、	投资建议.....	5

插图

图 1:	2012 年寿险市场保费增长略有改善.....	3
图 2:	新华保险今年前 9 月寿险保费 778 亿元，与去年同期 743 亿元同比上升 4.7%.....	4
图 3:	新华保险今年前 9 月寿险市场占有率有所回升.....	4

表格

表 1:	新华保险(601336.sh): 财务比例预测（人民币百万元）	5
------	---------------------------------------	---

一、事件

新华保险 10 月 28 日晚间发布三季报称，总资产为 4813 亿元人民币，比上年度期末增加 24.5%；第三季度净利润为 4.2 亿元，同比降低 15%，前三季度净利润为 23.24 亿元，每股收益 0.13 元。三季度加权平均净资产收益率为 1.2%，比上年同期相比减少 1.3 个百分点。

二、承保持续稳定增长，投资收益率回落

（一）个险稳定增长，退保逐渐回落

新华保险今年前九月按照《保险合同相关会计处理规定》处理后的寿险保费达到人民币 778 亿元，与去年同期 743 亿元同比上升 4.7%，单月保费同比下降 3.5%，符合市场预期。新华前三季度保费增幅呈缓步下滑趋势，但其增速仍稳定保持在高于寿险大盘的水平上，同时高于平安之外的其他竞争对手。

在个险营销渠道，新华保险传统优势集中在续期业务的集中管理，个险续期增长预期将持续，并和主要竞争对手形成差异化。

保费稳健增长的同时，退保率呈稳定下滑趋势。今年总体来看，下半年退保形势要远好于去年下半年。在前三季度退保率低于去年同期的基础之上，预期四季度单季退保率会有一个显著的同比下行，以此观之，全年退保率将有较好表现。

图 1:2012 年寿险市场保费增长略有改善



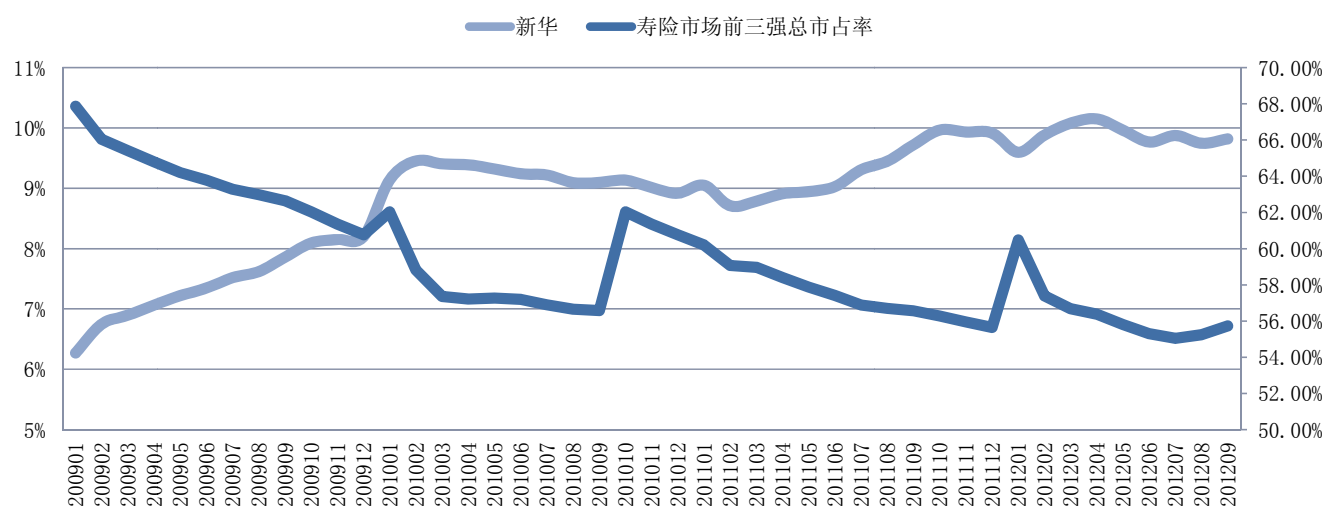
资料来源：宏源证券，circ

图 2: 新华保险今年前 9 月寿险保费 778 亿元, 与去年同期 743 亿元同比上升 4.7%



资料来源: 宏源证券, circ

图 3: 新华保险今年前 9 月寿险市场占有率有所回升



资料来源: 宏源证券, circ

（二）投资收益率有所回落，减值计提较充分

三季度加权平均净资产收益率为 1.2%，比上年同期相比减少 1.3 个百分点。在此背景下，资产减值计提上升至 47.7 亿元，在二季度基础上有 20 多亿元的提高，但是好于市场同业竞争者。我们预期全年投资收益率将维持在现有水平，届时对公司估值的作用将得以放大。

三、投资建议

新华寿险保费增长态势良好，续期管理强大，退保率下降趋势明显。在 2012 年 10 倍新业务价值倍数的保守估值下，合理股价估值区间 30-31 元。在 2012-2014 年，每股内含价值估值为 11.6/13.1/15.0 元，EPS 分别为 0.9/1.2/1.3 元，隐含 PE 分别为 43.7/20.9/16.3x。

合理估值区间 30-31 元。维持增持评级。

表 1: 新华保险(601336.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	102871	127683	159585	资产总额	304566	386771	449727	597868	723316
投资收益	7197	14764	16755	20419	24942	交易类金融资产	6515	5310	8270	10105	12404
营业收入	73674	109209	121528	149830	186858	可供出售类金融资产	74689	72876	86489	105682	129728
提取保险责任准备金	-72	-71	-134	-105	-134	持有到期类金融资产	122016	141090	156607	191359	234900
退保金	-5249	-15047	-18843	-25326	-30616	投资资产	287490	365905	399827	486543	595186
赔款支出	-5555	-6115	-7658	-10292	-12442	其他非投资资产	17076	20866	49901	111325	128130
手续费及佣金支出	-5450	-7265	-9240	-11469	-14334	负债总额	297993	355458	464019	560934	682211
业务及管理费用	-7261	-9272	-11291	-13252	-17039	保险合同准备金	234625	293814	394910	477391	580605
营业支出	-70965	-105824	-119595	-145780	-181661	应付保单红利	349	499	0	0	0
税前利润	2651	3275	1933	4050	5197	股东权益	6567	31306	33777	36923	41093
净利润	2661	2800	1546	3240	4157	权益合计	6573	31313	33785	36934	41105
	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%	8.5%	24.1%	25.0%	总资产增长率	47%	12%	30%	33%	21%
投资收益增长	-22.8%	66.5%	106.6%	21.6%	22.1%	投资资产增长率	48.7%	11.5%	21.8%	21.7%	22.3%
营业收入增长	-28.1%	48.2%	11.3%	23.3%	24.7%	总负债增长率	47.2%	9.0%	42.3%	20.9%	21.6%
支出增长						保险合同准备金增长率	43.2%	9.3%	46.9%	20.9%	21.6%
退保金	-31.9%	186.7%	25.2%	34.4%	20.9%	股东权益增长	55.0%	52.9%	65.0%	9.3%	11.3%
赔款支出	0.7%	10.1%	25.2%	34.4%	20.9%	每股数据					
准备金提转差	-34.8%	42.7%	-1.4%	26.9%	25.1%	股本	1200	3117	3120	3120	3120
佣金及手续费	-24.1%	33.3%	27.2%	24.1%	25.0%	EPS	2.2	0.9	0.5	1.0	1.3
业务及管理费用	-14.0%	27.7%	21.8%	17.4%	28.6%	BVPS	5.5	10.0	10.8	11.8	13.2
净利润增长	18.3%	5.2%	-44.8%	109.5%	28.3%	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%	1.5%	2.5%	2.6%	当期市价					
总资产周转率	21.4%	24.5%	22.9%	21.4%	22.1%	市盈率	21.73	21.73	21.73	21.73	21.73
ROE	40.5%	8.9%	4.6%	8.8%	10.1%	市净率	10	24	44	21	16
ROA	0.9%	0.7%	0.3%	0.5%	0.6%	市净率	4.0	2.2	2.0	1.8	1.6
ROAE	49.2%	10.0%	5.3%	9.2%	10.7%	内含价值倍数	2.0	1.6	1.9	1.7	1.4
ROAA	1.0%	0.8%	1.4%	0.6%	0.6%	隐含新业务倍数	6.0	5.4	7.2	4.8	3.2
杠杆	46.4	12.4	13.3	16.2	17.6						

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	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越		18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-82934785	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	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。