

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 日晚间发布三季报告称，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。

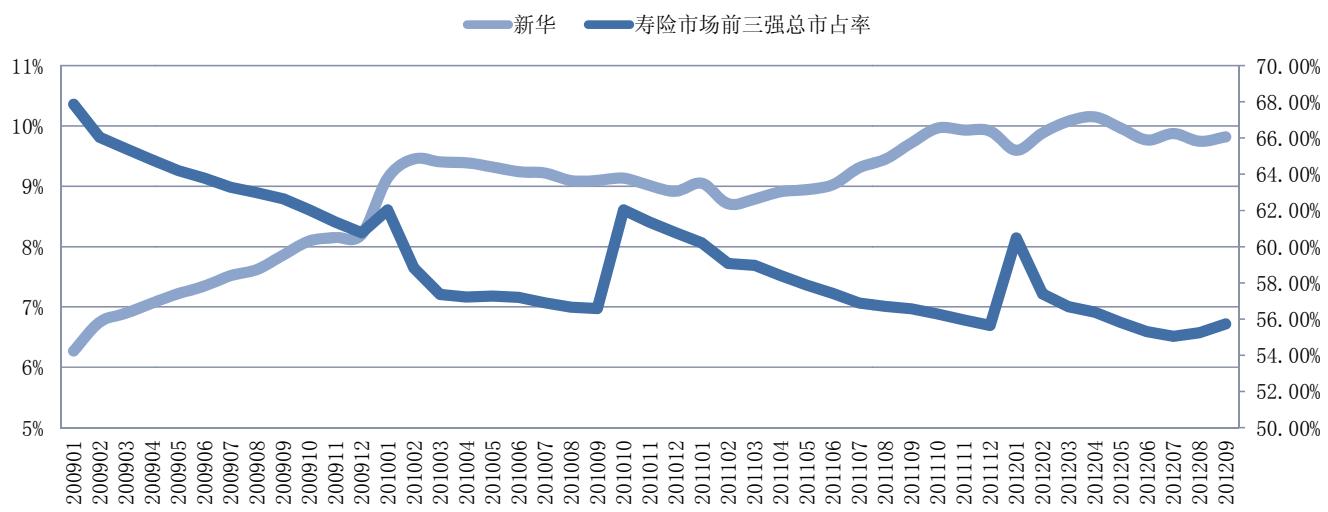
图 1:2012 年寿险市场保费增长略有改善



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 月寿险市场占有率为有所回升


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% |
| | | | | | | 保险合同准备金增长率 | 43.2% | 9.3% | 46.9% | 20.9% | 21.6% |
| 支出增长 | | | | | | 股东权益增长 | 55.0% | 52.9% | 65.0% | 9.3% | 11.3% |
| 退保金 | -31.9% | 186.7% | 25.2% | 34.4% | 20.9% | | | | | | |
| 赔款支出 | 0.7% | 10.1% | 25.2% | 34.4% | 20.9% | | | | | | |
| 准备金提转差 | -34.8% | 42.7% | -1.4% | 26.9% | 25.1% | | | | | | |
| 佣金及手续费 | -24.1% | 33.3% | 27.2% | 24.1% | 25.0% | | | | | | |
| 业务及管理费用 | -14.0% | 27.7% | 21.8% | 17.4% | 28.6% | | | | | | |
| 净利润增长 | 18.3% | 5.2% | -44.8% | 109.5% | 28.3% | | | | | | |
| 盈利能力 | | | | | | | | | | | |
| 营业净利率 | 4.1% | 3.0% | 1.5% | 2.5% | 2.6% | | | | | | |
| 总资产周转率 | 21.4% | 24.5% | 22.9% | 21.4% | 22.1% | | | | | | |
| ROE | 40.5% | 8.9% | 4.6% | 8.8% | 10.1% | | | | | | |
| ROA | 0.9% | 0.7% | 0.3% | 0.5% | 0.6% | | | | | | |
| ROAE | 49.2% | 10.0% | 5.3% | 9.2% | 10.7% | | | | | | |
| ROAA | 1.0% | 0.8% | 1.4% | 0.6% | 0.6% | | | | | | |
| 杠杆 | 46.4 | 12.4 | 13.3 | 16.2 | 17.6 | | | | | | |
| 当期市价 | | | | | | | | | | | |
| | | | 21.73 | 21.73 | 21.73 | 21.73 | 21.73 | 21.73 | 21.73 | 21.73 | |
| 市盈率 | | | 10 | 24 | 44 | 21 | 16 | | | | |
| 市净率 | | | 4.0 | 2.2 | 2.0 | 1.8 | 1.6 | | | | |
| 内含价值倍数 | | | 2.0 | 1.6 | 1.9 | 1.7 | 1.4 | | | | |
| 隐含新业务倍数 | | | 6.0 | 5.4 | 7.2 | 4.8 | 3.2 | | | | |

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

| 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 |
| 华南区域 | 李嵒 | 021-51782236 | 13917179275 | lilan@hysec.com |
| | 夏苏云 | | 13631505872 | xiasuyun@hysec.com |
| | 贾浩森 | 010-88085279 | 13661001683 | jiahaosen@hysec.com |
| | 罗云 | 010-88085760 | 13811638199 | luoyun@hysec.com |
| QFII | 赵越 | | 18682185141 | zhaoyue@hysec.com |
| | 孙婉莹 | 0755-82934785 | 13424300435 | sunwanying@hysec.com |
| | 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。