

新华保险 (601336.SH) 保险行业

评级：中性 维持评级

业绩点评

市价（人民币）：23.04元

目标（人民币）：27元

长期竞争力评级：低于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,100.58
流通港股(百万股)	1,034.11
总市值(百万元)	718.74
年内股价最高最低(元)	35.07/17.95
沪深300指数	2575.05
上证指数	2297.67



公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
基本每股收益(元)	1.24	0.94	1.25	1.45	1.68
摊薄每股收益(元)	1.24	0.94	1.25	1.45	1.68
每股净资产(元)	13.91	11.50	17.45	22.71	25.25
每股新业务价值(元)	1.94	1.34	1.22	1.20	1.21
每股内含价值(元)	21.77	18.23	20.83	23.43	26.23
净利润增长率(%)	24.5%	4.8%	32.8%	16.3%	15.8%
ROE(%)	14.78%	8.73%	8.63%	7.23%	7.02%
总股本(百万股)	3,117	3,120	3,120	3,120	3,120

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司12年归属母公司股东净利润29.33亿元，同比增长4.8%，每股收益0.94元，符合预期；归属母公司股东净资产358.7亿元，较年初增长14.6%，每股净资产11.5元；净资产高增长主要源于12Q4股市大幅反弹。公司已于12年实施每股0.32056元(含税)的特别分红，总计约10亿元，分红比例达33.86%，故此次不再分红。
- 新业务价值41.72亿元，同比下降4.3%；内含价值568.7亿元，同比增长16.1%。
- 偿付能力充足率192.6%，拟13年发行50亿债务融资工具。

经营分析

- 12年实现原保费收入977.19亿元，同比增长3.1%，市场份额9.8%，位居第三；净投资收益率4.7%，预计处在上市险企平均水平；因银保新单保费同比下降约30%，渠道间保费结构被动调整，新单利润率提升2.1%；
- 公司业务经营仍有隐忧：1) 渠道内保费结构依旧让人担忧，主要体现在期交占比下降、趸交占比上升，由于13年寿险行业仍处于弱复苏状态，迫于保费规模的压力，这种结构恶化的趋势未必能扭转或是趋缓；2) 健康险占比虽然提升1.1%，但由于无法判断是医疗类产品或是重疾类产品的占比提升，或对新单利润率影响有限；3) 人力、绩优人力及预估产能较11年分别提升1%、16%和2.8%，退保率5.5%依旧高企，随着公司推行向保障型产品转型，考虑到件均佣金及件均保费的影响，我们预计13年人力、绩优人力及产能依旧承压。4) 我们判断公司11年进行了特殊再保险安排，未来若干年会支付再保险公司部分利润，对公司业绩有一定压制；5) 按照13年前2月我们草根调研的情况看，新单保费承压严重，预计营销员渠道及银保渠道均有两位数的负增长，新业务价值同比下降5~8%。
- 公司管理层对公司经营中遇到的问题反思深刻，描述转型措施等也具体务实，但我们认为在中国寿险市场创新土壤贫瘠以及保险被动销售的大环境下，为客户定制复杂精妙产品(涉及到发生率缺乏、定价利率管制等)以及过重依赖于互联网销售寿险产品(营销需要借助第三方平台费用不菲、支付风险、告知风险、配送渠道等)困难不小，加之原有业务结构及渠道优化的压力，我们认为需要持续检视公司在转型方面的进展。

相关报告

- 1.《业绩尚可估值偏低难掩解禁压力》，2012.10.30
- 2.《所得税收入致净利增7.3%，但隐忧不少》，2012.8.30

中国价值投资网

童楠

联系人
(8621)61357589
tongnan@gjzq.com.cn

陈建刚

分析师 SAC 执业编号：S1130511030021
(8621)61038264
chenjg@gjzq.com.cn

投资建议

- 我们预计 13 年每股收益 1.25 元，同比增长 33%；每股内含价值 20.73 元，给予“中性”评级，目标价 27 元，对应 13 年 1.3x P/EV。

投资风险

- 权益市场大幅震荡，解禁股大宗交易、寿险定价利率放开影响及个人税延养老金试点推迟。

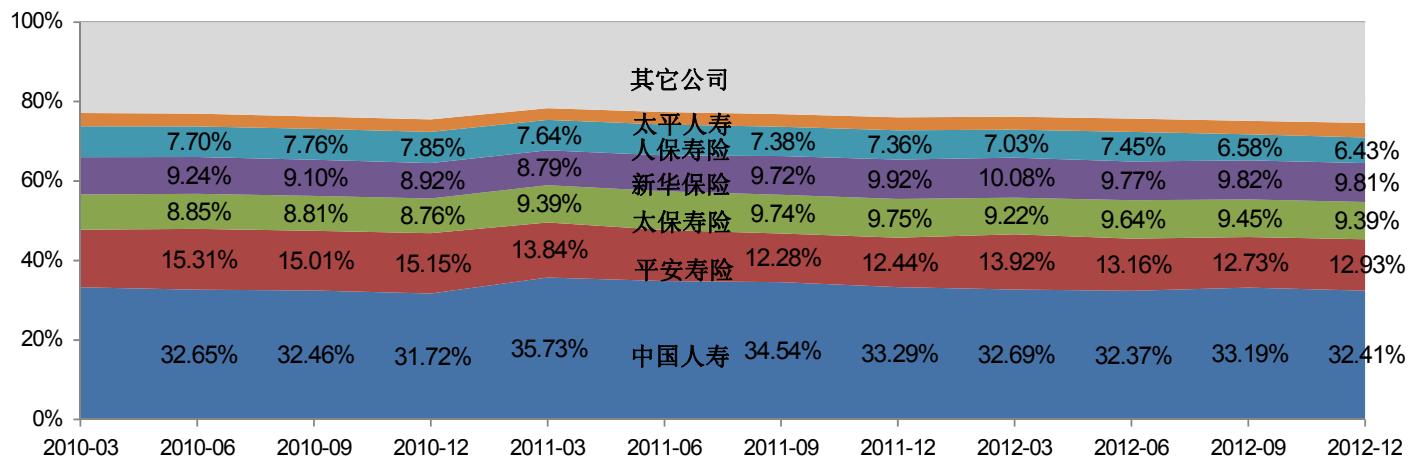
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

图表1：寿险市场占有率为较11年底下降1bp，位居市场第三



来源：CIRC，国金证券研究所

图表2：渠道内保费结构依旧让人担忧：营销员渠道和银保渠道期交占比下降、趸交占比上升，由于13年寿险行业处于弱复苏状态，迫于保费规模的压力，这种结构恶化的趋势未必能扭转或是趋缓

(单位：百万元)	2012	2011	YoY(%)	2010	占比(%)	2012	2011	YoY(%)	2010
营销员渠道	42,993	35,871	19.9%	28,689	营销员渠道	44.0%	37.8%	6.2%	31.3%
新保业务	10,131	9,758	3.8%	10,419	新保业务	23.6%	27.2%	-3.6%	36.3%
期交	8,948	8,878	0.8%	9,526	期交 % 新保业务	88.3%	91.0%	-2.7%	91.4%
趸交	1,183	880	34.4%	893	趸交 % 新保业务	11.7%	9.0%	2.7%	8.6%
续期业务	32,862	26,113	25.8%	18,270	续期业务	76.4%	72.8%	3.6%	63.7%
银行保险渠道	52,163	56,692	-8.0%	61,691	银行保险渠道	53.4%	59.8%	-6.4%	67.3%
新保业务	21,569	30,985	-30.4%	44,319	新保业务	41.3%	54.7%	-13.3%	71.8%
期交	5,074	7,562	-32.9%	12,214	期交 % 新保业务	23.5%	24.4%	-0.9%	27.6%
趸交	16,495	23,423	-29.6%	32,105	趸交 % 新保业务	76.5%	75.6%	0.9%	72.4%
续期业务	30,594	25,707	19.0%	17,372	续期业务	58.7%	45.3%	13.3%	28.2%
财富管理渠道	1,097	932	17.7%	222	财富管理渠道	1.1%	1.0%	0.1%	0.2%
新保业务	635	818	-22.4%	222	新保业务	57.9%	87.8%	-29.9%	100.0%
期交	375	457	-17.9%	150	期交 % 新保业务	59.1%	55.9%	3.2%	67.6%
趸交	260	361	-28.0%	72	趸交 % 新保业务	40.9%	44.1%	-3.2%	32.4%
续期业务	462	114		0	续期业务	42.1%	12.2%	29.9%	0.0%
团体寿险	1,466	1,302	12.6%	1,080	团体寿险	1.5%	1.4%	0.1%	1.2%
寿险总保费	97,719	94,797	3.1%	91,682	寿险总保费	100.0%	100.0%		100.0%

来源：公司资料，国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表3：健康险占比提升1.1%，但无法细分至医疗类或重疾类产品占比变化，或对新单利润率影响或有限

(单位：百万元)	2012	2011	YoY(%)	2010	占比(%)	2012	2011	YoY(%)	2010
寿险	90,203	88,676	1.7%	86,657	寿险	92.3%	93.5%	-1.2%	94.5%
传统型寿险	848	704	20.5%	632	传统型寿险	0.9%	0.8%	0.1%	0.7%
分红型寿险	89,318	87,940	1.6%	85,998	分红型寿险	99.0%	99.2%	-0.2%	99.2%
万能型寿险	37	32	15.6%	27	万能型寿险	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
投资连结保险	-	-	-	-	投资连结保险	0	-	0.0%	-
健康险	6,491	5,255	23.5%	4,301	健康险	6.6%	5.5%	1.1%	4.7%
意外伤害险	1,025	866	18.4%	721	意外伤害险	1.0%	0.9%	0.1%	0.8%
寿险总保费	97,719	94,797	3.1%	91,679	寿险总保费	100.0%	100.0%	-	100.0%

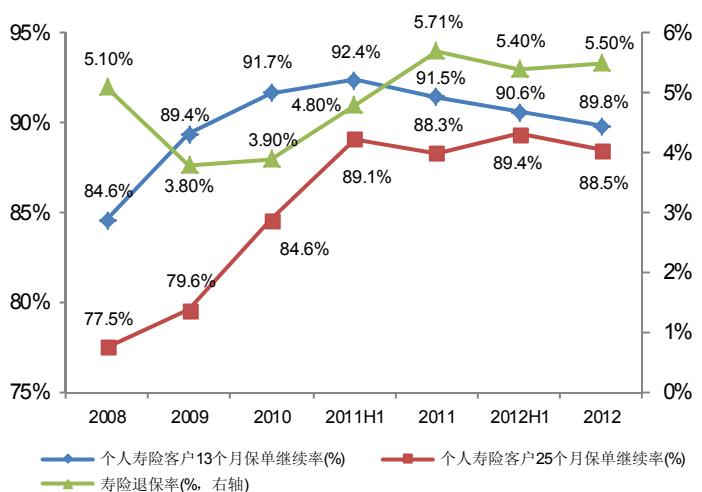
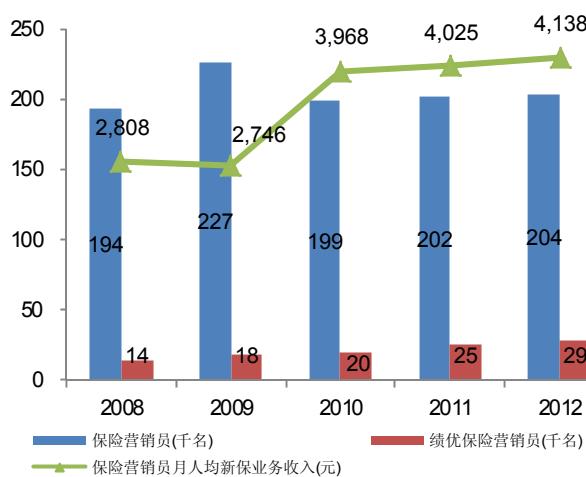
来源：公司资料，国金证券研究所

**图表4：人力、绩优人力及预估产能较11年分别提升1%、16%和2.8%，退保率5.5%依旧高企
公司推行向保障型产品转型，但受件均佣金及件均保费影响，预计人力、绩优人力和产能依旧承压**

	2008	2009	2010	2011H1	2011	2012H1	2012
保险营销员(千名)	194	227	199	204	202	207	204
绩优保险营销员(千名)	14	18	20	22	25	30	29
保险营销员月人均新保业务收入(元)	2,808	2,746	3,968	4,155	4,025	4,711	4,138
个人寿险客户13个月保单继续率(%)	84.6%	89.4%	91.7%	92.4%	91.45%	90.6%	89.84%
个人寿险客户25个月保单继续率(%)	77.5%	79.6%	84.6%	89.1%	88.33%	89.4%	88.50%
寿险退保率(%, 右轴)	5.10%	3.80%	3.90%	4.80%	5.71%	5.40%	5.50%

注：1. 新标准下，绩优保险营销员指累计标准保费按地区差异达到7000元或10000元的保险营销员人数。2008、2009、2011H1按照老标准（计标准保费按地区差异达到5000元或8000元）进行比例换算（按照2010年年报公布的新、老标准下人数比例）成新标准下数据。

2. 中期的寿险退保率根据披露值进行简单年化处理。

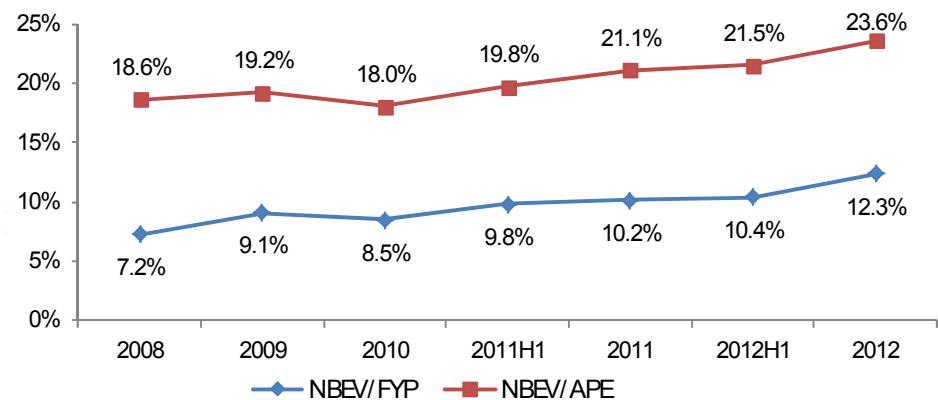


中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

图表5：银保新单降幅达30%致使渠道间新单结构变化，新单利润率提升2.1%

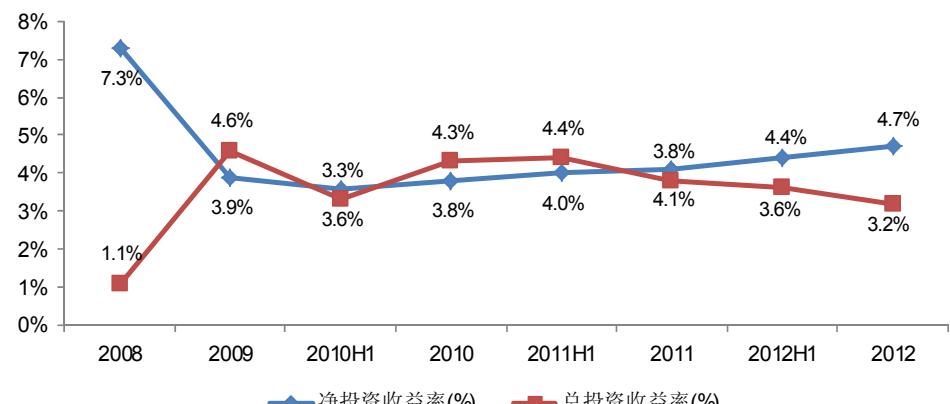
	2008	2009	2010	2011H1	2011	2012H1	2012
首年保费(FYP)	35,642	44,839	56,040	24,138	42,863	22,523	33,801
标准保费(APE)	13,840	21,219	26,277	12,000	20,665	10,855	17,657
新业务价值(NBV)	2,577	4,084	4,741	2,372	4,360	2,338	4,172
NBEV/FYP	7.2%	9.1%	8.5%	9.8%	10.2%	10.4%	12.3%
NBEV/APE	18.6%	19.2%	18.0%	19.8%	21.1%	21.5%	23.6%



来源：公司资料，国金证券研究所

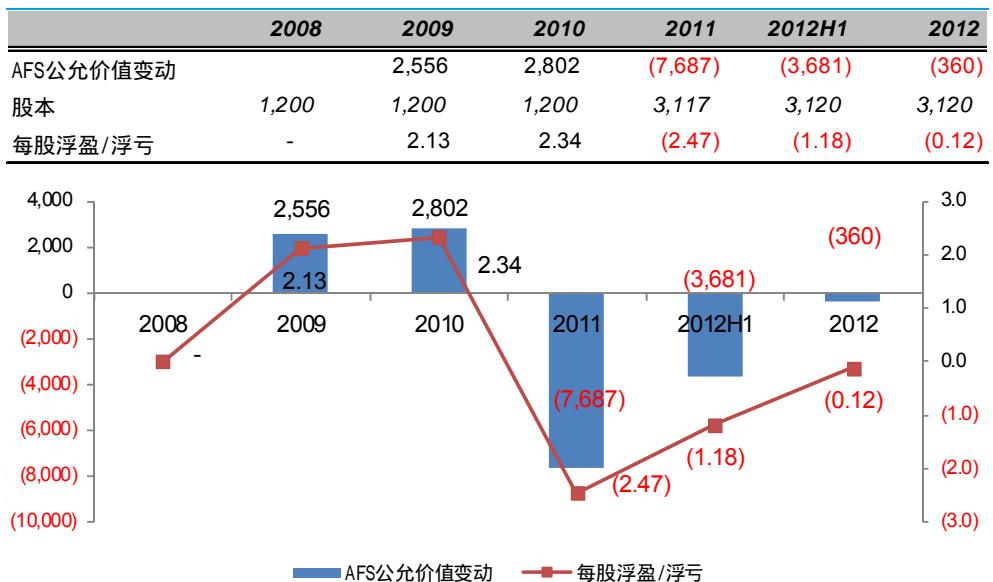
图表6：净投资收益率较11年底提升90bp，预计位于上市险企平均水平

	2008	2009	2010H1	2010	2011H1	2011	2012H1	2012
净投资收益	10,076	6,955	4,378	9,276	6,423	13,659	9,172	19,874
净已实现及未实现的收益	(7,714)	1,178	(310)	1,266	498	(78)	146	(1,054)
减值损失	(775)	0	(35)	(116)	(113)	(904)	(2,016)	(5,281)
总投资收益	1,587	8,133	4,033	10,426	6,808	12,677	7,302	13,539
净投资收益率(%)	7.3%	3.9%	3.6%	3.8%	4.0%	4.1%	4.4%	4.7%
总投资收益率(%)	1.1%	4.6%	3.3%	4.3%	4.4%	3.8%	3.6%	3.2%



来源：公司资料，国金证券研究所

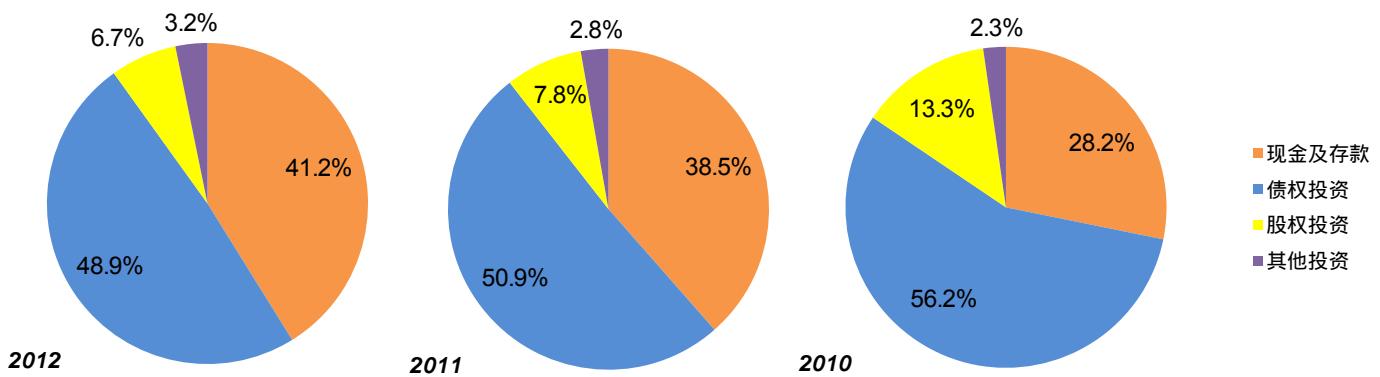
图表7：浮亏缩窄至每股0.12元



来源：公司资料，国金证券研究所

图表8：债权/股权投资占比持续下降，预计大额协议存款占比持续走高

按投资对象(百万元)	2012	2011	YoY(%)	2010	占比(%)	2012	2011	YoY(%)	2010
现金及存款	196,919	144,044	36.7%	82,578	41.2%	38.5%	2.6%	28.2%	
债权投资	234,130	190,464	22.9%	164,726	48.9%	50.9%	-2.0%	56.2%	
股权投资	32,085	29,051	10.4%	38,874	6.7%	7.8%	-1.1%	13.3%	
其他投资	15,347	10,399	47.6%	6,688	3.2%	2.8%	0.4%	2.3%	
投资资产	478,481	373,958	28.0%	292,866	100.0%	100.0%			100.0%



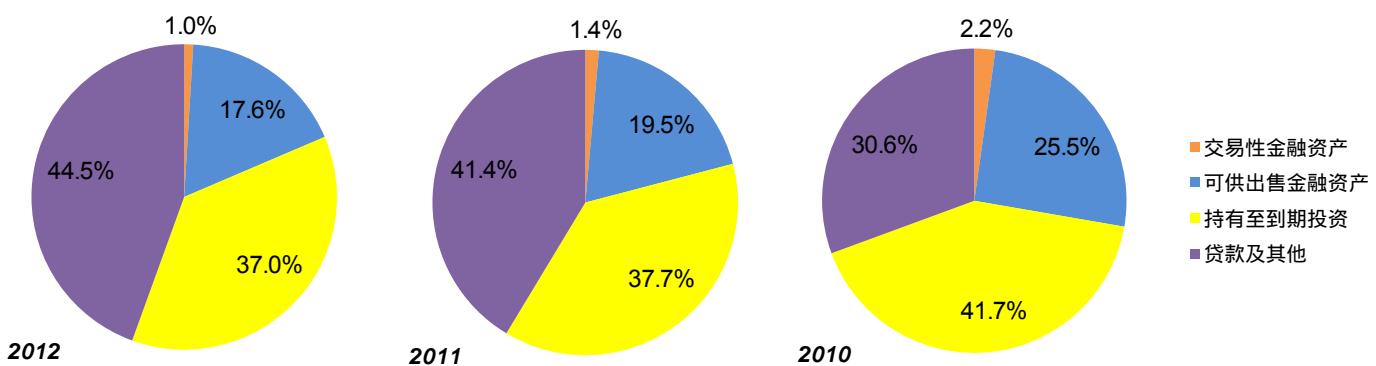
来源：公司资料，国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

图表9：交易性金融资产同比及占比持续下降

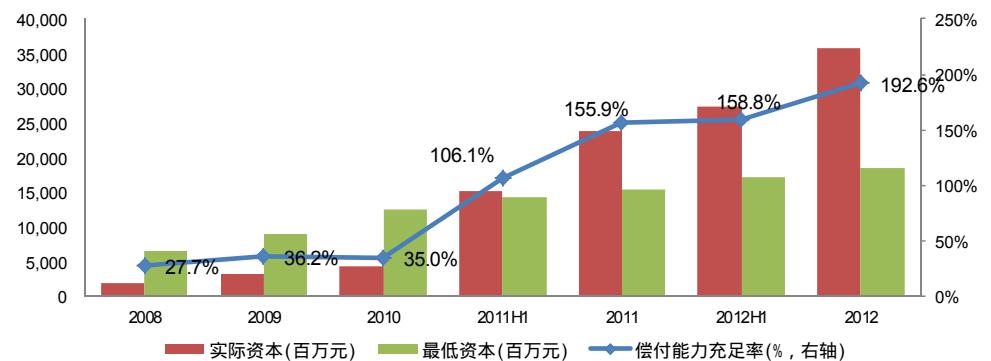
按投资目的(百万元)	2012	2011	YoY(%)	2010	占比(%)	2012	2011	YoY(%)	2010
交易性金融资产	4,549	5,310	-14.3%	6,515	交易性金融资产	1.0%	1.4%	-0.5%	2.2%
可供出售金融资产	84,335	72,876	15.7%	74,689	可供出售金融资产	17.6%	19.5%	-1.9%	25.5%
持有至到期投资	176,817	141,090	25.3%	122,016	持有至到期投资	37.0%	37.7%	-0.8%	41.7%
贷款及其他	212,780	154,682	37.6%	89,646	贷款及其他	44.5%	41.4%	3.1%	30.6%
投资资产	478,481	373,958	28.0%	292,866	投资资产	100%	100%		100%



来源：公司资料，国金证券研究所

图表10：偿付能力充足，但13年有50亿债务融资工具发行计划

	2008	2009	2010	2011H1	2011	2012H1	2012
偿付能力充足率(%, 右轴)	27.7%	36.2%	35.0%	106.1%	155.9%	158.8%	192.6%
实际资本(百万元)	1,802	3,265	4,402	15,225	23,866	27,304	35,764
最低资本(百万元)	6,496	9,024	12,583	14,354	15,304	17,199	18,574



来源：公司资料，国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

图表 11：新华保险财务数据预测

每股数据(元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	每股数据(同比, %)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
EPS	1.24	0.94	1.25	1.45	1.68		-34%	-24%	33%	16%	16%
BVPS	13.91	11.50	17.45	22.71	25.25		154%	-17%	52%	30%	11%
EV	15.72	18.23	20.73	23.28	26.08		-33%	16%	14%	12%	12%
NBV	1.94	1.34	1.22	1.20	1.21		-51%	-31%	-8%	-2%	1%

合并利润表(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	合并资产负债表(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
寿险保费	94,797	97,719	100,887	105,237	110,339	总资产	386,771	493,693	589,681	677,714	758,779
个人寿险	93,495	96,253	99,245	103,431	108,353	投资资产	373,956	478,481	574,177	660,304	739,540
新保业务	41,561	32,335	26,502	24,809	24,876	其中：现金及存款	144,044	196,919	241,154	277,328	310,607
续期业务	51,934	63,918	72,744	78,621	83,477	其中：债权投资	190,464	234,130	275,605	316,946	354,979
团体保险	1,302	1,466	1,642	1,806	1,987	其中：股权投资	29,051	32,085	37,322	42,920	48,070
已赚保费	95,310	97,589	100,642	104,891	109,928	保险资产	5,597	4,838	5,062	5,618	6,202
赔付及保户利益	(87,151)	(89,898)	(98,054)	(104,503)	(111,247)	运营资产	13,230	18,222	21,346	24,533	27,468
综合费用	(18,190)	(19,445)	(20,733)	(22,016)	(23,406)	其他资产	579	543	590	678	759
承保利润	(10,031)	(11,754)	(18,144)	(21,628)	(24,725)	独立账户资产	280	263	295	339	379
投资收益	13,053	13,828	22,116	26,304	30,196	总负债	355,458	457,815	535,240	606,851	680,003
其他收益	253	214	585	626	670	保险负债	332,476	421,791	491,158	559,673	629,740
营业利润	3,275	2,288	4,557	5,302	6,141	融资负债	15,465	18,280	21,170	23,999	26,808
所得税	(475)	646	(661)	(769)	(890)	运营负债	6,672	16,694	21,763	21,936	22,118
净利润	2,800	2,934	3,896	4,533	5,250	其他负债	458	458	458	458	458
归属于母公司股东的净利润	2,799	2,933	3,895	4,532	5,249	股东权益合计	31,313	35,878	54,440	70,863	78,776
						归属于母公司股东权益	31,306	35,870	54,431	70,853	78,765

内含价值(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	内含价值(同比, %)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
新业务价值	4,360	4,172	3,821	3,755	3,780	新业务价值	-8%	-4%	-8%	-2%	1%
内含价值	48,991	56,870	64,666	72,640	81,358	内含价值	74%	16%	14%	12%	12%

寿险保费(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	寿险保费(同比, %)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
个人寿险	93,495	96,253	99,245	103,431	108,353	个人寿险	3.2%	2.9%	3.1%	4.2%	4.8%
新保业务	41,561	32,335	26,502	24,809	24,876	新保业务	-24%	-22%	-18%	-6%	0%
保险营销员渠道	9,758	10,131	8,611	7,750	7,750	保险营销员渠道	-6%	4%	-15%	-10%	0%
银行保险渠道	30,985	21,569	17,255	16,392	16,392	银行保险渠道	-30%	-30%	-20%	-5%	0%
财富管理渠道	818	635	635	667	733	财富管理渠道	268%	-22%	0%	5%	10%
续期业务	51,934	63,918	72,744	78,621	83,477	续期业务	45.7%	23.1%	13.8%	8.1%	6.2%
保险营销员渠道	26,113	32,862	39,260	43,940	47,882	保险营销员渠道	43%	26%	19%	12%	9%
银行保险渠道	25,707	30,594	32,815	33,841	34,602	银行保险渠道	48%	19%	7%	3%	2%
财富管理渠道	114	462	670	840	992	财富管理渠道	305%	45%	26%	18%	
团体保险	1,302	1,466	1,642	1,806	1,987	团体保险	21%	15%	12%	10%	10%
总保费	94,797	97,719	100,887	105,237	110,339	总保费	3.4%	3.1%	3.2%	4.3%	4.8%

估值指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E	投资收益(%)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
P/E	18.52	24.51	18.45	15.86	13.69	净投资收益率	4.1%	4.7%	4.7%	4.7%	4.8%
P/B	1.66	2.00	1.32	1.01	0.91	总投资收益率	3.8%	3.2%	4.1%	4.5%	4.6%
P/EV	1.47	1.26	1.11	0.99	0.88						
新业务价值倍数	3.8	3.6	1.9	(0.2)	(2.5)						

来源：国金证券研究所，基于 2013 年 3 月 26 日收盘价 23.04 元。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	5	5	16
增持	0	1	12	13	24
中性	0	0	5	6	10
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.02	1.95

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-08-30	中性	25.61	26.02 ~ 27.83
2 2012-10-30	中性	21.99	24.08 ~ 26.49

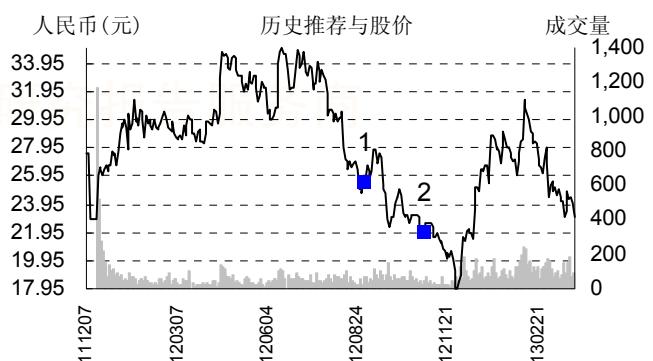
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038271
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979
传真：010-6621 6793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-33516015
传真：0755-33516020
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518026
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net