



证券研究报告 — 调整评级

2013 年 8 月 28 日

股票代码	601336.CH	1336.HK
评级	持有	持有
原评级	谨慎买入	买入
收盘价	人民币 23.20	港币 21.30
目标价	人民币 24.00	港币 23.20
原目标价	人民币 25.40	港币 30.00
上/下浮比例	3%	9%
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

新华保险

业绩低于预期，转型见效尚需观察

2013 年上半年，新华保险实现归属母公司净利润 21.88 亿元，同比增长 14.9%，2 季度单季度净利润仅为 7.2 亿元，环比下降 50%，较我们和市场的预期都低。虽然除去去年同期的所得税因素，该公司上半年的税前利润同比增长 65.5%，但 2 季度单季度的税前利润同比增速也仅为 10.8%。我们认为，新华保险的中期业绩体现了当前很多保险公司寻求战略转型时面临的较大压力。新单业务大幅下滑 44%、银保渠道尚未看到下滑减缓的迹象、营销员和绩优营销员数量都在萎缩、保单继续率下降而退保率上升，在这种情况下，该公司在努力提高新业务价值利润率并改善自身的保费结构。如果这种转型能够持续并有力的推进，那么新华保险的未来仍然值得期待，但短期内我们认为还很难看到转型能够见效。我们将 A 股和 H 股的评级均下调为持有，并相应下调目标价至 24.00 元和 23.20 港币。

支撑评级的要点

- 2013 年上半年，新华保险的新单保费（含团险）同比下降 44.3%，其中营销员渠道新单保费下降 24.8%，银保渠道新单保费下降 55.2%，在可比公司中表现较差。从总保费规模上看，营销员渠道第一次超过银保成为最主要的保费收入来源。虽然营销员渠道 20 年期以上新单占比有所提高，但据我们测算其绝对数量则下降了 16%。
- 新华保险在上半年可能对营销员队伍进行了较大的调整，整体营销员数量较去年年末有所下降，而绩优营销员数量降至 2.37 万人，甚至低于 2011 年末的水平。
- 新华保险的保单继续率较 2012 年继续下滑，年化退保率上升至 6.4%，是 5 年来的最高水平。
- 该公司上半年也通过兑现一些股票投资收益来提高投资收益率，但整体投资收益率水平仍然偏低，总投资收益率和净投资收益率分别仅为 4.3% 和 4.5%。此外，在股市的波动下，新华保险 6 月末的浮亏已经增大到 11.7 亿。
- 目前新华保险的偿付能力为 174%，由于该公司发行次级债的规模已达上限，未来只能通过股权或其他债务工具来完成再融资。

评级面临的主要风险

- 战略转型持续未见成效；资本市场再次出现剧烈波动。

估值

- 目前新华保险 A 股估值偏高而 H 股估值偏低。该公司的战略转型在下半年还很难有明显的效果显现，因而我们将目前 A 股和 H 股的评级均下调为持有，并将目标价由 25.40 元和 30.00 港币下调至 24.00 元和 23.20 港币。

投资摘要—A 股

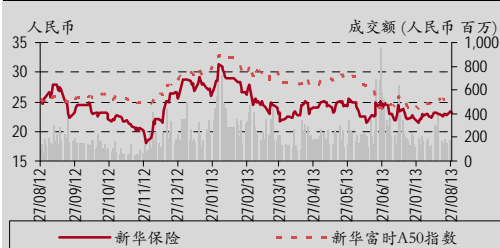
年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
保费收入(人民币 百万)	95,151	98,081	105,558	114,424	127,055
变动(%)	3.5	3.1	7.6	8.4	11.0
净利润(人民币 百万)	2,799	2,933	3,343	4,393	6,143
全面摊薄每股收益(人民币)	0.90	0.94	1.07	1.41	1.97
变动(%)	(51.9)	4.4	13.8	31.8	39.7
全面摊薄市盈率(倍)	25.78	24.68	21.68	16.45	11.78
每股账面价值(人民币)	10.04	11.50	13.34	15.47	18.32
市净率(倍)	2.31	2.02	1.74	1.50	1.27
每股内含价值(人民币)	15.72	18.23	21.66	25.55	28.47
价格/每股内含价值(倍)	1.48	1.27	1.07	0.91	0.81
隐含新业务价值倍数(倍)	5.35	3.72	1.14	(1.65)	(3.41)
每股股息(人民币)	0.09	0.32	0.11	0.14	0.20
股息率(%)	0.39	1.38	0.47	0.60	0.86

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

本报告要点

- 2013 年上半年，新华保险实现归属母公司净利润 21.88 亿元，同比增长 14.9%，2 季度单季度净利润仅为 7.2 亿元，环比下降 50%，较我们和市场的预期都低。
- 如果该公司这种转型能够持续并有力的推进，那么新华保险的未来仍然值得期待，但短期内我们认为还很难看到转型能够见效。我们将目前 A 股和 H 股的评级均下调为持有，并相应的下调目标价。

股价表现—A 股



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(20)	5	(9)	(8)
相对新华富时 A50 指数	(6)	(1)	5	(9)

发行股数(百万)	3120
流通股(%)	35.3
流通股市值(人民币 百万)	25,552
3 个月日均交易额(人民币 百万)	217
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 2013 年 8 月 27 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

股价表现—H股



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(28)	(2)	(23)	(8)
相对恒生中国企业指数	(15)	(4)	(15)	(13)

发行股数(百万)	3,120
流通股(%)	33.15
流通股市值(港币 百万)	22,030
3个月日均交易额(港币 百万)	98
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2013年8月27日收市价为标准

投资摘要—H股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
保费收入(人民币 百万)	95,151	98,081	105,558	114,424	127,055
变动(%)	3.5	3.1	7.6	8.4	11.0
净利润(人民币 百万)	2,799	2,933	3,343	4,393	6,143
全面摊薄每股收益(人民币)	0.90	0.94	1.07	1.41	1.97
变动(%)	(51.9)	4.4	13.8	31.8	39.7
全面摊薄市盈率(倍)	19.17	18.35	16.12	12.24	8.76
每股账面价值(人民币)	10.04	11.50	13.34	15.47	18.32
市净率(倍)	1.72	1.50	1.29	1.12	0.94
每股内含价值(人民币)	15.72	18.23	21.66	25.55	28.47
价格/每股内含价值(倍)	1.10	0.95	0.80	0.68	0.61
隐含新业务价值倍数(倍)	1.10	(0.73)	(3.26)	(5.84)	(7.26)
每股股息(人民币)	0.09	0.32	0.11	0.14	0.20
股息率(%)	0.52	1.85	0.64	0.81	1.16

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 2013 年中期业绩摘要

(人民币, 百万)	2012 年上半年	2013 年上半年	同比变化(%)
保险业务收入	55,950	51,344	(8.2)
减: 分出保费	40	(161)	(502.5)
提取未到期责任准备	(227)	(242)	6.6
已赚保费	55,763	50,941	(8.6)
退保金	(8,559)	(13,260)	54.9
赔付支出	(3,935)	(4,913)	24.9
减: 摊回赔付支出	447	175	(60.9)
提取保险责任准备金	(39,642)	(31,875)	(19.6)
减: 摊回保险责任准备金	(487)	(98)	(79.9)
营业税金及附加	(71)	(60)	(15.5)
手续费及佣金支出	(3,796)	(3,075)	(19.0)
业务及管理费	(4,540)	(4,533)	(0.2)
减: 摊回分保费用	23	41	78.3
其他业务成本	(1,210)	(1,613)	33.3
资产减值损失	(2,016)	(927)	(54.0)
承保利润/(损失)	(8,023)	(9,197)	14.6
投资收益	9,046	12,120	34.0
其中: 对联营企业的投资收益/(损失)			
公允价值变动损失	272	(573)	(310.7)
汇兑损失	28	(167)	(696.4)
其他业务收入	242	370	52.9
加: 营业外收入	5	1	(80.0)
减: 营业外支出	(62)	(58)	(6.5)
利润总额	1,508	2,496	65.5
减: 所得税收入/(费用)	397	(308)	(177.6)
净利润	1,905	2,188	14.9
少数股东损益	(1)	(1)	0.0
利润归属公司股东	1,904	2,187	14.9

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 2.2013 年中期新华保险保费收入结构

(人民币, 百万)	2012 年上半年	2013 年上半年	同比增长(%)
寿险保费按渠道明细			
保险营销员渠道	23,030	25,261	9.7
首年保费收入	5,851	4,398	(24.8)
期交保费收入	5,198	3,697	(28.9)
趸交保费收入	653	701	7.4
续期保费收入	17,179	20,863	21.4
银行保险渠道	31,393	24,449	(22.1)
首年保费收入	15,355	6,875	(55.2)
期交保费收入	3,236	1,863	(42.4)
趸交保费收入	12,119	5,012	(58.6)
续期保费收入	16,038	17,574	9.6
财富管理渠道	622	713	14.6
首年保费收入	412	344	(16.5)
期交保费收入	219	203	(7.3)
趸交保费收入	193	141	(26.9)
续期保费收入	210	369	75.7
个人寿险合计	55,045	50,423	(8.4)
团体保险	905	921	1.8
合计	55,950	51,344	(8.2)
首年保费收入	21,618	11,617	(46.3)
期交保费收入	8,653	5,763	(33.4)
趸交保费收入	12,965	5,854	(54.8)
续期保费收入	33,427	38,806	16.1
团体保险	905	921	1.8
寿险业务合计	55,950	51,344	(8.2)
新单业务合计 (百万)	22,523	12,538	(44.3)
新单业务期缴业务占比 (%)	(6.7)	(44.3)	
新业务利润率 (%)	40.0	49.6	

资料来源: 公司数据, 中银国际研究



损益表(人民币 百万)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
毛保费收入	95,151	98,081	105,558	114,424	127,055
已赚保费	95,664	97,951	105,407	114,222	126,792
赔付支出和退保金	(36,202)	(43,025)	(52,291)	(61,437)	(68,469)
提取保险责任准备金	(50,949)	(46,873)	(46,328)	(45,209)	(46,875)
非保险合同帐户利息支出	(635)	(660)	(684)	(735)	(789)
保险业务总支出	(87,786)	(90,558)	(99,303)	(107,381)	(116,133)
手续费和佣金支出	(7,317)	(7,047)	(7,752)	(9,302)	(11,162)
业务和管理费用	(9,229)	(9,785)	(11,263)	(13,576)	(16,553)
其他业务支出	(199)	(276)	(248)	(268)	(297)
提取保险保障基金	(806)	(1,746)	(1,851)	(1,962)	(2,080)
全部营业支出	(105,337)	(109,412)	(120,417)	(132,489)	(146,225)
承保收益/(亏损)	(9,673)	(11,461)	(15,010)	(18,267)	(19,433)
投资总收入	12,754	13,559	18,595	23,113	26,526
其他收入	192	189	189	189	189
联营企业投资收益	2	1	3	4	4
税前利润	3,275	2,288	3,777	5,039	7,286
所得税	(475)	646	(427)	(636)	(1,131)
净利润	2,800	2,934	3,350	4,403	6,155
少数股东损益	(1)	(1)	(7)	(10)	(12)
可分配股东利润	2,799	2,933	3,343	4,393	6,143
同比增长率(%)	24.5	4.8	14	31.4	39.8

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)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
固定资产和在建工程	4,800	5,863	7,159	8,741	10,673
长期股权投资	723	1,571	711	715	719
金融资产					
债务投资	190,464	234,130	263,341	289,854	317,807
权益投资	29,051	32,085	36,620	47,200	59,631
定期存款	122,949	171,853	224,028	251,732	281,892
存出资本保证金	522	717	539	605	678
保单质押贷款和债权计划投资	9,796	14,630	14,002	15,734	17,618
买入返售金融资产	79	0	0	0	0
应收利息					
其他资产	7,292	7,778	8,876	10,171	11,739
现金和现金等价物	21,095	25,066	6,199	7,462	8,772
总资产	386,771	493,693	561,475	632,214	709,529
保险合同	293,814	362,272	408,877	454,450	501,799
递延收入					
投资合同	24,074	33,988	34,330	34,717	35,151
卖出回购金融资产	32,481	55,437	60,981	67,079	73,787
应付保单红利	0	0	7,440	17,305	28,583
应付赔付款	499	789	789	789	789
其他负债	4,590	5,329	5,923	6,651	7,706
递延所得税负债	0	0	1,494	2,938	4,546
负债合计	355,458	457,815	519,834	583,929	652,361
股东权益					
股本	3,117	3,120	3,120	3,120	3,120
准备金	22,468	25,967	29,059	32,193	36,168
未分配利润	5,721	6,783	9,454	12,964	17,872
其他	0	0	0	0	0
股东权益合计	31,306	35,870	41,633	48,277	57,160
少数股东权益	7	8	8	8	8
负债和股东权益合计	386,771	493,693	561,475	632,214	709,529

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	3,275	2,288	3,777	5,039	7,286
调整项:					
经营性资产负债变动	(12,542)	(13,143)	(18,937)	(23,462)	(26,881)
经营活动产生的现金	65,312	65,107	68,027	66,989	70,470
经营活动产生的净现金流	56,045	54,252	52,867	48,566	50,875
投资活动产生的现金流	(85,894)	(81,382)	(77,621)	(53,789)	(56,708)
筹资活动产生的净现金流	23,677	31,100	5,886	6,485	7,142
现金和现金等价物期初额	27,368	21,095	25,066	6,199	7,462
汇兑损益影响	(101)	1	1	1	1
现金和现金等价物期末额	21,095	25,066	6,199	7,462	8,772
现金和现金等价物变动	(6,172)	3,970	(18,868)	1,262	1,309

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
增长率(%)					
保费收入	3.4	3.1	7.7	8.4	11.1
首年保费	(27.6)	(28.2)	(13.2)	(5.2)	4.8
首年期缴保费	(22.8)	(14.8)	(13.2)	(5.2)	4.8
投资资产	27.7	28.0	12.5	12.4	12.0
总资产	27.0	27.6	13.7	12.6	12.2
内含价值	74.4	16.1	18.8	17.9	11.5
新业务价值	(8.0)	(4.3)	0.9	5.2	8.9
净利润	24.5	4.8	14.0	31.4	39.8
结构					
首年期缴保费占比	45.5	54.0	54.0	54.0	54.0
分红险占比	92.8	91.4	89.4	87.4	85.4
传统险占比	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9
投连和万能险占比	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
银保产品占比	59.8	53.4	50.0	48.0	45.0
存款占比	38.5	41.2	41.6	41.6	41.6
债券占比	50.9	48.9	48.9	47.9	46.9
权益占比	7.8	6.7	6.8	7.8	8.8
收益率					
净投资收益率	4.1	3.8	3.7	3.5	3.3
总投资收益率	3.8	2.3	3.7	4.0	4.1
新业务利润率	11.8	15.7	18.2	20.2	22.0
资产收益率	0.8	0.7	0.6	0.7	0.9
净资产收益率	14.8	8.7	8.6	9.8	11.7
估值					
市盈率	25.6	24.5	21.5	16.3	11.7
股价/每股账面价值	2.3	2.0	1.7	1.5	1.3
股价/内含价值	1.5	1.3	1.1	0.9	0.8
股价/评估价值	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4

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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 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士, 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。所有本报告期内使用的商标、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