

新华保险 (601336.sh)

业绩成长性好、资产规模有望高增长

曹恒乾 分析师

电话: 020-87555888-8419

eMail: chq@gf.com.cn

执业编号: S0260511010006

市场地位上升、保费快速增长

新华人寿原保险保费收入市场排名已由2008年的第5位升至2010年的第3位,虽然资本市场波动造成截止2011年9月30日,保费收入略低于第3位的太保寿险1.67亿元,但排名总体趋势是上升的。2008年至2010年原保险保费收入的年均复合增长率达到29.68%,增速在中国前五大寿险公司中位列第一,并超过同期中国寿险行业平均19.63%的增速。

投资资产规模迅速扩张、投资收益显著增加

新华人寿2008年末、2009年末、2010年末及2011年6月30日投资资产分别为1557.52亿元、1967.47亿元、2928.66亿元及3345.74亿元,投资资产规模迅速扩张;公司2008年、2009年、2010年及2011年上半年的总投资收益分别15.87亿元、81.33亿元、104.26亿元及68.06亿元。可预期投资资产规模将会进一步快速增加,即便投资收益率不变,投资收益总额也会增加。

战略转型注重期交产品

新华人寿转变发展方式,优化业务结构,深化战略转型。战略转型之后对期交产品和长期健康险等高价值产品更加注重,这将会产生滚动效应,有利于实现业绩的可持续性未来利润的长期稳定增加。

风险提示与投资建议

我们采用相对估值和绝对估值的方法对新华人寿IPO价格进行预测。我们参考行业特别是中国人寿的相关估值指标并考虑到新华人寿较高的成长性,给出新华人寿的PE为25~30倍,PB2~2.5倍,新业务价值5~7倍,相应发行价格为22.95~27.5元;23.9元~29.9元以及25.2元~28.2元,综合考虑,我们认为合理的发行价格区间是23元~30元。资本市场的不确定性及公司本身的经营风险,可能会使发行价产生较大波动。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	73674	102513	117,890	135,573	155,909
增长率(%)	48.4%	39.1%	15.0%	15.0%	15.0%
已赚保费(百万元)	64998	91583	105,320	121,119	139,286
净利润(百万元)	2661	2250	2,862	4,357	5,571
增长率(%)	308.8%	-15.4%	27.8%	52.0%	27.8%
每股收益(元)	2.22	1.87	0.92元	1.4元	1.79元
市盈率					
市净率					
隐含新业务价值倍数					

数据来源:新华人寿股份有限公司招股书,广发证券发展研究中心

价格区间

发行价格	23.00-30.00元
上市价格	

股票数据

总股本/流通A股(百万股)	2600/0
主要股东:	
中央汇金投资有限责任公司	
主要股东持股比例	38.81%
流通A股比例	.00%

发行消息

发行价格(元)	
主承销商:	中国国际金融有限公司
发行市盈率	

目录索引

一、公司背景.....	4
（一）公司大事记及控股权关系.....	4
（二）业务细分及占比.....	5
（三）财务指标.....	6
（四）投资资产细分及损益情况.....	7
二、行业背景.....	10
（一）寿险市场规模.....	10
（二）寿险密度和深度.....	10
（三）寿险市场主要产品所占份额.....	13
（四）同业竞争.....	13
三、投资亮点.....	14
（一）市场地位上升、保费快速增长.....	14
（二）分红型产品及 IPO 中首次披露 10%现金分红具有吸引力.....	15
（三）战略转型，注重期交产品.....	16
（四）投资资产规模扩张迅速，投资收益显著增加.....	16
四、风险因素.....	17
（一）银保渠道的不确定性.....	17
（二）前董事长违规带来的财务隐忧尚未消除.....	17
（三）资本市场的不利变动.....	18
五、公司估值及业绩预测.....	18
（一）内涵价值法估值.....	18
（二）相对价值法估值.....	19

图表索引

图 1: 公司控股权关系	4
图 2: 中国寿险市场历年原保险保费收入	10
图 3: 主要国家地区 GDP	11
图 4: 主要国家地区寿险密度和寿险深度	11
图 5: 中国历年寿险密度和寿险深度	12
图 6: 中国寿险密度与 GDP、居民收入的增长率对比	12
图 7: 中国各省市寿险密度和寿险深度及份额占比	13
图 8: 前十家寿险公司及外资寿险公司市场份额	14
图 9: 四大寿险公司市场份额对比	15
图 10: 四大寿险公司年原保险保费收入增长率对比	15
图 11: 投资资产总额及增长率	16

表 1: 公司大事记	4
表 2: 个人寿险、团体寿险及营销渠道收入占比	5
表 3: 各类寿险产品收入占比	5
表 4: 首年、续期保费及期交趸交保费占比	6
表 5: 四大寿险公司投资收益率比较	6
表 6: 主要财务和运营指标	7
表 7: 偿付能力	7
表 8: 投资资产按投资对象分类	7
表 9: 投资资产按持有意图分类	8
表 10: 投资资产收益按资产类别划分	9
表 11: 中国寿险市场保险产品的构成明细	13
表 12: 公司有效银行网点数	17
表 13: 四大寿险公司银保渠道保费收入占比	17
表 14: 绝对估值法指标数据	18
表 15: 内涵价值法指标数据	19
表 16: 相对价值法指标数据 (PE)	19
表 17: 相对价值法指标数据 (PB)	20

一、公司背景

（一）公司大事记及控股权关系

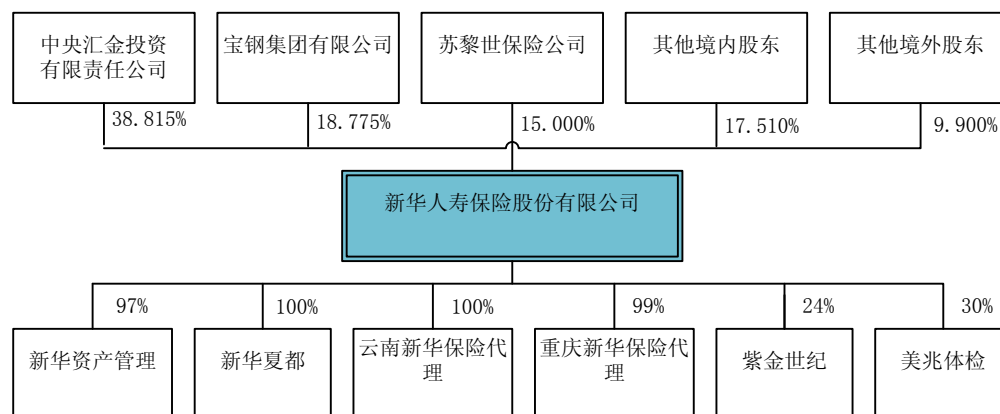
新华保险是于1996年设立的一家全国大型寿险公司，设立时注册资本5亿元，2010年向股东定向增发140亿元以后，现注册资本已达到26亿元。中央汇金持有公司38.815%的股份，是公司的控股股东。

表 1：公司大事记

时间	事件
1996年8月	公司成立，注册资本为人民币 5 亿。
1998 年10 月	爱地集团将其持有的 5,000 万股公司股份（占总股本 10%），以每股 2.6 元的价格全部转让予华通控股。
2000年2月	将盈余公积 1.008 亿元转增股本，转增后公司总股本增至 6.008 亿元。
2000 年12 月	4 家海外投资者增资认股，总股本增至 12 亿。
2007 年5 月至 7 月	保险保障基金以每股5.99 元的价格合计受让了公司38.815%的股份，成为控股股东。
2009 年11 月	中央汇金以每股8.71 元的价格受让保险保障基金持有的公司全部股份。
2010 年10 月至2011年3月	股东定向增发140亿元，注册资本变更为26亿元。
2011年9月	私募定向发行50亿元次级债。

数据来源：公司招股书、广发证券研发中心

图 1：公司控股权关系



数据来源：公司招股书、广发证券研发中心

（二）业务细分及占比

新华保险通过遍布全国的广泛分销网络，为个人及机构户提供一系列寿险产品及服务，并通过下属的新华资产管理管理和运用保险资金。经营范围包括：人民币、外币的人身保险（包括各类人身保险、健康保险、意外伤害保险）；为境内外的保险机构代理保险、检验、理赔等业务；保险咨询；依照有关法规从事资金运用业务；经中国保监会批准的其他业务。

公司的业务按客户类型分为个人寿险及团体保险，2008年以来，公司个人寿险收入占保险业务收入的98%以上。分红型产品是主要险种，占保险业务收入90%以上。保险业务的60%以上依赖于银保渠道。

表 2：个人寿险、团体寿险及营销渠道收入占比

(人民币百万元)	2011 年 1-6 月		2010 年		2009 年		2008 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
保险业务收入								
个人寿险	49890	98.5%	90599	98.8%	64210	98.7%	45845	98.7%
其中：								
保险营销员渠道	18791	37.1%	28688	31.3%	20248	31.1%	14457	31.1%
银行保险渠道	30731	60.7%	61690	67.3%	43962	67.6%	31388	67.6%
财富管理渠道	368	0.7%	221	0.2%	—	—	—	—
团体保险	772	1.5%	1080	1.2%	830	1.3%	608	1.3%
合计	50662	100.0%	91679	100.0%	65040	100.0%	46453	100.0%

数据来源：公司招股书、广发证券研发中心

表 3：各类寿险产品收入占比

(人民币百万元)	2011 年 1-6 月		2010 年		2009 年		2008 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
保险业务收入								
传统型寿险	328	0.6%	632	0.7%	630	1.0%	608	1.3%
分红型寿险	47316	93.4%	85998	93.8%	60201	92.6%	42611	91.7%
万能寿险	16	0.0%	27	0.0%	18	0.0%	10	0.0%
投资连接型保险	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
健康险	2530	5.0%	4301	4.7%	3636	5.6%	2838	6.1%
意外险	473	0.9%	721	0.8%	555	0.9%	386	0.8%
合计	50662	100.0%	91679	100.0%	65040	100.0%	46453	100.0%

数据来源：公司招股书、广发证券研发中心

表 4：首年、续期保费及期交趸交保费占比

(人民币百万)	2011 年 1-6 月		2010 年		2009 年		2008 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
保险业务收入								
首年保费收入	24112	47.60%	55966	61.60%	44769	68.80%	35566	76.60%
其中：								
期交保费收入	9879	19.50%	21889	23.90%	17766	27.30%	10814	23.30%
趸交保费收入	14233	28.10%	34077	37.20%	27003	41.50%	24752	53.30%
续期保费收入	26550	52.40%	35714	39.00%	20272	31.20%	10887	23.40%
合计	50662	100.00%	91679	100.00%	65040	100.00%	46453	100.00%

数据来源：公司招股书、广发证券研发中心

(三) 财务指标

新华保险偿付能力水平较低，投资资产的投资范围受到限制，投资收益率略低于三家上市保险公司。业务盈利及2011年3月31日完成的140亿元增资，使得资产负债率下降。

表 5：四大寿险公司投资收益率比较

	2011 年 1-6 月	2010 年	2009 年	2008 年
新华保险				
净投资收益率	4.1%	3.8%	3.9%	7.3%
总投资收益率	4.3%	4.3%	4.6%	1.1%
中国人寿				
净投资收益率	—	—	—	—
总投资收益率	4.5%	5.1%	5.8%	3.5%
中国太保				
净投资收益率	4.4%	4.3%	4.0%	6.2%
总投资收益率	4.4%	5.3%	6.3%	2.9%
中国平安				
净投资收益率	4.3%	4.2%	3.9%	4.1%
总投资收益率	4.2%	4.9%	6.4%	-1.7%

数据来源：公司招股书、公司报告、广发证券研发中心

表 6：主要财务和运营指标

指标	6/2011	12/2010	12/2009	12/2008
资产负债率	94.1%	97.8%	97.9%	99.2%
流动比率	196.3%	293.9%	251.5%	78.7%
自留保费增长率	-5.0%	40.9%	39.9%	127.3%
退保率	2.4%	3.9%	3.8%	5.1%

数据来源：公司招股书、广发证券研发中心

表 7：偿付能力

指标	6/2011	12/2010	12/2009	12/2008
实际资本	15225	4402	3265	1802
最低资本	14354	12583	9024	6496
偿付能力充足率	106.07%	34.99%	36.19%	27.74%

数据来源：公司招股书、广发证券研发中心

（四）投资资产细分及损益情况

固定收益类投资是投资组合的主要组成部分。截止2011年6月30日、2010年12月31日、2009年12月31日、2008年12月31日，债权型投资在投资资产中的占比分别为：52.3%、56.2%、70.2%、77.4%，比率逐渐下降，原因是公司结合收益风险因素，适度提高了如定期存款等其他固定收益类资产或股权型资产的配置比例。

2010 年、2009 年和2008 年公司的净投资收益分别为人民币92.76 亿元、69.55 亿元和100.76 亿元，总投资收益分别为人民币104.26 亿元、81.33 亿元和15.87 亿元，综合投资收益分别为人民币106.72 亿元、90.54 亿元及-74.91 亿元。公司的净投资收益率分别为3.8%、3.9%、7.3%；总投资收益率分别为4.3%、4.6%和1.1%；综合投资收益率分别为4.4%、5.1%和-5.4%。

表 8：投资资产按投资对象分类

	6/2011		12/2010		12/2009		12/2008	
(人民币百万元)	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	17871	5.3%	26752	9.1%	12608	6.4%	5790	3.7%
定期存款	102674	30.7%	55826	19.1%	18891	9.6%	22469	14.4%
债权型投资	174879	52.3%	164726	56.2%	138169	70.2%	120511	77.4%
国债	35805	10.7%	36269	12.4%	34716	17.6%	32400	20.8%
金融债券	38036	11.4%	42090	14.4%	37328	19.0%	34349	22.1%
央行票据	0	0.0%	1605	0.5%	1638	0.8%	3459	2.2%

企业债券	57862	17.3%	55333	18.9%	44106	22.4%	42110	27.0%
次级债券/债务	43176	12.9%	29429	10.0%	20381	10.4%	8193	5.3%
股权性型投资	30843	9.2%	38874	13.3%	23066	11.7%	4330	2.8%
基金	10086	3.0%	16356	5.6%	13263	6.7%	2969	1.9%
股票	20757	6.2%	22518	7.7%	9803	5.0%	1361	0.9%
其他投资资产	8307	2.5%	6688	2.3%	4013	2.0%	2652	1.7%
存出资本保证金	522	0.2%	242	0.1%	242	0.1%	242	0.2%
保户质押贷款	1393	0.4%	820	0.3%	346	0.2%	186	0.1%
买入返售金融资产	445	0.1%	640	0.2%	411	0.2%	0	0.0%
应收利息和股息	5947	1.8%	4986	1.7%	3014	1.5%	2224	1.4%
合计	334574	100.0%	292866	100.0%	196747	100.0%	155752	100.0%

数据来源：公司招股书、广发证券研发中心

表 9：投资资产按持有意图分类

(人民币百万元)	6/2011		12/2010		12/2009		12/2008	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	7090	2.1%	6895	2.4%	4168	2.1%	7286	4.7%
债权型投资	4828	1.4%	4591	1.6%	1	0.0%	5473	3.5%
股权型投资	2262	0.7%	2304	0.8%	4167	2.1%	1813	1.2%
持有至到期投资	127956	38.2%	122016	41.7%	107661	54.7%	80575	51.7%
可供出售的金融资产	70666	21.1%	74689	25.5%	49406	25.1%	36980	23.7%
债权型投资	42085	12.6%	38119	13.0%	30507	15.5%	34463	22.1%
股权型投资	28581	8.5%	36570	12.5%	18899	9.6%	2517	1.6%
贷款及应收款	128862	38.5%	89266	30.5%	35512	18.1%	30911	20.0%
货币资金	17871	5.3%	26752	9.1%	12608	6.4%	5790	3.7%
定期存款	102674	30.7%	55826	19.1%	18891	9.6%	22469	14.4%
债权型投资	10	0.0%	—	—	—	—	—	—
其他	8307	2.5%	6688	2.3%	4013	2.1%	2652	1.7%
合计	334574	100.0%	292866	100.0%	196747	100.0%	155752	100.0%

数据来源：公司招股书、广发证券研发中心

表 10：投资资产收益按资产类别划分

	2011 年 1-6 月		2010 年		2009 年		2008 年	
(人民币百万元)	金额	收益率	金额	收益率	金额	收益率	金额	收益率
货币资金								
利息收入	71	0.3%	65	0.3%	53	0.6%	75	1.4%
定期存款								
利息收入	2005	2.5%	1765	4.7%	902	4.4%	660	4.0%
债权型投资								
利息收入	3533	2.1%	6638	4.4%	5597	4.3%	4068	4.4%
已实现收益/(亏损)净额	70		709		34		-66	
未实现收益/(亏损)净额	-165		278		-118		533	
总投资收益小计	3438	2.0%	7625	5.0%	5513	4.3%	4535	5.0%
其中：								
国债	689	1.9%	1403	4.0%	1309	3.9%	1103	3.8%
金融债券	669	1.7%	2554	6.4%	1412	3.9%	1073	4.8%
央行票据	13	1.6%	63	3.9%	82	3.2%	93	5.4%
企业债券	1405	2.5%	2486	5.0%	2099	4.9%	1946	6.2%
次级债券/债务	662	1.8%	1119	4.5%	611	4.3%	320	4.5%
股权型投资								
股息和分红收入	751	2.2%	763	2.5%	380	2.8%	5226	23.9%
已实现收益/(亏损)净额	892		715		212		242	
未实现收益/(亏损)净额	-299		-436		1050		-8423	
减值	-113		-116		0		-775	
总投资收益小计	1231	3.5%	926	3.0%	1642	12.0%	-3730	-17.1%
其中：								
基金	469	3.5%	566	3.8%	479	5.9%	-2307	-22.6%
股票	762	3.5%	360	2.2%	1163	20.8%	-1423	-12.2%
其他								
利息收入	63	3.1%	45	3.3%	23	3.2%	47	3.4%
净投资收益	6423	2.0%	9276	3.8%	6955	3.9%	10076	7.3%
总投资收益	6808	2.2%	10426	4.3%	8133	4.6%	1587	1.1%
加：可供出售金融资产公允价值变动净影响	-5556		246		921		-9078	
公允价值变动产生的利得/(亏损)金额	-4705		1332		865		-9359	
前期计入其他综合收益当期转入损益净额	-851		-1086		56		281	
综合投资收益	1252	0.4%	10672	4.4%	9054	5.1%	-7491	-5.4%

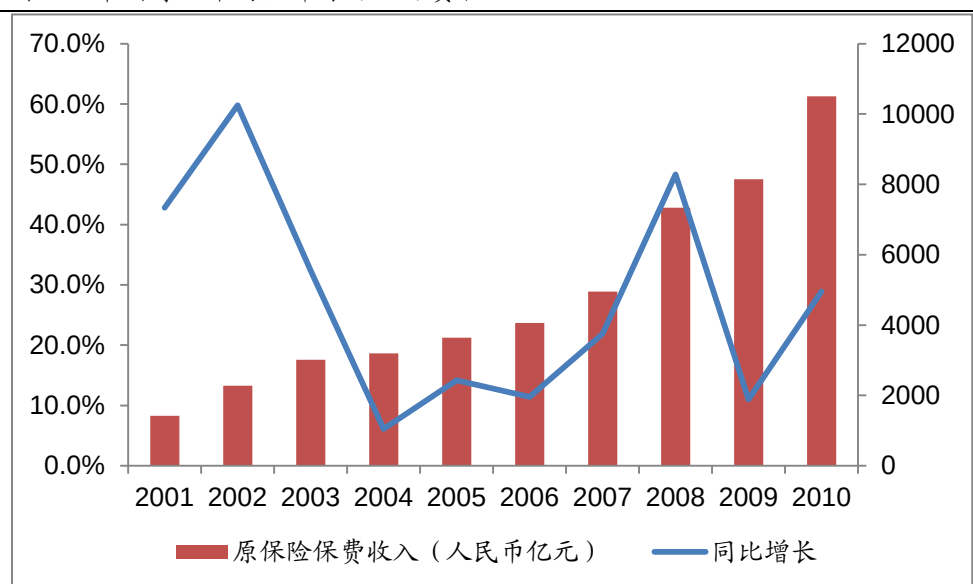
数据来源：公司招股书、广发证券研发中心

二、行业背景

（一）寿险市场规模

2010 年中国寿险市场规模在亚洲位居第二并仅次于日本，已由2007年的世界第十一大保险市场成长为第五大市场。2010 年中国寿险市场的原保险保费收入达人民币 10,501 亿元，2001 年至2010 年间，中国寿险市场原保险保费收入的年均复合增长率达到24.9%。

图 2：中国寿险市场历年原保险保费收入



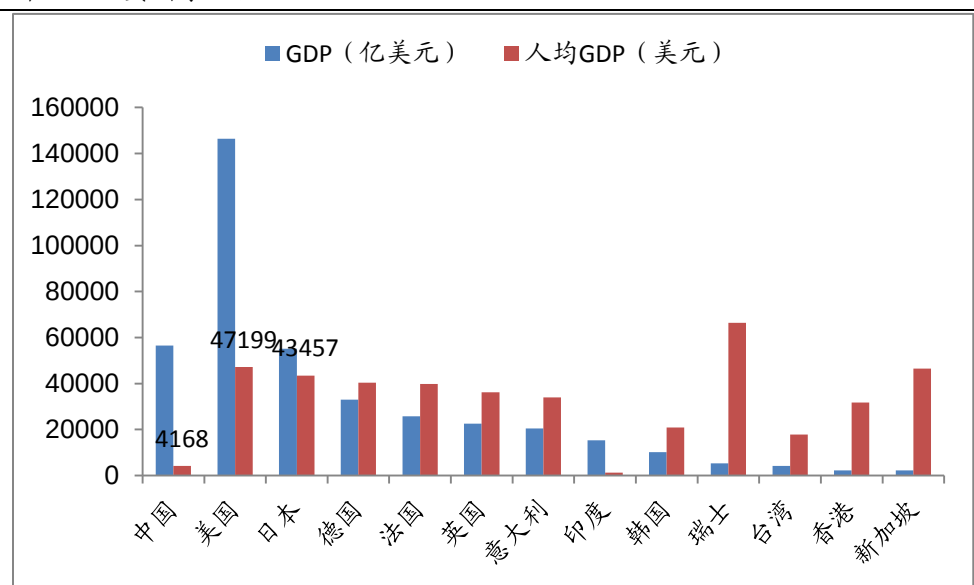
数据来源：中国保监会、中国统计局、广发证券研究中心

（二）寿险密度和深度

虽然中国近几年寿险密度和寿险深度稳步上升，但中国的寿险密度和寿险深度均低于其他经济较发达的国家。2010年中国的寿险密度仅为美国的6.5%和日本的3.1%。根据瑞士再保险报告口径，2010年中国的寿险深度仅为2.5%，而美国和美日本分别为3.5%和8.0%。同期中国人均GDP分别为美国的8.8%和日本的9.6%。随着中国经济的较快发展及人口结构转变，中国的寿险密度和深度均有较大增长空间。

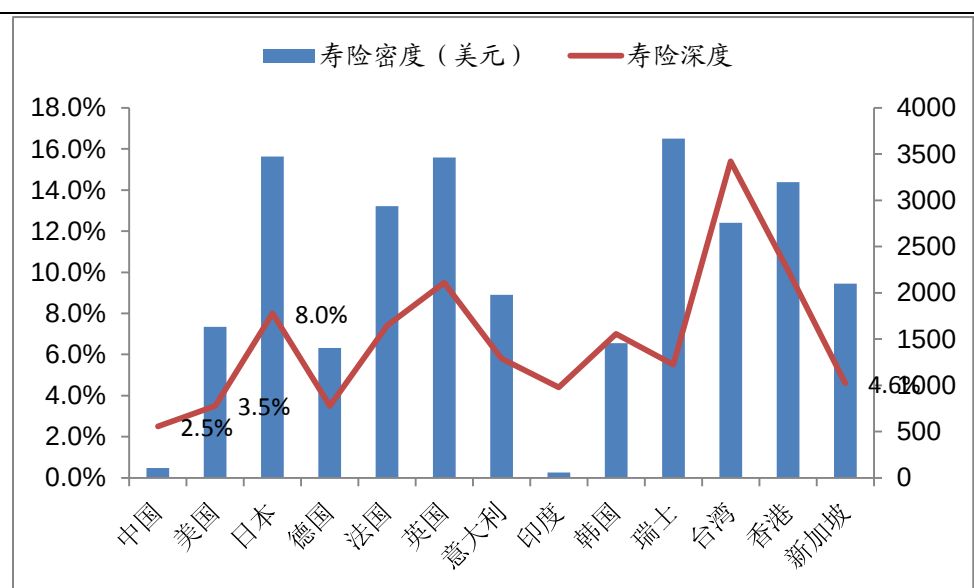
东中西部地区居民收入、市场占有率、保险深度及保险密度的不同，决定了保险公司可以在不同的区域细分市场上采取不同的策略。

图 3：主要国家地区 GDP



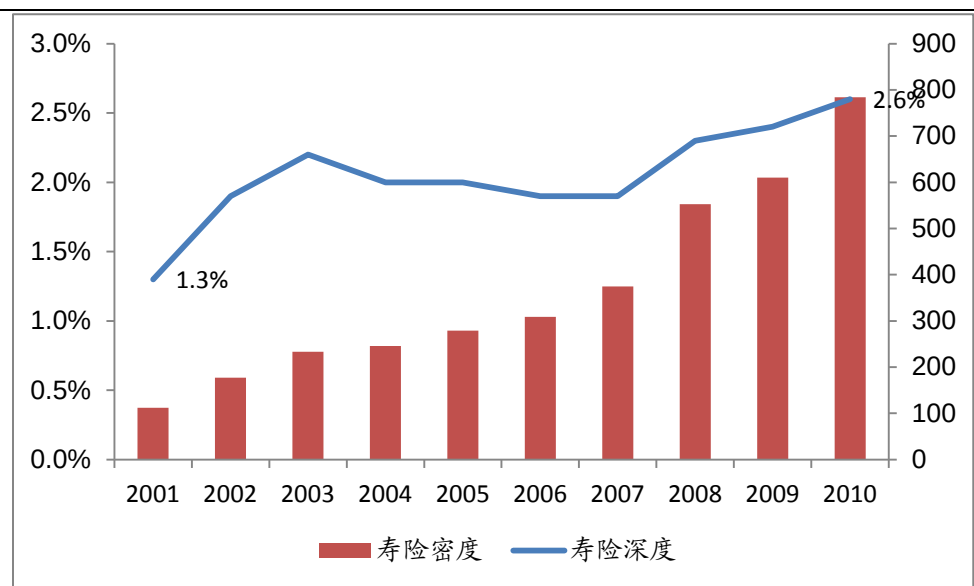
数据来源：Sigma报告、广发证券研发中心

图 4：主要国家地区寿险密度和寿险深度



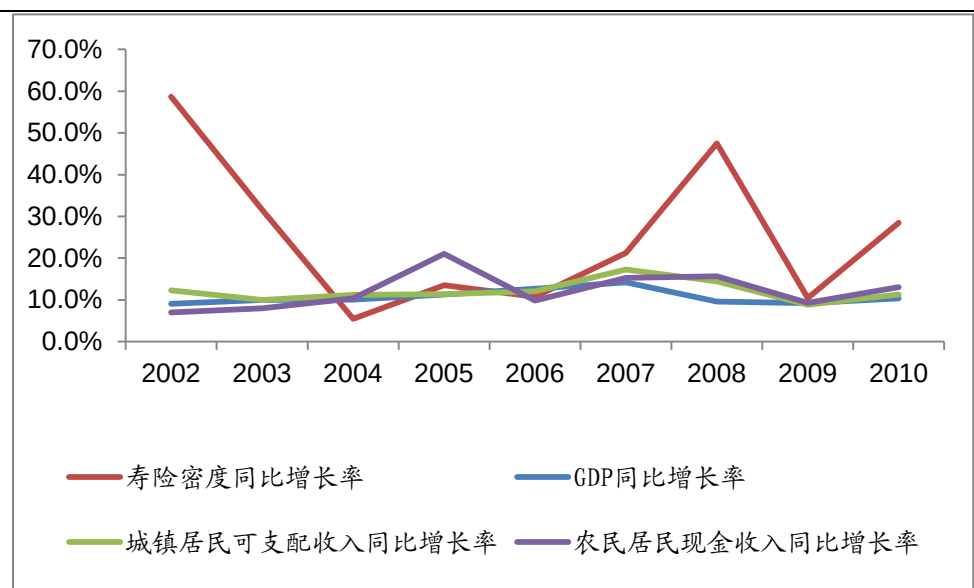
数据来源：Sigma报告、广发证券研发中心

图 5：中国历年寿险密度和寿险深度



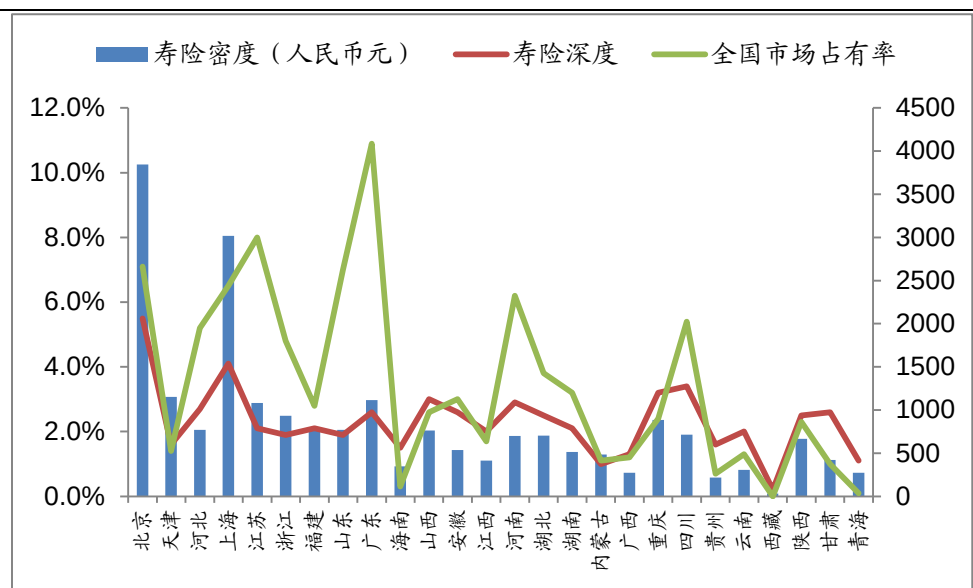
数据来源：中国保监会、中国统计局、广发证券研发中心

图 6：中国寿险密度与GDP、居民收入的增长率对比



数据来源：Wind资讯、广发证券研究中心

图 7：中国各省市寿险密度和寿险深度及份额占比



数据来源：中国保监会、中国统计局、广发证券研发中心

（三）寿险市场主要产品所占份额

客户需求的多元化导致寿险产品的差异性。客户对于自身风险收益的关注及监管机构鼓励寿险公司发展保障型产品的政策导向，使得具有储蓄特征的分红型产品市场份额逐步提升，已由2006年度占中国寿险市场原保险保费收入的53.1%提高至2011年1-6月的91.6%。

表 11：中国寿险市场保险产品的构成明细

产品类别	2008 年	2009 年	2010 年
传统寿险	11.5%	10.5%	9.7%
分红寿险	53.1%	66.9%	81.7%
万能保险	20.4%	12.6%	1.0%
投资连接保险	5.9%	1.4%	0.1%
健康险及意外伤害保险	9.1%	8.6%	7.5%
合计	100.0%	100.0%	100.0%

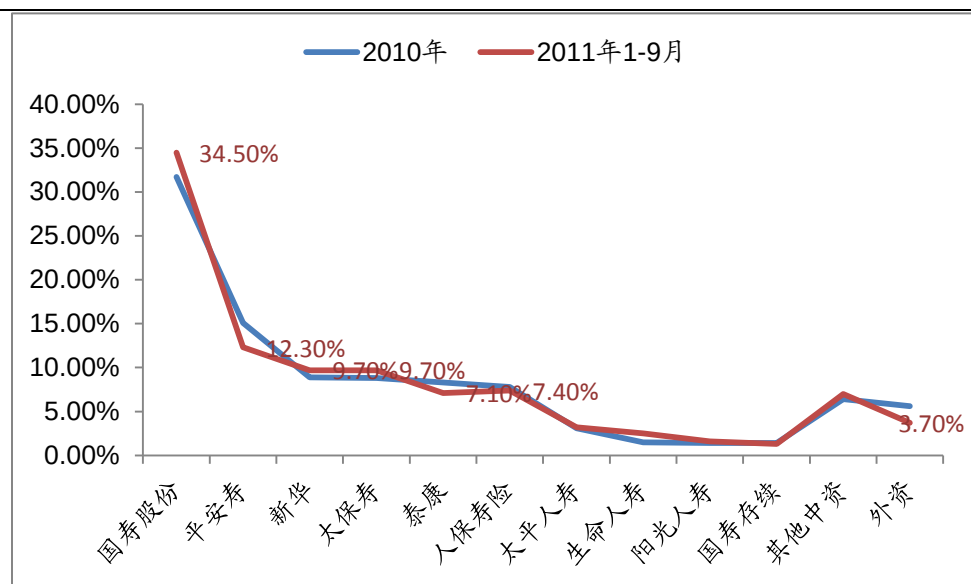
数据来源：中国保险年鉴、广发证券研发中心

（四）同业竞争

截至2011 年9 月30 日，国内共有61 家寿险公司（不包括中华控股寿险业务），其中有25 家是外资寿险公司。按原保险保费收入计算，2010 年及2011 年1-9 月，前六大寿险公司国寿股份、太保寿险、平安寿险、新华寿险、泰康及人民人寿合计占据寿

险市场分别约80.7%和80.8%的份额，外资寿险公司在全国寿险市场中所占份额仅分别为5.6%和3.7%。中资寿险公司具有绝对的市场规模优势。但现有产品的相似性、未来新业务的拓展及可能来自商业银行的竞争等，导致行业的同业竞争依然激烈。

图 8：前十家寿险公司及外资寿险公司市场份额



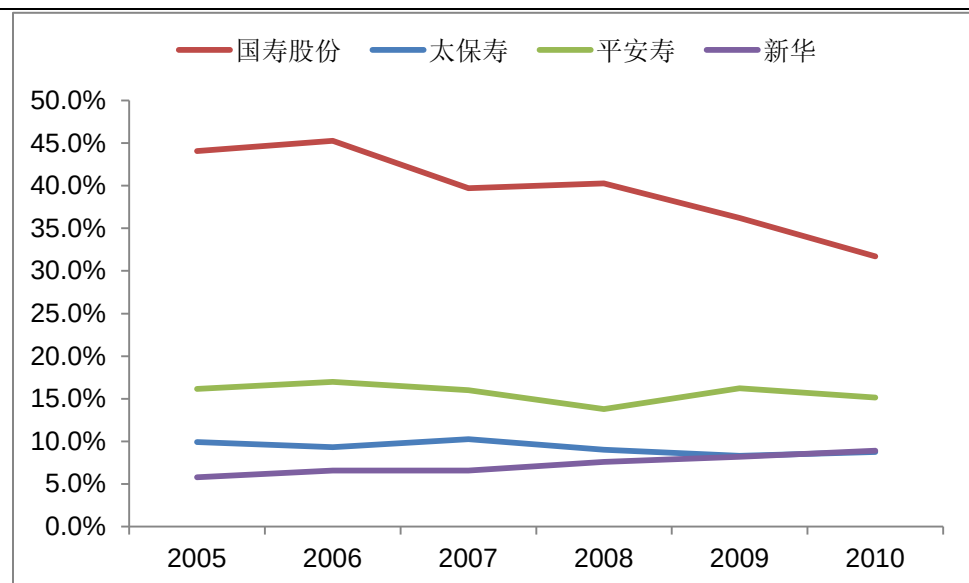
数据来源：中国保监会、广发证券研发中心

三、投资亮点

（一）市场地位上升、保费快速增长

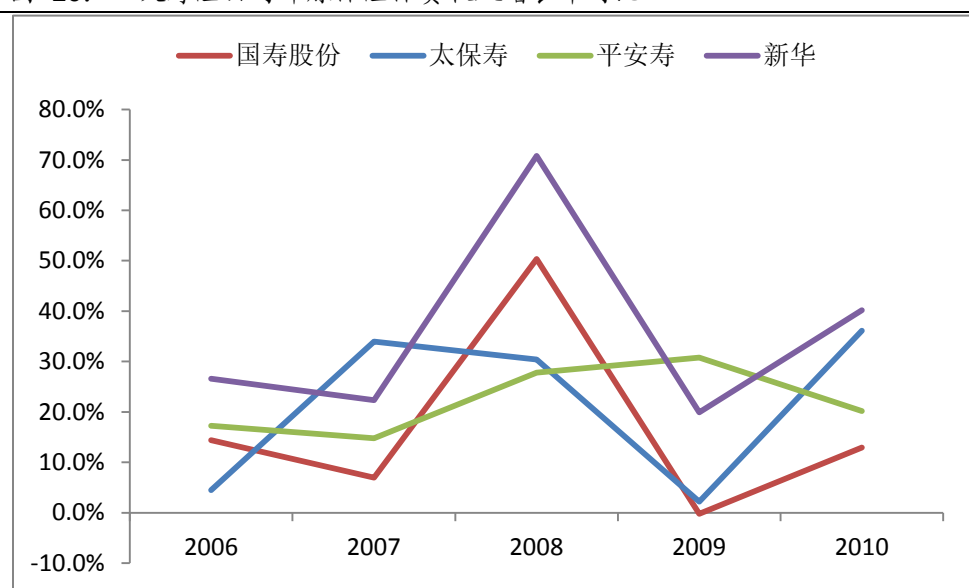
2009年、2008年新华人寿原保险保费收入局行业第五，分别低于第三位的太保寿险7.95亿元、104.09亿元。2010年度新华人寿原保险保费收入高于太保寿险16.43亿，跃居行业第三。虽然由于资本市场波动等原因，截止2011年9月30日公司的原保险保费收入低于第三位的太保寿险1.67亿元，但公司总体排名趋势是上升的。原保险保费收入稳步快速增长，公司2008年至2010年原保险保费收入的年均复合增长率达到29.68%，增速在中国前五大寿险公司中位列第一，并超过同期中国寿险行业平均19.63%的增速。

图 9：四大寿险公司市场份额对比



数据来源：中国保监会、广发证券研发中心

图 10：四大寿险公司年原保险保费收入增长率对比



数据来源：中国保监会、广发证券研发中心

（二）分红型产品及 IPO 中首次披露 10% 现金分红具有吸引力

按原保险保费收入计算，2009 年和 2010 年，分红险在中国寿险市场的份额分别为 66.9% 和 81.7% 并于 2011 年上半年提升至 91.6%。公司在 2009 年和 2010 年分别占据中国分红寿险市场原保险保费收入的 11.5% 和 12.0%，排名第二并仅次于规模最大的中

国人寿。

2008年至今公司分红型寿险占保险业务收入比例维持在90%以上,并且分红型产品的红利是以增加保额的形式分发,客户既可增加保障额度,又省去了再次核保的过程,在寿险市场吸引力较为明显。新华保险还在其招股书中披露上市后的具体分红政策,表示将在合规前提下每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可分配利润的10%,这在保险公司A股IPO中尚属首次。

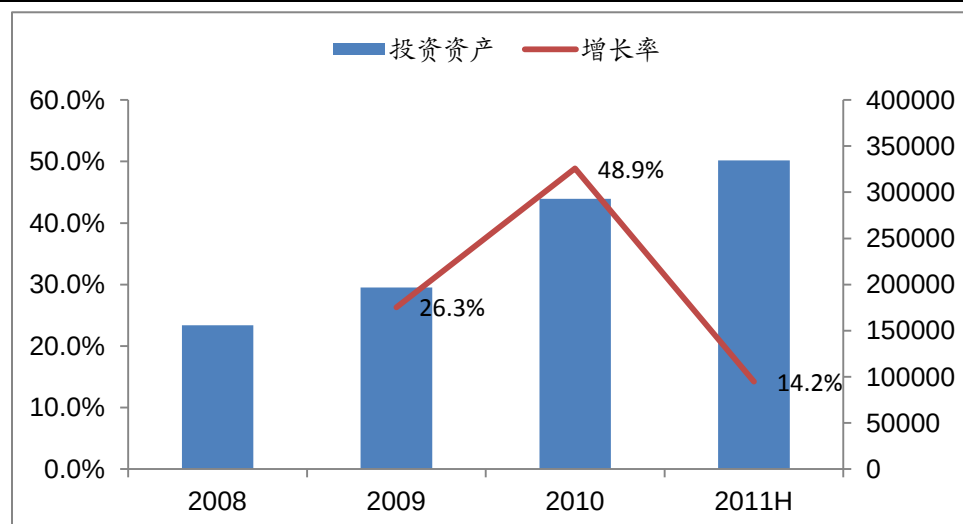
(三) 战略转型, 注重期交产品

中国人口城镇化及老龄化趋势为寿险行业带来历史机遇,新华保险转变发展方式,优化业务结构,深化战略转型。2008年至2010年公司的首年期交保费的年均复合增长率达到了42.3%,远高于首年趸交保费17.3%的同期年均复合增长率。2011年1-6月,公司首年期交保费占首年保费收入比重达到41.0%,与三大上市保险公司相比处于较高水平。在公司通过银行保险渠道获取的保费中,5年期及以上期交保费占首年期交保费比例由2008年的55.1%上升到2011年1-6月的79.7%。对期交产品和长期健康险等高价值产品的注重产生滚动效应,公司与太保寿险的原保险保费收入差距已由2011年6月份的39.12亿元缩小至1.67亿元。

(四) 投资资产规模扩张迅速, 投资收益显著增加

公司2008年末、2009年末、2010年末及2011年6月30日投资资产分别为1557.52亿、1967.47亿、2928.66亿及3345.74亿,投资资产规模迅速扩张;公司2008年、2009年、2010年及2011年上半年的综合投资收益分别-74.91亿、90.54亿、106.72亿及12.52亿,至2008年到2010年投资收益增长较快,这在很大程度上归因于投资规模的扩张。未来可预期投资资产规模将会进一步扩大,即使投资收益率不变,投资收益也会进一步增加。

图 11: 投资资产总额及增长率



数据来源：公司招股书、广发证券研发中心

四、风险因素

（一）银保渠道的不确定性

新华人寿的业务收入高度依赖于银保渠道。2008年、2009年、2010年以及2011年1-6月，新华人寿通过银行保险合作渠道取得的保费收入总额分别为313.88亿元、439.62亿元、616.90亿元和307.31亿元，占该公司保险业务收入的67.6%、67.6%、67.3%和60.7%，与三家上市保险公司相比较高。

监管机构要求保险公司驻点人员必须退出银行网点，并且每个银行网点原则上只能和不超过3家保险公司合作，部分目前与超过三家保险公司订立银保合作的商业银行营业网点，可能会决定终止与公司的银保合作，或提高银保合作续约的手续费率。

此外，截至2011年10月31日，公司1.5万名银保专管员中尚有约1%未取得保险从业人员资格证书，未来可能遭受罚款并面临其他行政处罚，影响到客户的拓展及原有客户关系的维护。

表 12：公司有效银行网点数

	6/2011	12/2010	12/2009	12/2008
有效银行网点数	15054	20533	20192	14865

数据来源：公司招股书、广发证券研发中心

表 13：四大寿险公司银保渠道保费收入占比

	2011年1-6月	2010年	2009年	2008年
新华人寿	60.7%	67.3%	67.6%	67.6%
中国人寿	48.3%	—	—	—
平安寿险	13.8%	16.5%	20.7%	14.5%
太保寿险	51.3%	54.9%	47.6%	44.3%

数据来源：公司招股书、公司报告、广发证券研发中心

（二）前董事长违规带来的财务隐忧尚未消除

在1998年至2006年，新华人寿前任董事长关国亮任职期间，通过抵押新华人寿债券融入资金并对外向与其存在关系的公司拆借，且违规进行房地产、股权投资，已被政

府部门检查并起诉，目前有关检查与起诉尚在进行中。公司为赎回前董事长违规事件中用于融入资金所抵押的债券，在债券回购交易到期时，陆续支出资金共计约人民币 291,000 万元，给公司造成资金缺口。截至2011 年6月30 日，扣除已回收的部分资金，尚存在的上述减值准备余额约人民币110,162 万元。虽然公司亦为此建立了特别分红，但是违规案带来的财务、声誉、诉讼风险仍未消除。

（三）资本市场的不利变动

第3季度的股债双熊使广大公司遭受了较大的投资损失。A股及H股融资后，公司偿付能力提高，投资限制减少，可能带来更高投资收益率的同时，也带来新的风险。同时资本市场的波动对公司未来的股价也会产生很大的影响。

五、公司估值及业绩预测

由于新华人寿主要经营寿险业务，我们首先采用寿险行业通用的内涵价值法进行估值；由于市盈率、市净率方法比较简捷易用，我们进一步采用这2种相对价值法确定估值，作为内涵价值法估值的一个对比。

（一）内涵价值法估值

公司的内涵价值=经调整的净资产价值+扣除持有所需资本所产生的成本后的有效业务价值。公司的评估价值=内涵价值+新业务价值*新业务价值乘数。风险贴现率假设为11.5%。

表 14：绝对估值法指标数据

简称	股价	每股内含价值			每股新业务价值			隐含新业务价值倍数		
		11E	12E	13E	11E	12E	13E	11E	12E	13E
中国人寿	16.98	11.02	12.42	14.05	0.74	0.85	0.97	8.05	5.36	3.02
中国平安	36.38	31.8	37.07	43.45	2.25	2.7	3.24	2.04	-0.26	-2.18
中国太保	18.97	14.43	16.39	18.73	0.85	1.02	1.23	5.34	2.53	0.20
行业隐含新业务价值倍数								5.14	2.55	0.34
新华人寿		17.78	20.95	24.82	1.49	1.79	2.15			

我们预计新华人寿11年的新业务价值为46.50亿元，参考行业标准，并考虑到中国人寿新业务价值偏低带来的隐含新业务价值倍数偏高因素。按5-7倍新业务价值倍数给新华人寿估值，我们预计公司的发行价格为25.24至28.22元之间。

表 15：内涵价值法指标数据

项目（人民币百万元）	12/2010	6/2011	12/2011E
经调整的净资产价值	6,400	17,673	28,977
有效业务价值（扣除后）	21,685	24,650	26,434
内含价值	28,084	42,323	55,411
新业务价值（扣除后）	4,741	4,710	4,650
新业务价值乘数		6	5~7
评估价值		70,583	78,661~87,961
股本（百万股）	1200	2600	3117
每股内涵价值（元）	23.40	16.28	17.78
每股评估价值（元）		27.15	25.24~28.22

数据来源：公司招股书、广发证券研究中心

（二）相对价值法估值

运用市盈率估价的模型如下：

目标企业每股价值=可比企业平均市盈率*目标企业的每股收益

我们参考行业平均并特别关注与新华人寿同为仅有寿险业务的中国人寿的估值水平，同时考虑到新华人寿正处于急速扩张期，相对三大保险公司有更大的成长性；同时，考虑到IPO因素对公司每股EPS的摊薄效应。我们给予公司11年业绩25~30倍的市盈率。因此，我们预计公司的发行价格为22.95元~27.54元。

表 16：相对价值法指标数据（PE）

简称	股价	EPS			PE		
		11E	12E	13E	11E	12E	13E
中国人寿	16.98	0.86	1.06	1.17	19.74	16.02	14.51
中国平安	36.38	2.65	3.28	3.77	13.73	11.09	9.65
中国太保	18.97	1.32	1.71	1.96	14.37	11.09	9.68
行业平均 PE					15.95	12.73	11.28
新华人寿		0.92	1.40	1.79			

数据来源：Wind资讯、广发证券研究中心

运用市净率估价的模型如下：

目标企业每股价值=可比企业平均市净率*目标企业的每股净资产

我们参考行业平均并特别关注与新华人寿同为仅有寿险业务的中国人寿的估值水平，同时考虑到新华人寿正处于急速扩张期，相对三大保险公司有更大的成长性。我们给予公司11年每股净资产2~2.5倍的市净率。因此，我们预计公司的发行价格为23.9元

~29.9元。

表 17：相对价值法指标数据 (PB)

简称	股价	每股净资产			PB		
		11E	12E	13E	11E	12E	13E
中国人寿	16.98	8.09	8.95	9.82	2.10	1.90	1.73
中国平安	36.38	16.00	18.52	21.46	2.27	1.96	1.70
中国太保	18.97	10.26	11.57	13.13	1.85	1.64	1.44
行业平均 PB					2.07	1.83	1.62
新华人寿		11.95	13.68	15.67			

数据来源：Wind资讯、广发证券研究中心

资产负债简表
单位：百万

报表项目	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	26,742	30,753	35,366	40,671
交易性金融资产	6,515	7,492	8,616	9,909
买入返售金融资产	640	736	846	973
应收利息	4,986	5,734	6,594	7,583
应收款项	6,963	8,007	9,209	10,590
保户质押贷款	820	943	1,084	1,247
归入贷款及应收款的投资	0	0	0	0
定期存款	55,826	93,200	107,180	123,257
可供出售金融资产	74,689	85,892	98,776	113,593
持有至到期投资	122,016	140,318	161,366	185,571
长期股权投资	707	707	707	707
存出资本保证金	242	623	623	623
固定资产	2,734	3,144	3,616	4,158
无形资产	57	66	75	87
其他资产	1,629	1,873	2,154	2,478
资产总计	304,566	379,490	436,214	501,446
卖出回购金融资产款	24,712	14,698	16,902	19,438
预收保费	390	449	516	593
应付分保账款	48	55	63	73
应交税费	101	116	134	154
应付赔付款	349	401	462	531
应付手续费及佣金	534	614	706	812
应付职工薪酬	970	1,116	1,283	1,475
其他应付款	15,731	18,091	20,804	23,925
保户储金及投资款	19,538	22,469	25,839	29,715
未到期责任准备金	530	610	701	806
未决赔款准备金	274	315	362	417
寿险责任准备金	220,498	266,803	306,823	352,846
长期健康险责任准备金	13,323	15,321	17,620	20,263
其他负债	995	1,144	1,316	1,513
负债合计	297,993	342,201	393,531	452,560
股本	1,200	3,117	3,117	3,117
资本公积	1,035	28,118	28,118	28,118
盈余公积	427	713	1,149	1,706
未分配利润	3,478	7,967	12,852	18,413
归属母公司股东权益	6,567	37,255	42,644	48,841
股东权益合计	6,573	37,289	42,683	48,886
负债股东权益总计	304,566	379,490	436,214	501,446
每股净资产(元)	5.47	11.95	13.68	15.67

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表

单位：百万

报表项目	2010	2011E	2012E	2013E
已赚保费	91,583	105,320	121,119	139,286
投资收益	10,526	12,105	14,526	16,705
汇兑损失	-52	-60	-69	-79
其他业务收入	456	524	603	694
营业收入合计	102,513	117,890	136,179	156,605
保险业务支出	-28,857	-32,897	-37,371	-42,416
提取保险责任准备金	-70,471	-81,042	-93,198	-107,178
其他业务成本	-1,168	-1,343	-1,545	-1,776
资产减值损失	269	309	356	409
营业支出合计	-100,227	-114,972	-131,758	-150,961
营业利润	2,286	2,917	4,421	5,645
营业外收支净额	-31	-36	-41	-47
利润总额	2,255	2,882	4,380	5,597
减：所得税	-5	-20	-23	-26
净利润	2,250	2,862	4,357	5,571
归属于母公司净利润	2,249	2,861	4,355	5,569
少数股东损益	1	1	2	2
基本每股收益	1.87 元	0.92 元	1.4 元	1.79 元
稀释每股收益	1.87 元	0.92 元	1.4 元	1.79 元

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

寿险保费分类简表

单位：百万

报表项目	2010	2011E	2012E	2013E
首年保费收入	55,966	49,760	57,224	65,808
首年期交	21,889	20,795	24,953	29,944
首年趸交	34,077	28,965	32,271	35,863
续期保费	35,714	53,571	66,964	83,705
合计	91,680	103,331	124,188	149,512

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标

指标项目	2010E	2011E	2012E	2013E
每股内含价值（元）	23.40	17.78	20.95	24.82
每股新业务价值（元）	3.95	1.49	1.79	2.15
PE				
PB				
P/EV				
隐含新业务价值倍数				

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发非银行金融行业研究小组

曹恒乾，分析师，英国达勒姆大学（University of Durham）金融学硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

温重伟，研究助理，华南理工大学管理学硕士，2011 年加入广发证券发展研究中心。联系方式：wcv@gf.com.cn，020-87555888-8089

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。