

期待平安寿险的成功在新华复制

研究结论

- **本次发行情况：**新华保险本次 A+H 股同步发行，A 股发行不超过 158,540,000 股，H 股不超过 358,420,000 股（未考虑 H 股超额配售权）。提高公司偿付能力水平，为公司长期发展提供有力支持是本次募资的主要目的。
- **保险业务**
 - 尽管从与太保的历史保费比较来看，新华亮点不算突出。但是近年业务快速成长，在短短几年内与太保站在同一平台，本身就是其最大的亮点，充分显示其管理体制和销售机制的强大
 - 从高管团队背景来看，我们最看好何志光先生、黄萍先生、刘亦工先生、李丹女士四位高管曾经在被称为“保险行业黄埔军校”的中国平安工作多年。11 位高管中，4 位来自平安，占比高达 36%。我们期待平安寿险的成功在新华复制
 - 财富管理渠道是中短期亮点
- **投资业务**
 - 2011 年上半年权益资产占比由年初的 13.4% 降为 9.3%，为四家公司中最低；受偿付能力充足率限制，尚未涉及基础设施投资
 - 新华在投资收益方面与同业相比，未见明显优异：2010 年优于同业，其他各年均无优势
- **费用管控效率**
 - 从佣金手续费支出/首年保费来看，新华与太保发展路径相似：以高投入换取高产出，这种模式能否持续是个疑问
 - 从业务及管理费/总保费来看，新华费用率水平超过太保。二者员工数量相当，新华网点更少，正常逻辑下不应该比太保高，我们推测可能是业务取得相关费用挤占，反推新华业务取得成本可能更高
- **网点扩张：**新华与太保寿险机构差异主要在县、乡这一层级，短期并非业务拓展重点。除非新华网点扩张有不同于市场竞争对手的差异化竞争力，否则铺设网点投入产出前景并不乐观
- **风险提示：**保险销售同质化风险、价值增长高度依赖银行渠道的风险、资本市场风险
- **合理价格区间为 22-26 元：**在保险股整体低估的市场环境下，新股发行更大程度上受制于现行可比公司-中国太保的股价；同时在 A+H 发行安排下，新华 A 股发行价主要由 H 股发行价主导。与新华可比性最强的太保，当前 H 股股价隐含 NBM 仅为 6.4 倍，近一个月太保 A 股月均股价隐含 NBM9.3 倍，近三个月 A 股月均股价隐含 NBM9.5 倍。参照太保的估值倍数，对应合理价格区间为 22-26 元之间。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

金麟

8621-63325888×6084

Jinlin1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209120209

联系人

陈红霞

8621-63325888×6083

chenhongxia@orientsec.com.cn

合理询价区间	22.00 - 26.00 元
发行后总股本/A 股（百万股）	3,117/2,086
国家/地区	中国
行业	保险
报告发布日期	2011 年 11 月 29 日

财务预测

百万元，元/股	2010	2011E	2012E
已赚保费	91,583	90,243	101,379
总投资收益	10,474	13,766	19,531
净利润	2,250	3,125	4,698
每股收益	1.87	0.99	1.48
每股 NBV	4.25	1.69	1.82
每股 EV	23.40	16.69	19.77
隐含 NBM	-0.3	3.1	1.2
隐含 P/EV	0.9	1.3	1.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。

（按 22 元/股 IPO 发行价测算）

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1 公司简介	4
1.1 募资主要目的	4
1.2 公司历次股本变化	4
1.3 公司主要股东	4
1.4 本次发行后股东持股情况	5
2 业务分析	6
2.1 保险业务	6
2.2 投资业务	12
2.3 费用管控效率	14
3 合理价格区间为 22—26 元	17
3.1 绝对估值	17
3.2 相对估值	17
3.3 盈利预测核心假设	19
4 风险提示	19
4.1 保险销售同质化风险	19
4.2 价值增长高度依赖银行渠道的风险	19
4.3 资本市场风险	20

图表目录

表 1 发行前后新华股东持股情况（不考虑 H 股超额配售）	5
表 2 新华寿险绩优代理人占比逐年提高	8
表 3 新华与太保机构数量差异主要在县、乡层级	10
表 4 新华 NBV 及边际利润率低于太保	10
表 5 新华投资收益率假设最激进	11
表 6 新华 NBV 对投资回报变动最敏感	11
表 7 新华与太保投资组合比较（同比口径）	12
表 8 投资净值增长率	14
表 9 新华续保占比迅速提升	15
表 10 新华佣金手续费支出水平与太保相当	15
表 11 新华业务及管理费率较太保高	16
表 12 国寿、平安寿险费用率比较	16
表 13 新业务倍数估算	17
表 14 相对估值下的新华股价	18
表 15 盈利预测核心假设（保守情景下）	19
附表：财务报表预测与比率分析	21
图 1 新华偿付能力不足是募资主要目的	4
图 2 截至招股日新华保险组织结构图	5
图 3 新华首年期缴保费占比仅次于平安寿险	6
图 4 新华首年保费主要来自银行渠道	7
图 5 近三年来新华首年期缴保费规模超越太保	7
图 6 新华首年期缴保费高度依赖银行渠道	8
图 7 新华寿险营销员保持稳定	9
图 8 新华寿险营销员人均产能高于太保	9
图 9 近 3 个月来 H/A 股价折溢	18

1 公司简介

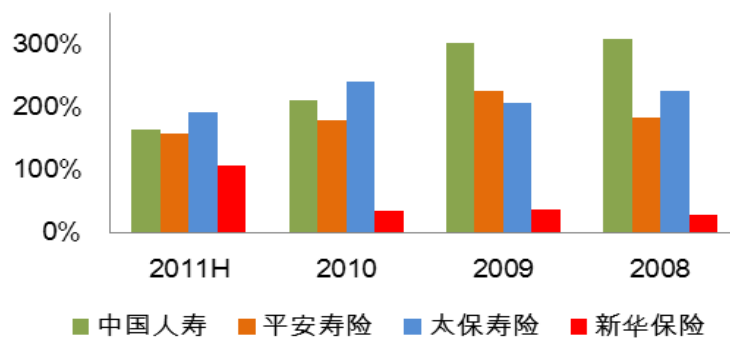
成立于 1996 年的新华保险是中国保险市场领先的专业寿险公司，根据中国保监会统计数据，按 2011 年 1-9 月保险保费收入排名，公司市占率为 9.7%，位列中国寿险市场第四。

1.1 募资主要目的

新华保险本次 A+H 股同步发行，A 股发行不超过 158,540,000 股，H 股不超过 358,420,000 股（未考虑 H 股发行的超额配售选择权）。

截至 2011 年 9 月 30 日新华未经审计的偿付能力充足率为 86.58%（2011 年 9 月 29 日，公司 50 亿元次级债券已经发行完成），未能达到最低监管要求。提高公司偿付能力水平，为公司长期发展提供有力支持是本次募资的主要目的。

图 1 新华偿付能力不足是募资主要目的



资料来源：公司报告，东方证券研究所

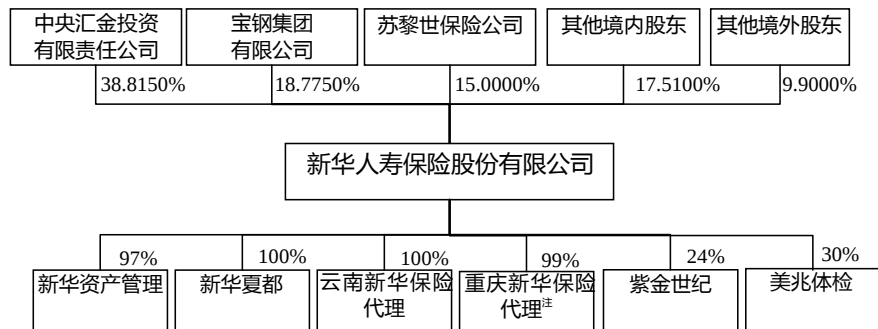
1.2 公司历次股本变化

- 1996 年 6 月，宝钢集团、神华集团等十五家发起人共同发起设立新华保险，设立时注册资本 5 亿
- 2000 年 12 月，苏黎世保险、国际金融公司、明治生命保险、荷兰金融发展公司 4 家海外投资者入股新华，入股价@4 元，股本增至 12 亿
- 2010 年 10 月，向全体股东增发，增发价@10 元，股本增至 26 亿

1.3 公司主要股东

新华保险控股股东为汇金公司，股权性质为国家股；第二大股东为宝钢集团，股权性质为国有法人股；第三大股东为苏黎世保险公司，股权性质为境外法人股。

余下所有股权均非国有股权，为境内法人股或境外法人股。

图 2 截至招股日新华保险组织结构图


资料来源：公司报告，东方证券研究所

1.4 本次发行后股东持股情况

表 1 发行前后新华股东持股情况（不考虑 H 股超额配售）

股东名称	股份类别	本次A股发行和H股发行前		本次A股发行和H股发行后 (H股未行使超额配售选择权)	
		持股数量(股)	持股比例	持股数量(股)	持股比例
中央汇金投资有限 责任公司	A股	1,009,190,000	38.82%	974,347,488	31.26%
宝钢集团有限公司	A股	488,150,000	18.78%	471,296,512	15.12%
苏黎世保险公司	H股	390,000,000	15.00%	390,000,000	12.51%
河北德仁投资有限	A股	126,987,805	4.88%	126,987,805	4.07%
天津信商投资管理 有限公司	A股	81,454,878	3.13%	81,454,878	2.61%
世纪金源投资集团 有限公司	A股	78,000,000	3.00%	78,000,000	2.50%
富登管理私人有限	H股	78,000,000	3.00%	78,000,000	2.50%
中金证券(香港)有 限公司	H股	65,000,000	2.50%	65,000,000	2.09%
野村证券株式会社	H股	65,000,000	2.50%	65,000,000	2.09%
上海证大投资管理 有限公司	A股	46,865,000	1.80%	46,865,000	1.50%
厦门合信投资有限	A股	40,426,829	1.55%	40,426,829	1.30%
渣打股权投资公司	H股	39,000,000	1.50%	39,000,000	1.25%
华泽集团有限公司	A股	31,745,000	1.22%	31,745,000	1.02%
北京市太极华青信 息系统有限公司	A股	26,000,000	1.00%	26,000,000	0.83%
上海复星工业技术 发展有限公司	A股	23,780,488	0.91%	23,780,488	0.76%
国际金融公司	A股	10,400,000	0.40%	10,400,000	0.33%
社保基金理事会	A股			15,854,000	0.51%
	H股			35,842,000	1.15%
其他A股股东	A股			158,540,000	5.09%
其他H股股东	H股			358,420,000	11.50%
总计		2,600,000,000	100.00%	3,116,960,000	100.00%

资料来源：公司报告，东方证券研究所

本次发行上市后，发行前股份按规定限售：控股股东汇金锁定 3 年，其他股份限售一年。

2 业务分析

2.1 保险业务

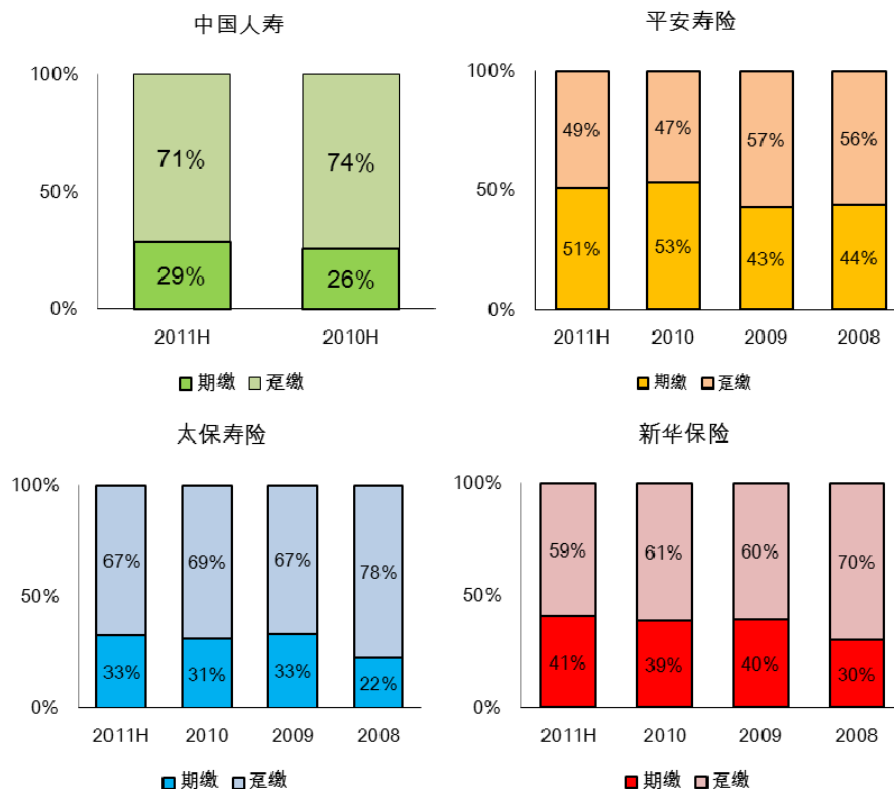
新华 2008 年至 2010 年原保险保费收入的年均复合增长率达到 29.7%，增速在中国前五大寿险公司中位列第一，并超过同期中国寿险行业平均 19.6% 的增速。从保费规模、保费渠道结构等角度对比，太保寿险与新华保险可比性最强，请重点关注报告中二者之间的比较。

2.1.1 首年保费

价值增长源自新保的构成和质量，寿险新业务价值增长来自首年保费，首年保费中的期缴是保费中的钻石，本报告的保险业务分析着重于首年保费分析。

三年加一期的数据对比显示，新华首年保费期缴占比仅次于平安寿险，优于太保和国寿。

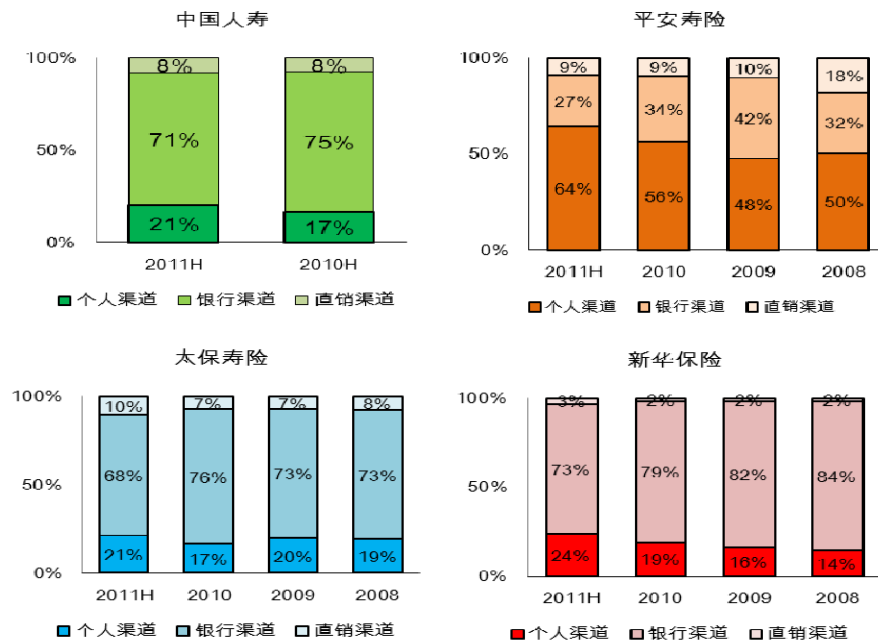
图 3 新华首年期缴保费占比仅次于平安寿险



资料来源：公司报告，东方证券研究所（平安为规模保费口径，下同）

从首年保费渠道来源看，除平安外，其他三家公司首年保费七成以上来自银行渠道，新华自 2010 年以来银行渠道新保占比高于太保。

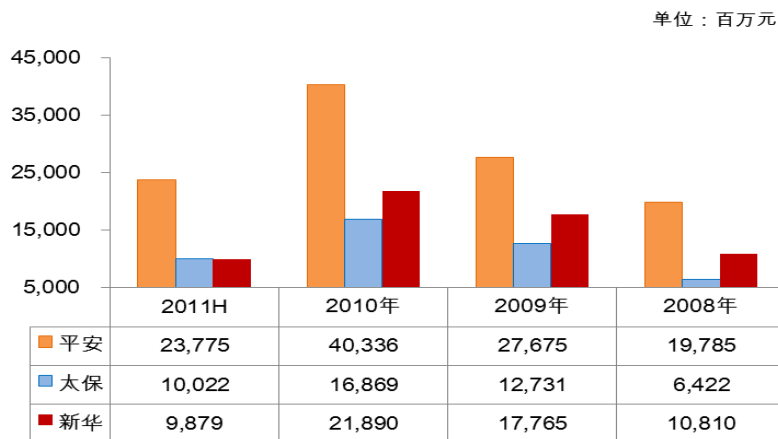
图 4 新华首年保费主要来自银行渠道



资料来源：公司报告，东方证券研究所（为保持可比性，新华财富管理渠道保费并入个人渠道，下同）

除 2011H 受银保业务萎缩影响，新华首年期缴保费略低于太保，2008-2010 三年新华在首年期缴保费规模上已经超越太保寿险，如果单纯从保费增长空间来看，新华不如太保。

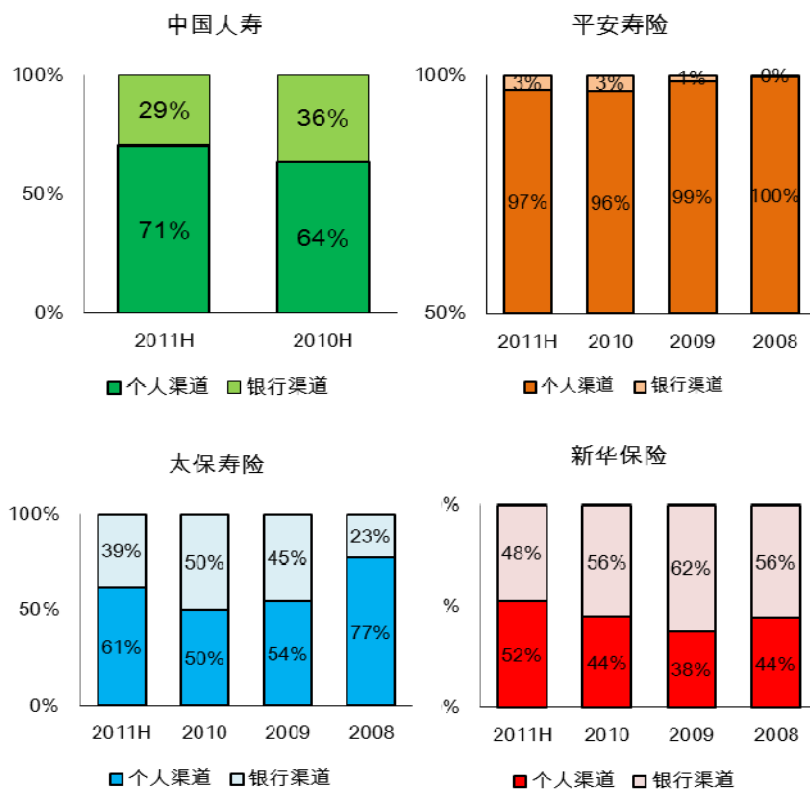
图 5 近三年来新华首年期缴保费规模超越太保



资料来源：公司报告，东方证券研究所

从首年期缴保费的渠道来源来看，新华首年期缴保费高度依赖银行渠道，在目前银保合作的严峻形势下，前景不容乐观。而同业平安的首年期缴保费基本全部来自渠道更可控、盈利能力更强的个人渠道。

图 6 新华首年期缴保费高度依赖银行渠道



资料来源：公司报告，东方证券研究所

2.1.2 代理人人数及人均产能

截至 2011 年 6 月末，新华共有约 20.4 万名保险营销员，他们服务于全国约 1,500 个网点。其中绩优人力（月标保达到 5000-8000 元的代理人）占比逐年提高，是公司营销员队伍质量的体现。

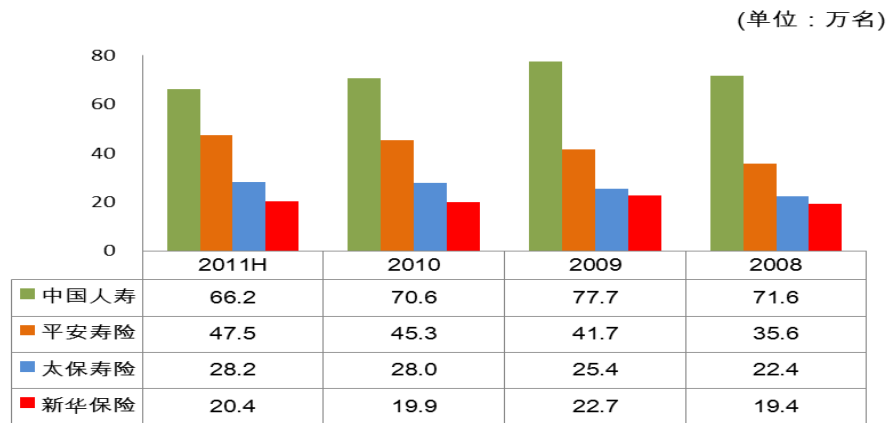
表 2 新华寿险绩优代理人占比逐年提高

	2011/6/30	2010/12/31	2009/12/31	2008/12/31
保险营销员人数				
—总数	204,380	198,771	226,776	193,580
—绩优	40,465	36,393	32,886	26,316
绩优人力占比	20%	18%	15%	14%

资料来源：公司报告，东方证券研究所

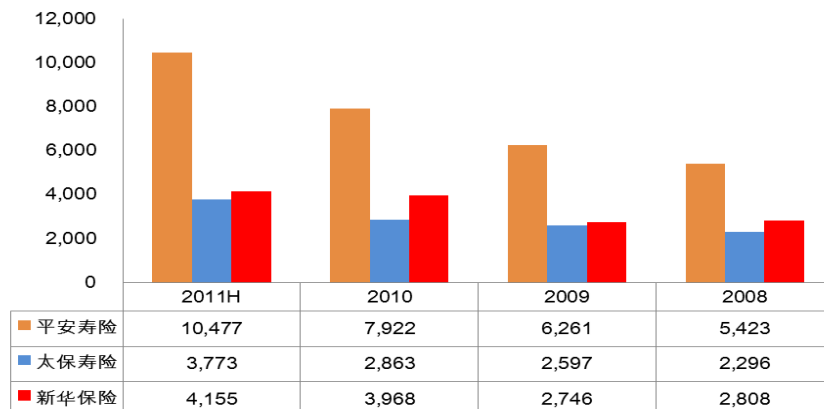
新华营销员人数在四家公司中排第四，但月人均保费逐年上升，营销员销售能力优于太保：

图 7 新华寿险营销员保持稳定



资料来源：公司报告，东方证券研究所

图 8 新华寿险营销员人均产能高于太保



资料来源：公司报告，东方证券研究所

2.1.3 机构网点扩张

截至 2011 年 6 月末，新华共有 1477 家分支机构，太保寿险 2010 年底有 3636 家机构。单从数量比较来看，新华网点似有很大扩张空间。

通过比较网点结构可看出，分公司这一层级，新华在全国基本已经布全；中支公司这一层，平均每个省比太保少 2 个中支。网点总量差异主要体现在支公司、县、乡这一层级上。

目前各家保险公司均将城区业务作为战略发展重点，提出客户群向中高端人群上移的目标。支公司、县、乡这一层级目前的保费、产能较城市低，短期应该并非业务拓展重点。

竞争对手在网点铺全的情况下，今年个险新保增长仍然乏力。我们判断明年除非有政策刺激，寿险新保保费增长不乐观。除非新华网点扩张有不同于市场竞争对手的差异化竞争力，否则铺设网点投入产出前景并不乐观。

表 3 新华与太保机构数量差异主要在县、乡层级

	新华	太保	差异
省级分公司	34	37	3
中心支公司	214	280	66
支公司	264	1,869	651
县镇级营销服务部	954		
镇级营业部	11	1,450	1,439
网点机构合计	1,477	3,636	2,159

注：太保机构数为2010年底，新华为2011年6月末数

资料来源：公司报告，太保网站，东方证券研究所

2.1.4 一年新业务价值

新华招股书仅披露了 2010 年及 2010H 的一年新业务价值，从二期数据对比来看，新华新业务价值增长率、边际利润率在四家公司中居末位。

表 4 新华 NBV 及边际利润率低于太保

	国寿	平安	太保	新华
	单位：百万元			
一年新业务价值				
2011H	20,506	17,051	6,693	4,710
2010	19,839	15,507	6,100	4,741
增长率	3.4%	10.0%	9.7%	-0.7%
首年保费				
2011H	189,779	77,363	52,448	52,158
2010	190,252	76,050	54,186	56,040
边际利润率				
2011H	10.8%	22.0%	12.8%	9.0%
2010	10.4%	20.4%	11.3%	8.5%

注：1、2011H首年保费是 2011年上半年保费+2010年下半年保费
2、新华未披露2010H首年保费，按2010年保费的50%计算

资料来源：公司报告，东方证券研究所

2008-2010 新华首年期缴保费规模超过太保，首年总保费与太保也难分上下，但是 NBV 总量仅为太保的 70% (4710/6693=70%)，这也从侧面印证了新华新业务边际利润率低于太保。

(说明：我们在比较边际利润率时，不采用趸缴保费除以 10 的 APE 保费，因为趸缴占比高的公司简单除 10 后反而会提高边际利润率，导致扭曲的比较结果)

从新业务价值假设来看，新华所用投资收益率假设是四家中最激进的：

从新业务价值假设来看，新华所用投资收益率假设是四家中最激进的：

表 5 新华投资收益率假设最激进

投资收益率假设	国寿	平安	太保	新华	新华比太保高
2006	4.35%	4.20%	4.10%		
2007	5.50%	4.30%	4.25%		
2008	4.25%	5.00%	4.50%		
2009	4.60%	4.25%	4.65%		
2010	4.85%	4.50%	4.75%		
2011	5.00%	4.75%	4.85%	5.20%	35bp
2012	5.15%	5.00%	4.97%	5.30%	33bp
2013	5.35%	5.25%	5.10%	5.50%	40bp
2014及以后	5.35%	5.50%	5.20%	5.50%	30bp

注：新华首年保费接近100%为分红险，此处投资收益率假设列示为分红险回报假设

资料来源：公司报告，东方证券研究所

表 6 新华 NBV 对投资回报变动最敏感

	国寿	平安	太保	新华
	单位：百万元			
NBV敏感性				
基准假设	19,839	15,707	6,100	4,710
每年投资回报 + 50个基点	22,667	16,448	6,852	5,480
每年投资回报 - 50个基点	17,040	14,579	5,354	3,937
敏感程度				
每年投资回报 + 50个基点	14.3%	4.7%	12.3%	16.3%
每年投资回报 - 50个基点	-14.1%	-7.2%	-12.2%	-16.4%

注：新华为2011H数据，其他各家为2010年数据

资料来源：公司报告，东方证券研究所

新华的新业务价值对投资回报率敏感性非常高，在此高敏感度下，投资回报率的激进假设抬高NBV。如果还原为与太保相同的投资回报假设（即投资回报下调35bp），新华2011H的一年NBV则下降5.41亿，降幅11.5%，有效业务价值下降30.84亿，降幅12.5%。

2.1.5 保险业务亮点小结

● 强大的管理体制和销售机制

虽然从与太保的历史保费比较来看，新华的亮点不算突出。但是新华业务快速成长，在短短几年内与太保站在同一平台，本身就是其最大的亮点，充分显示其管理体制和销售机制的强大。

从高管团队背景来看，我们最看好何志光先生、黄萍先生、刘亦工先生、李丹女士四位高管曾经在业内被称之为“保险行业黄埔军校”的中国平安工作多年的背景。11 位高管中，4 位来自平安，占比高达 36%。我们期待平安寿险的成功在新华复制。

● 财富管理渠道是中短期亮点

我们认为财富管理渠道是新华短期内的亮点。成立于 2010 年 4 月的财富管理渠道目前有 900 名财富顾问，97%以上为大学生，该渠道主要通过与银行、券商合作，为中高端客户提供定制保险产品，2011 年上半年保费为 3.68 亿，70%以上为期缴。随着中国的个人财富持续 累积，针对中高端客户的寿险产品及财富管理服务存在巨大增长潜力， 我们看好这个渠道的未来。

2.2 投资业务

2.2.1 投资组合

表 7 新华与太保投资组合比较（同比口径）

2011年6月30日	太保		新华	
按投资对象分	2011H	占比	2011H	占比
固定收益类		77.6%		85.0%
- 债券投资	246,698	50.3%	174,877	53.2%
- 定期存款	127,830	26.1%	102,674	31.2%
-其他固定收益投资	6,237	1.3%	1,915	0.6%
权益投资类		12.9%		9.3%
- 基金	25,371	5.2%	9,806	3.0%
- 股票	35,774	7.3%	20,706	6.3%
-其他权益投资	2,234	0.5%		
基础设施类投资计划	22,875	4.7%		
投资性房地产	6,666	1.4%	578	0.2%
现金及现金等价物	16,828	3.4%	18,293	5.6%
按投资目的分				
交易性金融资产	3,149	0.6%	6,757	2.1%
可供出售金融资产	130,471	26.6%	70,666	21.5%
持有至到期投资	173,320	35.3%	127,956	38.9%
贷款及其他	183,573	37.4%	123,470	37.5%
投资资产合计	490,513	100%	328,849	100%

2010年12月31日	太保		新华	
按投资对象分	2010	占比	2010	占比
固定收益类		79.0%		76.9%
- 债券投资	232,533	53.4%	164,726	57.2%
- 定期存款	106,772	24.5%	55,826	19.4%
- 其他固定收益投资	5,079	1.2%	1,062	0.4%
权益投资类		11.8%		13.4%
- 基金	24,857	5.7%	16,047	5.6%
- 股票	24,979	5.7%	22,447	7.8%
- 其他权益投资	1,680	0.4%		
基础设施类投资计划	19,925	4.6%		
投资性房地产	2,366	0.5%	513	0.2%
现金及现金等价物	17,560	4.0%	27,382	9.5%
按投资目的分				
交易性金融资产	3,604	0.8%	6,515	2.3%
可供出售金融资产	119,759	27.5%	74,689	25.9%
持有至到期投资	157,360	36.1%	122,016	42.4%
长期股权投资	440			
贷款及其他	154,588	35.5%	84,783	29.4%
投资资产合计	435,751	100%	288,003	100%
注：新华投资资产按行业口径进行调整，扣除“应收利息”和“独立帐户资产”，加回“投资性房地产”				

资料来源：公司报告，东方证券研究所

新华的投资组合主要有以下特点。

- 2011 年上半年权益占比由年初的 13.4%降为 9.3%，为四家公司中最低
- 受偿付能力充足率限制，尚未涉及基础设施投资
- 金融资产四分类时，更高的比例放在持有至到期，一定程度上降低了财务报表的波动性

2.2.2 投资收益

为保持数据可比性，我们对口径有一些调整：投资收益为各公司原始口径；投资资产用期初期末简单平均；新华投资资产按前文口径进行调整。

表 8 投资净值增长率

中国人寿		2011H	2010	2009	2008
A	总投资收益	31,394	64,086	60,964	31,104
B	AFS资产浮盈亏变动	-20,145	-29,429	18,430	-56,744
C=A+B	净值增长额	11,249	34,657	79,394	-25,640
D	平均投资资产	1,395,271	1,254,127	1,054,742	893,799
E=C/D	净值增长率	0.8%	2.8%	7.5%	-2.9%
中国平安		2011H	2010	2009	2008
A	总投资收益	15,836	29,272	30,728	-7,935
B	AFS资产浮盈亏变动	-5,973	-6,141	7,277	-32,179
C=A+B	净值增长额	9,863	23,131	38,005	-40,114
D	平均投资资产	800,512	676,333	527,189	452,987
E=C/D	净值增长率	1.2%	3.4%	7.2%	-8.9%
中国太保		2011H	2010	2009	2008
A	总投资收益	10,648	20,742	19,306	8,179
B	AFS资产浮盈亏变动	-4,880	-5,387	3,037	-20,283
C=A+B	净值增长额	5,768	15,355	22,343	-12,104
D	平均投资资产	445,472	390,727	318,636	277,912
E=C/D	净值增长率	1.3%	3.9%	7.0%	-4.4%
新华保险		2011H	2010	2009	2008
A	总投资收益	6,808	10,426	8,133	1,587
B	AFS资产浮盈亏变动	-5,556	246	921	-9,078
C=A+B	净值增长额	1,252	10,672	9,054	-7,491
D	平均投资资产	308,426	240,894	173,840	153,894
E=C/D	净值增长率	0.4%	4.4%	5.2%	-4.9%

资料来源：公司报告，东方证券研究所

新华在投资收益方面与同业相比，未见明显优异：2010 年优于同业，其他各年均无优势。

2.3 费用管控效率

2.3.1 手续费及佣金支出

对比费用管控效率之前，我们先看看各家续期保费占比情况，新华自 2008 年以来大力发展期缴的力度及效果相当明显，续期保费占比迅速提升。

表 9 新华续保占比迅速提升

续期保费占比	2011H	2010	2009	2008
国寿	43%	40%	38%	n.a.
平安	59%	54%	52%	56%
太保	44%	38%	38%	40%
新华	52%	39%	31%	23%

资料来源：公司报告，东方证券研究所

自 2010 年来，新华与太保在新保、续保占比结构较为接近。另外，二家的产品结构较相似：以分红险为主，万能险很少，二家在保费确认率方面差异不大。费用支出有一定可比性：

表 10 新华佣金手续费支出水平与太保相当

	2011H	2010	2009	2008
手续费及佣金支出				
太保	4,653	7,010	5,634	4,080
新华	3,667	7,179	5,450	3,856
首年保费				
太保	30,353	54,186	38,147	28,715
新华	24,138	56,040	44,839	35,642
手续费及佣金/首年保费				
太保	15.3%	12.9%	14.8%	14.2%
新华	15.2%	12.8%	12.2%	10.8%
总保费				
太保	54,574	87,873	61,998	47,858
新华	50,662	91,682	65,041	46,452
手续费及佣金/总保费				
太保	8.5%	8.0%	9.1%	8.5%
新华	7.2%	7.8%	8.4%	8.3%

资料来源：公司报告，东方证券研究所

手续费及佣金支出中 80%以上是首年保费佣金，比较“手续费/首年保费”更有意义。新华“手续费/首年保费”自 2010 年以来快速提升，费用率与太保不相上下。

从费用支出角度来看，新华与太保发展路径相似：高投入换取高产出。

2.3.2 业务及管理费

表 11 新华业务及管理费率较太保高

	2011H	2010	2009	2008
业务及管理费				
太保	4,138	7,745	6,308	5,382
新华	4,018	8,443	7,261	5,654
业务及管理费/总保费				
太保	7.6%	8.8%	10.2%	11.2%
新华	7.9%	9.2%	11.2%	12.2%

资料来源：公司报告，东方证券研究所

2008-2010 前三年，新华业务及管理费总量均超太保。从业务及管理费/总保费来看，新华管理费用率水平超过太保。新华、太保寿险员工数量都在 40,000 上下，新华机构网点仅有 1,477 个，远小于太保的 3,636 个网点。受限于偿付能力，新华近二年基本没有机构网点铺设投入。

正常逻辑下，业务及管理用不应该比太保高，我们推测可能是业务取得相关费用挤占本科目，反推新华的业务取得成本可能更高。新华近年以高投入促业务高增长，这种模式能否持续是个疑问。

在目前市场第四的业务平台上，新华未来能否走出一条有效率的发展之路，是判断公司未来价值的关键。

表 12 国寿、平安寿险费用率比较

	2011H	2010	2009	2008
手续费及佣金/首年保费				
平安	13.0%	11.6%	11.1%	12.8%
国寿	13.8%	14.3%	13.4%	12.2%
业务及管理费/总保费				
平安	5.7%	7.8%	7.8%	7.1%
国寿	4.8%	6.6%	7.0%	5.9%

资料来源：公司报告，东方证券研究所

由于较高的续期保费平台，在规模效应下，国寿、平安业务管理费用率有明显优势。

3 合理价格区间为 22—26 元

3.1 绝对估值

从绝对估值角度来看，最悲观假设下（即保费自 2012 年起全部 0 增长），在 11.5% 的贴现率下，对应的新业务倍数（NBM）是 8.4 倍，对应新华绝对股价 26 元。

表 13 新业务倍数估算

保费中期增速 保费短期增速	对应的新业务倍数		
	5%	2%	0%
10%	14.1 x	13.1 x	12.4 x
5%	11.6 x	10.7 x	10.2 x
2%	10.2 x	9.5 x	9.1 x
0%	9.4 x	8.8 x	8.4 x
注：1、短期是指 2012-2016 年，中期是指 2017-2021 年			
2、假设 2021 年之后保费 0 增长			

资料来源：公司报告，东方证券研究所

中国中高端人群保险需求尚未开发，同时，未来养老、健康产业发展空间巨大，我们看好保险行业未来发展潜力。0 增长几乎没有可能。按 15 倍新业务价值来估算，新华目标价应该在 36 元。

3.2 相对估值

在保险股整体低估的市场环境下，保险上市公司股价已跌破 0 增长假设下的绝对估值，新股发行更大程度上受制于现行可比公司的股价。

按照证监会相关规定：A+H 同时上市，A 股发行价不得低于 H 股发行价。

市场认为，新华 A 股发行 1.58 亿，由于发行前股份限售，当前 A 股非限售的流通市值在 35 亿左右（按 22 元发行价估算），由此给予小盘溢价。

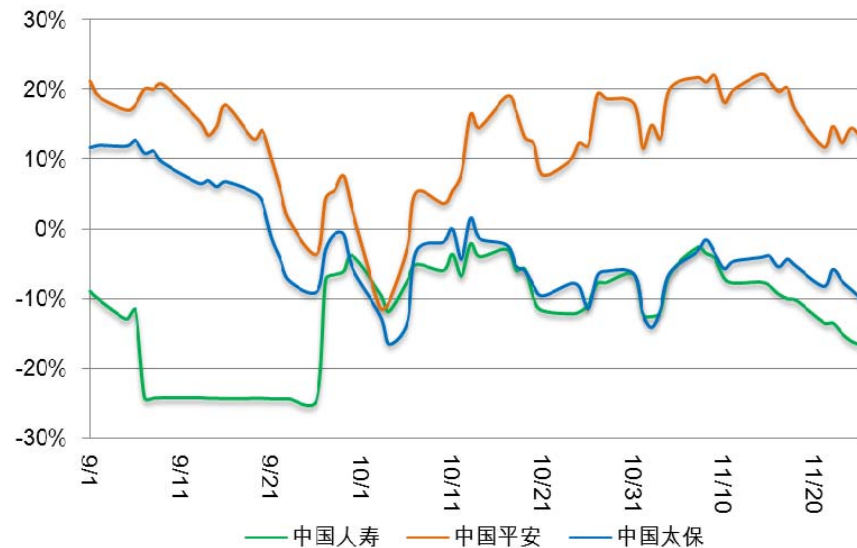
我们认为新华近三年的新保业务规模与太保已经齐平，同时我们对网点扩张的产出前景持谨慎态度，因此，我们认为新华不属于高风险的成长股。

此外，A 股虽然只发行 1.58 亿，但 H 股同步发行 3.58 亿股（未考虑行使 H 股超额配售权），H 股市场作为一个更开放、透明的市场，股价被人为干预的可能性较小。

所以本次新华 A 股发行价更大程度上由 H 股发行价主导。

从近期 A/H 股价对比来看，除平安外，太保和国寿均是 H 股折价。

图 9 近 3 个月来 H/A 股价折溢



资料来源：公司报告，东方证券研究所

与新华可比性最强的太保，上周五 H 股股价折人民币为 17.77 元，隐含的新业务倍数仅为 6.4 倍。近一个月太保 A 股月均股价隐含 NBM 9.3 倍，近三个月 A 股月均股价隐含 NBM 9.5 倍。

新华在计算 NBV 时投资回报假设平均较太保高 35bp，如果根据公司披露的敏感性还原为与太保相同的投资回报，EV 和 NBV 将分别下行 12.5%和 11.5%，在调整后的 NBV 基础上，参照太保的估值倍数来看，对应合理价格区间为 22-26 元之间。

表 14 相对估值下的新华股价

2011H一年新业务价值	新华披露口径	太保口径
内含价值	42,437	39,353
新业务价值	4,710	4,169
股本（亿股）	31.17	31.17
每股NBV	1.51	1.34
每股EV	13.61	12.63
新业务倍数	股价	股价
6	22.68	20.65
7	24.19	21.99
8	25.70	23.33
9	27.21	24.66
10	28.73	26.00
15	36.28	32.69
20	43.84	39.38
注：内含价值中增加本次募资金额（按22元测算）		

资料来源：公司报告，东方证券研究所

3.3 盈利预测核心假设

表 15 盈利预测核心假设（保守情景下）

	2011E	2012E
业务增长		
营销期缴新业务增长率	6%	10%
营销趸缴新业务增长率	0%	5%
银保期缴新业务增长率	-30%	0%
银保趸缴新业务增长率	-30%	0%
团险趸缴新业务增长率	5%	5%
业务品质		
营销继续率	86%	86%
银保继续率	90%	90%
业务利润率		
营销期缴利润率	35.0%	35.0%
营销趸缴利润率	5.0%	5.0%
银保期缴利润率	8.0%	8.0%
银保趸缴利润率	2.5%	2.5%
团险趸缴利润率	2.5%	2.5%
投资回报		
投资收益率假设	4%	5%
其他		
再保比例	0.035%	0.035%
管理费增长率	15%	10%

资料来源：公司报告，东方证券研究所

4 风险提示

4.1 保险销售同质化风险

目前保险公司新业务价值增长 70%以上来自个险渠道，在银行渠道萎缩且未见逆转的背景下，个险渠道的竞争加剧。目前在保险产品同质化，营销员增员困难，营销员展业模式同质化的背景下，竞争对手在网点铺设齐全的情况下，个险增长仍然乏力。新华在未来的网点铺设中，能否有不同于竞争对手的差异化模式，将是未来公司面临的一大风险。

4.2 价值增长高度依赖银行渠道的风险

2011 年上半年，新华首年保费中的 73%，首年期缴中的 48%来自银行渠道，推测新华银行渠道的新业务价值贡献占比业内最高。明年货币仍然偏紧的预期下，银保销售很难乐观，公司目前在积极发展电销、网销等新型销售渠道，但新型渠道的价值贡献不会立即显现，对银保的依赖将是公司明年面临的较大风险。

4.3 资本市场风险

保险股是高 BETA 品种，保险公司权益类投资占净资产的比重较大，新华权益资产/净资产接近 100%（募集资金按 22 元模拟），权益资产价格的波动对公司资产有重大影响，资本市场长期低迷可能导致公司净资产、净利润、偿付能力大幅下滑。

附表：财务报表预测与比率分析

损益表（人民币百万元，元/股）				内含价值预测表（人民币百万元，元/股）			
	2010A	2011E	2012E		2010A	2011E	2012E
已赚保费	91,583	90,243	101,379	寿险期初内含价值	20,333	28,085	52,029
总投资收益	10,474	13,766	19,531	本期新业务价值	5,095	5,279	5,669
银行业务净息差				内含价值预期回报	2,654	3,434	5,180
非保险业务手续费				投资回报差异	(224)	(9,973)	0
其他业务收入	456	552	554	其他差异	226	(15)	(19)
收入合计	102,513	104,561	121,464	资本注入	0	25,220	0
退保金	(7,710)	(10,050)	(11,916)	股东股息	0	0	(1,247)
赔付支出	(5,430)	(10,496)	(12,445)	寿险期末内含价值	28,084	52,029	61,612
提取保险准备金	(70,471)	(64,970)	(74,880)	其他业务期末净资产	0	0	0
保单红利支出	0	0	0	少数股东权益	0	0	0
保险业务手续费佣金	(7,179)	(6,733)	(7,022)	集团期末内含价值	28,084	52,029	61,612
业务及管理费	(8,410)	(9,419)	(10,550)				
其他业务成本	(1,027)	1,109	1,533	估值指标			
支出合计	(100,227)	(100,559)	(115,279)		2010A	2011E	2012E
营业利润	2,286	4,003	6,185	P/EV	0.9	1.3	1.1
营业外收入/支出	(31)	56	(84)	隐含新业务倍数	-0.3	3.1	1.2
利润总额	2,255	4,058	6,101	PE	11.7	22.3	14.8
所得税	(5)	(933)	(1,403)	PB	4.0	2.3	2.1
净利润	2,250	3,125	4,698	每股数据（元/股）			
少数股东权益	1	47	70		2010A	2011E	2012E
母公司股东净利润	2,249	3,078	4,627	每股寿险内含价值	23.40	16.69	19.77
资产负债表（人民币百万元）				每股NBV	4.25	1.69	1.82
	2010A	2011E	2012E	每股集团EV	23.40	16.69	19.77
投资资产	286,670	369,378	437,960	每股收益	1.87	0.99	1.48
其他资产	17,896	18,970	20,108	每股净资产	5.47	9.46	10.61
资产合计	304,566	388,348	458,068	每股股利	0.00	0.00	0.40
保户储金及投资款	19,538	20,906	22,369	股本（百万股）	1,200	3,117	3,117
未到期责任准备金	530	534	551	增长率			
未决赔款准备金	274	329	395		2010A	2011E	2012E
寿险责任准备金	220,498	281,035	349,926	已赚保费增长率	40.9%	-1.5%	12.3%
长期健康险准备金	13,323	17,701	23,625	净利润增长率	-15.5%	36.9%	50.3%
少数股东权益	6	0	0	投资资产增长率	48.5%	28.9%	18.6%
负债合计	297,993	358,848	424,988	集团内含价值增长率	38.1%	85.3%	18.4%
寿险净资产	6,567	29,499	33,080	一年新业务价值增长率		3.6%	7.4%
财险净资产	0	0	0	净资产增长率	55.0%	349.2%	12.1%
其他净资产	0	0	0	偿付能力充足率			
权益合计	6,567	29,499	33,080		2010A	2011E	2012E
负债与权益总计	304,566	388,348	458,068	寿险	35%	189%	168%

资料来源：公司报告，东方证券研究

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn