

建议积极申购

估值区间: 29.60-32.70

2011年11月28日

规模和成长兼具，战略与创新领先

新华保险投资价值分析报告

发行数据

发行前总股本(万)	260000
本次发行股数(万)	57072
发行后总股本(万)	317072
发行价(元)	NA
发行市盈率(倍)	NA
发行日期	NA
上市日期	NA

发行后主要股东

	持股比例
中央汇金	30.62%
宝钢集团有限公司	14.81%
苏黎世保险公司	12.30%
河北德仁投资有限公司	4.01%
天津信商投资管理	2.57%



资料来源: 招商证券

罗毅 CFA

0755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn
S1090511030006

洪锦屏

021-12345678
hongjinping@cmschina.com.cn
S1090511030012

研究助理:

王宇航

0755-83734407
wangyh1@cmschina.com.cn

- **银保+分红: 激烈竞争环境下的长期领跑者。**2011 上半年新华市场份额达 9.0%。新华最先将保额分红产品引入, 近几年一直坚持分红险的主导地位, 2009 年新华占据中国分红寿险市场原保险保费收入的 11.5%, 位列第二。最近三年的银保保费收入复合增速高达 40%, 渠道贡献占比高于主要对手。银保新规后, 公司在五大商行的资源和渠道转型助力明年保费恢复上升。
- **发展战略节奏紧扣市场:**公司在销售策略上的布局和转变相当精准。第一个五年: 团险跑马占荒。主要靠团险业务迅速突击保费规模。第二个五年: 转攻银保, 抢占全国。2000 年开始发展银行保险, 三年后内部占比就超过 50%。分公司从 2001 年的 6 家, 扩展到 2004 年的 34 家, 机构网络布局全国。第三个五年: 精工细作, 快中见好。2004 年开始, 新华开始进行业务品质提升转型, 期缴比例开始上升, 最近四年保费复合增长率 36.9%, 领先同业。
- **高效的销售渠道和人力。**公司广泛的分销网络遍布全国, 截至 6 月 30 日, 营销员 20.4 万人, 银保网点 2.5 万个, 银保专管员 1.5 万人, 约 910 名团体保险直销代表, 开拓了电话、网络平台和短信平台销售渠道。新华的机构网点仅相当于太保和平安的三分之二, 但是市场份额达到 8.9%, 2011 年上半年公司网点月均保费 20.5 万元, 网点平均保费超越同业。
- **保险业务利润率提升和偿付能力达标为公司未来快速成长提供空间。**公司 2010 年 APE 利润率和 FYP 利润分别为 18.7%和 8.5%, 而可比公司此两项指标分别在 30%和 10%以上。公司位将我们认为随着注入资本金后网点机构的增多, 预计未来营销员渠道占比将上升到 40%左右, 特别是今年转型之后, 高价值保单销售力度增强, 同时银保利润率也将逐步改善, 我们认为新业务利润率未来会上升到 25%以上的水平, 成长空间较大。
- **我们采用公司假设的投资收益率, 把折现率降低 0.5 个百分点至 11%, 同时假设 2011 年有效业务价值和新业务价值增速分别为 20%和-5%, 给予公司 6-8 倍的新业务倍数, 得到公司每股估值区间为 29.6-32.7 元, 对应 2011 的 PE 为 34-38 倍, PB 在 2.5-2.7 倍之间, P/EV 为 1.5-1.6 之间, 公司市值在 938-1036 亿元之间。**
- **风险因素:**银保占比过高, 去年银保新规出台后保费增速下滑明显。未来情况要看银保经营转型战略的实施和与重要银行合作的效果。

主要财务数据

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	73,674	102,513	109,541	131,744	152,740
同比增长	48%	39%	7%	20%	16%
营业利润(百万元)	2,709	2,286	3,160	4,020	5,595
同比增长	1109%	-16%	38%	27%	39%
净利润(百万元)	2,660	2,249	2,712	3,578	4,923
同比增长	310%	-15%	21%	32%	38%
每股收益(元)	2.22	1.87	0.86	1.41	1.93
ROE	62.77%	34.25%	7.17%	9.10%	11.85%

资料来源: 招商证券

正文目录

一、公司主要亮点及估值	4
1. 公司投资亮点	4
2. 盈利预测及估值	4
二、公司发行概况	5
1. 新华保险概况	5
2. A+H 发行方案	5
三、投资关注点	7
1. 激烈竞争环境下的长期领跑者	7
2. 发展战略节奏紧扣市场	8
3. “回归寿险本源，覆盖全生命周期”的改革元年	9
4. 银保优势可以持续	10
5. 战略转型后产品利润提升空间大	12
6. 高绩效的销售渠道	13
7. 股东资源优势和新入资本金释放压抑储能	14
三、财务分析与预测	15
四、估值和投资建议	16
1. 基本假设	16
2. 估值结论：每股合理区间人民币 29.6~32.7 元	17
四、风险因素	18

图表目录

图 1：新华保险发展历程图	6
图 2：市场份额逐年提高	7
图 3：主要寿险公司市场份额变化	7
图 4：新华市场份额逐年提升	7
图 5：近年来分红险占比维持在 90%以上	8
图 6：2006-2010 年复合增长率比较	8
图 7：2010 年保费对比（亿元）	8
图 8：“第三个五年”间单月保费增速对比	9
图 9：银保渠道占比	10
图 10：部分国家地区银保保费占寿险保费比重	12
图 11：新业务利润率	12
图 12：新华首年保费收入：按缴费方式划分	12
图 13：首年保费中：期交保费占比	12
图 14：银保渠道首年保费中：期交保费占比	12
图 15：各渠道保费贡献	13
图 16：第一大股东汇金持股的银行资源优势	14
图 17：综合投资收益率比较	16

图 18: 保险行业历史PEBand	18
图 19: 保险行业历史PBBand	18

表 1: 新华发行结构及发行后 AH 股占比	5
表 2: 发行后前十大股东股权占比	5
表 3: 假设按照上限发行前后股本变化	15
表 4: 新华保险利润表	15
表 5: 经调整净资产的计算	16
表 6: 计算内含价值使用的假设对比	16
表 7: 评估价值计算过程-.....	17

一、公司主要亮点及估值

1. 公司投资亮点

卓越的战略制定和执行能力。十五年间从一家新公司冲刺到市场前四位的保险公司，战略上的清晰定位和高效的执行能力功不可没。公司起初通过团险业务来跑马占荒、拓展市场，此后大力发展银保渠道实现规模上的迅速扩张，2004 年之后公司开始在保持规模稳定较快增长的同时致力于保费结构调整和价值提升。公司聘请了知名咨询机构麦肯锡进行未来战略规划，目前确定了以客户为中心的战略中心，坚持现有业务持续稳定增长、坚持变革创新、坚持价值和回归保险本原的战略支撑点，以及抓住城镇化和老龄化的时代特征实现快速发展的历史机遇。

具备持续快速增长和业务拓展模式创新的能力。自 2004 年以来新华人寿一直稳居中国寿险公司前 5 位，市场份额由 2004 年的 5.9%稳步提升至 2011 年三季度末的 9.7%。在重点省份占据领先地位，其中北京、广东、上海市场份额分别为 16.6%、10%、13%，总保费过去 5 年复合增长率 40.5%，增速快于行业平均。同时公司紧扣市场节奏，持续进行业务拓展模式的创新，针对高净值客户组建财富管理业务部，17 家分公司已开始为中高端客户提供保险产品和解决方案，为客户量身定制的保险产品。同时公司率先健康和养老险业务上作出了探索，通过参股或控股体检机构、养老社区等模式来拓展健康和养老市场的产业链。

高效的销售渠道和人力。公司广泛的分销网络遍布全国，截至 6 月 30 日，营销员 20.4 万人，银保网点 2.5 万个，银保专管员 1.5 万人，约 910 名团体保险直销代表，1210 名交叉销售专员，720 名中介销售专员，续收队伍约 1.5 万人，团险直销代表 910 人，开拓了电话、网络平台和短信平台销售渠道。新华的机构网点仅相当于太保和平安的三分之二，但是市场份额达到 8.9%，2011 年上半年公司网点月均保费 20.5 万元，网点平均保费超越同业。

保险业务利润率提升和偿付能力达标为公司未来快速成长提供空间。公司 2010 年 APE 利润率和 FYP 利润分别为 18.7%和 8.5%，而可比公司此两项指标分别在 30%和 10%以上。公司位将我们认为随着注入资本金后网点机构的增多，预计未来营销员渠道占比将上升到 40%左右，特别是今年转型之后，高价值保单销售力度增强，同时银保利润率也将逐步改善，我们认为新业务利润率未来会上升到 25%以上的水平，成长空间较大。

2. 盈利预测及估值

我们采用公司假设的投资收益率，把折现率降低 0.5 个百分点至 11%，同时假设 2011 年有效业务价值和新业务价值增速分别为 20%和-5%，给予公司 6-8 倍的新业务倍数，得到公司每股估值区间为 29.6-32.7 元，对应 2011 的 PE 为 34-38 倍，PB 在 2.5-2.7 倍之间，P/EV 为 1.5-1.6 之间，公司市值在 938-1036 亿元之间。

二、公司发行概况

1. 新华保险概况

新华保险成立于 1996 年 9 月，是《保险法》颁布后成立的第一批全国性专业寿险公司之一，2000 年，苏黎世保险公司等四家外资机构入股，外资持股比例达 24.9%。

2001 年，新华获批筹建 25 家省级分公司和 105 家地市级中心支公司，至 2004 年，公司已完成全国性机构网络的布局。

2009 年底，汇金受让保险保障基金所持的全部股权，同时启动战略转型，使公司进入健康发展的新轨道，并在 2010 年成功跻身中国前三大寿险公司之列，截至今年六月份，市场排名第四，市场占有率 9%。

目前，中央汇金投资公司持 10 亿股，占 38.815%；宝钢集团持有 4.88 亿股，占 18.775%；苏黎世保险公司持有 3.9 亿股，占 15%。

2011 年，股东增资 140 亿元，充实了新华的资本实力，使偿付能力充足率达到 100% 以上。但三季度股市下跌导致公司净资产缩水，导致三季度末偿付能力充足率下降至 86.6%。

2. A+H 发行方案

本次新华人寿采用 A+H 同时发售，H 股发行采用绿鞋机制，考虑绿鞋 A+H 股发行股份总数预计为发售后总股本的 18%，总股本 31.7 亿股，如 H 股主承销商不行使超额配授权，A+H 发行股份总数为发行后总股本的 16.6%，总股本 31.17 亿股。发行完成后，H 股股份占总股本的 33.1%或 34.4%。

表 1：新华发行结构及发行后 AH 股占比

单位：万股	不启用绿鞋	启用绿鞋
发行 H 股	35,842	41,218.3
发行 A 股	15,854	15,854
发行前股本	260,000	260,000
发行后总股本	311,696	317,072
发行 H 股占比	11.50%	13.00%
发行 A 股占比	5.09%	5.00%
发行后 H 股数	103,126	109,040
发行后 A 股数	208,570	208,032
发行后 H 股占比	33.09%	34.39%
发行后 A 股占比	66.91%	65.61%

资料来源：招股书，招商证券研发中心

表 2：发行后前十大股东股权占比

股东名称	股份类别	不使用绿鞋	使用绿鞋
中央汇金投资有限责任公司	A 股	31.26%	30.62%
宝钢集团有限公司	A 股	15.12%	14.81%
苏黎世保险公司	H 股	12.51%	12.30%
河北德仁投资有限公司	A 股	4.07%	4.01%
天津信商投资管理有限公司	A 股	2.61%	2.57%
世纪金源投资集团有限公司	A 股	2.50%	2.46%

股东名称	股份类别	不使用绿鞋	使用绿鞋
富登管理私人有限公司	H 股	2.50%	2.46%
中金证券(香港)有限公司	H 股	2.09%	2.05%
野村证券株式会社	H 股	2.09%	2.05%
上海证大投资管理有限公司	A 股	1.50%	1.48%

资料来源：招股书，招商证券研发中心

图 1：新华保险发展历程图



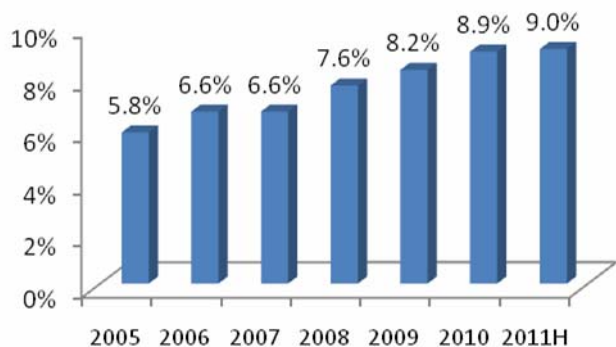
资料来源：招股书，招商证券研发中心

三、投资关注点

1. 激烈竞争环境下的长期领跑者

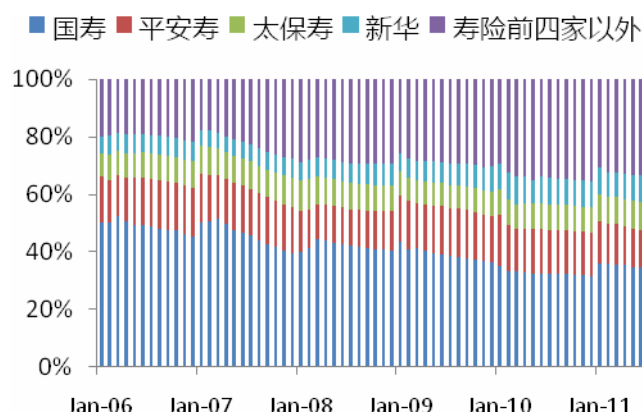
市场竞争激烈格局下实现份额突破。过去6年来，新华人寿的保费市场份额逐年提升，从2005年市场排名第五上升到2010年的市场第三（首次超过太保）；市场份额从2005年的5.8%逐步上升到2010年的8.9%，截至今年9月份，新华人寿市场份额进一步上升至9.7%，名列市场第四。同一时期市场竞争非常激烈，中小险企纷纷上位，除国寿、平安、太保、新华四家之外的其他保险公司市场份额由2006年的21.9%上升到今年上半年的33.6%，在这样的生存压力下新华能保持市场份额的逐年提升实属不易。

图 2：市场份额逐年提高



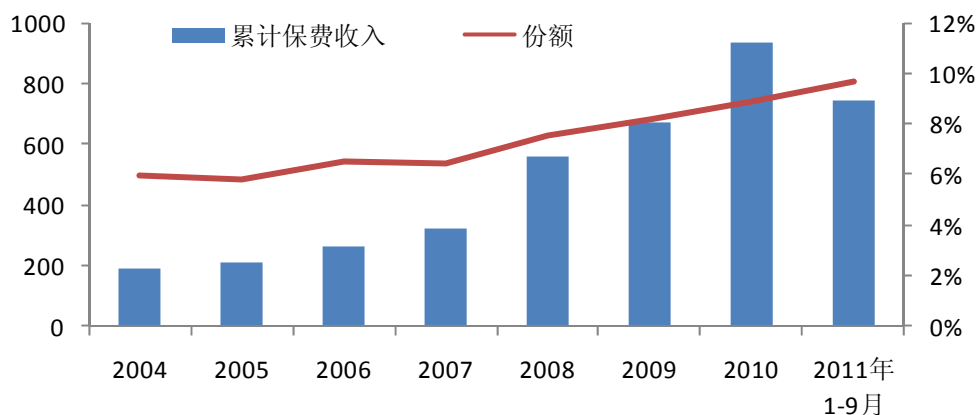
资料来源：CIRC，招商证券研发中心

图 3：主要寿险公司市场份额变化



资料来源：CIRC，招商证券研发中心

图 4：新华市场份额逐年提升



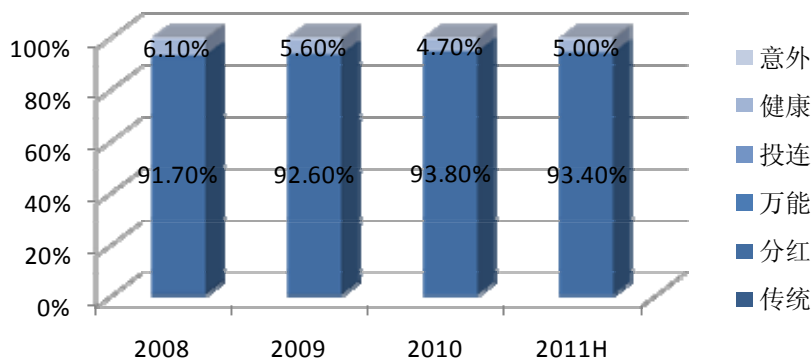
资料来源：CIRC，招商证券研发中心

新华是业内最先将保额分红产品引入国内的公司，最近几年一直坚持分红险的主导地位，2009年，新华占据中国分红寿险市场原保险保费收入的11.5%，仅次于规模最大的中国人寿。截至2011年中期分红险占公司保费收入的93.4%。

注：保额分红又称英式分红，是以保额为基础进行分红，将当期红利增加到保单的现有保额之上。此种分红方式，更能突出保险产品特有的投资与保障特性，使投保人在保障期内无需核保、申请增加保额便可满足其不断增长的保障需求，在一定程度上可以缓解

因通货膨胀可能导致的保障贬值。

图 5：近年来分红险占比维持在 90%以上



资料来源：招股书，招商证券研发中心

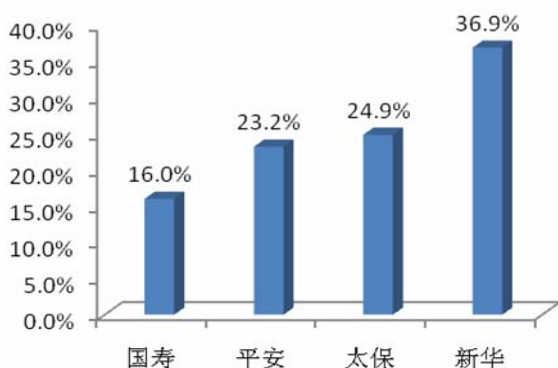
2. 发展战略节奏紧扣市场

十五年间从一家新公司冲刺到市场前四位的保险公司，新华人寿在销售策略上的布局 and 转变相当精准。

第一个五年：团险跑马占荒。新华主要靠团险业务迅速突击保费规模，拓展市场。

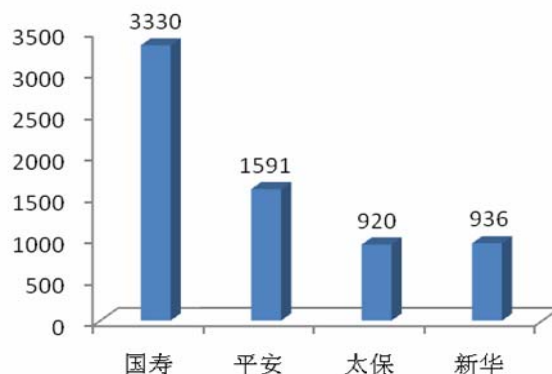
第二个五年：转攻银保，抢占全国。公司从 2000 年开始发展银行保险，次年确立了“快速发展银代业务”的发展战略。到 2003 年，银保渠道保费占比已经超过 50%。到 2006 年，银保和团险业务中的趸缴产品占比仍然很大，保费增速很高但保单价值有限，个人渠道占比很小。另一方面，公司在 2001 年获批准筹建 25 家省级分公司和 105 家地市级中心支公司，全国布局在第二个五年完成。2001 年时，新华只有 6 家分公司，到 2004 年，呼和浩特、银川、贵阳、兰州、西宁等五家分公司开业，至此，新华人寿分公司数量达到 34 家，建成中心支公司 160 家，营销服务部 779 家，分公司在全国覆盖率达到 98%，中心支公司覆盖率达到 80%，公司全国性机构网络布局全面完成。

图 6：2006-2010 年复合增长率比较



资料来源：CIRC，招商证券研发中心

图 7：2010 年保费对比（亿元）

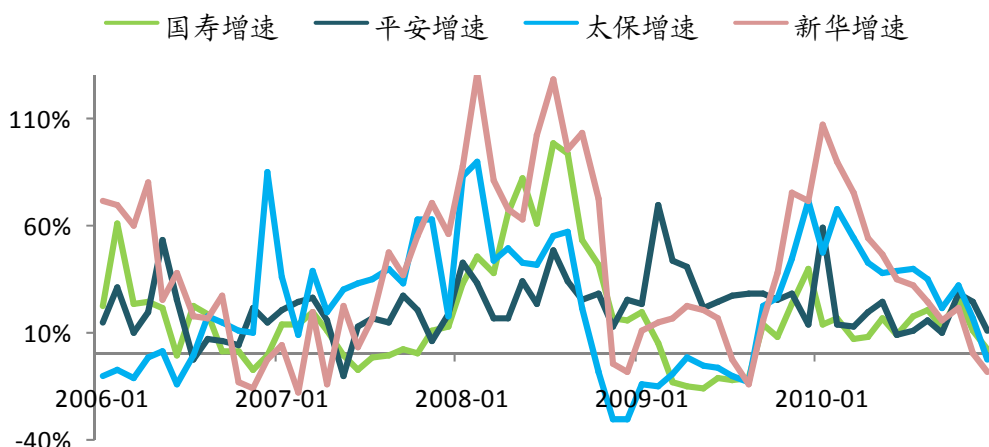


资料来源：CIRC，招商证券研发中心

第三个五年：精工细作，快中见好。2004 年开始，新华开始进行业务品质提升转型。从银保业务开始，进行“趸缴变期交”的主动转型。2005 年，银保期交逐渐成为银保

的主流业务。2005 年个险期交业务占个险渠道比重达到 89%。2005 年之后，新华的个险、团体、银保、续期、健康险业务发展趋于平衡，产品结构趋于优质。2009 年以后，首年期交保费占首年保费的比例保持在约 40%的位置，高于国寿和太保，低于平安。虽然进行了品质提升，但是第三个五年期间的保费增速依然在行业中领先，新华 2006 年至今的保费复合增长率高达 36.9%。

图 8：“第三个五年”间单月保费增速对比



资料来源：CIRC，招商证券研发中心

在产品渠道方面，目前已经形成了银行保险为主、保险营销员为辅的发展模式。截至 2011 年中期，银行保险渠道有 2.5 万个网点和 1.5 万名客户经理，贡献保费约占总保费的 60%，占首年保费的 73%。保险营销员渠道现有营销员 20.4 万人，渠道收入占总保费的 37%，占首年保费的 22%。从 2010 年 4 月开始，新华的财富管理渠道建立，专门为高端客户提供财富管理服务，目前对首年保费的贡献约为 1.5%，成为新的业务增长点。

3. “回归寿险本源，覆盖全生命周期”的改革元年

2011 是新一轮战略转型之元年。从 2010 年底开始，公司根据“变革和回归本源”的指导思想，开启了新一轮转型：大力改革现有经营方式，提升市场竞争力，全方位拓展寿险产业价值链，回归保险保障本质。整体战略由两部分构成。一方面，改革和提升现有业务，巩固和加强在中国寿险市场的领先地位，促进高质量业务的增长；另一方面，致力于开发寿险产业核心价值链，遵循“回归寿险本源，覆盖客户全生命周期”的原则，进军并拓展包括养老产业和健康产业在内的新领域和新渠道。

对于现有业务的改革，包括以下几个方面：一、推行差异化产品战略：依托目前分红险的竞争优势，构建灵活的产品组合，适时加大万能险和投连险的开发销售力度。二、实施销售渠道专业化战略：针对不同客户群采用不同的销售渠道覆盖模式，加强现有渠道建设，提升渠道专业化程度。三、拓展营业区域，加大优秀机构建设力度：偿付能力提升后，将积极拓展营业区域，并利用成功经验大力复制优秀机构，将客户、产品和渠道的战略将落实为差异化的机构区域战略。

改革一方面带来的阵痛体现为保费增速在上半年低于行业增速，另一方面，转型适应期也在下半年到来，7 月份以来总保费和新单保费增速得到迅速提升，期缴保费占比和长期健康险占比显著提升，业务结构提升成效明显。

养老+健康：拓展新领域战略领先行业。拓展新领域的战略包括：一、发展养老产业，使之成为新华未来业务的重要组成部分。与国际知名养老社区管理公司、专业设计规划公司和国内优质医疗机构一起试点搭建优秀的养老社区，塑造符合国情的养老社区建设和管理模式。新华将采用长期持有、长期运营的方式管理养老社区，并配套开发多种养老产品，同时通过养老产品和养老社区的有效对接，完善养老社区管理、医疗服务和看护等配套服务和产业，继而实现养老产业的全产业链经营。二、进军健康产业，通过提供护理和医疗服务实现与养老产业的有效对接。推行“疾病保障+健康管理”的业务发展模式，促进长期健康险业务快速增长，提升健康产业的核心竞争力和健康险产品的价值贡献，力争成为中国最具竞争力的专业疾病保障及健康管理提供商。通过为养老社区提供配套的老年护理和医疗服务，实现健康产业与养老产业的有效对接，为客户提供覆盖全生命周期的保障、健康和养老服务体系。建立以高端健康体检为核心，涵盖健康干预和健康评估等综合健康管理的业务模式。

4. 银保优势可以持续

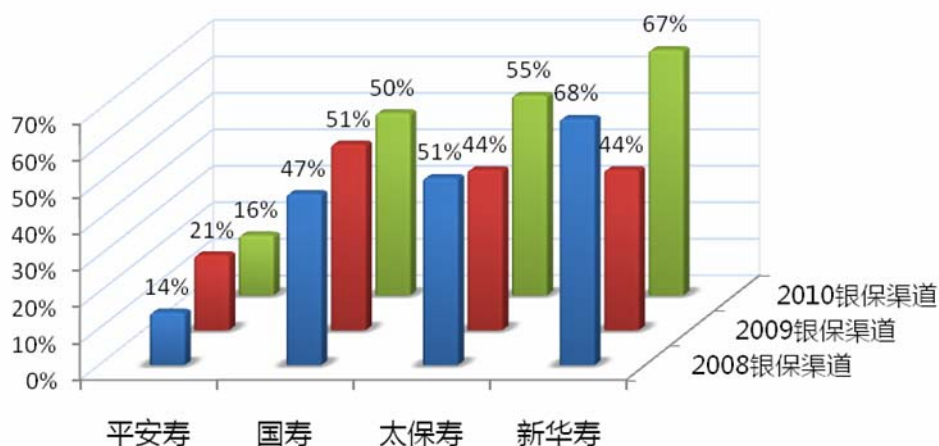
去年 11 月银监会出台规范银保销售的“90 号文”，今年 4 月份银监会和保监会联合下发的“10 号文”，都对新华的银保销售渠道产生了直接的冲击。对此，公司也实施了以深化网点经营、加强客户经营、强化队伍经营为主线的银保转型。

在战略合作层面，目前新华已经与工农中建交五家重点银行签订了总对总战略合作协议，加强了总行层次的合作力度，为分对分的合作提供合作依据。

在产品层面，新华不仅为各银行提供具有特色及市场竞争力的保额分红系列产品，还为部分银行提供独家代理销售的专属产品，例如为工行提供的红双喜全富贵专属产品，为农行提供的红双喜喜来顺专属产品，为建行提供的红双喜喜福汇专属产品等。在今后，新华将通过储备和出台易上规模的简单产品和提升价值的复杂产品，应对市场竞争。

在销售队伍层面，银行保险渠道拥有约 1.5 万名银行保险客户经理，负责向合作的银行网点提供支持，并通过他们对业务品质进行管理。新华率先在业内推行了银行保险理财规划师资格认证制度，到去年底，取得银行保险理财规划师资格认证的人数大约为 5500 人，居行业之首。销售人力除了拥有销售能力之外，还需要拥有管理柜员、网点主任甚至支行行长的管理能力，满足银行全方位培训要求的培训能力，以及对合作伙伴进行督促、督导的能力。为此，新华拟推动实施新版管理大纲，推动现有队伍的销售能力、管理能力、培训能力和督导能力的提升。

图 9：银保渠道占比



资料来源：招股书，招商证券研发中心

我们认为如果转型调整得当，新华的保费收入会在明年恢复增长，保单价值进一步提升，除了上述的转型措施之外，还基于以下的判断：

第一，银保占比较高可以成为常态。从国际比较上来看，欧洲大多数国家银行渠道贡献的保费收入占比 20%~40%，在葡萄牙、西班牙、法国、意大利等国家，这一比例达到 59%~88%。从这些发达市场的发展来看，银行保险的发展一般经历了分销协议、战略联盟、相互持股和金融服务集团这四个阶段，银行和保险公司从产品销售合作向资本合作发展，从协议的合作到最终公司治理结构的整合，银行和保险公司在所有权结构上的融合越来越紧密。

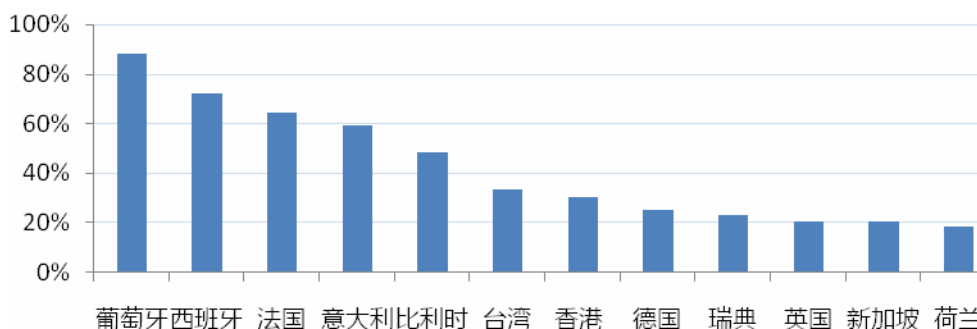
目前新华正处在从第二向第三阶段的过渡时期，新华的第一大股东汇金公司持有我国前四大国有商业银行 35%~68%的股权份额，因此新华不但在全国性重点银行总行层面的优势是其他保险公司难以比拟的，而且其合作模式也处在了指引其健康发展的一环上。

第二，银保利润率长期将提升。同时，在合作模式升级之后，由于内部业务获取成本和管理成本下降，银保产品的利润率也会相应提升。根据 SIGMA 汇总的数据显示，银保占比高达 60%左右的意大利和法国的银保渠道费用率比中介代理等传统渠道的费用率低 3 个百分点左右；而英杰华和苏格兰哈里法克斯银行的数据表明银保渠道的利润率也高于传统代理渠道，基于 APE 的利润率高达 30%左右。

第三，财富管理渠道是银保困境的重要疏通途径。银保新规发布后，挤出了之前误导指引带来的保费收入，有利于保险公司对于银保产品差异化营销的开拓。合资保险公司在这一变幻中准备充分，譬如联泰大都会、中美大都会、汇丰人寿等公司曾经推出的银保财富顾问式行销。2010 年 4 月，新华保险财富管理业务部成立，2010 年及 2011 年上半年，财富管理渠道分别实现总保费收入 2.21 亿元和 3.68 亿元，其中期交保费的占比分别为 67.9 %和 72.5%。

该渠道专门面向中高端客户，不仅出售标准化的个人寿险，而且逐步推出了较为复杂的保障储蓄性寿险产品，以及量身定做的健康险产品。其合作对象目前已经包括了多家股份制商业银行、外资银行和证券公司，未来将扩大到五大商业银行，与银行理财产品互补的产品特性有利于维护与银行和客户的长期合作，这种“高端财富管理”产品也有助于拉高银行渠道保费的利润率。

图 10: 部分国家地区银保保费占寿险保费比重

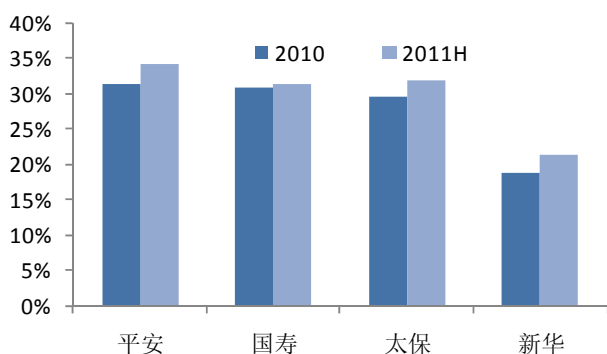


资料来源: SIGMA, 招商证券研发中心

5. 战略转型后产品利润提升空间大

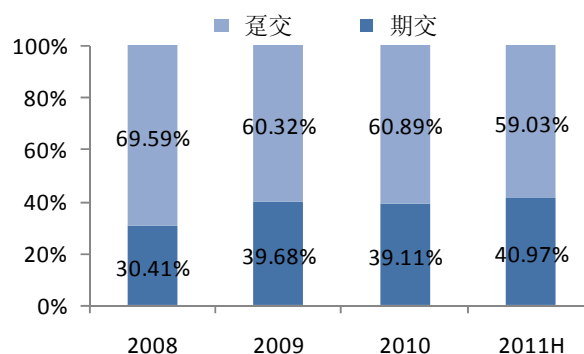
与主要竞争对手比,新华的新业务利润率较低(2010年寿险新业务利润率:太保 30.6%,平安 34.3%,国寿 30.8%,新华 18.7%)。2010年开始,新华开始进行保单结构的战略转型,提升效益和价值,主要的变化包括:更加重视营销员渠道,提升银保渠道的期交保费占比,注重销售高价值产品,比如长期健康险。

图 11: 新业务利润率



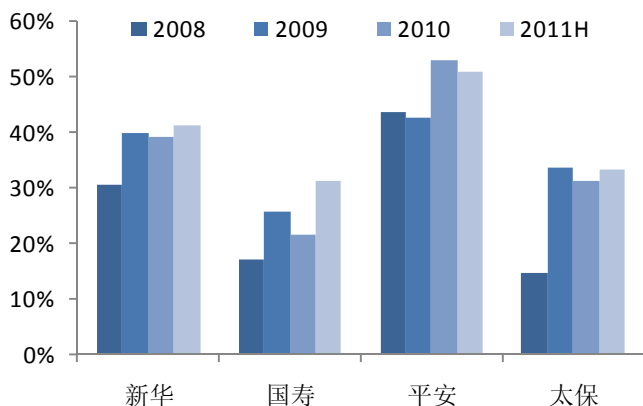
资料来源: 公司报告, 招商证券研发中心

图 12: 新华首年保费收入: 按缴费方式划分



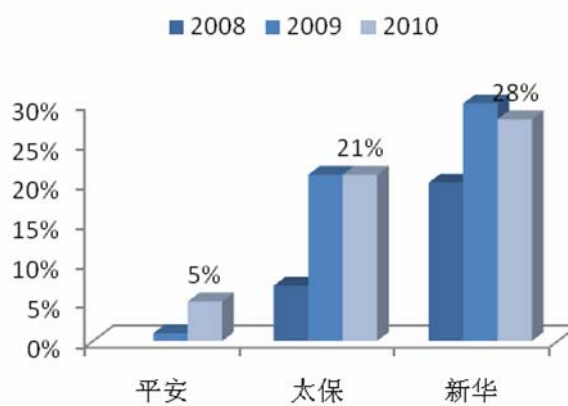
资料来源: 公司报告, 招商证券研发中心

图 13: 首年保费中: 期交保费占比



资料来源: 公司报告, 招商证券研发中心

图 14: 银保渠道首年保费中: 期交保费占比



资料来源: 公司报告, 招商证券研发中心

2011 年上半年新华 APE 新业务利润率提升了 2.5 个百分点，规模保费新业务利润率提升了 1.5 个百分点，但是仍然比前三家寿险公司低 10 个百分点左右，我们认为这一方面是由于新华银保渠道占比高于同业（2010 年新华 67%，太保 55%，平安 16%）；另一方面是银保产品的缴费期限较短（银保渠道的期缴保单中 85% 是 5 年期的期交产品），使总体产品利润率偏低。我们认为随着注入资本金后网点机构的增多，预计未来营销员渠道占比将上升到 40% 左右，特别是今年转型之后，高价值保单销售力度增强；同时我们认为银保利润率长期来看有向上的空间，据此推断新华新业务利润率未来会上升到 25% 以上的水平，改善程度和业绩弹性都很大。

6. 高绩效的销售渠道

新华保险的另一个优势是销售渠道，表现在：网点产能高于竞争对手、绩优人力不断增加、人均产能大幅提升。

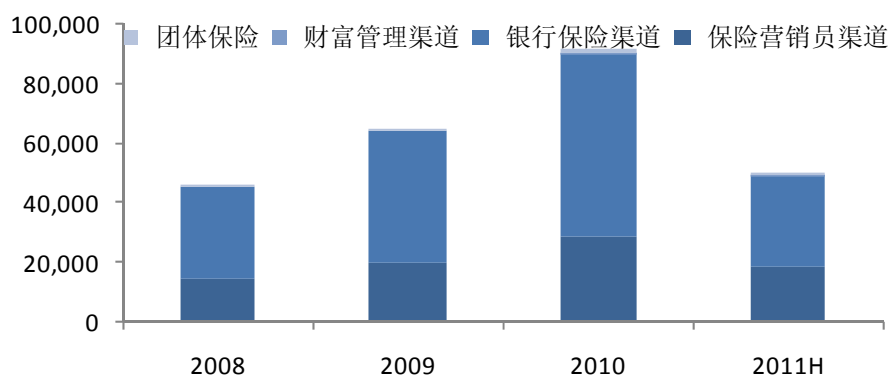
新华的机构网点少于太保和平安，仅相当于太保和平安的三分之二，但是市场份额达到 8.9%，网点平均保费显著超越太保和平安。此外，保险营销员渠道的保费质量也优于同业，2011 年上半年，在保险营销员渠道，20 年以上期交保费占首年期交保费的比例高达 46%，在 2009 年，新华保险营销员渠道 20 年及以上期交占比达到 63%，与中国人寿同期间十年及以上期交占比的 69% 相当。

新华保险的“绩优人力”由 2008 年的 2.6 万人增长到 2011 年中期的 4 万人，绩优人力占总人力的比重从 2008 年的 13.6% 上升到今年中期的 19.8%。营销员每月的人均首年保费不断上升，从 2008 年的 2808 元，上升到了 2011 年中期的 4155 元。

注：绩优人力：每月标准保费 5000 元以上（中西部）或者 8000 元以上（沿海地区）的个人保险营销员数量。

银保方面：新华是国内首批进入银行保险渠道的寿险公司，银行保险的网点效率同样领先太保和平安，2010 年新华银行保险网点的平均保费为 14 万元。

图 15：各渠道保费贡献



资料来源：招股书，招商证券研发中心

在渠道资源的分布上，新华抓住了最具吸引力的区域市场。在东部经济发达地区，北京、上海和广东，市场份额稳居前三；在中部人口大省河南、湖北、湖南以及西部重点地区四川、重庆、陕西，市场份额均高达 10% 以上。在东部发达地区和中部人口大省，保费增均显著高于行业平均水平。

7. 股东资源优势和新入资本金释放压抑储能

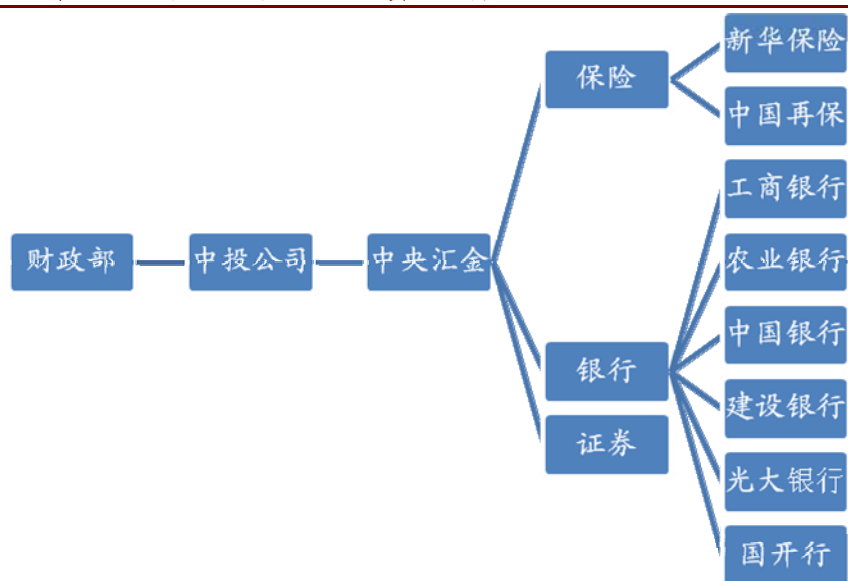
新华保险的资本金长期以来一直维持在 12 亿元的水平，另一方面，新华发展初期依赖趸交银保和市场规模的急速扩张，快速的消耗了初始资本金。从 2003 年开始，关于其偿付能力不足的质疑就一直存在，2004 年 8 月底曾被报道因为偿付能力不足而被保监会点名，并引发一定规模客户退保事件。也是在 2004 年，新华曾经尝试通过公开发行股票募集资本金，但由于种种原因搁浅。彼时，我国的偿付能力监管也正在起步阶段，因此偿付能力的不足并没有阻碍后来数年间新华保费的快速增长。由于寿险产品的长期性和新业务发展迅速，新华人寿在过去一段时期内也没有因为偿付能力不足影响理赔支付。

但是在最近两年监管机构加强了偿付能力监管，特别是 2008 年新偿付能力监管规定颁布，使得新华的偿付能力问题成为真正需要克服的问题，2010 年 10 月 14 日，新华人寿召开股东大会通过了增资方案，公司股东将根据其所持有的股份，按每持有 12 股认购 14 股的比例参与增资，每股认购价为 10 元，总共增资 140 亿元。此次增资后，新华保险的偿付能力充足率一跃从 2010 年底的 35.0% 上升到 2011 年中期的 106%，三季度由于股市和债市低迷，净资产公允价值下跌导致偿付能力充足率下降至 86.58%，我们预计在本次 A+H 融资完成后，偿付能力或将达到 200% 以上，之前被压抑的增设分支机构和拓宽投资渠道的诸多机会将对新华敞开大门。

新华目前的主要股东是各个领域的第一梯队企业：第一大股东汇金公司是中国的主权投资基金，代表国家投资重点的金融企业，在接手保险保障资金的股权之后，将新华动荡股权关系的稳定下来，历史遗留问题得到解决；特别是在促进公司改善治理结构，加强内部控制和风险管理等方面起到了重要作用。同时，持有大量银行股权的汇金也为新华银保业务的发展提供了资源优势，在 2009 年成为新华第一大股东之后，新华人寿保费增速迅速提升。

第二大股东宝钢是全国最大的钢铁公司，第三大股东苏黎世集团是全球最大的保险集团之一，自 2000 年入股以来为公司带来了先进的精算和资产负债管理经验。

图 16：第一大股东汇金持股的银行资源优势



资料来源：招股书，招商证券研发中心

三、财务分析与预测

我们做如下的财务假设：

2011 年-2015 年保费收入增长率分别为 2%、20%、16%、15%、14%，高于市场平均水平（假设行业保费五年复合增长率为 13%）。

假设未来五年净投资收益率分别为：4.08%、4.16%、4.28%、4.41%、4.54%。

支持保费增长高于行业的原因是：首先，公司最近五年的保费增速远高于行业 and 主要竞争对手，市场份额稳步上升并稳固在前四位。第二，网点产能高于太保和平安，之前由于偿付能力不足，开设新网点受到限制，在补充资本金后，新增网能够带来更多的保费上涨空间。第三，在今年保费下降的低基础上，明年保费预计有突破性的提高。

今明两年的利润增长有很大一部分来自于两次新增的资本金带来的投资收益，我们预计未来保险资金投资渠道放开，推动保险资金投资不动产、未上市股权和战略性新兴产业等后，保险投资收益率有所提高。

在以上假设下，我们预测新华保险在未来五年的净利润复合增长率达到 24%。

表 3：假设按照上限发行前后股本变化

	2010	2011H	2011（采用绿鞋机制）
股本：	1,200	2,600	3,171

资料来源：WIND，招商证券研发中心

表 4：新华保险利润表

百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
收入								
已实现净保费及保单管理费收入	47,259	65,380	91,860	94,093	112,911	130,977	150,623	171,711
投资收益	1,589	8,362	10,521	15,628	19,354	22,560	26,267	30,542
其他收入	131	164	328	394	472	567	680	816
收入合计	48,979	73,906	102,709	110,114	132,738	154,103	177,570	203,069
保险业务支出及其他费用								
保险给付和赔付	-37,540	-56,695	-83,611	-87,878	-105,981	-123,447	-142,520	-163,071
手续费及佣金支出	-4,194	-5,623	-7,252	-8,325	-9,324	-10,443	-11,759	-13,315
管理费用	-5,616	-7,205	-8,410	-9,698	-11,249	-11,969	-12,659	-13,315
其他支出	-1,071	-1,538	-919	-1,053	-1,169	-1,286	-1,414	-1,556
保险业务支出及其他费用合计	-48,421	-71,061	-100,192	-106,955	-127,724	-147,145	-168,352	-191,257
税前利润	182	2,651	2,255	3,160	5,014	6,958	9,219	11,812
净利润	651	2,661	2,250	2,712	4,462	6,123	7,928	10,040
股本			1,200	3,171	3,171	3,171	3,171	3,171
每股收益			1.88	0.86	1.41	1.93	2.50	3.17

资料来源：招股书，招商证券研发中心

四、估值和投资建议

1. 基本假设

公司于今年注资 140 亿后，中期末经调整的净资产上升到 177 亿元，假设按照 30 元的股票发行价格，可募集资金 171 亿元，公司称所募集的资金将用于充实公司资本金，因此我们全部计入调整后净资产中，按照我们在上一章中的盈利预测所得到的今年净利润，假设有 60% 计入留存收益，可以计算出调整后的 2011 年经调整净资产为 355 亿元。

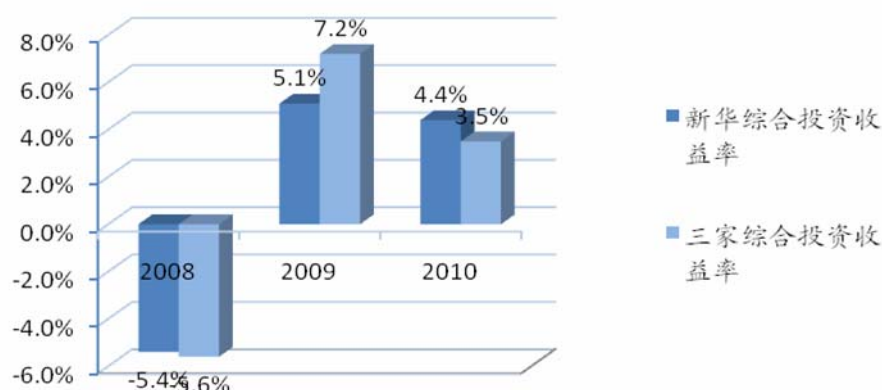
表 5：经调整净资产的计算

百万元	2011 年
2011 年 H 经调整的净资产	17773
新股发行价格	30
发行数量	571
募集资金	17130
2011 年净利润	2712
对净资产的增加	562
2011 年经调整的净资产	35,465

资料来源：招股书，招商证券研发中心

就综合收益率而言，新华的这几年的投资收益较为稳定，尤其是在 2010 年新管理团队上任后。由于新华的总保费和首年保费中 95% 以上为分红险，因此我们以分红险的投资回报率假设作为公司的未来投资回报率。公司假设的投资回报率：2011 年为 5.2%，逐渐增加到 2014 年的 5.5%，以后保持 5.5% 的水平。与目前 A 股保险公司相比，该假设处于中间位置。

图 17：综合投资收益率比较



资料来源：招股书，招商证券研发中心

表 6：计算内含价值使用的假设对比

投资回报率	风险贴现率	2010	2011	2012	2013	2014	以后
新华	11.50%		5.20%	5.30%	5.40%	5.50%	5.50%
国寿	11.00%	4.85%	5.10%	5.35%	5.50%	5.50%	5.50%
太保	11.50%	4.85%	4.94%	5.03%	5.11%	5.20%	5.20%

投资回报率	风险贴现率	2010	2011	2012	2013	2014	以后
平安非投资型保单	11.00%		4.75%	5.00%	5.25%	5.50%	5.50%

资料来源：招股书，招商证券研发中心

根据上市保险公司在 2010 年年报中披露的风险贴现率假设，太保 11.5%，国寿 11.0%，平安 11.0%。公司自身采用的是 11.5% 的折现率，我们将其调整为 11% 以符合行业平均水平，此项调整提升公司的有效业务价值和新业务价值约 9%。同时我们预计 2011 年新华的有效业务价值和新业务价值增速分别为 20% 和 -5%。

2. 估值结论：每股合理区间人民币 29.6~32.7 元

我们采用公司假设的投资收益率，把折现率降低 0.5 个百分点至 11%，同时假设 2011 年有效业务价值和新业务价值增速分别为 20% 和 -5%，给予公司 6-8 倍的新业务倍数，得到公司每股估值区间为 29.6-32.7 元，对应 2011 的 PE 为 34-38 倍，PB 在 2.5-2.7 倍之间，P/EV 为 1.5-1.6 之间，公司市值在 938-1036 亿元之间。

表 7：评估价值计算过程-

百万元	6 倍新业务倍数	8 倍新业务倍数
2011 年 H 经调整的净资产	17,773	17,773
新股发行价格	30	30
发行数量	571	571
募集资金	17,130	17,130
2011 年净利润	2,712	2,712
对净资产的增加	562	562
2011 年经调整的净资产	35,465	35,465
有效业务价值	28,837	28,837
一年新业务价值	4,909	4,909
新业务倍数	6	8
合计	93,758	103,576
每股价格	29.57	32.67

资料来源：招股书，招商证券研发中心

四、风险因素

主要保费渠道受银保新规影响进一步加深的可能。2010 年四季度以来公司保费增速下滑明显，因为银保占比在主要对手中最高，收到银保新规影响尤其显著，市场份额方面，今年初被太保重新赶超以后，份额差距有所拉大（目前比太保低 0.7 个百分点，新华上半年寿险市场份额占比 9.03%）。银行系保险公司纷纷成立的背景下，汇金的银行资源能否给予更多支持，以及银保渠道的“经营转型”是否成功是影响未来银保渠道的重要方面。

投资收益率下降。由于之前新华在投资方面表现一般，新华保险在去年邀请基金公司高管担任新华资产管理公司总裁，重点加强资产管理业务。但是也存在资本市场出现大幅波动、或者公司在投资过程中的风险因素，导致投资业绩受到影响，使投资回报率低于我们的预期。

图 18: 保险行业历史PEBand

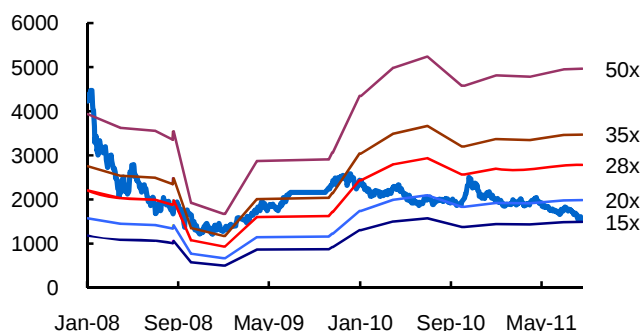
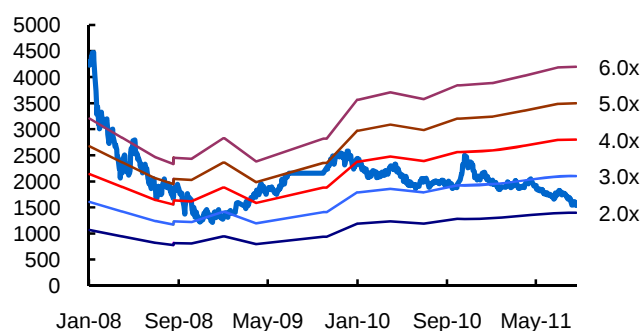


图 19: 保险行业历史PBBand



说明：1、资料来源于招商证券研发中心、港澳资讯；
2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数；
3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和；
4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

附：财务预测表

	2010	2011	2012	2013
每股数据				
每股净资产	5.5	11.9	12.4	13.1
每股内含价值	23.4	21	24.8	29.6
每股一年新业务价值	4	1.5	1.9	2.1
每股盈利	1.9	0.9	1.1	1.6
盈利增长因素				
净赚保费增长	41%	2%	20%	16%
给付和赔付和其他费用	47%	5%	21%	16%
手续费及佣金	29%	15%	12%	12%
管理费用	17%	15%	16%	6%
投资收益	26%	43%	22%	15%
税前利润	-15%	15%	55%	39%
净利润	-15%	21%	32%	38%
主营业务比例				
营业费用/总保费	-9%	-10%	-10%	-9%
理赔/投资收益	117%	98%	94%	96%
投资收益率	4%	4%	4%	4%
资产回报率	3%	4%	4%	4%
净资产回报率	160%	40%	47%	51%

单位: 百万	2010	2011E	2012E	2013E
利润模型				
已实现净保费收入	91,860	94,093	112,911	130,977
投资收益	10,521	15,054	18,360	21,197
其他收入	328	394	472	567
收入合计	102,709	109,541	131,744	152,740
保险给付和赔付	-83,611	-87,878	-105,981	-123,447
手续费及佣金支出	-7,252	-8,325	-9,324	-10,443
管理费用	-8,410	-9,698	-11,249	-11,969
其他支出	-919	-1,053	-1,169	-1,286
保险业务支出	-100,192	-106,955	-127,724	-147,145
税前利润	2,255	3,160	4,020	5,595
净利润	2,250	2,712	3,578	4,923
资产负债表				
金融资产	265,498	349,292	400,318	448,699
其他资产	39,068	72,107	82,640	92,628
资产总计	304,566	421,399	482,958	541,327
保险合同负债	234,625	265,519	308,002	347,426
金融负债	44,624	83,116	95,501	107,274
其他负债	18,744	34,912	40,114	45,059
负债合计	297,993	383,547	443,617	499,759
股东权益合计	6,567	37,844	39,332	41,557
非控制性权益	6	7	9	10
负债与股东权益合计	304,566	421,399	482,958	541,327
投资资产	292,866	385,220	441,494	494,852

资料来源：招商证券研发中心

附：主要保险公司估值表

	名称	滚动 PE	PE11	PE12	PB	市值	营收	ROE	月市值变动%
澳大利亚	安盛亚洲太平洋		0.0	0.0			5,314	12.2	
	安保保险	11.5	11.9	10.8	3.0	11,809	7,462	27.3	-15.5
加拿大	MANULIFEFINANCIAL		9.1	8.1	1.1	25,671	36,662	1.3	-14.6
	POWERFINANCIAL	11.9	11.1	9.6	1.8	19,525	32,427	14.0	-6.9
	GREAT-WEASTLIFE	11.5	11.4	10.0	2.0	22,196	29,998	15.3	-6.7
	SUNLIFEFINANCIAL	8.4	9.4	8.7	0.9	15,010	24,640	10.1	-10.3
欧洲	CNPASSURANCES	7.5	7.0	6.5	0.8	7,501	43,406	10.1	-12.8
	ING	7.5	4.9	4.7	0.6	27,346	109,674	9.8	-15.0
英国	保诚保险	11.5	10.8	9.7	2.1	16,701	47,646	17.3	-10.5
	英国耆卫保险		7.1	6.4	0.8	6,661	21,574	9.9	-12.0
	LEGAL&NENERAL GROUP PLC		7.8	7.4	1.3	6,235	38,440	15.9	-13.8
	标准人寿	9.8	12.9	11.3	1.1	4,428	18,569	8.3	-9.9
日本	T&DHOLDINGS INC	26.8	15.9	14.7	1.0	640,591	1,878,801	5.9	-7.6
	SONYFINANCIAL HOLDINGS	15.1	18.2	15.6	2.1	629,010	573,937	19.6	-4.7
台湾	国泰金融控股	39.5	28.8	21.5	2.3	435,015	1,180	4.5	-3.1
	新光金融控股		17.0	14.4	1.0	104,611	6,774	3.1	-3.9
	台湾人寿	15.3			2.0	22,659	21,446		-1.5
	中国人寿（台湾）	22.6	16.5	14.5	2.4	89,283	51,757	11.7	10.2
美国	大都会	9.8	7.6	6.7	0.8	41,700	52,717	9.9	-9.4
	保德信	7.6	8.5	7.3	0.9	27,850	38,414	10.6	-11.4
	美国家庭人寿保险	7.5	7.1	6.9	1.7	20,981	20,732	26.6	-3.5
	UNUMGROUP	8.8	8.2	7.4	0.8	7,501	10,193	10.6	-6.4
	PRINCIPAL FINANCIAL GROUP	10.1	9.3	8.1	0.9	8,774	9,159	9.7	-9.4
	CONSECO INC	21.1	9.7	8.8	0.4	1,786	4,084	4.6	-8.8
	TORCHMARK CORP	10.5	8.4	7.5	1.1	4,445	3,368	13.5	-9.8
	STANCORP FINANCIAL GROUP	8.3	10.8	8.1	0.8	1,450	2,765	12.7	-23.4
	LINCOLN NATIONAL GROUP	7.0	6.2	6.0	0.6	7,853	10,407	8.8	-12.2
	DELPHI FINANCIAL GROUP-CLAI	7.1	7.0	6.5	0.8	1,406	1,745	12.6	-14.0
	PROTECTIVE LIFE CORP	6.8	6.8	5.9	0.5	1,763	3,098	8.3	-11.4
	AIG		7.6	8.6	0.6	53,469	77,301	3.3	-5.8

资料来源：招商证券研发中心注：市值和营收单位为当地货币（百万）

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

罗毅，CFA：毕业于英国诺丁汉大学SirCliveGranger（03年诺贝尔经济学奖获得者）

经济学院，经济金融学硕士学位，华南理工大学金融学学士，于业内最先发现保险股潜在投资价值，建立保险行业的分析框架，对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2010年度第二名，2008年度第二名，2007年度第三名。证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2010年度第二名，2008年第三名，2007年度第二名。金融时报(FINANCIALTIMES)2007年度最佳分析师金融行业第二名。中国证券报社和中央电视台财经频道金牛奖金融服务业2010年第二名。目前为招商证券金融行业研究董事

洪锦屏：华南理工大学管理学硕士，2008年7月加入招商证券，从事金融行业研究

王宇航：南开大学精算学硕士，2010年加入招商证券从事金融行业研究

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。