

新华保险(601336)

研究员: 贾津生执业证书编号: S0570511080003

☎ 025-83290953 ✉ jason1884@gmail.com

🌐 http://t.zhangle.com/4045

专注寿险, 回归本源

发行基本资料

保险 II

发行股数(万)	15,854
发行后总股本 (全额行使H股超额配售选择权, 万)	317,072
发行方式	A/H 股公开发行
发行日期	2011 年 12 月 7 日

发行前财务数据

每股收益(元)	1.87
每股净资产(元)	2.53
总资产(百万元)	304,566
资产负债率(%)	97.8%
净资产收益率(%)	41.63%
每股经营性现金流(元)	51.33

投资要点:

公司合理价格区间(元): 26.74-32.47

◆ **估值方法。**参考 A 股市场三家保险公司 11 年 P/EV, 同时考虑到公司此次 A 股发行数量为 5%, 上市后流通市值偏小, 享受一定的小盘保险股溢价, 给予 11 年 P/EV 为 1.4-1.6x, 我们认为公司合理的估值区间为 26.74-32.47 元, 建议在此区间范围内申购。

◆ **适时的战略调整已经展开。**我们认为从长期来看, 中国寿险市场依然拥有良好的前景, 战略清晰得当, 市场定位清晰合理的险企将在未来的市场竞争中获得较好的市场份额。公司 2010 年已经着手进行新一轮的战略转型, 建立以客户为中心的战略中心, 坚持现有业务的稳定增长、坚持变革创新、坚持价值和回归保险本源, 强调抓住城镇化的历史机遇和抓住老龄化的历史机遇。

◆ **保费增速放缓, 但质量稳步提高。**受到银保新规和替代效应影响, 2011M1-10, 公司实现原保费收入 826 亿元, 与去年同期原保费收入持平。公司近年来致力于设计并销售有助于 EV 提高的长期个人期交寿险产品, 并且积极拓展养老险和健康险领域。

◆ **投资风格以稳健为主。**截止到 2011H1, 公司投资资产规模 3346 亿元, 年化投资收益率 4.3%。其中, 债权类资产占公司投资资产的 52.3%, 股权类资产占公司投资资产的 9.2%。

◆ **风险提示:** 公司对银保渠道的依赖度较大, 保费增长不及预期; 股市和债市的双双不景气。

主要经营指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业务收入(亿)	1025.13	1041.56		
收入增长率(%)	0.00	1.6		
净利润(百万)	2249.00	2512.44		
净利润增长率(%)	0.00	11.7		
EPS(元)(摊薄后)	0.00	0.81		

目录

一、公司简介及本次发行概况	4
1. 公司简介	4
2. 本次发行概况	4
二、适时的战略调整已经展开	5
1. 行业快速扩张后遇到了增长瓶颈	5
2. 国内人身险发展仍处于较低水平	7
3. 人身险业务发展前景依然广阔	8
人口老龄化水平提高，增加人身险需求	8
家庭结构小型化，增加个体保险需求	8
城镇化进程推进，保险需求逐步释放	9
三、保费增速放缓，但质量稳步提高	10
1. 保费增速放缓	10
银保渠道受限	10
分红险的客户分红或低于预期	11
2. 改善保单质量，积极拓展养老和健康产业险种	11
四、投资风格以稳健为主	12
五、盈利预测及估值	13

图表目录

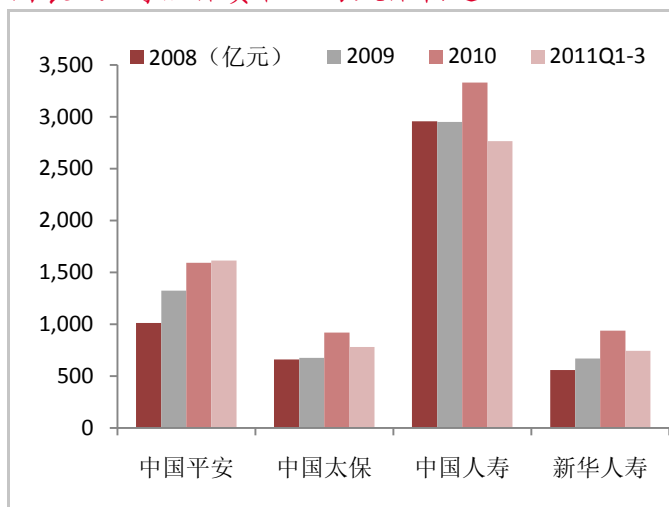
图表 1: 寿险保费收入与太保相近	4
图表 2: 资产规模位于上市险企第四	4
图表 3: H 股行使超额认购权后的股权结构	5
图表 4: 人身险保费收入快速扩张	6
图表 5: 行业资产规模不断扩张	6
图表 6: 寿险行业保费收入增速明显放缓	6
图表 7: 主要险企万能险结算利率	7
图表 8: 国内外人身险密度对比	7
图表 9: 国内外人身险深度对比	8
图表 10: 家庭人口数下滑 (人)	9
图表 11: 人均医疗保健支出增加 (元)	9
图表 12: 城镇化率持续上升	9
图表 13: 城镇化率与保险深度的关系	9
图表 14: 公司近年来保费收入保持较快增速	10
图表 15: 新华各销售渠道比例	10
图表 16: 太保寿险各销售渠道比例	10
图表 17: 新华各险种比例	11
图表 18: 新华分红险居于行业前列	11
图表 19: 太保寿险各险种比例	11
图表 20: 平安寿险各险种比例	11
图表 21: 公司保费收入结构	12
图表 22: 首年保费期缴比例	12
图表 23: 公司总投资收益率保持稳健	12
图表 24: 公司投资资产结构	13
图表 25: 10 年期国债收益率 (%)	13
图表 26: 损益表, 资产负债表及内含价值表	14

一、公司简介及本次发行概况

1. 公司简介

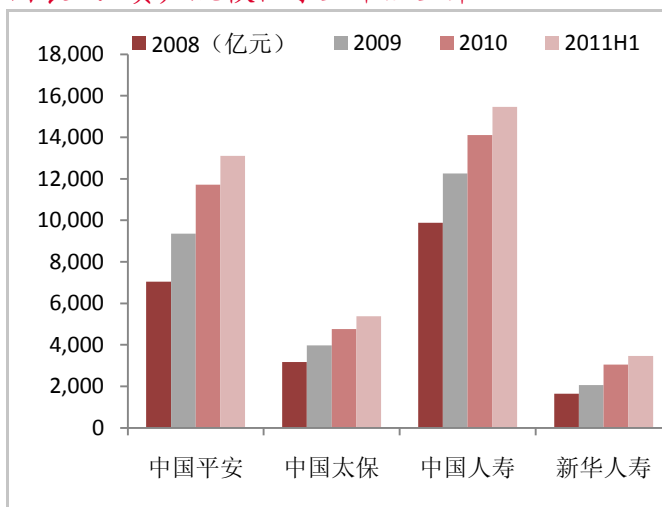
新华保险（NCI）是一家经营寿险、健康险和意外伤害险为主的人身保险企业，控股股东为中央汇金投资公司。根据中国保监会公布的数据，以寿险原保险保费收入口径统计，公司 2010 年原保费收入为 936 亿元（未经二号解释调整），市场占有率 8.9%，在行业内排名三位，和太保寿险的 920 亿元保费收入较为接近。2011Q1-3，公司原保费收入为 744 亿元，在行业内排名第四。截止 2011 年上半年，公司总资产规模 3467 亿元，在上市险企中名列第四。

图表 1：寿险保费收入与太保相近



资料来源：保监会、招股说明书、华泰证券

图表 2：资产规模位于上市险企第四

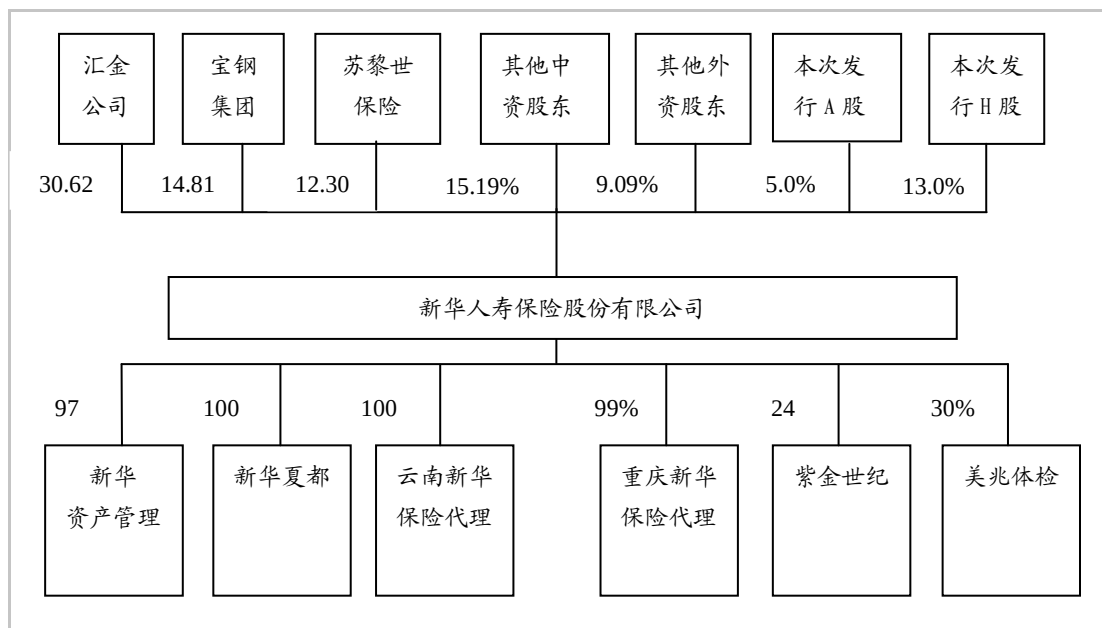


资料来源：公司公告、招股说明书、华泰证券

2. 本次发行概况

公司拟发行 A 股不超过 1.58 亿股，占发行后总股本的比例不超过 5.1%（未考虑 H 股发行的超额配售选择权）；占发行后总股本的比例不超过 5.0%（若全额行使 H 股发行的超额配售选择权）；与本次发行同步，公司拟通过香港公开发行和国际配售发行不超过 3.58 亿股 H 股（未考虑行使 H 股发行的超额配售选择权），发行不超过 4.12 亿股 H 股（考虑全额行使 H 股发行的超额配售选择权）。公司 A 股和 H 股发行后，新发行 H 股股份占公司发行后总股本的比例分别为 11.5%（假设未行使 H 股发行的超额配售选择权）和 13.0%（假设全额行使 H 股发行的超额配售选择权）。另外，依据证监会对分红的要求，公司将在 2012 年 9 月 30 日前实施完毕不少于人民币 10 亿元的特别分红。假设到 H 股发行的超额配售选择权被行使的情况下，公司发行后的股权结构如下。

图表 3: H 股行使超额认购权后的股权结构



资料来源: 华泰证券

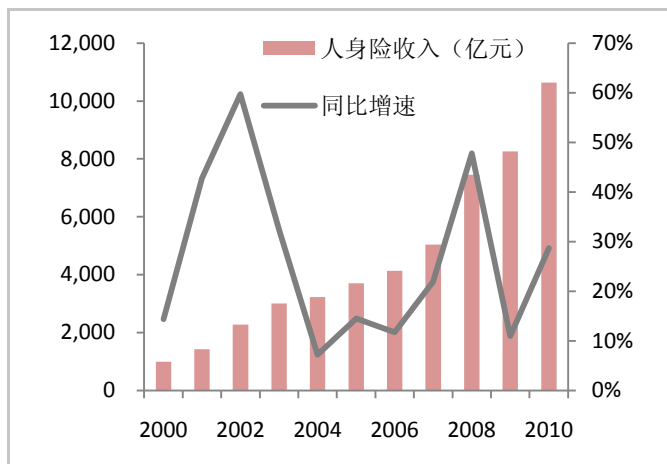
二、适时的战略调整已经展开

新华保险 2010 年已经着手进行新一轮的战略转型, 建立以客户为中心的战略中心, 坚持现有业务的稳定增长、坚持变革创新、坚持价值和回归保险本源, 强调抓住城镇化的历史机遇和抓住老龄化的历史机遇。我们认为从长期来看, 中国寿险市场依然拥有良好的前景, 战略清晰得当, 市场定位清晰合理的公司将在未来的市场竞争中获得较好的市场份额

1. 行业快速扩张后遇到了增长瓶颈

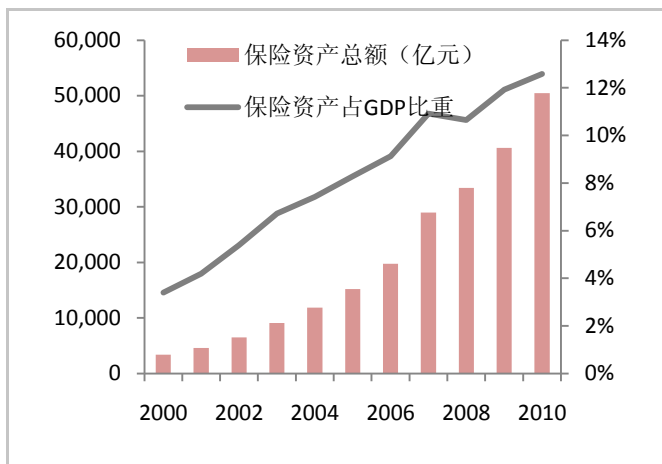
随着我国资本市场的快速发展和民众追求财产性收入的积极性不断提高, 近年来国内保险行业更多的是把业务重点放在了保障和投资融于一体的险种上, 例如分红型、万能型、投资连结型等。保费收入近年来出现了爆发性的增长, 2005 年人身险保费收入为 3697 亿元, 2010 年达到 1.06 万亿元, 增长 1.87 倍, 年复合增长率达 23.5%。与此同时, 行业总资产规模也在快速膨胀, 2005 年行业总资产 1.52 万亿元, 2010 年已达 5.05 万亿元, 增长 2.32 倍, 年复合增长率达 27.1%, 保险资产占 GDP 比重已经提升至 12.6%。

图表 4: 人身险保费收入快速扩张



资料来源: wind、华泰证券

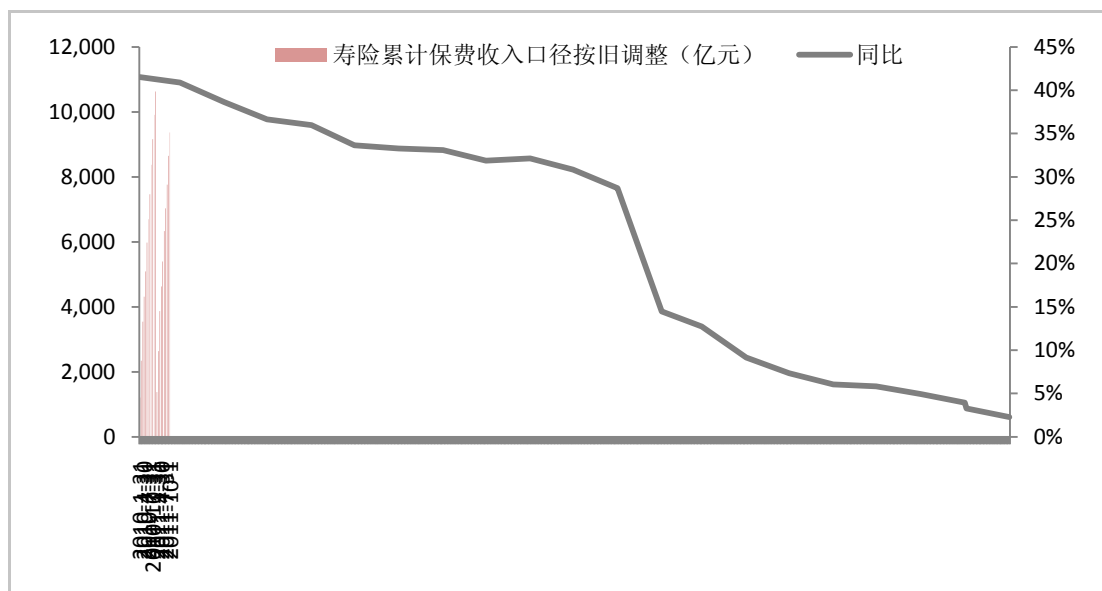
图表 5: 行业资产规模不断扩张



资料来源: wind、华泰证券

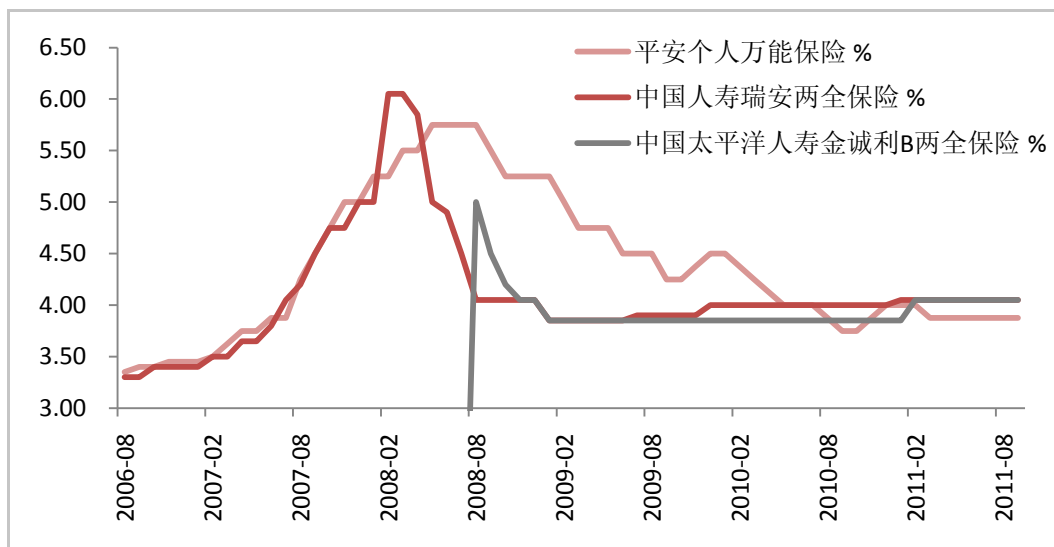
然而, 我们看到这种高速增长在今年遇到了瓶颈, 2011 年 1-10 月, 行业的保费收入增速只有 2.27% (统一调整为旧口径), 这其中有政策性的原因, 包括了对银保渠道的规范 (90 号文件); 有经济大环境的原因, 包括了代理人费用的快速提高, 但更多是行业自身对投资的过度依赖, 在股市和债市双双不景气的情况下, 依靠投资来拉动保费增长已经愈发艰难。以万能险为例, 主要寿险公司万能险结算利率近几个月来没有出现提升, 如中国人寿和太保的万能结算利率维持在 4.05%, 而中国平安则维持在 3.875%。事实上, 万能险结算利率能维持不变还主要依靠历年账户投资盈余的平滑, 若保险投资环境不出现改善, 未来平滑的能力也将不断下降。相对于银行理财产品、PE 等, 已经难以满足以追求收益率为目的投资者要求。

图表 6: 寿险行业保费收入增速明显放缓



资料来源: 华泰证券

图表 7: 主要险企万能险结算利率

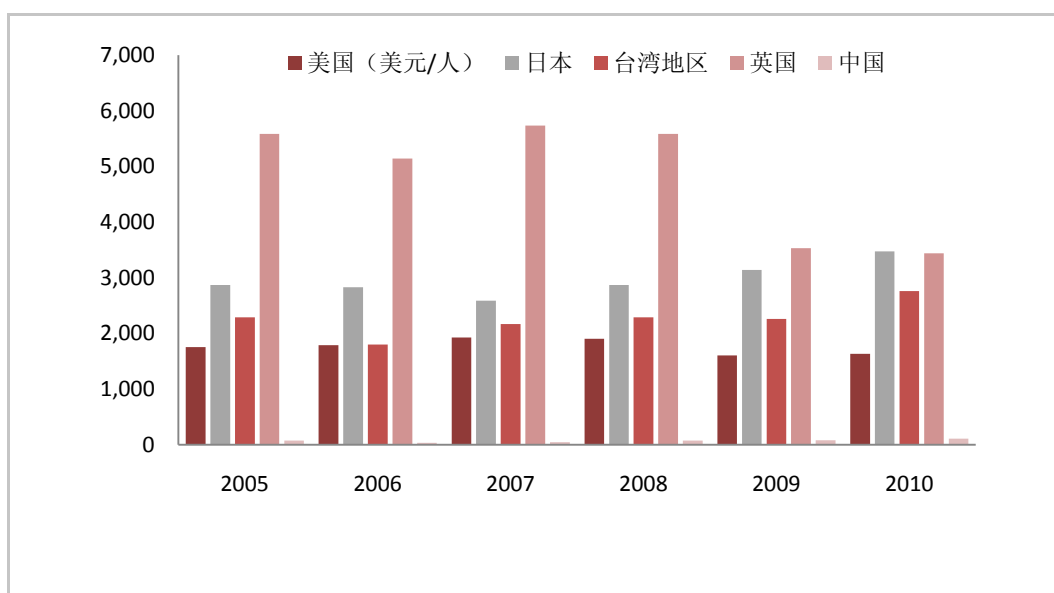


资料来源: 华泰证券

2. 国内人身险发展仍处于较低水平

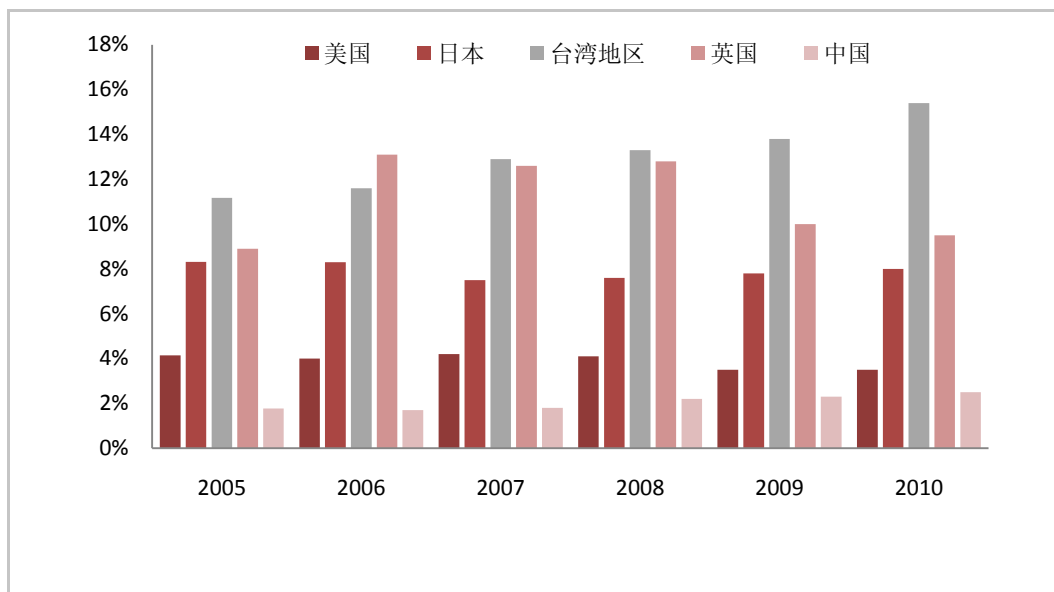
虽然近年来国内保险行业取得了快速发展,但是与发达国家和地区相比,大陆地区的保险深度和密度仍然处于较低水平。根据瑞士再保险的统计数据,2010 年新兴市场寿险保险密度为 61 美元/人,大陆地区为 106 美元/人,台湾地区 2757 美元/人,美国为 1632 美元/人,日本 3473 美元/人,大陆地区的保险密度不足美国的 6.5%,台湾地区的 3.8%,日本的 3.1%,即使考虑人均 GDP 的差异,这种差距也在 30%以上。寿险深度增长方面,2010 年大陆地区为 2.5%,台湾地区 15.4%,美国为 3.5%,日本 8%,国内人身险与发达国家和地区相比也存在 30%以上的差距。

图表 8: 国内外人身险密度对比



资料来源: Swiss Re Sigma、华泰证券

图表 9: 国内外人身险深度对比



资料来源: Swiss Re Sigma、华泰证券

3. 人身险业务发展前景依然广阔

我们认为国内人身险业务短期内面临一定的困难,但长期发展前景依然广阔,新华的战略定位是保险行业未来发展的要求所在。一方面,我国社会的人口老龄化水平不断提高,这客观上增加了人们对人身保险的需求,尤其是医疗和养老保险;而且,家庭结构的小型化和城市化进程的推进进一步加强了人们对保险服务的需求;另一方面,我国社会保障体系建设的不足将引导人们更多地转向商业保险,经济持续的快速增长和居民财富和人均收入的快速提升也将为人们为其保险需求买单提供坚实的经济基础。

◆ 人口老龄化水平提高,增加人身险需求

中国作为世界上人口最多的国家,老龄化压力很突出。2000 年,65 岁及 65 岁以上人口为 0.89 亿,在总人口中所占的比例达到 7%,根据联合国的标准(当一个国家 65 岁及 65 岁以上人口占总人口比例达到 7%,或 60 岁以上人口超过 10%,就进入老龄化社会),即已经步入老龄化社会。而根据 2010 年 11 月第六次全国人口普查数据,如今,我国 65 岁以上的老年人为 1.19 亿,占 8.87%。在这十年期间,人口老龄化速度非常快,我国总人口增长率为 5.84%,而 65 岁以上人口增长则高达 34.87%。

未来老龄化水平还将不断提高,“十二五”期间,我国 60 岁以上老年人口比重将由 13.3% 增加到 16%,进入人口老龄化的第一个高峰。而且,由于 20 世纪 50 到 70 年代生育高峰的人口将陆续进入老年阶段,我国人口老龄化进程进一步加快。预计 2025 年中国老年人口将超过 3 亿,2042 年老年人口比例将超过 30%。老龄化水平不断提升意味着老年人的比例不断加大,这客观上增加了对保险的需求,尤其是医疗和养老保险。

◆ 家庭结构小型化,增加个体保险需求

家庭结构小型化已成为社会发展的趋势。1973 年,中国城镇居民平均每户家庭有 4.81 人,到了 2010 年则降至 2.88 人,人口数快速下滑。这种改变造成了很多社会问题,如独生子女家庭必须负担两家老人的退休生活,同时,家庭陷入一种极其脆弱的运行模式,一旦家庭的任何一个人出现重大疾病,整个家庭将难以维系。而且,如今的医疗保健支出日渐昂贵,城镇居民人均支出从 1999 年的 245 元快速提升至 2010

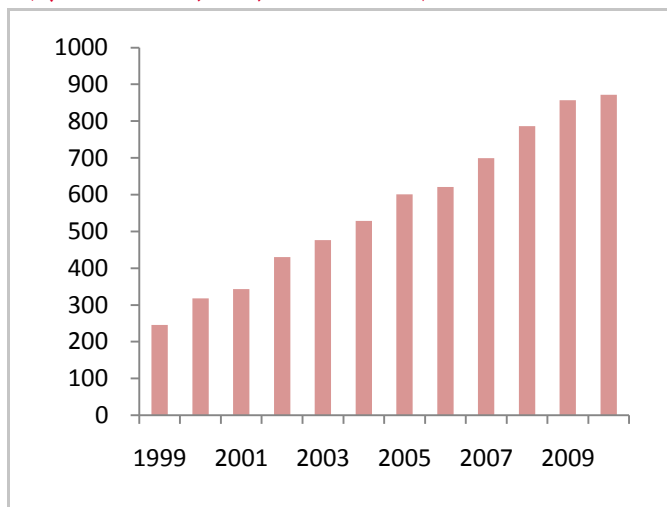
年的 871 元，对日趋小型化的家庭又增加了一重负担。这种支出的上升和负担支出人员数量减少之间的不匹配创造了人们对人身保险的潜在需求。

图表 10: 家庭人口数下滑 (人)



资料来源: wind、华泰证券

图表 11: 人均医疗保健支出增加 (元)

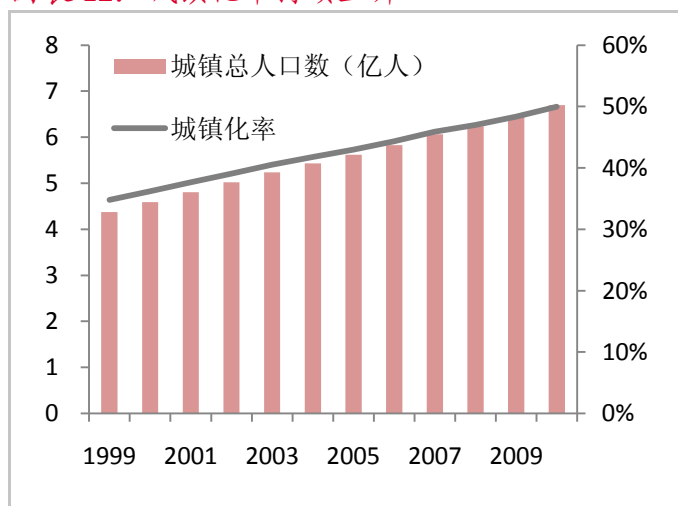


资料来源: wind、华泰证券

◆ 城镇化进程推进，保险需求逐步释放

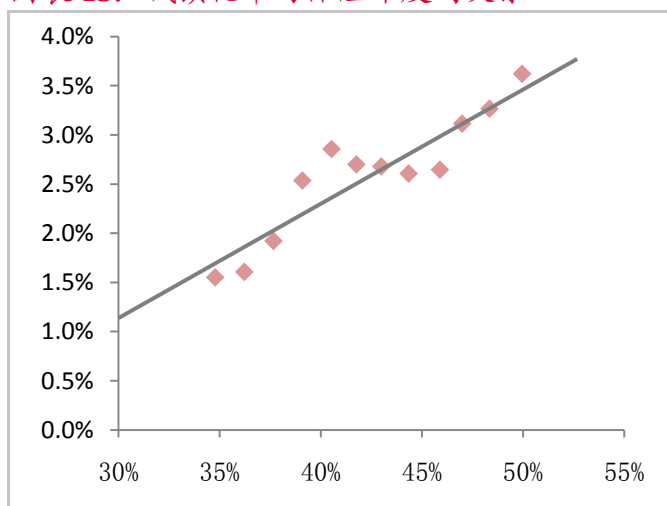
我国的城镇化进程正在有序地快速推进。1999 年，城镇人口为 4.37 亿，城市化率为 35%，而 2010 年，城镇人口已达 6.70 亿，城市化率达 50%，在未来的 10 年，中国将还有 1-2 亿农民迁入城镇居住，城镇人口将从现在的 6.70 亿增到 8 亿人以上。随着我国城市化进程的加快，大量农村人口转变为城镇居民，农村居民城镇化后收入的提升、家庭财产的增加等生活条件的改善和保险意识的强化，将促使潜在市场扩大和现实保险需求增加，农村蕴藏的保险需求在城镇化过程中逐步得到释放。所以，城镇居民数量的迅速增长无疑扩大了保险需求的人群。

图表 12: 城镇化率持续上升



资料来源: wind、华泰证券

图表 13: 城镇化率与保险深度的关系



资料来源: wind、华泰证券

三、保费增速放缓，但质量稳步提高

1. 保费增速放缓

2008-2010 年，公司保费收入年复合增长率 29.6%，但是今年以来公司保费收入增速出现减缓。2011M1-10，公司实现原保费收入 826 亿元，与去年同期原保费收入持平，略低于行业平均保费收入增速 2.27%（统一调整为旧口径）。由于偿付能力不足，公司设立分支机构一直受到政策影响，截止到 2011 年中期，公司拥有分支机构 1477 家，主要分布在经济发达和人口密集的大省。虽然公司受到偿付能力不足的限制，但是我们看到公司近年来的保费收入增速快于行业内的上市险企，部均产能和效率一直处于领先地位。

图表 14：公司近年来保费收入保持较快增速

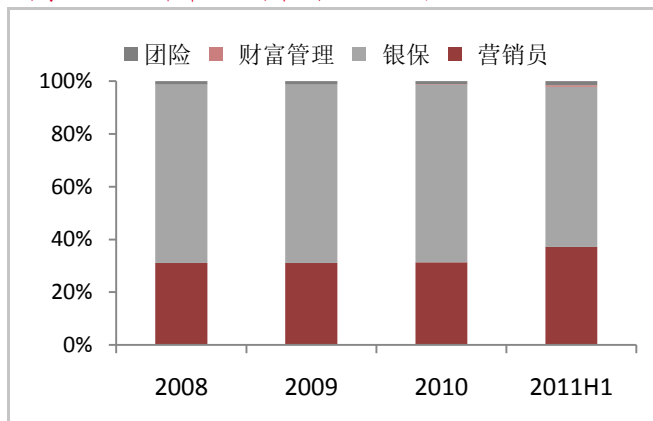
		2008	2009	2010	2011Q1-Q3
中国人寿	保费收入（亿元）	2,955.9	2,950.4	3,330.4	2,766.5
	增速	50.3%	-0.2%	12.9%	3.1%
平安人寿	保费收入	1,011.8	1,323.0	1,590.6	1,613.4
	增速	27.8%	30.8%	20.2%	30.1%
太保人寿	保费收入	660.9	675.8	920.0	780.1
	增速	30.4%	2.2%	36.1%	7.2%
新华人寿	保费收入	556.8	667.8	936.4	743.6
	增速	70.8%	19.9%	40.2%	-1.1%

资料来源：保监会、招股说明书、华泰证券

◆ 银保渠道受限

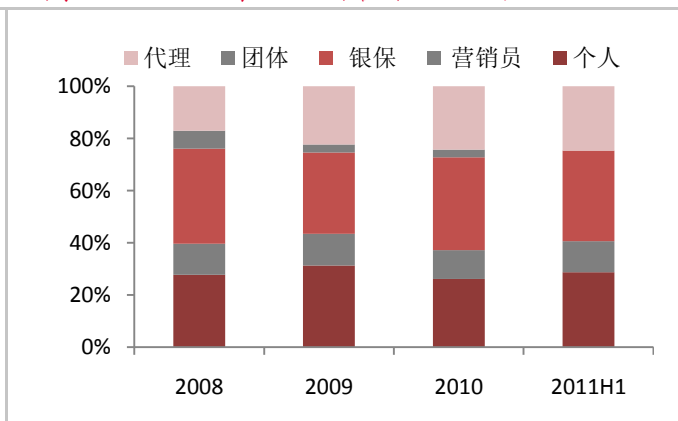
银保是公司最主要的销售渠道，具有较高的产能和效率，公司通过五大行、邮储、股份制和地方商业银行等银行的分支机构网络销售银保产品。2008-2011H1 银保销售渠道保费收入分别为 314 亿元、440 亿元、617 亿元和 307 亿元，占公司保费收入的 67.6%、67.6%、67.3%和 60.7%。公司与商业银行订立的银行保险合作协议通常为期一至三年。按照监管规定，银行与保险公司签订的任何现有银行保险合作协议若不符合《银行保险指引》的要求，必须在 2011 年 3 月 31 日之前修订。受此影响，公司在 2011 年 1-6 月通过银保渠道产生的保险业务收入较 2010 年同期减少 19.5%；有效网点数由 2010 年的 2 万个回落到 1.5 万个。

图表 15：新华各销售渠道比例



资料来源：招股说明书、华泰证券

图表 16：太保寿险各销售渠道比例

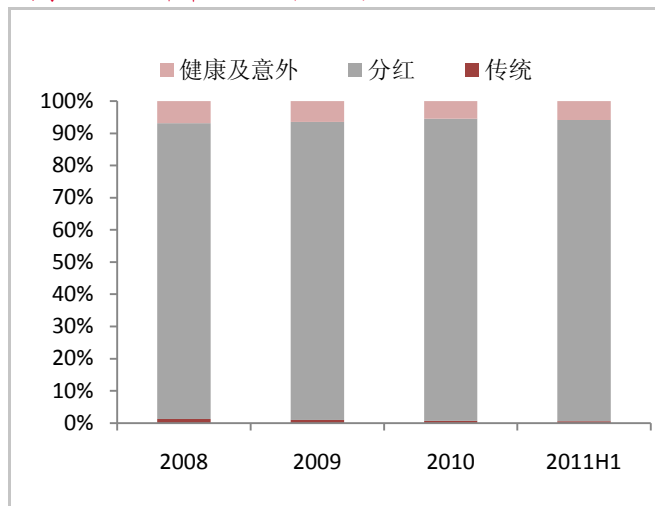


资料来源：公司公告、华泰证券

◆ 分红险的客户分红或低于预期

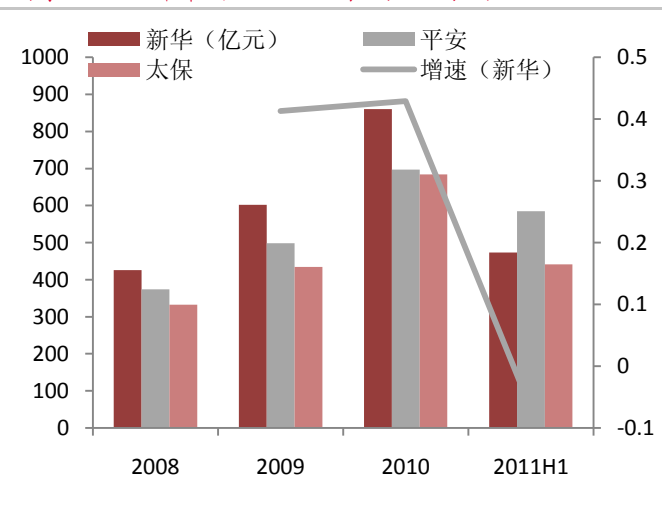
公司分红险一直占保费收入的 90%以上，且大部分分红型产品的红利以增加保额的形式分发（好处在于没有现金流压力、资产配置方便和增加保障能力）。在股市和债市双双不景气的背景下，公司分红险账户的资产组合的投资收益率可能会低于预期，由此造成分红险客户的保额或现金分红可能会低于预期。银保渠道期交的分红险主要是以 5 年期为主，而 2007 年 5 年期定存利率恰好位于高位，达到 5%以上，这可能会给分红险的销售带来负面影响。

图表 17: 新华各险种比例



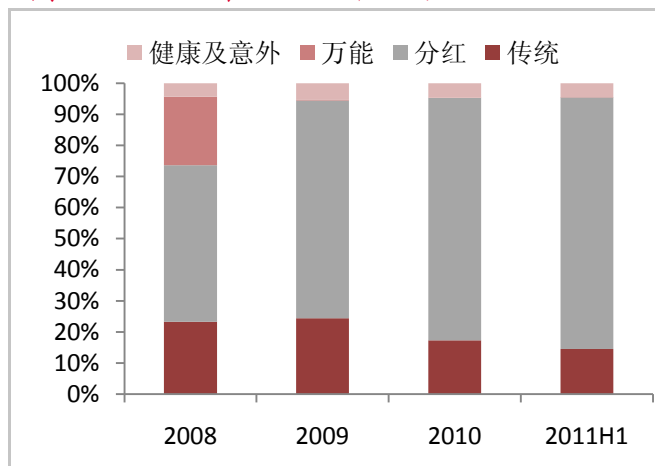
资料来源：招股说明书、华泰证券

图表 18: 新华分红险居于行业前列



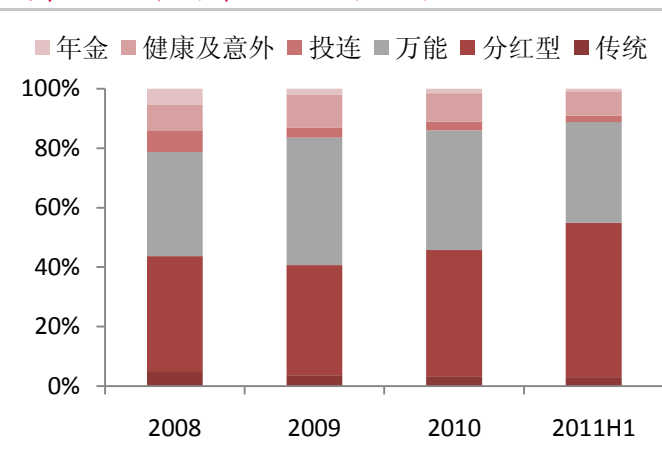
资料来源：公司公告、招股说明书、华泰证券

图表 19: 太保寿险各险种比例



资料来源：公司公告、华泰证券

图表 20: 平安寿险各险种比例



资料来源：公司公告、华泰证券

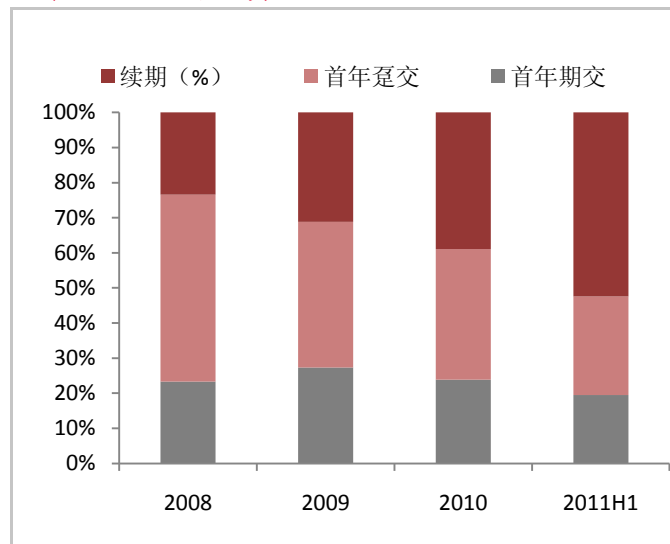
2. 改善保单质量，积极拓展养老和健康产业险种

公司近年来致力于设计并销售有助于 EV 提高的长期个人期交寿险产品，2008-2011H1 期交保费（首年期交保费与续期保费合计）占比分别为 46.7%、58.5%、62.8%及 71.9%，呈持续上升态势；趸交保费规模占收入的比重为 53.3%、41.5%、37.2%及 28.1%；首年保费中期交保费比例分别为 30.5%、39.7%、39.1%和 41%。我们认为在融资完成后，公司偿付能力将在未来两年内符合监管要求，公司将加快分支机构的建设步

伐，降低对银保渠道的过度依赖；另一方面，公司有效人力保持稳定，新人 6 个月留存率 45%，13 个月留存率 22%。由于个险销售的期交比例通常大于银保渠道，这将进一步提高公司首年保费中的期交比例。

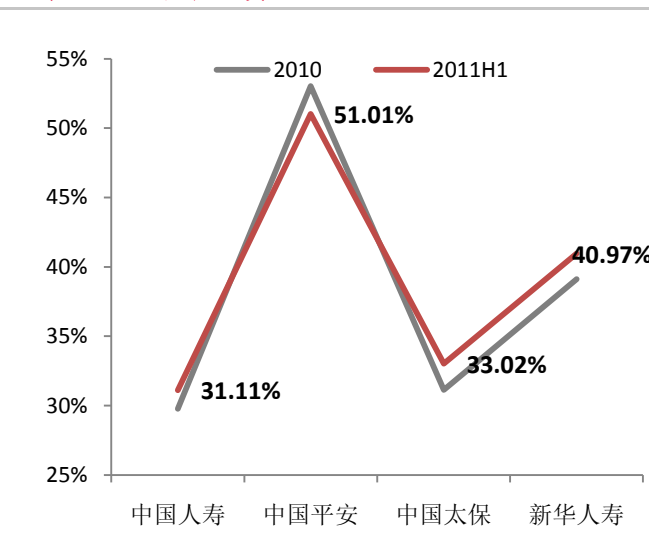
另外，公司积极拓展养老险和健康险领域，筹划进军养老和健康产业，筹备建立养老社区，健康管理和医疗服务体系，开发和丰富相关保险产品，从而覆盖客户的全生命周期，例如美兆体检等，这些项目投资收益率有望超过 5.5%。

图表 21：公司保费收入结构



资料来源：招股说明书、华泰证券

图表 22：首年保费期缴比例



资料来源：公司公告、招股说明书、华泰证券

四、投资风格以稳健为主

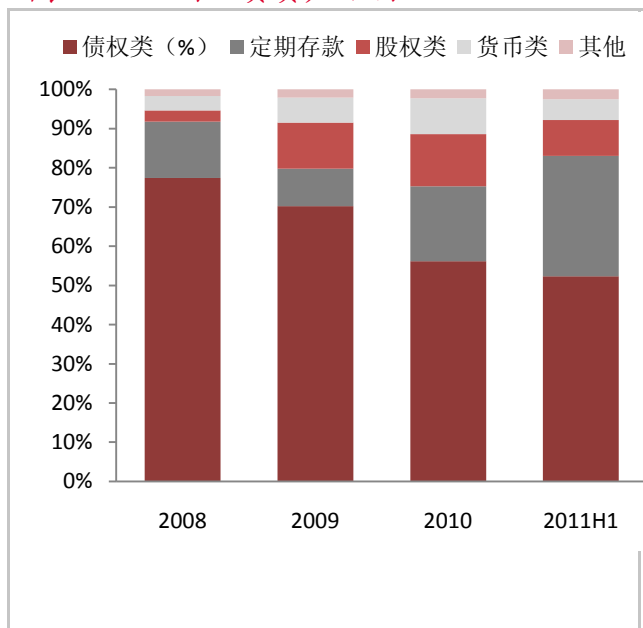
截止到 2011 年中期，公司投资资产规模 3346 亿元，年化投资收益率 4.3%，三季度由于权益类和债券类市场双双不景气，公司的投资资产会有一定的下降，但 9 月以来已经持续回暖。2008-2010 年的总投资收益率分别为 1.1%、4.6%和 4.3%；综合投资收益率分别为-5.4%、5.1%和 4.4%。公司资产主要投资于固定收益证券。截至 2011H1，公司债权型投资总额为 1749 亿元，占公司投资资产的 52.3%，其中包括 10.7%的国债、11.4%的金融债券、17.3%的企业债券和 12.9%的次级债券或债务。公司的股票、基金等股权型投资合计 308.43 亿元，占公司投资资产的 9.2%，总体看来，公司的投资风格属于较为稳健型。

图表 23：公司总投资收益率保持稳健

	新华人寿	中国人寿	中国太保	中国平安
2008	1.10%	3.50%	2.90%	-1.70%
2009	4.60%	5.80%	6.30%	6.40%
2010	4.30%	5.10%	5.30%	4.90%
2011H1	4.30%	4.50%	4.40%	4.20%

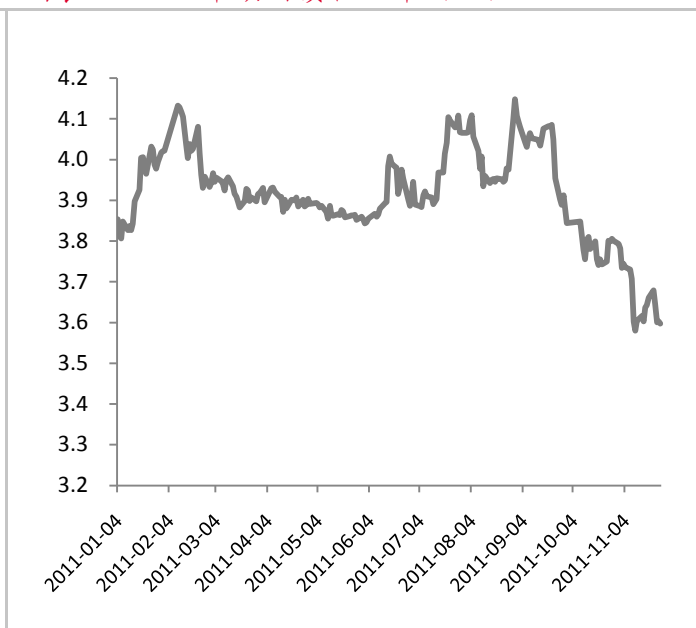
资料来源：公司公告、招股说明书、华泰证券

图表 24: 公司投资资产结构



资料来源: 招股说明书、华泰证券

图表 25: 10 年期国债收益率 (%)



资料来源: 华泰证券

五、盈利预测及估值

预计公司 2011 年 EPS 0.81 元, BVPS 11.38 元, 我们认为内含价值法是较好反映保险股估值的方法, 中国平安、中国太保和中国人寿 11 年 P/EV 分别是 1.2x、1.2x、1.4x。考虑到公司此次 A 股发行数量为 5%, 上市后流通市值偏小, 享受一定的小盘保险股溢价, 给予公司 11 年 P/EV 1.4-1.6x, 那么在 H 股不超配时, 公司评估价值 841-1008 亿元, 对应每股价值为 26.74-32.06 元, 对应 VNBX 为 5.1-8x; 在 H 股超配时, 评估价值为 865-1043 亿元, 对应每股价值为 26.93-32.47 元, 对应 VNBX 为 5.3-8.3x。对于投资这关心的再融资问题, 截至 2011 年 9 月 30 日公司未经审计的偿付能力充足率为 86.58%, 预计此次融资完成后, 公司 11 年的偿付能力在 170-200%左右, 可以支撑未来两年的业务发展。综上所述, 我们认为公司合理的估值区间为 26.74-32.47 元, 建议在此区间范围内申购。

图表 26: 损益表, 资产负债表及内含价值表

损益表	2009A	2010A	2011E
已赚保费	64,998	91,583	90,352
保险业务收入	65,040	91,679	90,212
减: 分出保费	30	32	240
提取未到期责任准备金	72	128	100
投资收益	7,197	10,684	14,245
汇兑损失	2	52	55
其他业务收入	1,481	298	-386
营业收入	73,674	102,513	104,156
退保金	5,249	7,710	10,115
赔付支出	5,555	5,518	7,696
减: 摊回赔付支出	73	88	123
提取保险责任准备金净额	45,964	70,471	67,087
手续费及佣金支出	5,450	7,179	6,964
业务及管理费	7,261	8,443	8,330
其他支出	1,559	994	1,097
营业支出	70,965	100,227	101,165
营业利润	2,709	2,286	2,991
营业外收支净额	-58	-31	-15
所得税	-10	5	463
净利润	2,661	2,250	2,512
归属于母公司股东的净利润	2,660	2,249	2,511
少数股东收益	1	1	1
基本每股收益	2.22	1.87	0.81

资料来源: 华泰证券

资产负债表	2009A	2010A	2011E
投资资产	193,337	287,490	307,111
其他资产	13,281	17,076	53,637
资产合计	206,618	304,566	360,748
保户储金及投资款	20,162	19,538	19,584
未到期责任准备金	430	530	630
未决赔款准备金	159	274	382
寿险责任准备金	153,123	220,498	285,263
长期健康险准备金	10,103	13,323	15,537
负债合计	202,375	297,993	317,665
归属于母公司的股东权益	4,238	6,567	43,079
少数股东权益	5	6	7
权益合计	4,243	6,573	43,084
负债与权益总计	206,618	304,566	360,748

内含价值	2009A	2010A	2011E
寿险调整净资产		6,400	38,836
寿险有效业务价值		21,685	25,915
寿险内涵价值		28,084	64,751
一年新业务价值		4,741	4,710
少数股东权益		6	7
集团内含价值		28,078	64,744
每股内含价值		23	20

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的 6 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;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现 20% 以上;

推荐: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;

观望: 市场表现在 -5% ~ +5% 之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现 5% 以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。