

新华保险(601336)

公司研究/新股定价报告

压力促成长，转型谋长远

——新华保险(601336)新股价值分析报告

民生精品---新股定价报告/新华保险

2011年11月28日

报告摘要:

● 保费持续增长，进军第三大寿险公司

公司专营人身险保险业务，自2006年开始，保险业务收入增速始终领先行业。就市场份额来看，2004年起，公司进入全国前五大寿险公司行列，2010年末市场份额位居行业第三。截至2011年10月，市场份额提升至9.80%，维持行业第三排名。

● 分红险占比逾九成，保额分红巩固客户

分红险是公司保费增长的主要来源，2008年至今分红险保费占个人寿险业务保费比重始终在92%以上。公司分红险主要采取“保额分红”模式，对巩固保费和客户具有积极作用。

● 银保渠道保费占比高：短期有压力，结构略缓解

公司银保渠道保费占比从2008年开始始终在60%以上，其中2009、2010年保费增速均高达40%。在银保监管趋严的环境下，公司所受直接冲击大于同业。但公司银保保费结构注重期缴，尤其是长期期缴，将在一定程度上缓冲保费增速调整压力。

● 绩优人力、续收队伍、财富顾问为个险渠道三大亮点

我们认为目前公司个人寿险分销渠道具备三大亮点：绩优人力、续收队伍、财富顾问。绩优人力考核方式促进营销员队伍产能提升与结构优化；续收队伍有助于维持保单继续率、实现客户二次开发；财富顾问针对中高端客户有的放矢。

● 精细化挖掘寿险产业价值链条

我们认为未来公司开拓寿险相关领域经营将成为其显著区别于同业的差异化优势，养老产业和健康产业是公司将要深耕细作的重点方向。思路上，整合这两项产业将提升公司专业化地位和经营回报；实践中，我们将密切关注公司的经营实施与风险控制。

● 盈利预测与投资建议

经测算，绝对估值方法下，公司评估价值1257.56亿元，每股价值39.66元；相对估值方法下，公司每股内含价值23.30元，按照内含价值倍数1.2-1.45，我们给出公司合理价格区间27.96~33.79元。

合理价格：27.96-33.79元

公司基本数据

发行前总股本(百万股)	2600
首次发行(百万股)	571
发行后总股本(百万股)	3171
大股东持股比例%	38.82
发行占总股本比例%	18.00

财务数据(2011-06-30)

股东权益(亿元)	204.77
每股净资产(元)	7.87
净资产收益率%	13.13
净利润(亿元)	17.75
基本每股收益(元)	0.93

分析师

分析师：李锋
执业证书编号：S0100511010001

联系人：李少君
电话：(8610)85127819
Email：lishaojun@mszq.com

联系人：张丽
电话：(8610)85127819
Email：zhangli_yjs@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
保险业务收入(百万元)	91,679	98,097	117,716	141,259
增长率(%)	40.96%	7.00%	20.00%	20.00%
归属母公司股东净利润(百万元)	2,250	2,324	3,011	3,656
增长率(%)	-15.45%	3.30%	29.53%	21.44%
每股收益(元)	1.87	0.72	1.09	1.73

资料来源：民生证券研究所

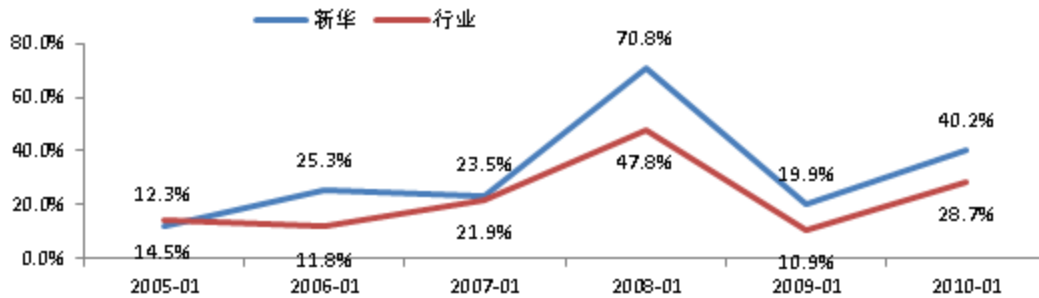
目 录

一、保费良性增长，进军第三大寿险公司.....	3
二、分红、银保高占比，既是优势也承压.....	3
三、个险渠道呈现三大亮点.....	5
四、精细化挖掘寿险产业价值链条.....	6
五、募资充实资本金.....	7
六、合理估值.....	8
插图目录.....	10
表格目录.....	10

一、保费良性增长，进军第三大寿险公司

公司专营人身险保险业务，2005-2010 年期间保费持续较快增长，2006 年开始保费同比增速始终保持领先行业态势。

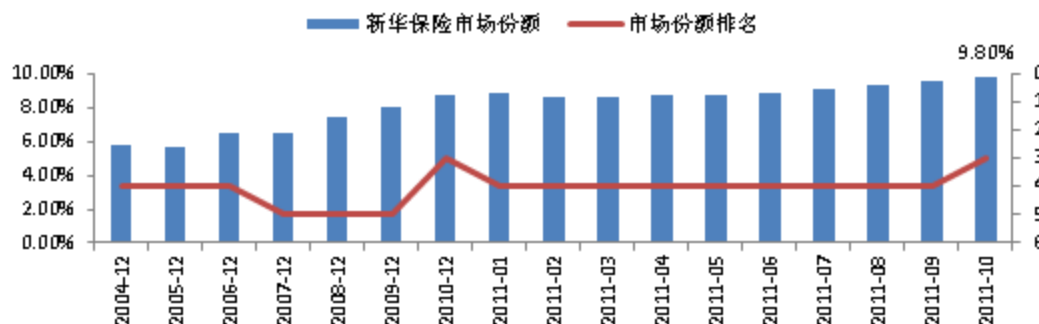
图 1：新华保费增速领先行业



资料来源：公司公告，民生证券研究所

以保费计算的市场份额来看，从 2004 年开始公司就进入全国前五大寿险公司行列，2010 年末公司以 8.81% 的市场份额，成为第三大寿险公司，截至 2011 年 10 月，市场份额提升至 9.80%，维持行业第三排名。

图 2：新华市场份额稳中有升



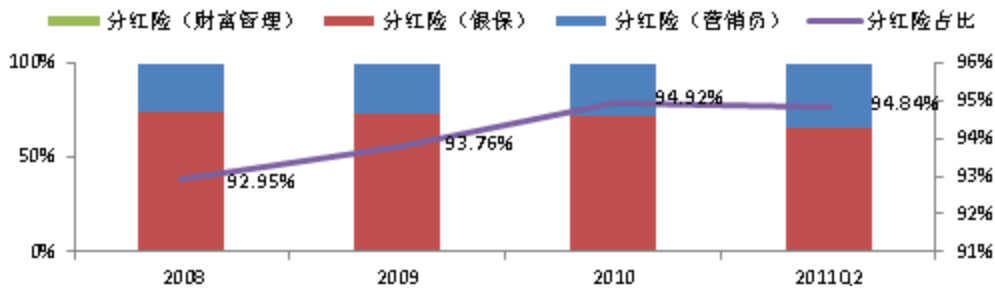
资料来源：公司公告，民生证券研究所

二、分红、银保高占比，既是优势也承压

（一）分红险保费占比高达 90% 以上，保额分红巩固客户

从产品结构来看，支撑公司寿险保费增长的主要动力来自于分红险产品。2008~2011 年上半年，分红险保费收入占公司个人寿险业务保费比重始终在 92% 以上。公司分红险主要采用“保额分红”模式，对巩固保费和客户起到一定作用。

图 3: 分红险保费贡献逾九成

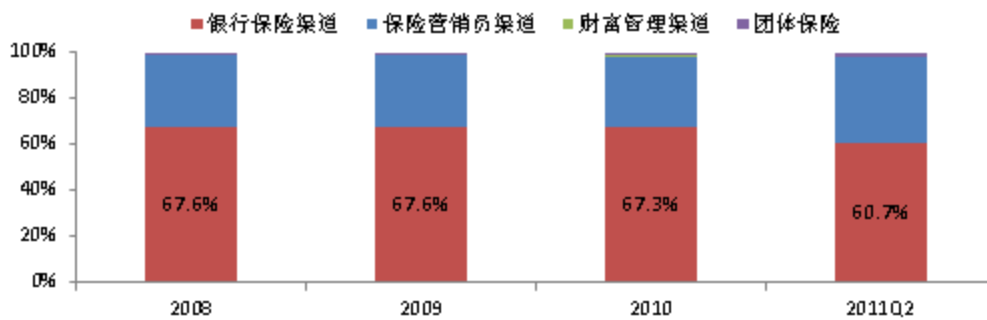


资料来源：公司公告，民生证券研究所

（二）银保渠道短期承压结构向好

公司从 2002 年开始大幅布局银保渠道，银保渠道保费所占比重远超同业。并在“90 号文”与监管指引出台以前保持较快增速：2009、2010 年银保渠道保费同比增速分别为 40.1%、40.3%。

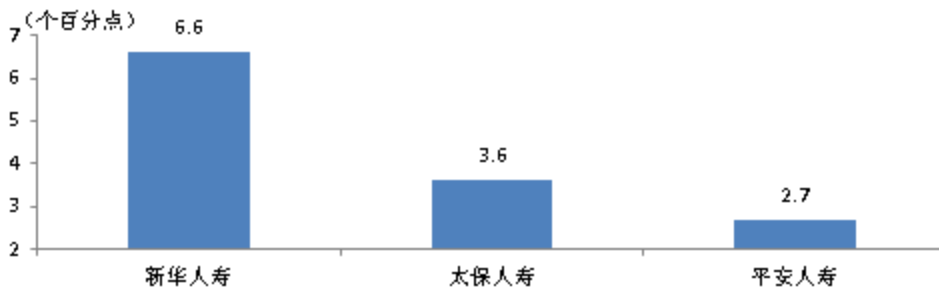
图 4: 银保渠道保费贡献占比逾六成



资料来源：公司公告，民生证券研究所

如上所述，2010 年开始提出的银保新规对银保业务构成较大约束，保费增长放缓和退保情况加剧在银保渠道尤为明显。公司由于银保占比大，所受冲击大于同业。

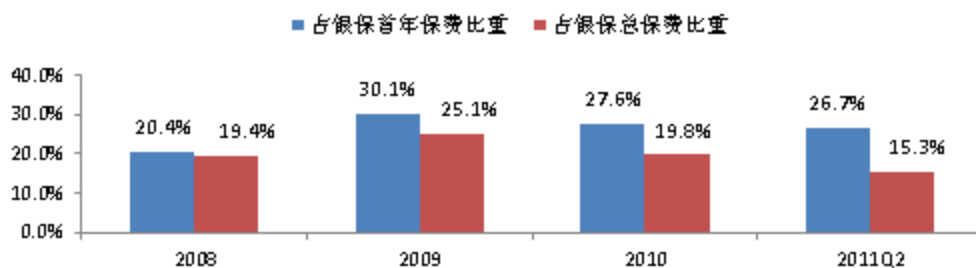
图 5: 银保渠道保费份额，新华降幅大于同业



资料来源：公司公告，民生证券研究所

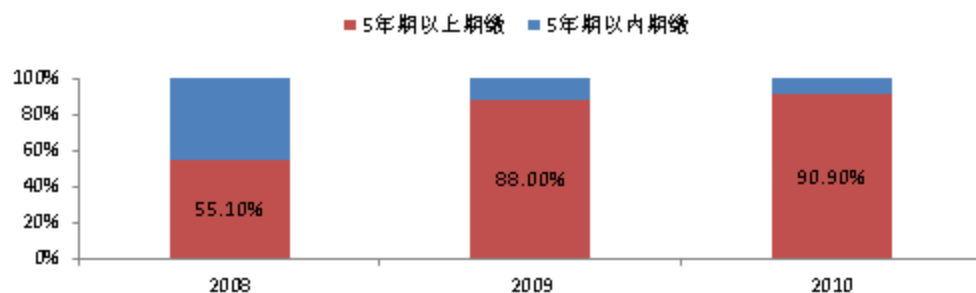
虽然占比高所导致影响较大，但公司银保渠道注重期缴、尤其是长期期缴的保费结构或在一定程度上缓冲了保费增速调整对公司业绩造成的压力。

图 6: 银保渠道注重发展期缴业务



资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

图 7: 银保渠道首年期缴保费中以长期期缴为主



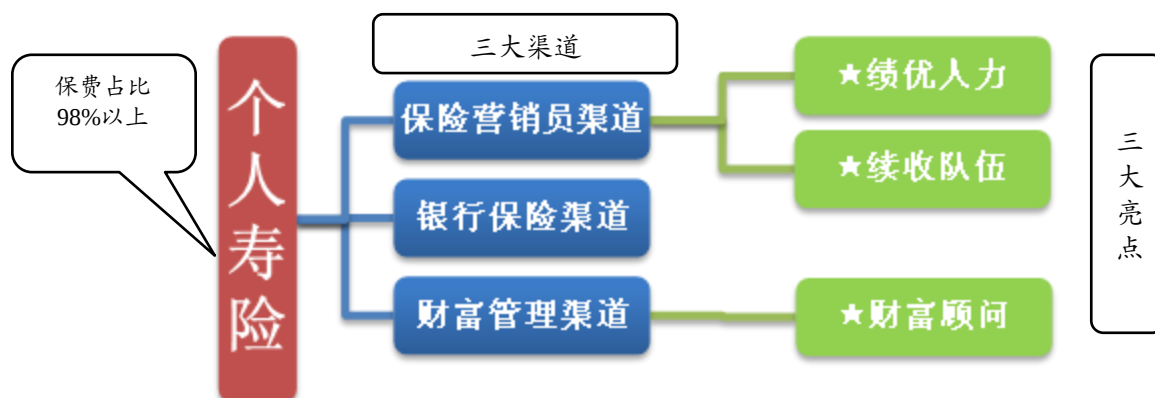
资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

三、个险渠道呈现三大亮点

我们认为目前, 相比同业, 公司寿险业务最突出的优势在于其建立的多层次并且具针对性的销售渠道。

公司的销售渠道重点布局在占保费收入 98% 以上的个人寿险分销渠道, 分别是: 保险营销员渠道、银行保险渠道、财富管理渠道。其中, 我们重点看好保险营销员渠道与财富管理渠道。

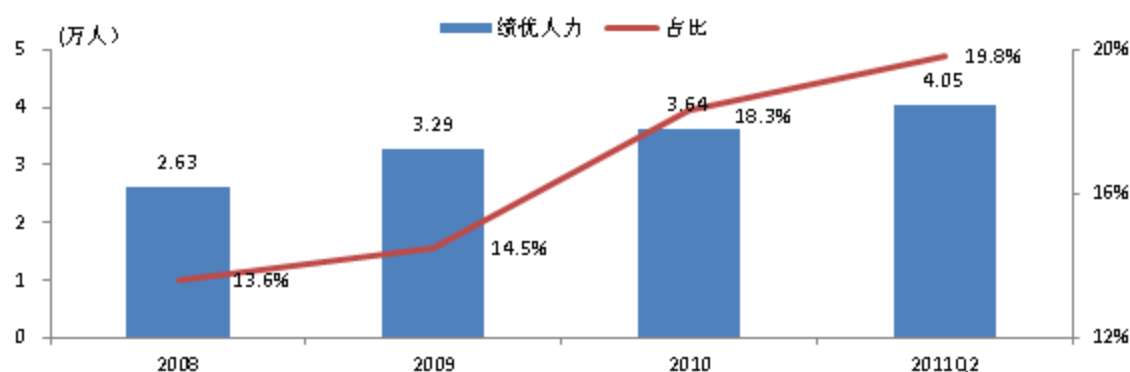
图 8: 个人寿险分销三大渠道, 三大亮点



资料来源: 民生证券研究所

- **绩优人力的考核方式**, 一方面促进整体产能提升, 另一方面显著优化营销员队伍结构。2008 年~2011 年上半年, 绩优人力数量与占比均持续提升。

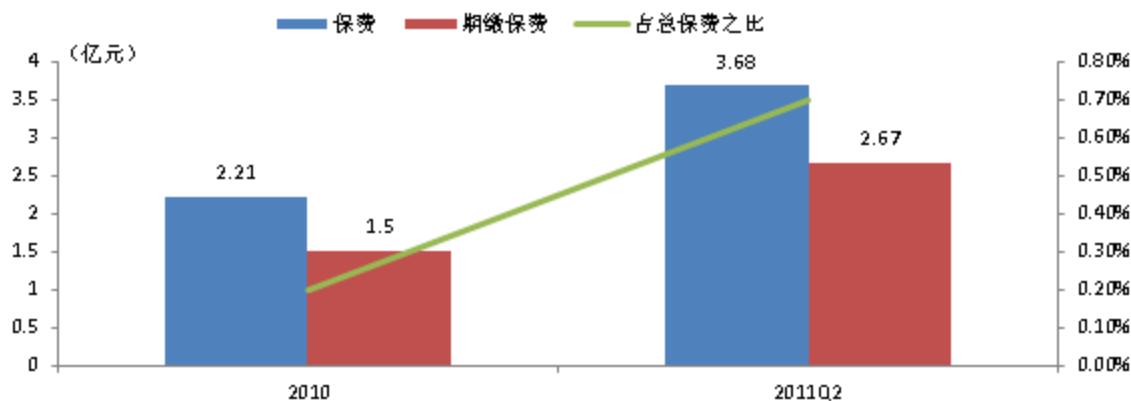
图 9: 保险营销员中绩优队伍不断扩大



资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

- **专业化的续收队伍**, 在维持保单继续率、实现客户二次开发方面具有积极作用。
- **财务顾问**, 主要针对中高端客户, 对应客户保费质量与结构良好。

图 10: 财富管理渠道保费增长快速、结构优良



资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

四、精细化挖掘寿险产业价值链条

我们认为未来, 公司向寿险相关领域的拓展经营将成为其显著区别于同业的差异化优势, 从而为公司获得差异化溢价。养老产业和健康产业是公司未来深耕细作寿险业务的两大方向, 通过向医疗、看护领域拓展整合整个产业链是公司的长期规划。

从思路上看, 整合养老和健康产业链将有助于公司在保险产品设计与销售方面更加专业化和深入化, 同时, 获取产业链多个环节的经营回报, 例如养老社区与体检中心。

从实践上看, 投资养老和健康产业的多个环节将对公司构成长期的投资支出, 投资回报获取需要时间并且包含一定风险, 对此, 我们保持一定观望态度。

图 11: 拓展寿险相关产业: 养老、健康、医疗、看护



资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

五、募资充实资本金

公司 A+H 股首次公开发行所募资金将全部用来补充资本金, 公司从 2008 年开始, 偿付能力充足率连续三年低于保监会 100% 的偿付能力要求, 属于偿付能力不足的保险公司。

表 1: 公司连续多年偿付能力不足

	2008	2009	2010	2011Q2	2011Q3
偿付能力充足率	27.74%	36.19%	34.99%	106.07%	86.58%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

对偿付能力充足率低于 100% 的保险公司, 保监会对其经营实行一定限制:

- 限制股息分派
- 限制增设分支机构
- 限制业务范围
- 限制资金运用渠道等

经测算, 此次募资规模可达到 161-177 亿元, 以 2011 年 6 月 30 日公司披露数据静态测试偿付能力充足率将提升至 217.98%-229.70%。募资结束后, 公司分支机构数量将得到明显扩充、保费投资范围得以扩大, 从而保费增长、投资收益增加可期。

表 2: 经测算, 募资规模区间为 161-177 亿元

	A 股	H 股	
价格 (元)	30.62	31.28 ¹	
发行数量 (亿股)	1.59	不行使超额配售	行使超额配售
		3.58	4.12
募资规模 (亿元)	48.54	112.10	128.91
合计募资 (亿元)	H 股不行使超额配售		H 股行使超额配售
	161		177

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

¹ 根据最近同业 AH 股平均溢价水平估算

表 3: 静态测试, 融资将提升公司偿付能力充足率至 217.98%-229.70%

单位: 亿元	2011Q2	融资后	
对应融资规模		161	177
实际资本	152	313	330
最低资本	144	144	144
偿付能力充足率	106.07%	217.98%	229.70%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

六、合理估值

(一) 绝对估值: 每股价值 39.66 元

表 4: 绝对估值: 公司评估价值 39.66 元/股

2011 年底公司绝对估值 (百万元)	
调整净资产	38,315
有效业务价值	35,580
内含价值	73,894
每股内含价值 (元)	23.30
一年新业务价值	5,186
新业务倍数	10
新业务价值	51,862
每股新业务价值 (元)	16.36
评估价值	125,756
每股价值 (元)	39.66

资料来源: 民生证券研究所

(二) 相对估值: 合理价格区间 27.96~33.79 元

见上测算, 2011 年底公司每股内含价值为 23.30 元, 我们根据内含价值倍数 1.2~1.45 计算公司合理价格区间为: 27.96~33.79 元。

公司财务报表数据预测汇总

表 5: 公司财务报表数据预测

人民币百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	人民币百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
利润表					资产负债表				
已赚保费	91,583	93,682	112,419	134,902	货币资金	26,742	42,699	52,927	65,029
保险业务收入	91,679	98,097	117,716	141,259	定期存款	55,826	89,137	110,488	135,753
投资净收益	10,684	16,026	21,795	28,988	交易性金融资产	6,515	10,402	12,894	15,843
其他业务收入	456	981	1,177	1,413	可供出售金融资产	74,689	119,256	147,821	181,622
营业收入	102,513	110,689	135,391	165,303	持有到期投资	122,016	194,823	241,489	296,708
退保金	-7,710	-11,044	-14,210	-17,984	资产	304,566	486,300	602,783	740,617
赔付支出	-5,518	-7,904	-10,170	-12,871	保户储金及投资款	19,538	26,936	34,061	42,568
提取保险责任准备金	-70,510	-67,016	-79,908	-95,397	寿险责任准备金	220,489	300,828	380,736	476,133
营业税金及附加	-128	-169	-212	-268	准备金负债	234,616	323,450	409,012	511,159
保险手续费及佣金支出	-7,179	-9,498	-11,902	-15,009	负债	297,993	410,824	519,499	649,239
业务及管理费	-8,443	-11,170	-13,997	-17,651	股东权益	6,573	26,810	34,618	42,712
营业支出	-100,227	-107,784	-131,628	-160,733					
营业利润	2,286	2,905	3,763	4,570					
利润总额	2,255	2,905	3,763	4,570	资产/负债				
净利润	2,250	2,324	3,011	3,656	资产增长	47.4%	59.7%	24.0%	22.9%
少数股东权益	108	46	66	102	负债增长	47.2%	37.9%	26.5%	25.0%
归属于母公司股东的净利润	2,249	2,278	3,457	5,493	股东权益增长	54.9%	307.9%	29.1%	23.4%
收入/支出					每股指标(元)				
营业收入增长	39.1%	8.0%	22.3%	22.1%	EPS	1.87	0.72	0.93	1.13
营业支出增长	41.2%	7.5%	22.1%	22.1%					
净利润增长	-15.4%	3.3%	29.5%	21.4%	BVPS	5.48	6.77	7.70	8.83

资料来源: 民生证券研究所

插图目录

图 1: 新华保费增速领先行业	3
图 2: 新华市场份额稳中有升	3
图 3: 分红险保费贡献逾九成	4
图 4: 银保渠道保费贡献占比逾六成	4
图 5: 银保渠道保费份额, 新华降幅大于同业	4
图 6: 银保渠道注重发展期缴业务	5
图 7: 银保渠道首年期缴保费中以长期期缴为主	5
图 8: 个人寿险分销三大渠道, 三大亮点	5
图 9: 保险营销员中绩优队伍不断扩大	6
图 10: 财富管理渠道保费增长快速、结构优良	6
图 11: 拓展寿险相关产业: 养老、健康、医疗、看护	7

表格目录

表 1: 公司连续多年偿付能力不足	7
表 2: 经测算, 募资规模区间为 161-177 亿元	7
表 3: 静态测试, 融资将提升公司偿付能力充足率至 217.98%-229.70%	8
表 4: 绝对估值: 公司评估价值 39.66 元/股	8
表 5: 公司财务报表数据预测	9

分析师简介

李锋，研究所所长。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。