

方正证券研究所证券研究报告

新华保险(601336)

公司新股申购报告
2011.12.8

保险 II 行业

分析师：周伟

执业证书编号：S1220511020001

TEL: 010-68584841

E-mail: zhouwei@foundersc.com

联系人：赵莎莎

TEL: 010-68584843

Email: zhaoshasha@foundersc.com

联系人：夏子衍

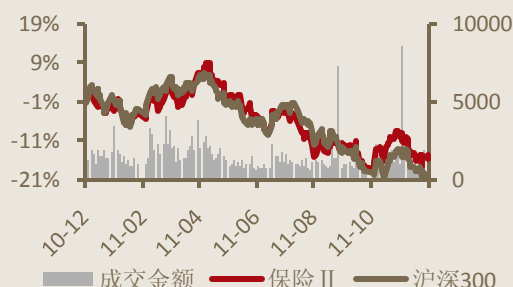
TEL: 010-68585869

Email: xiaziyan@foundersc.com

发行上市资料

发行价格(元)	0.00
A 股发行股数(万股)	0.00
发行前总股本(万股)	260000.00
发行后总股本(万股)	275854.00
发行日期	2011-12-05
发行方式	网下配售, 网上发行
主承销商	瑞银证券有限责任公司, 中国国际金融有限公司
预计上市日期	

保险 II 行业相对指数表现



请务必阅读最后特别声明与免责条款

核心观点

新华保险主营业务逆势增长。公司坚持变革创新的精神将继续从未来几年的客户定位、产品开发升级、投资渠道拓展、人均绩效、以及投资收益率等的变化中得到正面体现。目标价区间30元至34元。

投资要点

※专注寿险，力求最优秀

我国寿险业无论在广度还是深度上，都仍有巨大发展空间，公司实时提出了“以客户为中心，抓住城镇化和老龄化的历史机遇，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”的指导思想，力求成为中国最优秀的以全方位寿险业务为核心的金融服务集团。

※外延式与内涵式扩张共推客户基础规模快速增长

公司建立了一整套以客户为中心的运营体系，总能根据市场变化迅速借助外延扩张与内涵增长的方式响应市场需求。公司个人客户数量自2008年以来三年的年均复合增长率达33.5%，机构客户数量年复合增长率达51.2%，是平安寿险的2.9倍和2.65倍。

※保费收入复合增速同业第一，2011年逆势反弹

2008年至2010年公司保费收入的年均复合增速达近30%，领跑同业。2011年其增速更是逆势反弹，使得保费总规模跃至全国第三。其首年期交保费的年均复合增速逾42%，为公司未来价值持续增长奠定基础。公司网点年均保费收入四年增长83%，月度增速维持行业第一。

※应时将“发展养老产业”纳入战略规划

公司抓住当前养老产业发展的大机遇，将“发展养老产业”纳入战略规划，筹划建设集娱乐、护理和医疗急救等于一体的综合性中高端养老社区，同时开发针对性的养老保险产品，获得良好的投资回报。

※健康产业将进入快速发展阶段

2011年中期公司健康险占保费收入的比例约为5%，预计2013年该比例将提高到8%。拓展健康产业不仅可以提升产品利润率，而且可以直接管控理赔成本，获得医疗数据，从而有效提高定价精准度以及促进产品的开发和创新。

正文目录

一、专注寿险 再续华章.....	4
1.1 15 载努力只为成为最优秀的寿险	4
1.2 汇金与外资各 1/3, 苏黎世身传经验	4
二、逆势突围, 现有寿险业务持续增长	5
2.1 6 月以来保费收入强劲反弹高于 15%.....	5
2.2 外延式与内涵式增长共推客户基础规模快速增长	6
2.3 近三年保费收入复合增长 30%, 实现同业第一	7
2.4 期交保费领跑同业, 推动业务价值持续快增	9
三、翻开寿险业务新概念 引领未来	11
3.1 客户转型 中高端客户将为重点开发群体	11
3.2 老龄化问题迫在眉睫 养老产业曙光乍现	12
3.3 健康意识增强, 高利润健康险种将获发展	13
四、风险考虑因素	14
五、盈利预测与估值	15

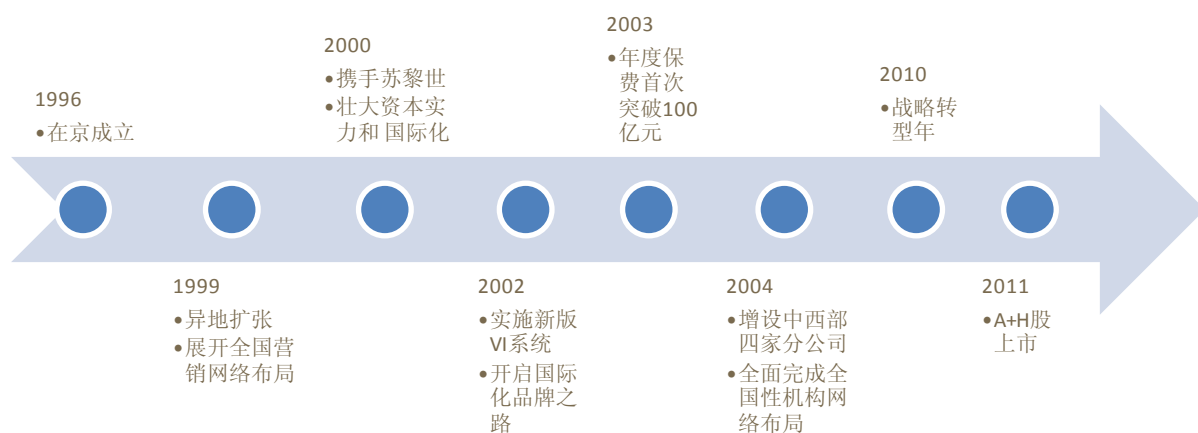
图表 1 15 载努力只为成为最优秀的寿险公司	4
图表 2 汇金与外资持股各约 1/3	5
图表 3 保险同业公司股权结构对比	5
图表 4 6 月以来公司保费收入增速逆势反弹	6
图表 5 公司三季度市场份额行业第二	6
图表 6 网点年均保费收入四年增长 83%	7
图表 7 代理人月度人均保费四年增长 48%	7
图表 8 公司客户数量近三年复合增长率第一	7
图表 9 3Q2011 公司保费收入市占第三达 9.7%	8
图表 10 2010 年重点省份保费收入市场占有率位居前列	8
图表 11 公司保费收入年均复合增长达 29.7%	9
图表 12 首年期缴保费收入年复合增长率达 42.3%	10
图表 13 银保渠道首年期缴占总保费 27.6%	10
图表 14 保险行业主要寿险产品保费份额	10
图表 15 公司分红险年均占比高达 93%	11
图表 16 中国太保分红险占比约 70%	11
图表 17 寿险产品客户定位有升级趋势	12
图表 18 养老服务链	13
图表 19 健康服务链	13
图表 20 公司近年来投资配置保守	15
图表 21 投资收益略低于同业	15
图表 22 中国人寿投资配置	15
图表 23 中国太保投资配置	15

一、专注寿险 再续华章

1.1 15 载努力只为成为最优秀的寿险

1996年9月,新华人寿保险股份有限公司(简称“新华保险”)在北京成立,是保险法颁布后成立的第一批全国性专业寿险公司。1999年,公司开始异地扩张,展开了全国寿险营销网络布局。2000年,公司与外资携手,实现资本的壮大与国际化。2003年,公司首次突破年度保费100亿元。2011年11月16日,新华人寿的IPO申请获得了证监会通过,公司将由此成为第四家在A股市场上市的保险公司。此次公司预计发行1.59亿股,募集资金约50亿元,所募资金将全部用于充实公司资本金,以支持寿险及相关业务的持续增长。截止2011年上半年,公司总资产达3466.68亿元,拥有营业人员41777人和34家省级分公司,布局主要集中在北上广等发达城市。

图表 1 15 载努力只为成为最优秀的寿险公司

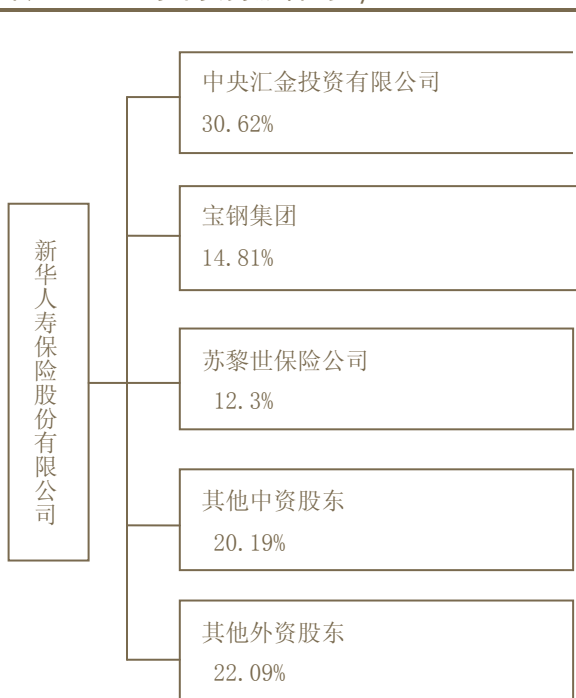


数据来源:招股说明书 方正证券研究所

1.2 汇金与外资各 1/3, 苏黎世身传经验

相对其他同业的股权结构而言,新华保险股权结构具有多元而稳定的特征。公司是汇金公司持有的唯一一家保险公司,其股权占比逾30%,其作用在于稳固资本实力、提升风险防控能力等。全球最大的保险集团之一苏黎世集团,自2000年入股以来为本公司提供了精算和资产负债管理等领域的宝贵经验。公司加强与多元化境内外大股东的长期合作,将有助于不断受惠于其行业经验和专业技能。

图表 2 汇金与外资持股各约 1/3



图表 3 保险同业公司股权结构对比

保险公司	前两大持股股东	持股比例 (%)
新华人寿	中央汇金投资有限责任公司	30.62
	宝钢集团有限公司	14.81
	合计	45.43
中国人寿	中国人寿保险(集团)公司	68.37
	香港中央结算(代理人)有限公司	25.68
	合计	94.05
中国平安	汇丰保险控股有限公司	7.82
	香港上海汇丰银行有限公司	7.76
	合计	15.58
中国太保	香港中央结算(代理人)有限公司	18.79
	华宝投资有限公司	14.93
	合计	33.72
泰康人寿	中国嘉德国际拍卖有限公司	14.98
	The Goldman Sachs Group, Inc.	12.02
	合计	27.00

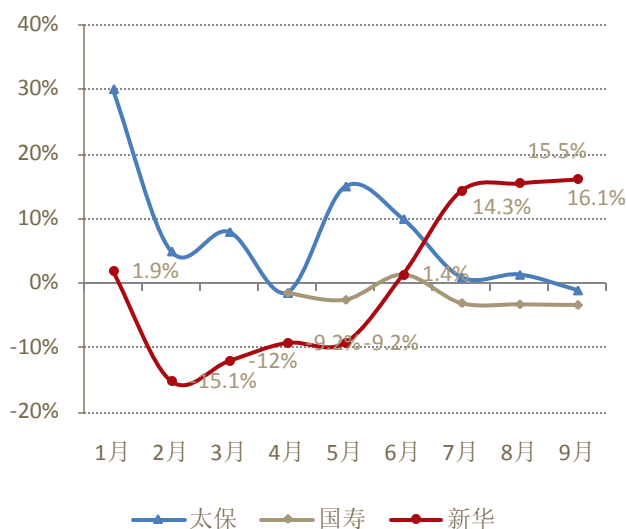
数据来源：招股说明书 方正证券研究所

二、逆势突围，现有寿险业务持续增长

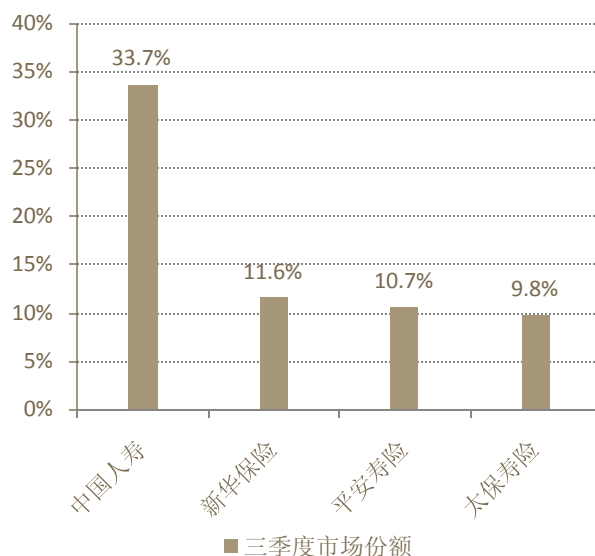
2.1 6 月以来保费收入强劲反弹高于 15%

2011 年以来，由于宏观环境和监管政策的变化，银保新规的限制减缓整个行业的保费收入增长。面对行业困境，新华保险通过客户转型和营销模式的转型等一系列措施，在同业公司中率先实现保费收入增速的反弹。今年 6 月份以来，公司单月保费同比增速远超中国人寿和中国太保。根据保监会数据，在今年三季度公司的市场份额一度超越中国平安，跃居行业第二，仅次于中国人寿。

图表 4 6 月以来公司保费收入增速逆势反弹



图表 5 公司三季度市场份额行业第二



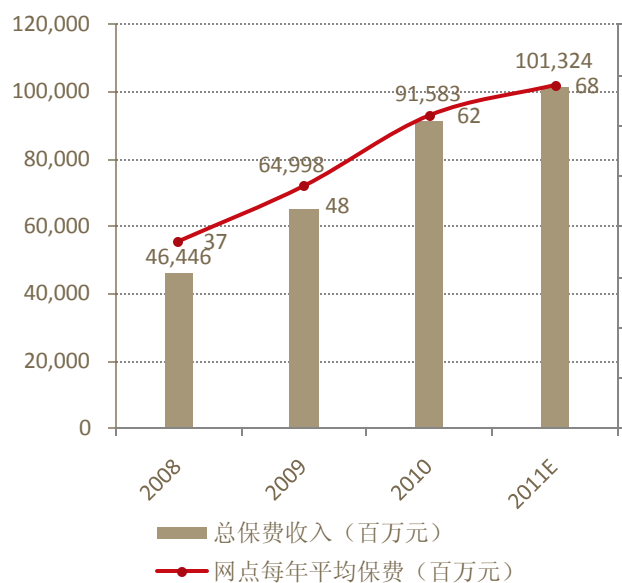
数据来源：招股说明书 保监会 方正证券研究所

2.2 外延式与内涵式增长共推客户基础规模快速增长

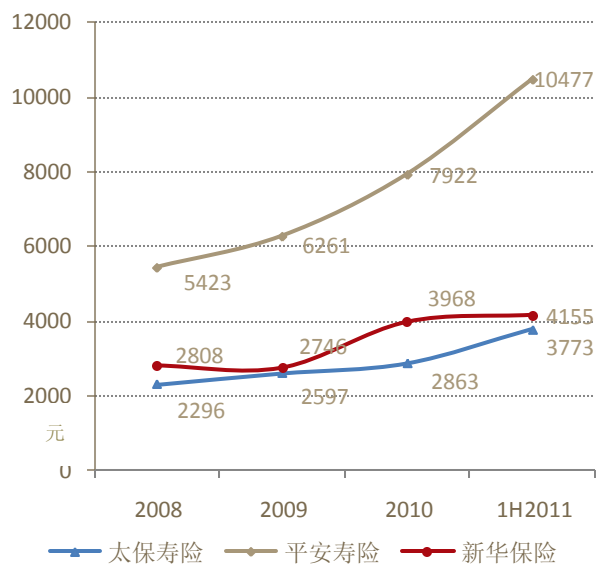
新华保险建立了一整套以客户为中心的运营体系。在不断使用铺设新的机构销售网点、增加营销人力资源的传统手段同时，公司深挖富裕客户群体、强调客户二次开发。并且，公司能够根据宏观经济的变动抢先嗅到客户新需求，并迅速响应市场。截至2011年6月30日，本公司拥有约2,494万个人客户和约5.7万机构客户。个人客户数量自2008年以来三年的年均复合增长率达33.5%，机构客户数量年复合增长率达51.2%，是平安寿险的2.9倍和2.65倍。

新华保险的分支机构具有较高的产能效率，整体销售业绩处于同业领先地位。公司年度网均保费持续增长，月度网均保费达到570万元，远高于中国太保的250万元和中国平安的480万元。其月度人均保费收入四年增长48%，略逊于中国平安，但高于中国太保。

图表 6 网点年均保费收入四年增长 83%

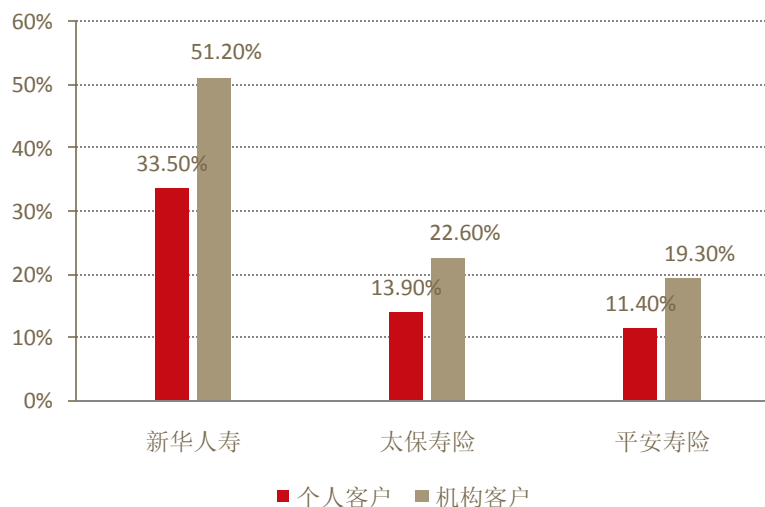


图表 7 代理人月度人均保费四年增长 48%



数据来源：招股说明书 方正证券研究所

图表 8 公司客户数量近三年复合增长率第一

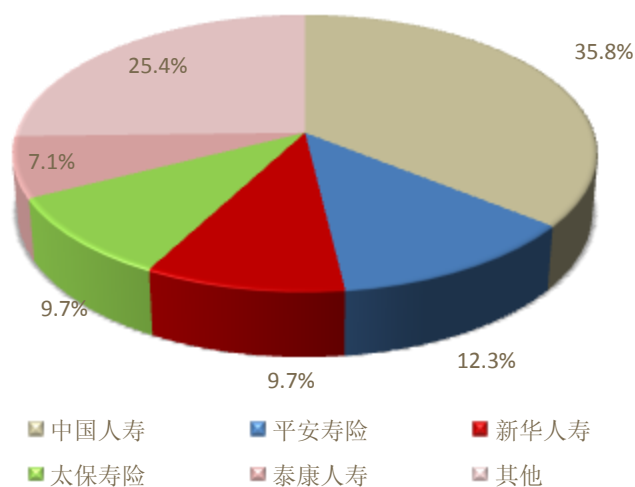


数据来源：招股说明书 方正证券研究所

2.3 近三年保费收入复合增长 30%，实现同业第一

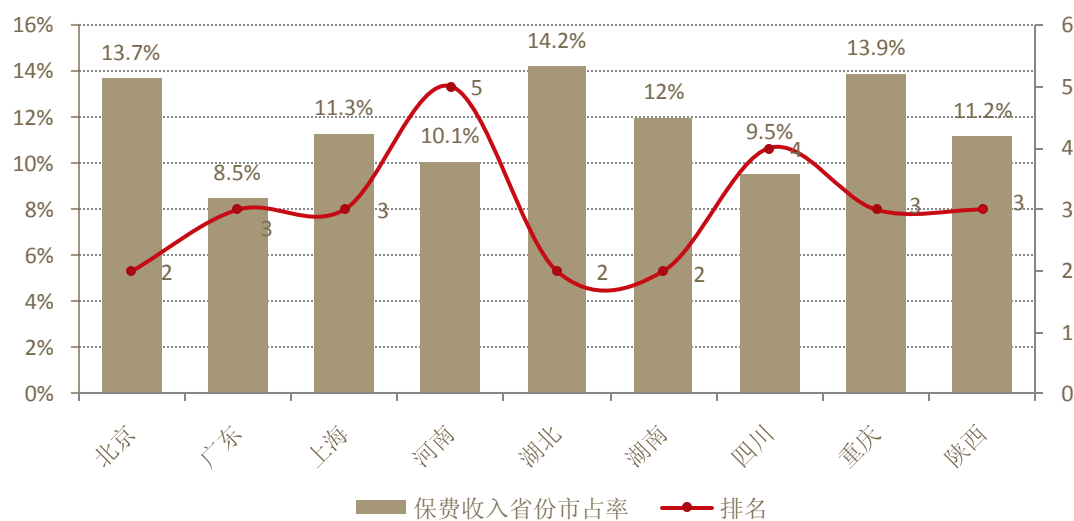
新华保险保费收入一直稳居全国寿险公司前五位。截止2011年三季度末，公司市场份额提升至9.7%，排名第三。2008年至今，公司保费收入的年均复合增长率达到29.7%，增速位列同行业第一，为同期中国寿险行业19.6%的平均增速的近1.5倍。2010年中国保险保费收入规模前十大的省级区域市场中，公司在北京、上海、广东（除深圳）和湖北的市场份额均位列前三名。

图表 9 3Q2011 公司保费收入市占第三达 9.7%



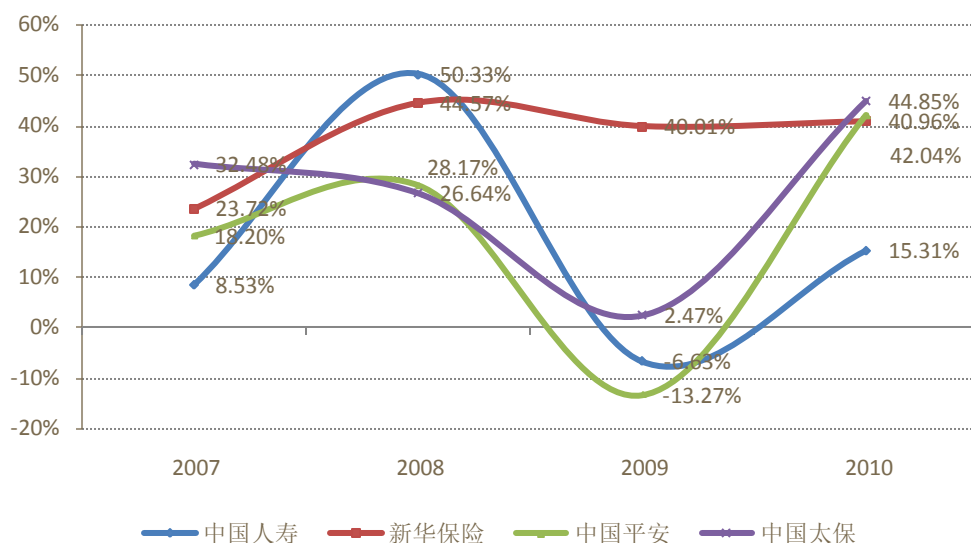
数据来源：招股说明书 方正证券研究所

图表 10 2010 年重点省份保费收入市场占有率位居前列



数据来源：招股说明书 方正证券研究所

图表 11 公司保费收入年均复合增长达 29.7%



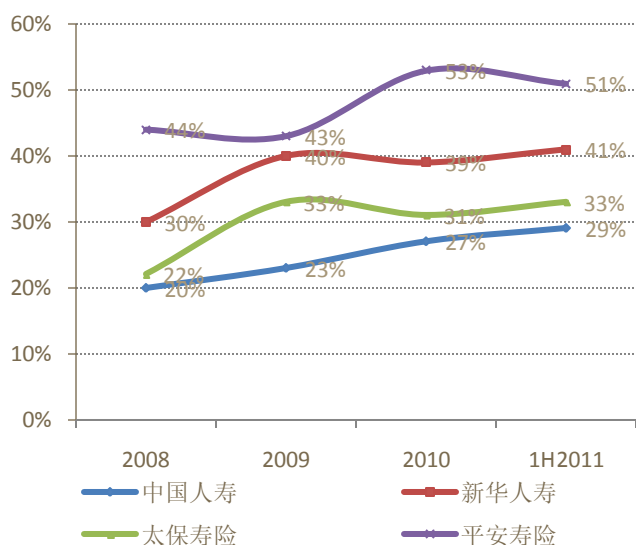
数据来源：招股说明书 方正证券研究所

2.4 期交保费领跑同业，推动业务价值持续快增

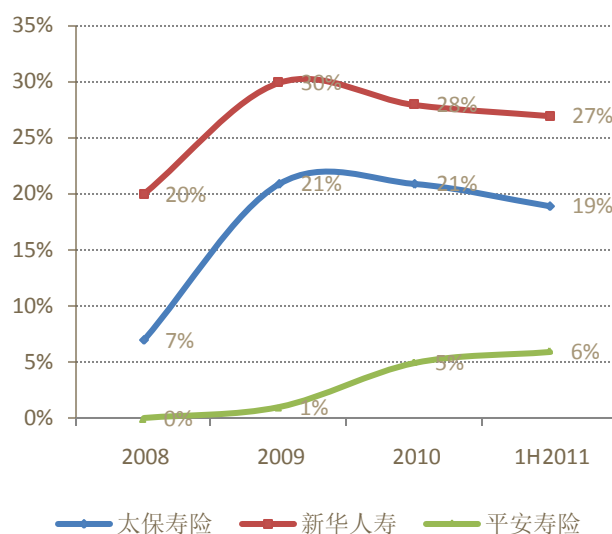
新华保险致力于设计并销售有助于保持稳定保费收入的长期个人期交寿险产品，以推动价值长期增长。2008 年至 2010 年，公司的首年期交保费的年均复合增长达到了 42.3%，远高于首年趸交保费 17.3% 的同期年均复合增长率。2011 年 1-6 月，公司首年期交保费占首年保费收入比重达到 41.0%，与同期已上市中国保险公司相比处于较高水平。另外，公司早在 2002 年就率先开拓了银保渠道，推出保额分红产品，提高了客户忠诚度。2005 年公司又通过银保渠道，打开期交分红险市场。2010 年公司银保渠道首年期交保费占渠道首年保费的 27.6%，在已上市的中国寿险公司中处于领先水平。

2008 年以来由于通胀高企，利率倒挂现象严重，我国居民逐渐形成了“重收益，轻保障”的保险产品消费习惯。因此，分红型寿险产品在市场上一枝独秀，其他险种市场份额明显受到挤压。2008 年以来，新华保险的分红寿险产品保费收入占比达到 90% 以上，在行业内的市场份额提升至 12.0%，排名仅次于规模最大的中国人寿。

图表 12 首年期缴保费收入年复合增长率达 42.3%

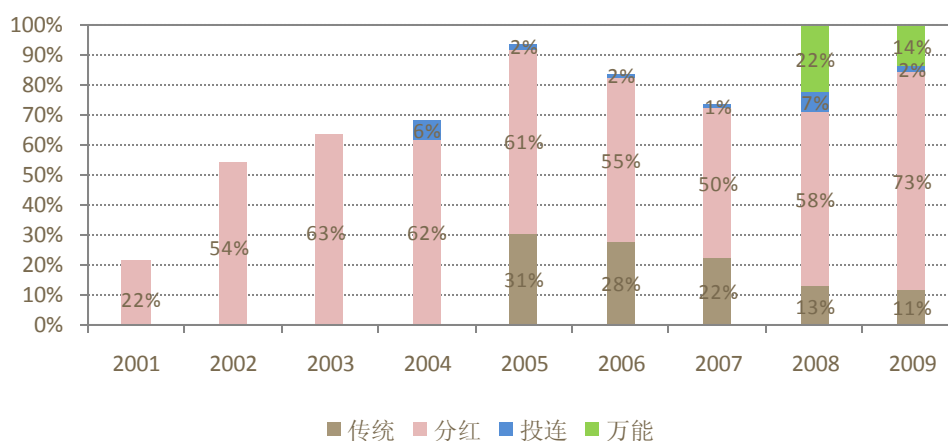


图表 13 银保渠道首年期缴占总保费 27.6%



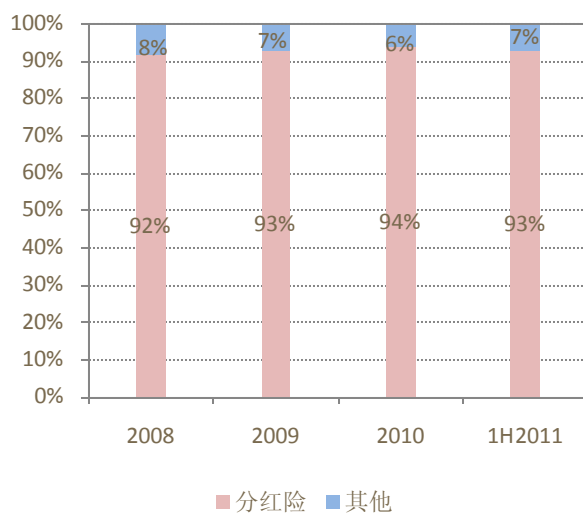
数据来源：招股说明书 方正证券研究所

图表 14 保险行业主要寿险产品保费份额

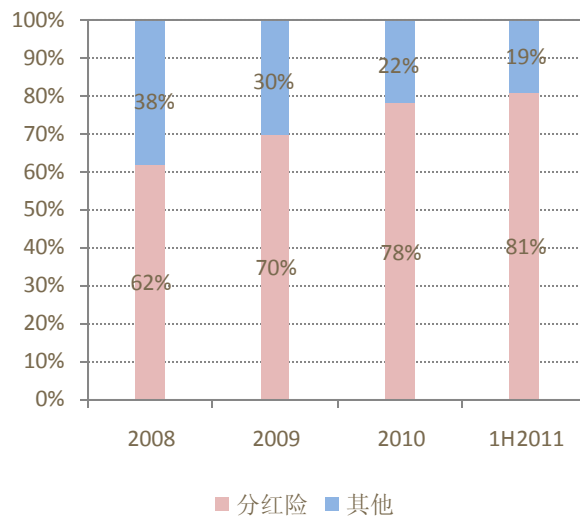


数据来源：CEIC 方正证券研究所

图表 15 公司分红险年均占比高达 93%



图表 16 中国太保分红险占比约 70%



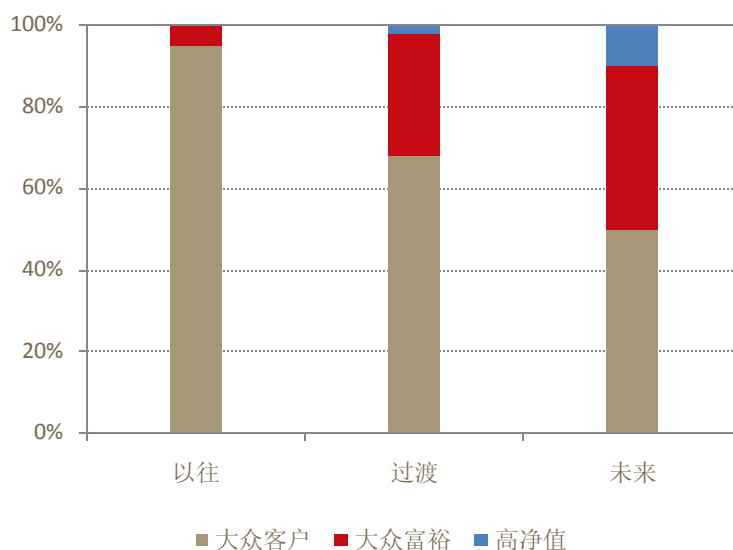
数据来源：招股说明书 方正证券研究所

三、翻开寿险业务新概念 引领未来

3.1 客户转型 中高端客户将为重点开发群体

伴随中国的城市化进程深入和居民生活品质保障意识的提高，未来的寿险公司主要的客户开发目标人群将有上移的趋势。新华保险已将开发大众富裕客户及高净值客户作为公司客户转型的发展重点目标。未来针对主流的大众客户，公司仍将以满足其基本的保障性需求主要提供分红险产品。针对富裕客户群体，公司则将加大全生命周期的多元化险种销售与理财服务。公司已经开始通过财富管理创新、个代“四优”模式、银保模式创新等途径来实现自己的客户转型目标。

图表 17 寿险产品客户定位有升级趋势



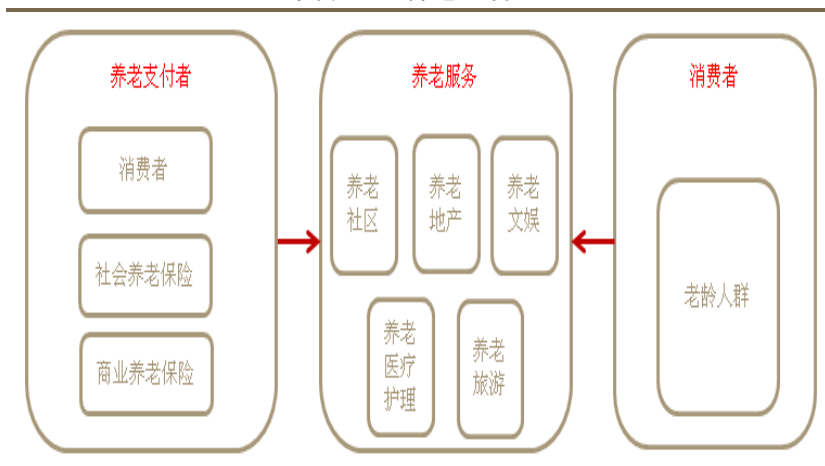
数据来源：方正证券研究所

3.2 老龄化问题迫在眉睫 养老产业曙光乍现

我国人口老龄化问题已迫在眉睫。2006年全国老龄工作委员会发布的《中国人口老龄化发展趋势预测研究报告》表明，预计在1993至2021年的28年内，中国65岁以上老年人占总人口的比例将从7%一跃提升到14%，而发达国家大多用了45年以上的时间。此外，城镇化的不断提高，“空巢老人”现象越来越普遍，因此更多的老人需要从传统的居家养老逐步向机构养老过渡。

面对这一社会问题，国家也正在积极出台各类相关政策。民政部于2011年2月发布《社会养老服务体系建设的“十二五”规划》（征求意见稿），提出了建立起以居家为基础、社区为依托、机构为支撑，与人口老龄化进程相适应、与经济社会发展水平相协调的社会养老服务体系的目标，并表示要在2015年，基本形成健全的居家养老和社区养老服务网络。

图表 18 养老服务链



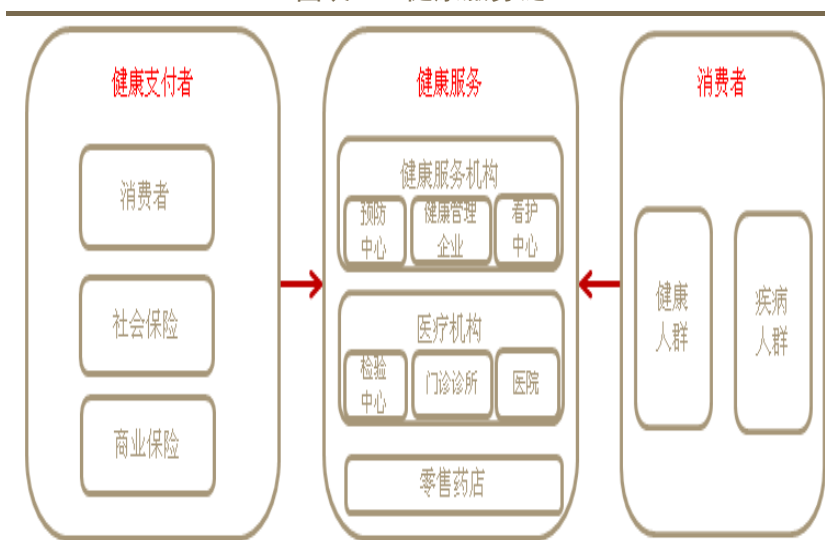
数据来源：方正证券研究所

公司抓住当前养老产业发展机遇，将“发展养老产业”纳入战略规划中，筹划建设集娱乐、护理和医疗急救等于一体的综合性中高端养老社区，同时开发针对性的养老保险产品。据经验数据显示，在养老服务特别是中高端养老服务需求旺盛的情况下，养老地产、养老护理产业能够产生良好的投资回报，国外大型养老社区的持有回报率通常能达到5%-6%。

3.3 健康意识增强，高利润健康险种将获发展

根据保监会统计，中国健康险原保险保费收入规模由2006 年的人民币377 亿元增长至2010年的677亿元，年均复合增速达到15.8%。我国的卫生政策正逐渐从以治疗为主转向以预防为主，以增进公众健康意识、培养健康生活方式为今后的主要目标。在这一政策引导下，健康产业将进入快速发展的阶段。

图表 19 健康服务链



数据来源：方正证券研究所

新华保险已持有北京美兆体检30%的股权，涉足健康管理机构。另外，公司设计了涵盖长、短期，且较为全面的健康险产品组合，特别是为个人客户提供了丰富的重大疾病险产品。2011年中期，健康险占保费收入的比例约为5%，公司希望2013年该比例进一步提高至8%。其中的长期健康险是公司新业务价值里利润率最高的产品。伴随健康险产品比重的上移，公司新业务价值利润率也会有所提升。除此之外，拓展健康产业还有利于公司通过获得医疗数据，更好的筛选投保人，控制理赔率，有效提高定价精准度，以及促进产品开发和创新。

四、风险考虑因素

1. 银保市场尚未找到更好的替代渠道或措施。银保新规若更加苛刻或全面实施，整个行业的保费收入增速都将放缓。目前，公司现有业务较大依赖银保渠道获得；

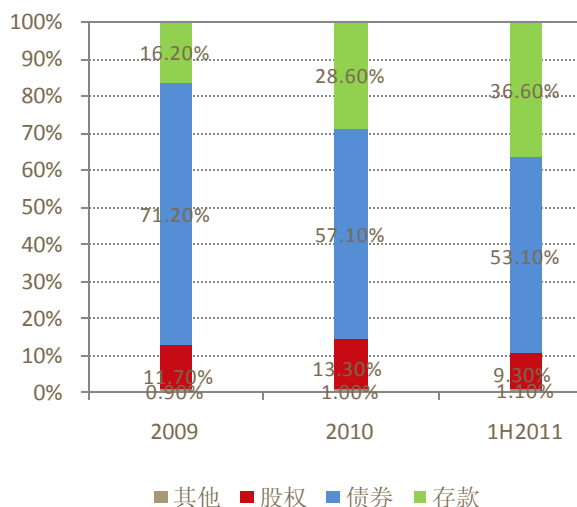
2. 资本市场持续疲软，投资收益率持续重挫，保险公司的偿付能力充足率受到挑战。目前分红险产品“一险独大”的格局对资本市场依赖度较大；

3. 公司计划上市后五年内年均增加 100 余家机构网点，并向养老、健康、医疗与看护领域进军，历史机遇面前公司的成本与资本补足压力不小，偿付能力充足率维持充足的压力仍在；

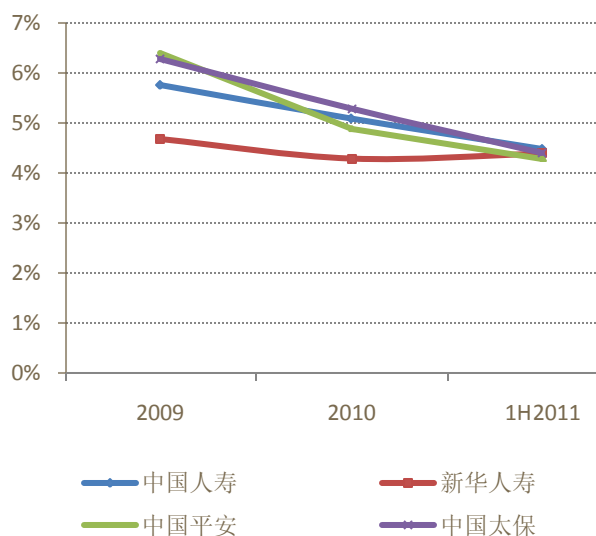
4. 银行、券商、基金等金融机构替代性的、高收益类的理财产品爆发式增长，保险公司的竞争压力不断加剧。

5. 投资资产配置长期偏保守，收益率逊色。但是在目前股市依旧受内外经济疲软拖累，债市因资本利率下行绝地反攻的背景下，我们认为这样的配置具有一定优势。但是因为寿险业务范围及概念的拓展，我们认为公司未来几年的资产配置将延续之前相对保守的策略思路。

图表 20 公司近年来投资配置保守

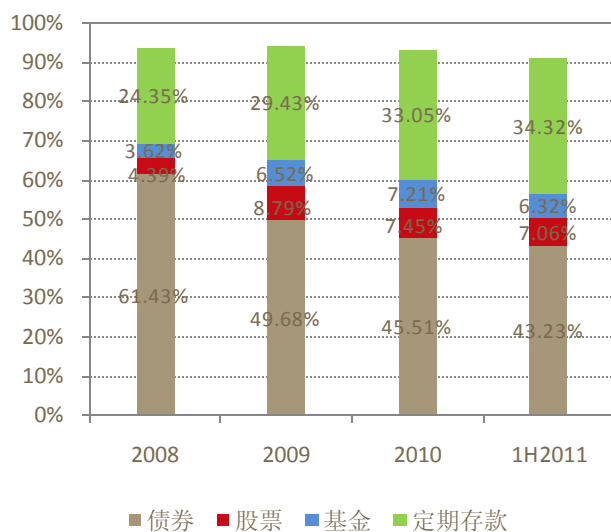


图表 21 投资收益略低于同业

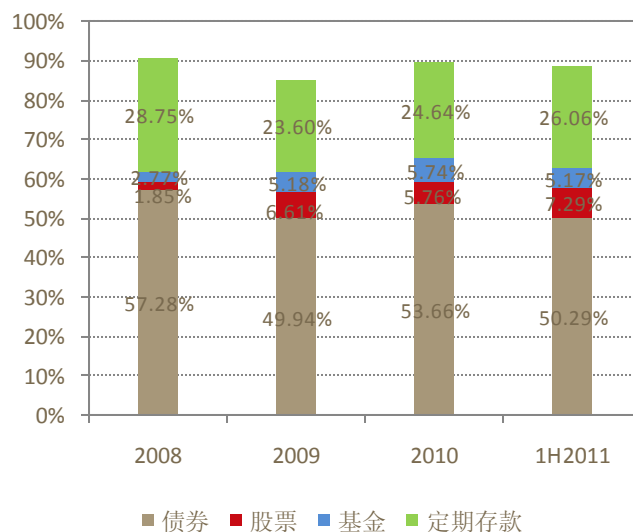


数据来源：招股说明书 方正证券研究所

图表 22 中国人寿投资配置



图表 23 中国太保投资配置



数据来源：招股说明书 方正证券研究所

五、盈利预测与估值

新华保险主营业务逆势增长。公司坚持变革创新的精神将继续从未来几年的客户定位、产品开发升级、投资渠道拓展、人均绩效、以及投资收益率等的变化中得到正面体现。

我们认为公司保费收入将于 2011 年触底反弹。2011 年和 2012 年公司净利润增速有望达到 34%和 84%，每股净资产可能分别达到 12.082 元和 13.755 元。目标价区间 30 元至 34 元。

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	49,646	73,674	102,513	111,907	134,336
已赚保费	46,446	64,998	91,583	96,437	112,156
投资净收益	10,244	7,197	10,684	14,979	21,645
其他	-7,044	1,479	246	491	535
营业支出	49,422	70,965	100,227	108,596	126,840
利润总额	224	2,709	2,286	3,311	7,496
减：所得税	-469	-10	5	252	1,874
净利润	693	2,719	2,281	3,059	5,622

资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
股本	1,200	1,200	1,200	3,170	3,170
总资产	164,959	206,618	304,566	413,174	498,701
投资资产	164,646	206,205	304,044	412,459	497,789
其他资产	313	413	522	715	913
总负债	163,571	202,375	297,993	374,875	455,098
股东权益	1,388	4,243	6,573	38,299	43,603

评估价值（百万元）	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
内含价值（EV）		20,334	28,084	62,150	72,840
一年新业务价值（NBV）		4,084	4,741	4,729	5,533

估值指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
每股收益（EPS）	0.578	2.266	1.901	0.965	1.773
每股净资产（BVPS）	1.157	3.536	5.478	12.082	13.755
每股内含价值（EVPS）		16.945	23.403	19.606	22.978
每股新业务价值（NBVPS）		3.403	3.951	1.492	1.745

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本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任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com