



**CICC**  
中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED

# 首次关注

证券研究报告

2012年1月19日

保险

研究部

毛军华<sup>1</sup>

分析师, SAC 执业证书编号:  
S0080511020001  
maojh@cicc.com.cn

推荐

## 新华保险 (601336.SH) 销售领先, 变革创新再续华章

### 主要财务信息

| (人民币百万元)         | 2010      | 2011E     | 2012E     | 2013E     |
|------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 保险业务收入           | 91,679    | 94,797    | 110,536   | 133,038   |
| 已赚净保费            | 91,583    | 94,696    | 110,407   | 132,876   |
| 投资收益             | 10,474    | 15,123    | 22,112    | 25,478    |
| 收入总额             | 102,709   | 110,298   | 133,022   | 158,882   |
| 赔款及保户利益          | (100,192) | (107,179) | (125,954) | (152,617) |
| 净利润              | 2,249     | 2,774     | 5,066     | 4,462     |
| (+/-%)           | (15%)     | 23%       | 83%       | (12%)     |
| 每股净利润 (人民币)      | 1.87      | 0.89      | 1.62      | 1.43      |
| 每股净资产 (人民币)      | 5.47      | 8.87      | 10.19     | 11.35     |
| 平均净资产收益率(%)      | 34.2%     | 10.0%     | 15.9%     | 12.6%     |
| 市盈率-A股(X)        | 15.9      | 33.4      | 18.3      | 20.8      |
| 市净率-A股(X)        | 5.4       | 3.4       | 2.9       | 2.6       |
| 现金分红收益率(%)       | 0.0%      | 0.0%      | 1.1%      | 1.0%      |
| 寿险业务每股内含价值 (人民币) | 23.40     | 16.61     | 20.01     | 23.95     |
| 每股新业务价值 (人民币)    | 3.95      | 1.51      | 1.77      | 2.20      |
| P/EV(X)          | 1.3       | 1.8       | 1.5       | 1.2       |
| 新业务价值倍数(X)       | 1.6       | 8.7       | 5.5       | 2.6       |

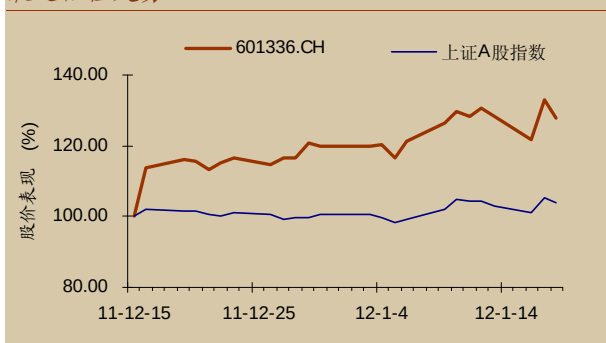
### 股票信息

| H-股              | A-股             |
|------------------|-----------------|
| 1336.HK          | 601336.CH       |
| HK\$ 27.85       | RMB 29.73       |
| HK\$ 41.8        | -               |
| 15.67            | 6.46            |
| HK\$ 28.35/22.95 | RMB 30.95/23.25 |
| 105,056          | 85,416          |
| 3,120            | 3,120           |
| 948              | 948             |
| 主要股东 (持股比例)      | 中央汇金 (31.26%)   |

### 最近估值走势

|                   | Last week | 1m     | 3m    | YTD   |
|-------------------|-----------|--------|-------|-------|
| [601336.CH]       | -0.47     | +12.44 | n.a.  | +6.67 |
| [SHASHR index]    | -0.43     | +1.86  | -4.90 | +3.05 |
| [Insurance index] | +2.58     | +5.84  | +7.05 | +7.81 |

### 最近估值走势



### 投资亮点:

受益于寿险行业从底部反转的行情以及公司高于同业的新业务价值增速水平, 我们首次关注新华保险, 给予“推荐”的投资评级, 每股合理价值为人民币 34.6 元, 隐含 2012 年 P/EV 和新业务价值倍数分别为 1.73x 和 10.2x。

**资本补充带来巨大业绩改善潜力。**新华人寿在资本补充后将在低覆盖、高产能的地区加速设置分支机构, 我们预计未来三年保费收入复合增速为 18.5%。另外, 2010 年起公司在新管理层领导下, 采取的开发升级银保渠道以及提升营销员产能等有力措施, 也将对 2012 年发展产生积极影响。

**业务结构的改善将提升新业务价值利润率。**在产品结构上, 新华将销售长期期缴产品作为首要目标, 着力提升代理人渠道的新单保费收入。在扩张和提升现有业务的基础上, 新华人寿面对城镇化和老龄化的机遇, 积极筹划进军养老和健康产业, 开发和丰富相关保险产品, 将有助于公司建立战略领先地位, 提供持续增长潜力。我们预计, 新华人寿的新业务价值利润率将从 2010 年的 17.8% 提升至 2013 年的 22.5%。

### 财务预测:

**未来三年净利润和新业务价值的复合增速分别为 26.8% 和 20.8%。**我们预计未来三年保费收入复合增速为 18.5%, 投资收益率稳中有升, 这将推动净利润复合增速达到 26.8%。我们预期未来三年首年保费复合增速约为 13.7%, 新业务价值利润率提升 4.7 个百分点至 22.5%, 从而带动新业务价值复合增速达到 20.8%。

### 估值:

新华人寿目前 A/H 股隐含的 P/EV 倍数为 1.5/1.1 倍, 新业务价值倍数为 5.5/1.4, 股价隐含着成长性较低的市场预期。我们认为公司具有较高的投资价值, 给予“推荐”评级。

### 风险:

1) 股票市场持续低迷导致公司未来投资回报率未能达到预期目标; 2) 公司的内含价值和新业务价值对精算假设较为敏感。

<sup>1</sup> 报告贡献人: 唐圣波 (shengbo.tang@cicc.com.cn)

## 目录

|                                             |           |
|---------------------------------------------|-----------|
| <b>市场地位和销售能力领先的持续高成长性寿险公司 .....</b>         | <b>6</b>  |
| 领先的市场地位 .....                               | 6         |
| 卓越的销售能力 .....                               | 11        |
| 持续高成长 .....                                 | 13        |
| <b>寿险行业转型的先行者 .....</b>                     | <b>15</b> |
| 客户转型：“抓住主流客户，拓展高端客户，与客户共同成长”的有效客户发展战略 ..... | 15        |
| 营销方式转型：从粗放式向精细化、差异化转变 .....                 | 16        |
| 销售渠道转型：挖掘高价值客户群 .....                       | 17        |
| 业务结构转型：以价值为导向 .....                         | 20        |
| <b>寿险业最具潜力创新业务领域的启航者 .....</b>              | <b>23</b> |
| 健康和养老产业是最具增长潜力的创新业务领域 .....                 | 24        |
| 寿险公司有望成为养老和健康产业价值链的重要整合者 .....              | 28        |
| 新华人寿筹划加大健康和养老产业的投入 .....                    | 32        |
| <b>资本补充带来巨大业绩改善潜力 .....</b>                 | <b>34</b> |
| 资本补充解除公司在机构铺设和投资范围上受到的监管限制 .....            | 34        |
| 铺设新机构将促进公司业务持续高速增长 .....                    | 35        |
| 拓宽投资渠道范围将提升投资收益率水平 .....                    | 35        |
| <b>财务预测与盈利增长 .....</b>                      | <b>38</b> |
| 归属母公司股东净利润复合增速达到 26.8% .....                | 38        |
| 保费收入稳健增长 .....                              | 38        |
| 投资收益稳中有升 .....                              | 39        |
| 综合费用率维持平稳 .....                             | 39        |
| 保险给付和赔付比例略有上升 .....                         | 40        |
| 偿付能力满足监管要求 .....                            | 41        |
| <b>新华人寿应当享有成长性溢价 .....</b>                  | <b>43</b> |
| 绝对估值区间 .....                                | 43        |
| 新业务价值倍数享有溢价 .....                           | 48        |
| <b>风险因素 .....</b>                           | <b>51</b> |
| 股票市场持续低迷 .....                              | 51        |
| 精算假设风险 .....                                | 51        |
| 关国亮特殊事件 .....                               | 52        |
| <b>附录 .....</b>                             | <b>53</b> |
| 发行计划 .....                                  | 53        |
| 公司历史沿革 .....                                | 55        |
| 公司高级管理人员介绍 .....                            | 56        |
| 中国寿险行业当前形势和发展趋势 .....                       | 57        |
| 寿险公司估值方法 .....                              | 63        |

## 图表

|                                                |    |
|------------------------------------------------|----|
| 图表 1: 盈利预测表 .....                              | 5  |
| 图表 2: 新华人寿审时度势的战略定位能力 .....                    | 6  |
| 图表 3: 新华人寿市场占有率不断提升 .....                      | 7  |
| 图表 4: 2010 年新华人寿在重点省份保费收入市场占有率位居前列 .....       | 7  |
| 图表 5: 寿险营销员人数保持平稳 .....                        | 8  |
| 图表 6: 新华人寿以个人寿险业务为主 .....                      | 8  |
| 图表 7: 个人寿险业务以银行保险为主 .....                      | 9  |
| 图表 8: 续收业务成为保费收入的重要组成部分 .....                  | 9  |
| 图表 9: 续收业务成为新的增长点 .....                        | 10 |
| 图表 10: 保单继续率不断提升 .....                         | 10 |
| 图表 11: 个人客户数量增长迅猛 .....                        | 10 |
| 图表 12: 机构客户数量飞速增长 .....                        | 11 |
| 图表 13: 新华人寿网点产能高于同业 .....                      | 11 |
| 图表 14: 新华人寿具有较高的银行网点效率 .....                   | 12 |
| 图表 15: 寿险代理人产能不断提高 .....                       | 12 |
| 图表 16: 新华人寿以销售分红险产品为主 .....                    | 13 |
| 图表 17: 过去 5 年新华人寿保费收入增长速度快于同业 .....            | 14 |
| 图表 18: 过去 2 年新华人寿营销员渠道首年保费增速领先同业 .....         | 14 |
| 图表 19: 新华人寿 6 月以来保费收入强劲反弹 .....                | 14 |
| 图表 20: 新华人寿下半年市场份额跃居全行业第二 .....                | 14 |
| 图表 21: 寿险公司应当采取个人客户细分战略 .....                  | 15 |
| 图表 22: 寿险业客户主体将从目前的大众客户为主向未来的大众富裕客户为主过渡 .....  | 16 |
| 图表 23: 寿险公司应当建立以客户为中心的精细化、差异化产品和服务战略 .....     | 17 |
| 图表 24: 寿险公司应当采取差异化的代理人管理模式 .....               | 18 |
| 图表 25: 营销员渠道绩优人数占比和人均首年保费逐年快速提升 .....          | 18 |
| 图表 26: 银行保险客户经理取得 BFP 认证人数显著增加 .....           | 19 |
| 图表 27: 快速发展的财富管理渠道业务 .....                     | 20 |
| 图表 28: 新华人寿期缴业务占比优于同业，特别是在银保渠道处于领先水平 .....     | 21 |
| 图表 29: 新华人寿致力于销售长期期缴产品 .....                   | 21 |
| 图表 30: 新华人寿长期缴占比高过中国人寿 .....                   | 21 |
| 图表 31: 新业务价值利润率自 2010 年启动业务转型战略以来逐步提升 .....    | 22 |
| 图表 32: 覆盖客户全生命周期的寿险产品 .....                    | 23 |
| 图表 33: 新华保险将形成寿险本业和相关产业协调发展的局面 .....           | 23 |
| 图表 34: 中国老年人口总数在 2015 年将达到 15% .....           | 24 |
| 图表 35: 中国人口老龄化速度很快 .....                       | 24 |
| 图表 36: 养老基金资产快速增长 .....                        | 25 |
| 图表 37: 养老保险公司年金受托管理资产占 GDP 处于较低水平 .....        | 25 |
| 图表 38: 人均养老保险保费较低 .....                        | 25 |
| 图表 39: 国内养老险公司稳健增长 .....                       | 26 |
| 图表 40: 中国健康医疗费用支出相比 OECD 国家还有巨大潜力 .....        | 26 |
| 图表 41: 中国城镇居民保健医疗支出不断提高，同时私人支付占医疗支出的比例较高 ..... | 27 |
| 图表 42: 2000-2010 年中国健康保险保费收入复合增速达到 26% .....   | 27 |
| 图表 43: 中国健康保险深度与密度还有提高空间 .....                 | 27 |
| 图表 44: 养老产业价值链 .....                           | 28 |
| 图表 45: 监管机构支持保险公司投资养老产业 .....                  | 29 |
| 图表 46: 国内保险公司开始投资养老产业 .....                    | 29 |
| 图表 47: 健康产业价值链 .....                           | 30 |
| 图表 48: 健康保险需要实现疾病保障和健康服务的一体化业务模式 .....         | 30 |
| 图表 49: 英国 BUPA 将保险与健康产业相结合 .....               | 31 |
| 图表 50: Wellpoint 通过健康管理业务控制了赔付率 .....          | 31 |
| 图表 51: 韩国经验表明高收入客户更倾向于选择保障型产品 .....            | 32 |
| 图表 52: 新华人寿 1H11 健康险占比约为 5% .....              | 33 |

|                                                          |    |
|----------------------------------------------------------|----|
| 图表 53: 新华人寿健康险总保费占比将不断提升.....                            | 33 |
| 图表 54: AIA 的经验表明长期健康险具有较高的新业务价值利润率.....                  | 33 |
| 图表 55: 新华人寿偿付能力充足率最近三年低于监管水平.....                        | 34 |
| 图表 56: 保监会对偿付能力不足公司的监管限制.....                            | 34 |
| 图表 57: 分支机构开设将推动保费收入快速增长.....                            | 35 |
| 图表 58: 现有机构产能不变的三年保费增长率分析 以及 现有分支机构产能提升 5%，三年保费增长率分析.... | 35 |
| 图表 59: 新华人寿固定收益类投资占比高于可比上市公司水平.....                      | 36 |
| 图表 60: 主要寿险公司投资收益率对比.....                                | 36 |
| 图表 61: 投资范围监管限制放开将提升中长期投资收益率 90bp.....                   | 36 |
| 图表 62: 新华人寿未来投资收益率敏感性测试.....                             | 37 |
| 图表 63: 保费收入保持平稳增长.....                                   | 38 |
| 图表 64: 投资收益表现平稳.....                                     | 39 |
| 图表 65: 综合费用率维持平稳.....                                    | 39 |
| 图表 66: 保险给付与赔付支出.....                                    | 40 |
| 图表 67: 长期寿险准备金贴现率变化对准备金计提的影响.....                        | 40 |
| 图表 68: 新华人寿未来偿付能力充足率预测及情景分析.....                         | 41 |
| 图表 69: 新华人寿损益表.....                                      | 41 |
| 图表 70: 新华人寿资产负债表.....                                    | 42 |
| 图表 71: 新华人寿主要财务比率.....                                   | 42 |
| 图表 72: 内含价值和新业务价值预测的假设.....                              | 43 |
| 图表 73: 内含价值的构成.....                                      | 43 |
| 图表 74: 内含价值变动分析.....                                     | 44 |
| 图表 75: 新华人寿新业务价值利润率存在提升空间.....                           | 44 |
| 图表 76: 友邦保险的意外险和健康险产品利润率远高于国内主要保险产品.....                 | 44 |
| 图表 77: 新华人寿一年新业务价值.....                                  | 45 |
| 图表 78: 新业务价值贴现模型的主要参数.....                               | 45 |
| 图表 79: 新华人寿三阶段一年新业务价值估值模型.....                           | 46 |
| 图表 80: 不同折现率下的新华人寿 2011 年底评估价值.....                      | 46 |
| 图表 81: 不同折现率下的新华人寿 2011 年底每股价值.....                      | 47 |
| 图表 82: 不同折现率下的新华人寿 2011 年底内含价值倍数.....                    | 47 |
| 图表 83: 不同折现率下的新华人寿 2011 年底新业务价值倍数.....                   | 47 |
| 图表 84: 复合保费收入增速降低的影响.....                                | 47 |
| 图表 85: 新华人寿新业务价值增速快于同业.....                              | 48 |
| 图表 86: 新华人寿负利率保单占比较低.....                                | 48 |
| 图表 87: 2012 年 P/EV 与 2013 年 ROEV 正向相关.....               | 48 |
| 图表 88: 核心内含价值回报率.....                                    | 49 |
| 图表 89: 2012 年 P/B 与 2013 年 ROE 的回归关系.....                | 49 |
| 图表 90: 可比公司估值.....                                       | 50 |
| 图表 91: 国外可比公司估值.....                                     | 50 |
| 图表 92: 股票市场波动对新华人寿的影响.....                               | 51 |
| 图表 93: 主要精算假设的敏感性分析.....                                 | 51 |
| 图表 94: 新华人寿主要精算假设并不激进.....                               | 52 |
| 图表 95: 发行计划.....                                         | 53 |
| 图表 96: 新华人寿发行后股权结构.....                                  | 54 |
| 图表 97: 新华人寿高级管理人员介绍.....                                 | 56 |
| 图表 98: 中国是全球发展最快的寿险市场之一.....                             | 57 |
| 图表 99: 中国的寿险密度和寿险深度近年均稳步上升.....                          | 57 |
| 图表 100: 中国寿险业保险密度和深度仍处于较低水平.....                         | 58 |
| 图表 101: 主要寿险公司万能险结算利率比较.....                             | 59 |
| 图表 102: 代理人增速放缓，但产能提升.....                               | 59 |
| 图表 103: 业务发展模式转型带来业务结构改善.....                            | 60 |
| 图表 104: 预计未来十年寿险保费复合增速位于[10%-17%]区间.....                 | 60 |
| 图表 105: 未来的消费者将更加追求个性化的风险管理产品和服务.....                    | 61 |
| 图表 106: 未来保险市场主体竞争格局.....                                | 62 |
| 图表 107: 内含价值/评估价值的构成和计算过程.....                           | 63 |

图表 1: 盈利预测表

| 损益表 (人民币, 百万元)   | 2010           | 2011E           | 2012E           | 2013E           | 资产负债表增长率 (%)   | 2010 Y/Y    | 2011 Y/Y     | 2012 Y/Y     | 2013 Y/Y     |
|------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 寿险保费             | 91,679         | 94,797          | 110,536         | 133,038         | 总投资资产          | 48.7%       | 33.4%        | 22.2%        | 21.6%        |
| 非寿险保费            | -              | -               | -               | -               | 总资产            | 47.4%       | 31.7%        | 21.3%        | 20.9%        |
| <b>总保费及管理费收入</b> | <b>91,679</b>  | <b>94,797</b>   | <b>110,536</b>  | <b>133,038</b>  | 保险合同负债         | 43.2%       | 30.2%        | 26.7%        | 25.5%        |
| 减: 分出保费          | 32             | 33              | 38              | 46              | 投资合同负债         | -3.1%       | -3.0%        | -2.7%        | -2.3%        |
| 净保费收入            | 91,711         | 94,829          | 110,574         | 133,084         | 总负债            | 47.2%       | 25.3%        | 21.7%        | 21.6%        |
| 减: 净提取未到期责任准备金   | (127)          | (133)           | (167)           | (208)           | 股东权益合计         | 54.9%       | 321.0%       | 14.9%        | 11.4%        |
| <b>已赚净保费</b>     | <b>91,583</b>  | <b>94,696</b>   | <b>110,407</b>  | <b>132,876</b>  | 归属于母公司股东的股东权益  | 54.9%       | 321.4%       | 14.9%        | 11.4%        |
| 赔付及保户利益          | (83,611)       | (89,786)        | (105,823)       | (128,559)       | <b>每股数据(元)</b> | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 综合费用             | (16,500)       | (17,462)        | (20,406)        | (24,333)        | EPS            | 1.87        | 0.89         | 1.62         | 1.43         |
| <b>承保利润</b>      | <b>(8,528)</b> | <b>(12,552)</b> | <b>(15,821)</b> | <b>(20,017)</b> | 增长率            | -15.5%      | -52.5%       | 82.6%        | -11.9%       |
| 净投资收益            | 9,371          | 13,529          | 18,564          | 20,951          | BPS            | 5.47        | 8.87         | 10.19        | 11.35        |
| <b>总投资收益</b>     | <b>10,474</b>  | <b>15,123</b>   | <b>22,112</b>   | <b>25,478</b>   | 增长率            | 54.9%       | 62.1%        | 14.9%        | 11.4%        |
| 其他利润             | 309            | 446             | 468             | 492             | 每股股利           | -           | -            | 0.32         | 0.30         |
| <b>税前利润</b>      | <b>2,255</b>   | <b>3,018</b>    | <b>6,759</b>    | <b>5,954</b>    | 集团每股内含价值       | 23.40       | 16.61        | 20.01        | 23.95        |
| 所得税              | (5)            | (241)           | (1,690)         | (1,488)         | 增长率            | 38.1%       | -29.0%       | 20.5%        | 19.7%        |
| <b>净利润</b>       | <b>2,251</b>   | <b>2,776</b>    | <b>5,069</b>    | <b>4,465</b>    | 每股新业务价值        | 3.95        | 1.51         | 1.77         | 2.20         |
| 归属于公司股东的净利润      | 2,249          | 2,774           | 5,066           | 4,462           | 增长率            | 16.1%       | -61.8%       | 17.3%        | 24.3%        |

| 资产负债表 (人民币, 百万元) | 2010           | 2011E          | 2012E          | 2013E          | 寿险新业务保费               | 2010          | 2011E         | 2012E         | 2013E         |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 现金及存款投资          | 82,568         | 130,628        | 153,359        | 186,543        | 趸缴新单保费                | 32,542        | 21,899        | 22,568        | 26,639        |
| 债权投资             | 164,726        | 211,825        | 258,746        | 314,731        | 期缴新单保费                | 23,423        | 20,226        | 22,836        | 27,846        |
| 股权投资             | 38,494         | 40,439         | 56,454         | 68,669         | 新业务合计                 | <b>55,965</b> | <b>42,126</b> | <b>45,404</b> | <b>54,485</b> |
| 其他投资             | 2,922          | 2,244          | 1,889          | 2,295          | 新业务保费增长率              | 25.0%         | -24.7%        | 7.8%          | 20.0%         |
| <b>总投资资产</b>     | <b>288,710</b> | <b>385,136</b> | <b>470,447</b> | <b>572,238</b> | 标准保费                  | 26,677        | 22,416        | 25,093        | 30,510        |
| <b>总资产</b>       | <b>304,566</b> | <b>400,971</b> | <b>486,260</b> | <b>588,023</b> | 标准保费增长率               | 23.7%         | -16.0%        | 11.9%         | 21.6%         |
| 保险合同负债           | 234,625        | 305,515        | 387,187        | 485,751        | 新业务价值利润率              | 17.8%         | 21.0%         | 22.0%         | 22.5%         |
| 投资合同负债           | 19,538         | 18,951         | 18,437         | 18,012         |                       |               |               |               |               |
| 次级债              | 0              | 5,000          | 5,000          | 5,000          |                       |               |               |               |               |
| 其他负债             | 43,830         | 43,830         | 43,830         | 43,830         | <b>内含价值(人民币, 百万元)</b> | <b>2010</b>   | <b>2011E</b>  | <b>2012E</b>  | <b>2013E</b>  |
| <b>总负债</b>       | <b>297,993</b> | <b>373,296</b> | <b>454,454</b> | <b>552,593</b> | 集团内含价值                | 28,084        | 51,825        | 62,430        | 74,702        |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>6,573</b>   | <b>27,675</b>  | <b>31,805</b>  | <b>35,430</b>  | 增长率                   | 38.1%         | 84.5%         | 20.5%         | 19.7%         |
| 股本               | 1,200          | 3,120          | 3,120          | 3,120          | 一年新业务价值               | 4,741         | 4,707         | 5,520         | 6,865         |
| 归属于公司股东的股东权益     | 6,567          | 27,672         | 31,800         | 35,422         | 增长率                   | 16.1%         | -0.7%         | 17.3%         | 24.3%         |

| 损益表增长率 (%)       | 2010 Y/Y      | 2011 Y/Y     | 2012 Y/Y     | 2013 Y/Y      | 投资组合 (%)         | 2010        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
|------------------|---------------|--------------|--------------|---------------|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 寿险保费             | 41.0%         | 3.4%         | 16.6%        | 20.4%         | 现金及存款投资          | 28.6%       | 33.9%        | 32.6%        | 32.6%        |
| 非寿险保费            | n.a.          | n.a.         | n.a.         | n.a.          | 债权投资             | 57.1%       | 55.0%        | 55.0%        | 55.0%        |
| <b>总保费及管理费收入</b> | <b>41.0%</b>  | <b>3.4%</b>  | <b>16.6%</b> | <b>20.4%</b>  | 股权投资             | 13.3%       | 10.5%        | 12.0%        | 12.0%        |
| 净保费收入            | 40.9%         | 3.4%         | 16.6%        | 20.4%         | 其他投资             | 1.0%        | 0.6%         | 0.4%         | 0.4%         |
| <b>已赚净保费</b>     | <b>40.9%</b>  | <b>3.4%</b>  | <b>16.6%</b> | <b>20.4%</b>  | <b>投资收益率 (%)</b> | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 赔付及保户利益          | 47.5%         | 7.4%         | 17.9%        | 21.5%         | 净投资收益率           | 3.9%        | 4.0%         | 4.0%         | 4.0%         |
| 综合费用             | 15.6%         | 5.8%         | 16.9%        | 19.2%         | 总投资收益率           | 4.3%        | 4.5%         | 4.9%         | 4.9%         |
| <b>承保利润</b>      | <b>42.9%</b>  | <b>47.2%</b> | <b>26.1%</b> | <b>26.5%</b>  | 净资产收益率           | 34.2%       | 10.0%        | 15.9%        | 12.6%        |
| 净投资收益            | 30.4%         | 44.4%        | 37.2%        | 12.9%         | 总资产收益率           | 0.7%        | 0.7%         | 1.0%         | 0.8%         |
| <b>总投资收益</b>     | <b>28.9%</b>  | <b>44.4%</b> | <b>46.2%</b> | <b>15.2%</b>  | <b>偿付能力充足率</b>   | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 税前利润             | -14.9%        | 33.8%        | 124.0%       | -11.9%        | 偿付能力充足率 (寿险)     | 35%         | 184%         | 166%         | 145%         |
| <b>净利润</b>       | <b>-15.4%</b> | <b>23.4%</b> | <b>82.6%</b> | <b>-11.9%</b> |                  |             |              |              |              |
| 归属于母公司的净利润       | -15.5%        | 23.4%        | 82.6%        | -11.9%        |                  |             |              |              |              |

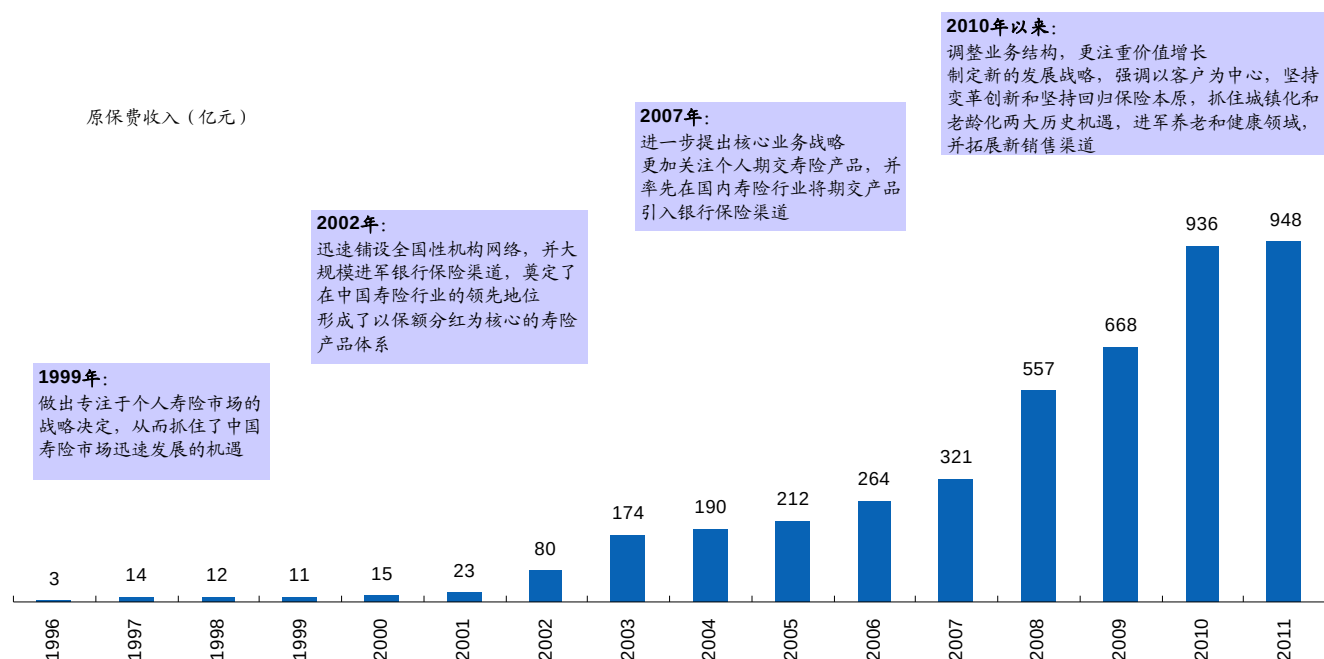
资料来源: 新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书; 中金公司研究部



## 市场地位和销售能力领先的持续高成长性寿险公司

新华人寿在 15 年的发展过程中，多次在关键时刻审时度势，及时制定切合中国市场发展脉络的发展战略，准确把握市场发展机遇。1999 年，公司做出专注于个人寿险市场的战略决定，同年大规模进军银行保险渠道，迅速奠定了在银行保险渠道的国内领先地位。2002 年到 2004 年，公司又形成了以保额分红为核心的产品体系，巩固了在国内寿险市场的领先地位。2007 至 2009 年，公司进一步提出了“核心业务战略”，明确了核心业务策略和强调价值持续增长的总体战略导向。为此，公司更加关注个人期缴寿险产品，并在国内寿险行业较早将期缴产品引入银行保险渠道（图表 2）。过去的 15 年中，新华人寿不仅成为了市场地位领先的寿险公司，更锤炼出了强大的销售执行能力和突出的产品创新能力，成为业界公认的销售能力领先的寿险公司。

图表 1：新华人寿审时度势的战略定位能力



资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；保险年鉴；中金公司研究部 注：2011 年保费基于新准则，其他基于旧准则

## 领先的市场地位

### 市场份额位居前列

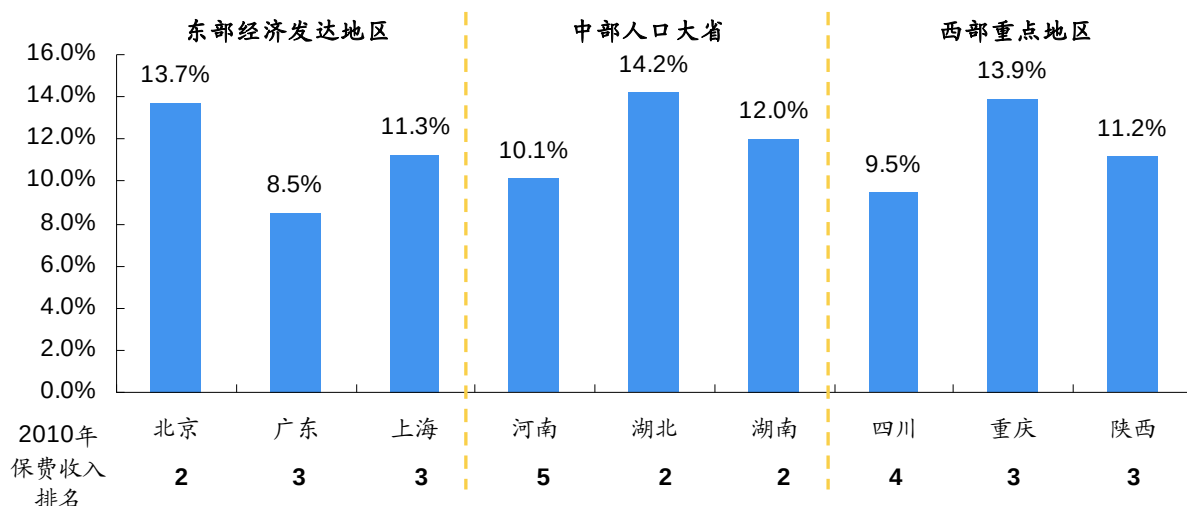
新华人寿是《保险法》颁布后成立的第一批全国性专业寿险公司之一。新华人寿专注于发展寿险业务，占据了寿险市场的领先地位。根据中国保监会的统计数据，以原保险保费收入计，新华人寿自 2000 年以来一直位居全国寿险公司前五位，市场占有率由 2000 年的 1.5% 逐年上升至 2010 年的 8.9%，在中国寿险公司排名中从第五位上升至第三位，2011 年前 11 个月新华人寿的市场份额进一步提升至 9.9%（图表 3）。在保费收入重点地区如东部经济发达地区、中部人口大省以及西部重点地区，新华人寿的保费收入排名均处于前列。根据各地保监局统计的资料，2010 年新华人寿在保费收入规模排名前十位的北京、上海、广东(除深圳)和湖北等区域的市场份额均位列前三名（图表 4）。

图表 2：新华人寿市场占有率不断提升

| 公司           | 2001          | 2002          | 2003          | 2004          | 2005          | 2006          | 2007          | 2008          | 2009          | 2010          | 2011 1-11     |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 中国人寿         | 57.2%         | 56.6%         | 54.2%         | 55.2%         | 51.0%         | 51.2%         | 43.9%         | 42.7%         | 38.1%         | 33.1%         | 35.2%         |
| 平安寿险         | 27.9%         | 23.5%         | 19.8%         | 17.2%         | 16.1%         | 17.0%         | 16.0%         | 13.8%         | 16.2%         | 15.1%         | 12.3%         |
| 新华人寿         | 1.6%          | 3.5%          | 5.8%          | 5.9%          | 5.8%          | 6.6%          | 6.6%          | 7.6%          | 8.2%          | 8.9%          | 9.9%          |
| <b>前三家小计</b> | <b>86.7%</b>  | <b>83.6%</b>  | <b>79.7%</b>  | <b>78.2%</b>  | <b>72.9%</b>  | <b>74.8%</b>  | <b>66.5%</b>  | <b>64.0%</b>  | <b>62.5%</b>  | <b>57.2%</b>  | <b>57.4%</b>  |
| 太保寿险         | 10.1%         | 10.9%         | 12.6%         | 10.8%         | 9.9%          | 9.3%          | 10.2%         | 9.0%          | 8.3%          | 8.8%          | 9.8%          |
| 泰康人寿         | 1.1%          | 2.9%          | 4.5%          | 5.5%          | 4.9%          | 5.1%          | 6.9%          | 7.9%          | 8.2%          | 8.3%          | 7.1%          |
| 人保寿险         | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.2%          | 0.9%          | 3.9%          | 6.4%          | 7.8%          | 7.3%          |
| <b>前六家小计</b> | <b>98.0%</b>  | <b>97.5%</b>  | <b>96.8%</b>  | <b>94.6%</b>  | <b>87.7%</b>  | <b>89.4%</b>  | <b>84.6%</b>  | <b>84.9%</b>  | <b>85.5%</b>  | <b>82.0%</b>  | <b>81.6%</b>  |
| 太平人寿         | 0.0%          | 0.7%          | 1.1%          | 2.0%          | 2.2%          | 2.8%          | 3.2%          | 2.6%          | 2.8%          | 3.1%          | 3.2%          |
| 生命人寿         | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.4%          | 0.9%          | 0.8%          | 1.3%          | 1.1%          | 0.9%          | 1.5%          | 2.5%          |
| 阳光人寿         | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.4%          | 0.5%          | 1.4%          | 1.7%          |
| 人保健康         | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.2%          | 0.5%          | 1.9%          | 0.8%          | 0.9%          | 0.5%          |
| <b>其他小计</b>  | <b>2.0%</b>   | <b>1.8%</b>   | <b>2.1%</b>   | <b>3.0%</b>   | <b>9.3%</b>   | <b>6.7%</b>   | <b>10.4%</b>  | <b>9.2%</b>   | <b>9.6%</b>   | <b>11.0%</b>  | <b>10.5%</b>  |
| <b>合计</b>    | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> |

资料来源：保监会；中金公司研究部

图表 3：2010 年新华人寿在重点省份保费收入市场占有率位居前列



资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；中金公司研究部

## 完备的分销渠道

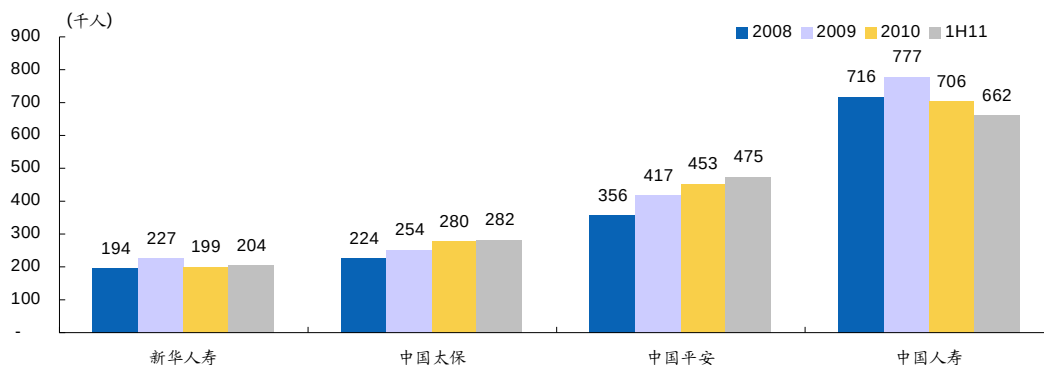
自 1996 年成立以来，新华人寿不断发展和丰富公司的机构网络，目前拥有 34 家省级分公司、264 家支公司、214 家中心支公司、954 家营销服务部和 11 家镇级营业部，网点总数达到 1477 个。同时，公司建立了多样化的分销渠道，这包括：

- ▶ 保险营销员渠道。2011 年 6 月末，新华人寿拥有 20.4 万保险营销员（图表 5）。
- ▶ 银行保险渠道：新华人寿与包括五家大型商业银行和邮政储蓄银行在内的主要商业银行签署了合作协议，拥有 1.5 万个有效银行网点、1.5 万名银行保险客户经理和 6800 名银行保险规划理财师。
- ▶ 财富渠道：新华人寿于 2010 年 4 月成立财富管理业务部，通过旗下 17 家分公司和约 900 名财富顾问为中高端客户提供风险保障和财富管理服务。
- ▶ 续收渠道：2011 年整合成立的续收团队包括约 1.5 万人，专门负责收取有效保单的期缴保费，并对现有客户进行维护和再开发。
- ▶ 团险队伍。新华人寿拥有 910 名团险直销代表，1210 名交叉销售专员和约 720 名中介销售专员。我们理解团险直销代表主要负责开拓大、中型企事业单位，交叉销售专员主要开拓中小型及个人客户资源，而通过中介分销来合作开发团体客户资源。2010 年总保费收入中 1.2% 来自于团险，新单保费中 1.8% 来自于团险（图表 6）。

► 新兴渠道。新华人寿也在积极探索电话、网络平台和短信平台等新兴销售渠道。

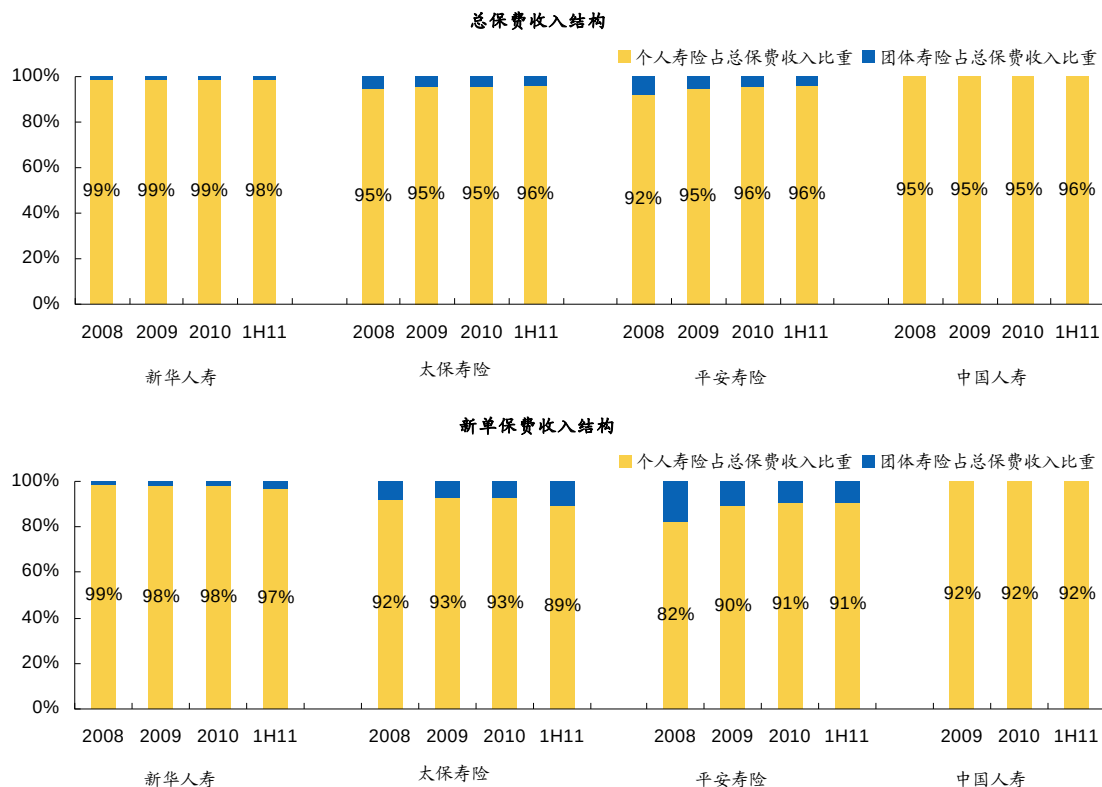
在个人寿险领域，2010 年银行保险渠道约占总保费的 67.3%，营销员渠道约占 31.3%，而财富管理渠道尚处于起步阶段，约占 0.2%，但这一比例 2011 年 6 月末已经上升到 0.7%（图表 7）。个人寿险新单保费中，2010 年银行保险渠道、营销员渠道和财富管理渠道的占比约为 79.2%、18.6%和 0.4%。

图表 4：寿险营销员人数保持平稳



资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；公司数据；中金公司研究部

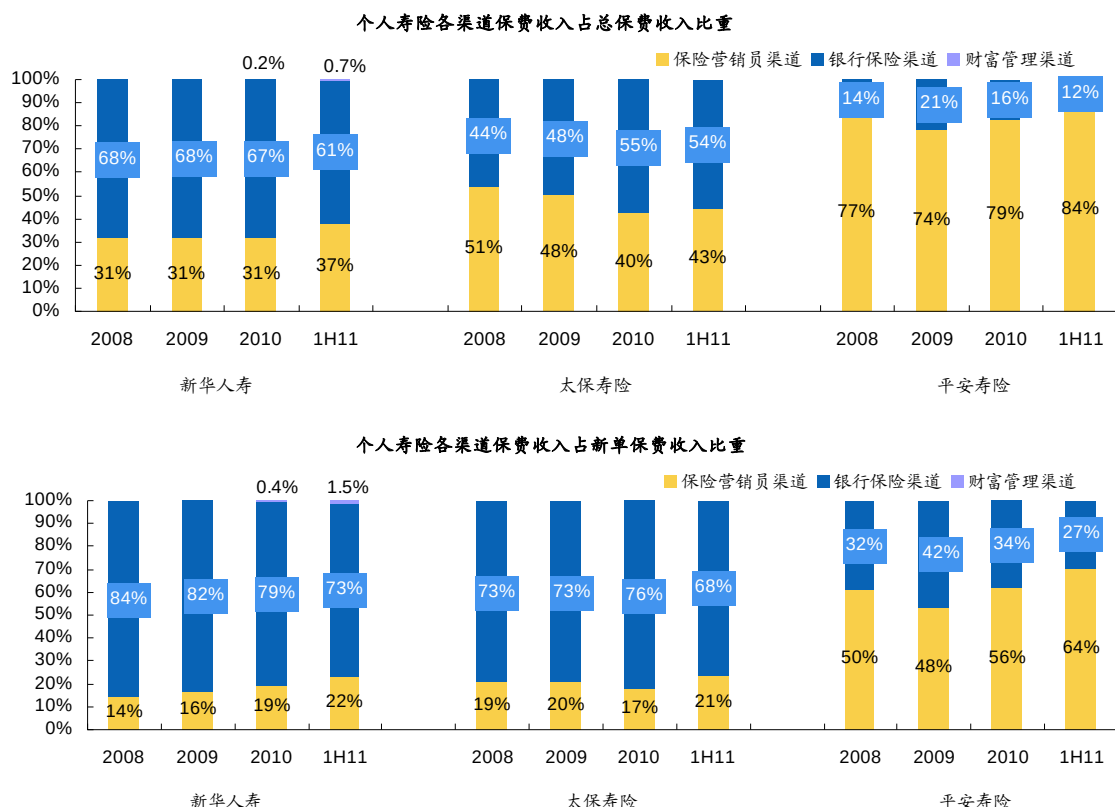
图表 5：新华人寿以个人寿险业务为主



资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；公司数据；中金公司研究部



图表 6: 个人寿险业务以银行保险为主

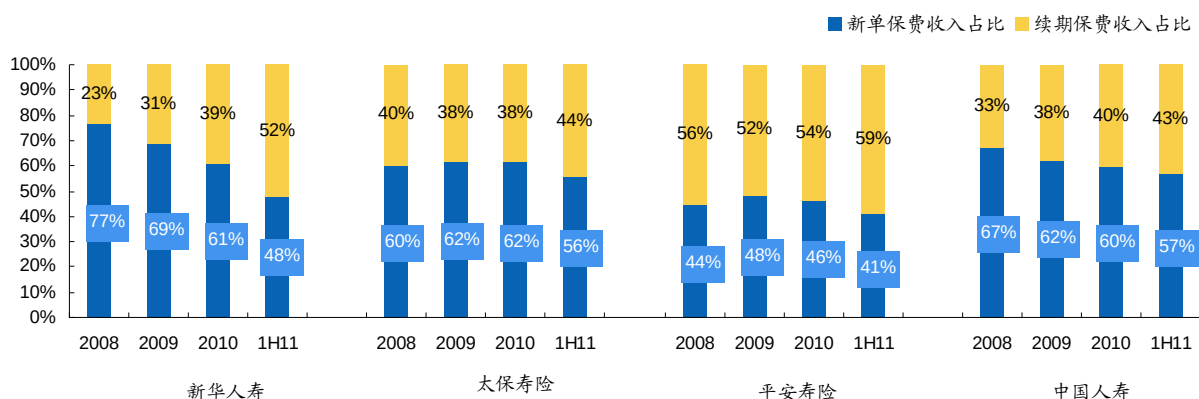


注：中国人寿未公布其分渠道保费收入数据

资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；公司数据；中金公司研究部

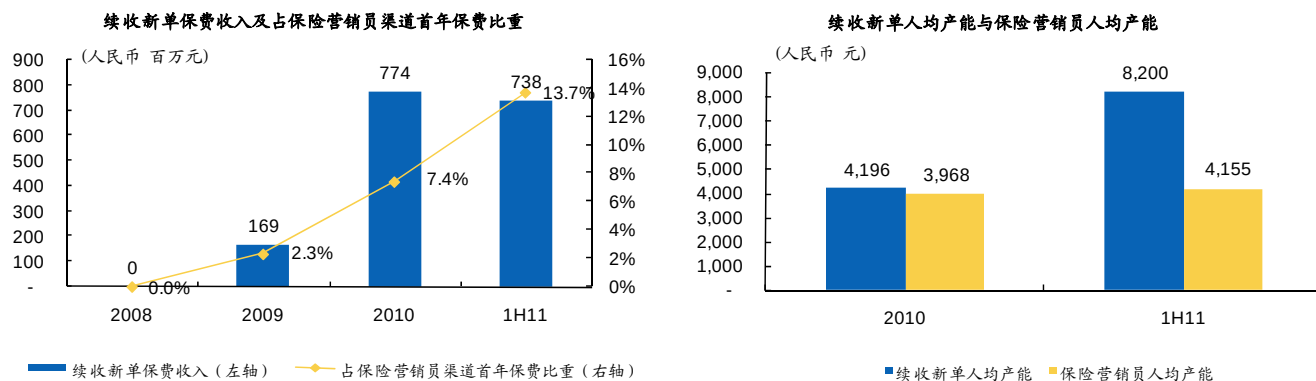
此外，续收业务的重要性也日渐显现，2010 年续期保费占了总保费收入的 39%（图表 8）。2010 年新华人寿调整续收业务的运作模式，续收新单占比从 2010 年的 7.4% 提高 2011 年 6 月末的 13.7%，续收新单人均产能 2011 年上半年达到人均每月 8200 元（图表 9）。续收团队业务模式从收费服务向综合服务的转型，采取服务经营模式，提升了客户满意度，保单继续率不断提升（图表 10）

图表 7: 续收业务成为保费收入的重要组成部分



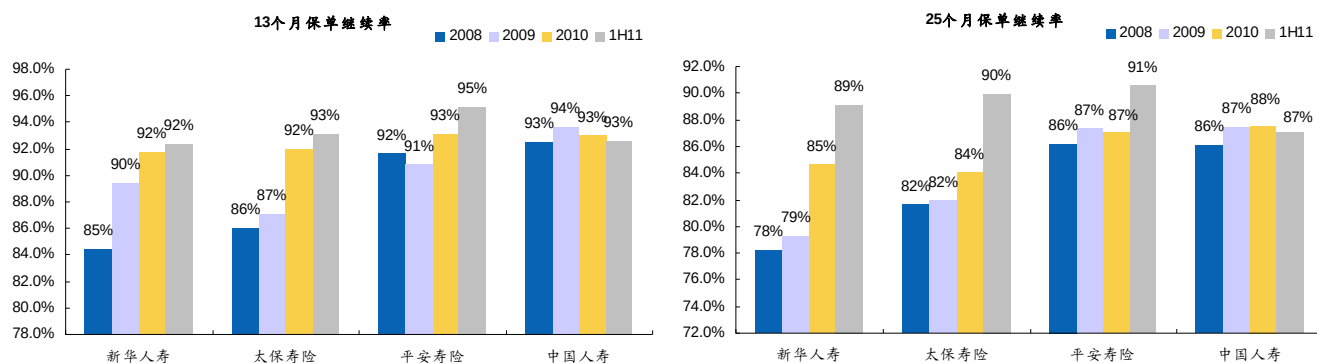
资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；公司数据；中金公司研究部

图表 8: 续收业务成为新的增长点



资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；中金公司研究部

图表 9: 保单继续率不断提升



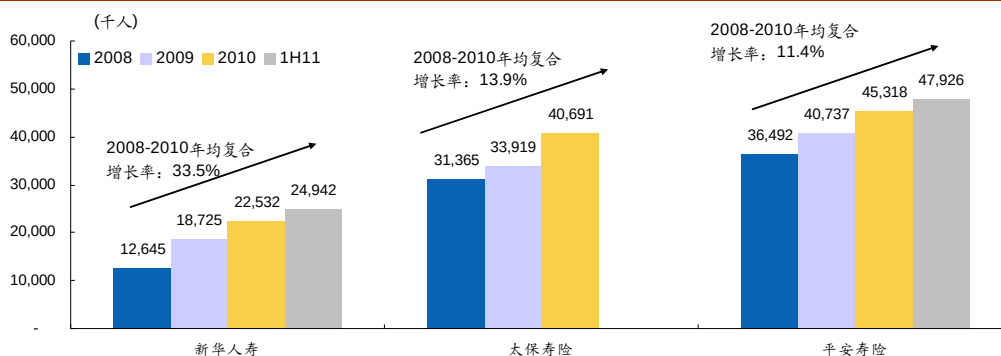
注：中国人寿保单继续率数据分别为 14 个月和 26 个月

资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；公司数据；中金公司研究部

## 广泛的客户基础

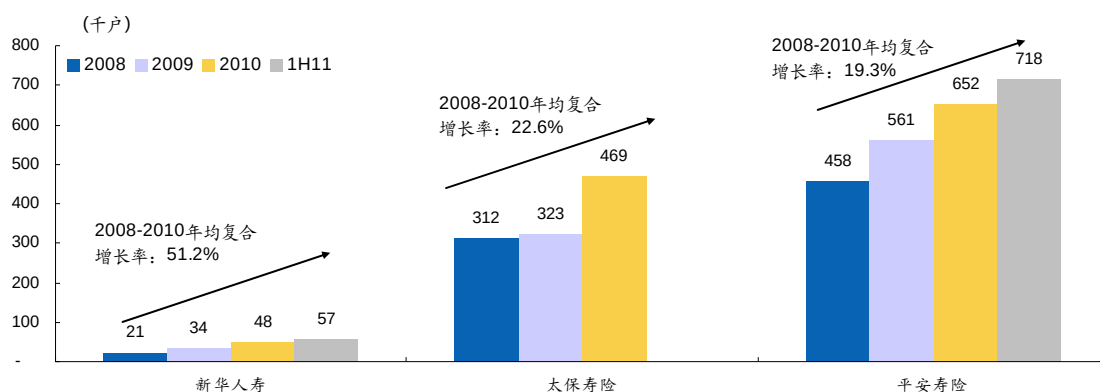
得益于公司较高的市场认知度、良好品牌形象以及专业的分销能力，新华人寿拥有广泛的客户基础。截至 2011 年 6 月 30 日，新华人寿个人客户数量达到约 2,494 万，机构客户约 5.7 万。个人客户数量自 2008 年至 2010 年的年均复合增长率为 33.5%（图表 11），机构客户数量自 2008 年至 2010 年的年均复合增长率为 51.2%，这一增速均高于太保寿险和平安寿险（图表 12）。

图表 10: 个人客户数量增长迅猛



资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；公司数据；中金公司研究部

图表 11: 机构客户数量飞速增长



资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；公司数据；中金公司研究部

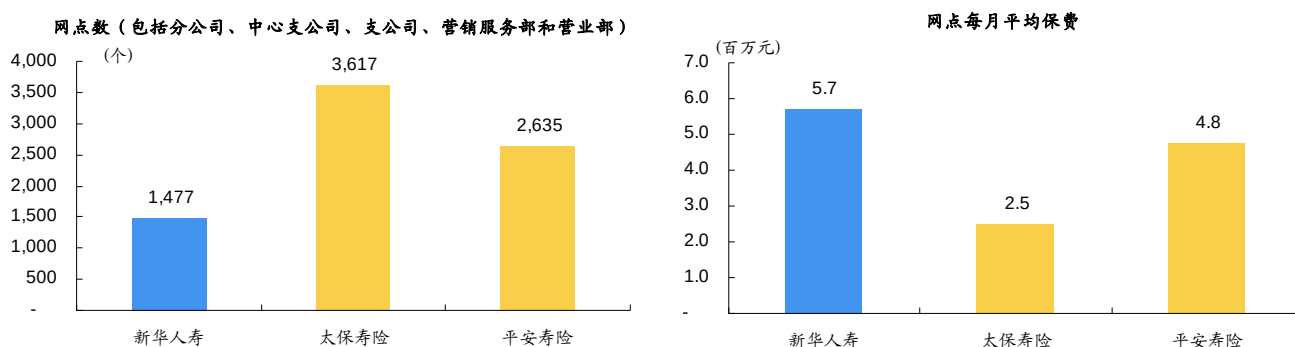
## 卓越的销售能力

### 强大的销售执行能力

公司具有中国寿险行业独树一帜的销售执行能力，无论是在机构网点产能、银行保险渠道的网点产能还是在营销员渠道的人均产能上均优于同业。

截至 2011 年 6 月底，新华人寿的网点数量仅为 1,477 个（包括中心支公司、支公司、营销服务部和营业部），同与新华人寿保费规模相似的太保寿险和平安寿险相比，新华人寿的分支机构数量最少，但机构月度网均保费收入达到 570 万元，远高于太保寿险 250 万元和平安寿险 480 万元的网点平均保费收入，这反映了新华人寿分支机构的产能较高，整体销售能力在同业中处于领先地位（图表 13）。

图表 12: 新华人寿网点产能高于同业

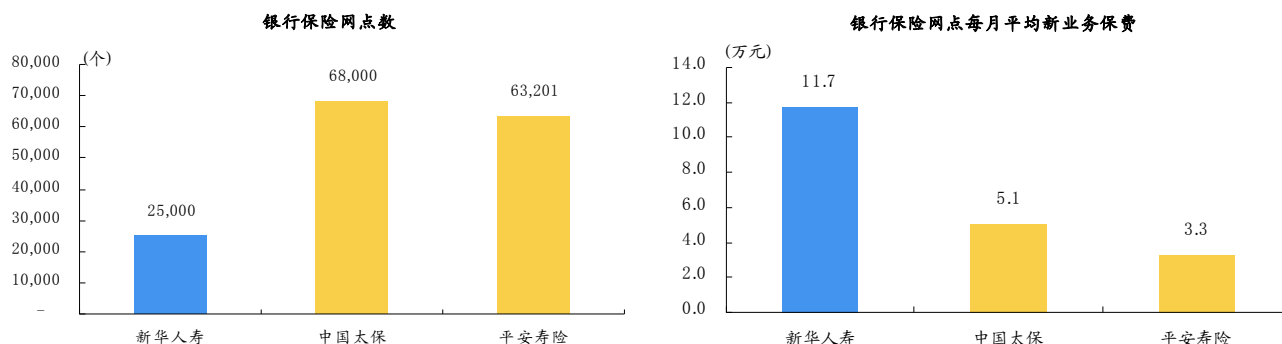


注：中国人寿未公布其机构网点个数；太保寿险数据为 2009 年 6 月 30 日数据；平安寿险数据为 2009 年末数据

资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；公司数据；中金公司研究部

从银行保险销售渠道来看，新华人寿同样领先于太保寿险和平安寿险。通过对银行保险客户经理均采用员工制而非代理制等措施，新华人寿更好地激发了银行保险渠道员工的工作热情和对公司的忠诚度。截至 2011 年 6 月底，新华人寿有超过 25000 个银行保险网点，每月平均新单保费收入为 11.7 万元，远高于太保寿险 5.1 万元和平安寿险 3.3 万元的银行网点平均保费收入水平。新华人寿的银行保险网点效率领先同业（图表 14）。

图表 13: 新华人寿具有较高的银行网点效率

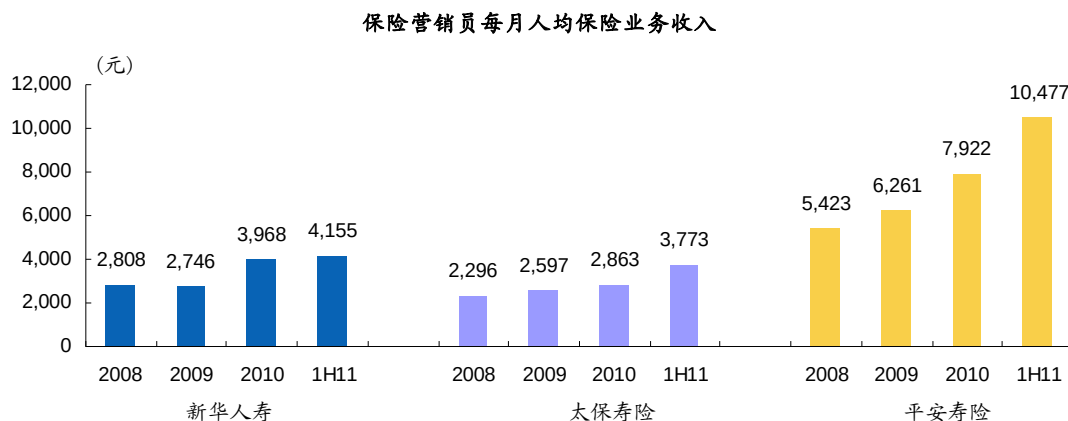


注：中国人寿未公布其银行保险网点个数；中国太保数据为 2009 年 6 月 30 日兼业代理数据

资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；公司数据；中金公司研究部

在保险营销员渠道，截至 2011 年 6 月 30 日，新华人寿共有约 20.4 万名保险营销员。通过向保险营销员提供行业领先的培训、销售支持及职业规划，以及为保险营销员实施全面的佣金制度，向绩优的保险营销员提供养老补贴、意外伤害及相关医疗保险等一系列激励措施，新华人寿的保险营销员产能显著提升，虽然略逊于平安寿险的保险营销员产能，但高于太保寿险（图表 15）。

图表 14: 寿险代理人产能不断提高

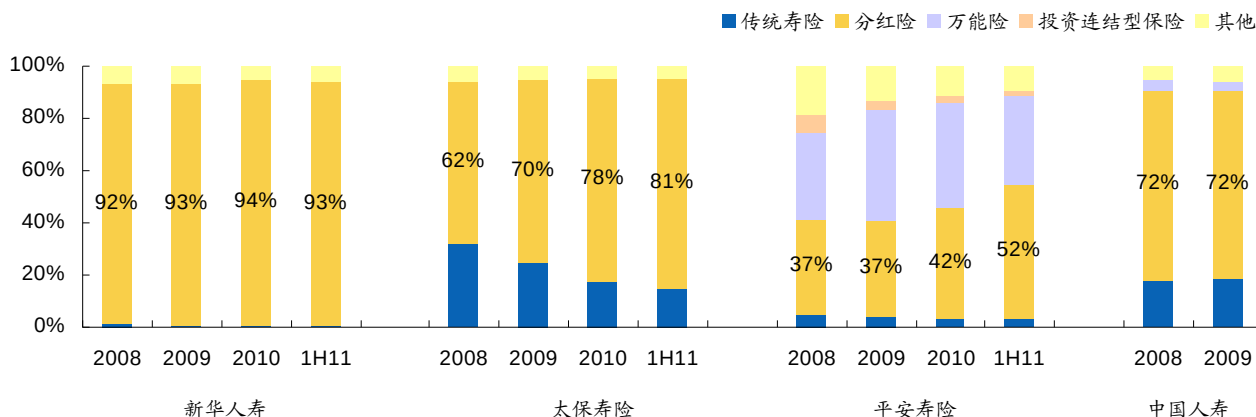


资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；公司数据；中金公司研究部

### 突出的产品创新能力

分红险是目前中国寿险市场最主要的险种，按原保险保费收入计算，分红险保费收入占寿险行业保费收入的比重从 2007 年的 45% 提高到 2010 年的 71%。新华人寿的业务重心正是在中国寿险行业占据大半份额的分红型寿险产品。在 2008 年和 2009 年，新华人寿的分红险保费收入均占据中国分红寿险市场原保险保费收入的 11.5%，排名第二，仅次于规模最大的中国人寿。2008 年以来，新华人寿分红险保费收入占个人保险业务收入的比重一直保持在 90% 以上（图表 16）。

图表 15: 新华人寿以销售分红险产品为主



注：其他包括意外险、健康险、年金

资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；公司数据；保险年鉴；中金公司研究部

与中国市场的其它多数大型保险公司所销售的分红险产品有所不同，新华人寿的分红型寿险产品以“保额分红”产品为主。所谓“保额分红”，是指分红险的保单红利是按照保额的额度进行分红，以增加保额而非以现金付款的形式分配给保单持有人。

采用“保额分红”方式较“现金分红”方式优势在于：

- ▶ 投资方面，“现金分红”方式要求保险公司将红利以现金形式按时分配出去，会减少投资资产，使这部分资金不能被保险公司有效利用，每年的红利支付也会构成保险公司的现金流压力，从而降低保险公司对长期资产的投资比例，在一定程度上影响总的投资效益，最终影响客户获得的红利。而“保额分红”无需保险公司进行现金支付，降低了保险公司红利管理成本，并可将更多现金留存在保险资金内进行投资，使保险公司和投保人获得更高的收益。
- ▶ 从保障的角度来看，“保额分红”是以保额为基础进行分红，采用复利递增的方式将当期红利增加到保单的现有保额之上，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，这在一定程度上可以缓解因通货膨胀可能导致的保障贬值，这对于保单持有人而言，具有较强的吸引力，也有助于提高客户的忠诚度。

虽然从长期来看，“保额分红”的方式会增加偿付能力充足率方面的压力，但是其在投资方面的优势正逐渐被越来越多的保险公司所青睐，目前已有阳光人寿，长城人寿等原先销售“现金分红”方式保险产品的寿险公司转而开始策划“保额分红”方式产品的开发。

## 持续高成长

图表 17 展示了 2005 年以来寿险行业 and 主要寿险公司年度保费收入增速情况。新华人寿保持了高于行业平均水平的增长势头，与中国人寿、平安寿险和太保寿险相比，新华人寿年度保费收入的增速也一直处于各公司的前列。个险渠道新单保费表现尤其出色，2009 和 2010 年新华人寿保险营销员渠道新单保费收入增速保持在 40% 以上，均好于太保寿险和平安寿险（图表 18）。

2011 年以来，由于宏观环境和监管政策的变化，寿险公司的保费收入增速明显放缓。面对行业困境，新华人寿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长的反转，6 月份以来保费收入强劲反弹，单月保费同比增速远超中国人寿和太保寿险（图 19），2011 年 7-11 月市场份额超越平安寿险，跃居全行业第二（图 20），显示公司管理的有效性和灵活性。



图表 16: 过去 5 年新华人寿保费收入增长速度快于同业

|      | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 5年CAGR |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 新华人寿 | 26.6% | 22.3% | 70.8% | 19.9% | 40.2% | 34.8%  |
| 中国人寿 | 14.4% | 6.9%  | 50.3% | -0.2% | 12.9% | 15.7%  |
| 太保寿险 | 4.5%  | 34.0% | 30.4% | 2.2%  | 36.1% | 20.5%  |
| 平安寿险 | 17.2% | 14.8% | 27.8% | 30.8% | 20.2% | 22.0%  |
| 寿险行业 | 11.4% | 21.9% | 48.3% | 11.0% | 28.9% | 23.6%  |

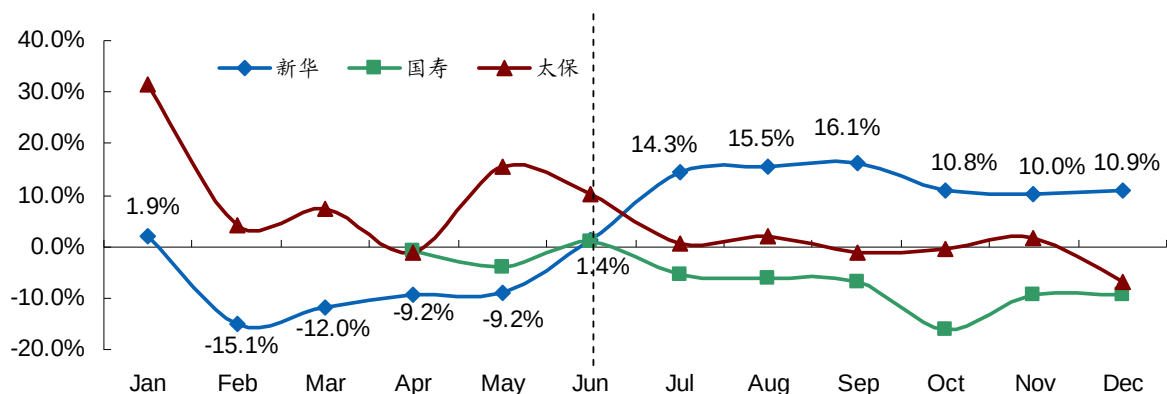
资料来源：保监会；公司数据；中金公司研究部

图表 17: 过去 2 年新华人寿营销员渠道首年保费增速领先同业

|      | 2009  | 2010  | 1H11  |
|------|-------|-------|-------|
| 新华人寿 | 42.1% | 42.7% | n.a.  |
| 太保寿险 | 36.4% | 20.1% | 31.4% |
| 平安寿险 | 35.6% | 37.6% | 15.1% |

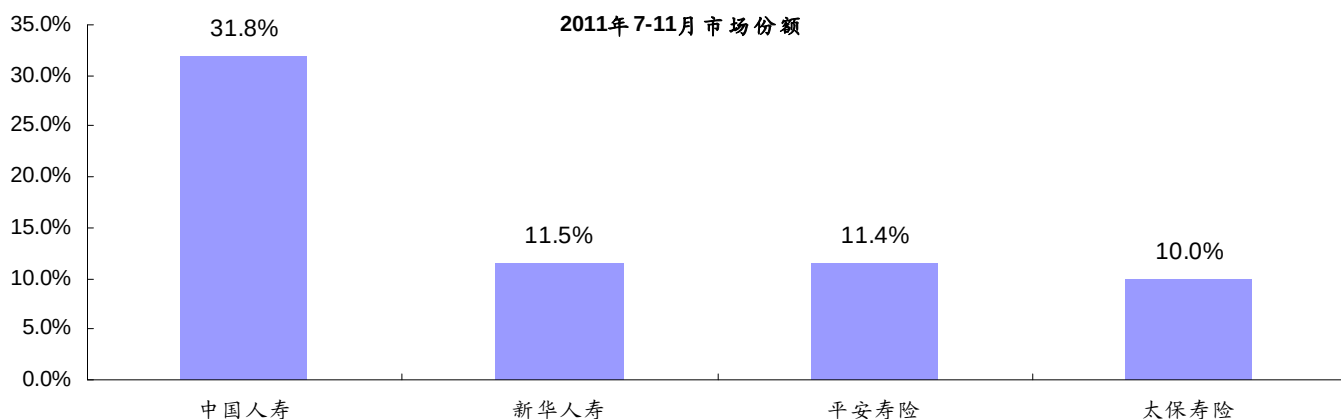
资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；公司数据；中金公司研究部

图表 18: 新华人寿 6 月以来保费收入强劲反弹



资料来源：保监会；公司数据；中金公司研究部 注：中国保监会 2011 年之前仅披露二号准则调整前的保费数据，并于 2011 年起开始披露二号准则调整后的保费数据；为保证可比性，我们采用如下规则对数据进行选取：1. 国寿，太保 2011 年的月度保费数据，2010 年数据则来自于联交所公告，均为二号准则调整后；由于国寿并未披露 2010 年 1-3 月二号准则调整后的月度保费数据，因此图表中未予列示相关增长率；2. 新华保险 2011 年的数据来自于中国保监会，为二号准则调整后，由于新华保险 2010 年二号准则调整后的月度保费数据并未披露，而且二号准则调整前后的保费差异很小（分别为 936 亿，917 亿），因此新华保险 2010 年月度数据将采用保监会网站披露的二号准则调整前数据。

图表 19: 新华人寿下半年市场份额跃居全行业第二



资料来源：保监会；公司数据；中金公司研究部

## 寿险行业转型的先行者

2005 年-2010 年中国寿险保费收入复合增速达到 23.6%，但粗放的增长模式已经渐近结束。进入 2011 年以来宏观环境和监管政策的变化带来保费收入增速的显著下滑，进一步凸显了寿险行业经营模式转型的迫切性。保险业未来 10 年消费需求结构将多元化，市场竞争格局向追求规模和追求差异化两个方向发展，以客户为中心将成为行业生存法则（参见附录五：中国寿险行业发展趋势）。新华人寿明确了“以客户为中心，坚持价值和回归保险本原”的指导思想，2007 年提出“核心业务战略”，明确强调价值持续增长的总体战略导向。过去三年中，新华人寿建立以客户为中心的运营体系，积极开发富裕客户，针对不同客户群采用不同的覆盖渠道模式和提供差异化的产品。

### 客户转型：“抓住主流客户，拓展高端客户，与客户共同成长”的有效客户发展战略

新华人寿确立了以客户为中心的经营战略（图表 21），并对现有客户进行了有效细分。对于个人客户，依据其年可支配收入情况，分为大众客户、大众富裕客户以及高端客户三类，并提出未来客户发展战略重点是：稳定发展大众客户，积极开发富裕客户，持续扩大客户基础并不断提升其价值。

中国的城市化进程和居民财富的不断增长将促使人均收入水平提升，我们认为寿险业的未来的主体客户将从目前的大众客户向大众富裕客户过度。到 2025 年，大众富裕客户将成为寿险公司最重要的客户来源（图表 22）。新华人寿具有前瞻性的客户战略定位，将开发拓展富裕客户作为公司未来客户转型的发展重点，为公司的发展奠定了良好的客户基础。

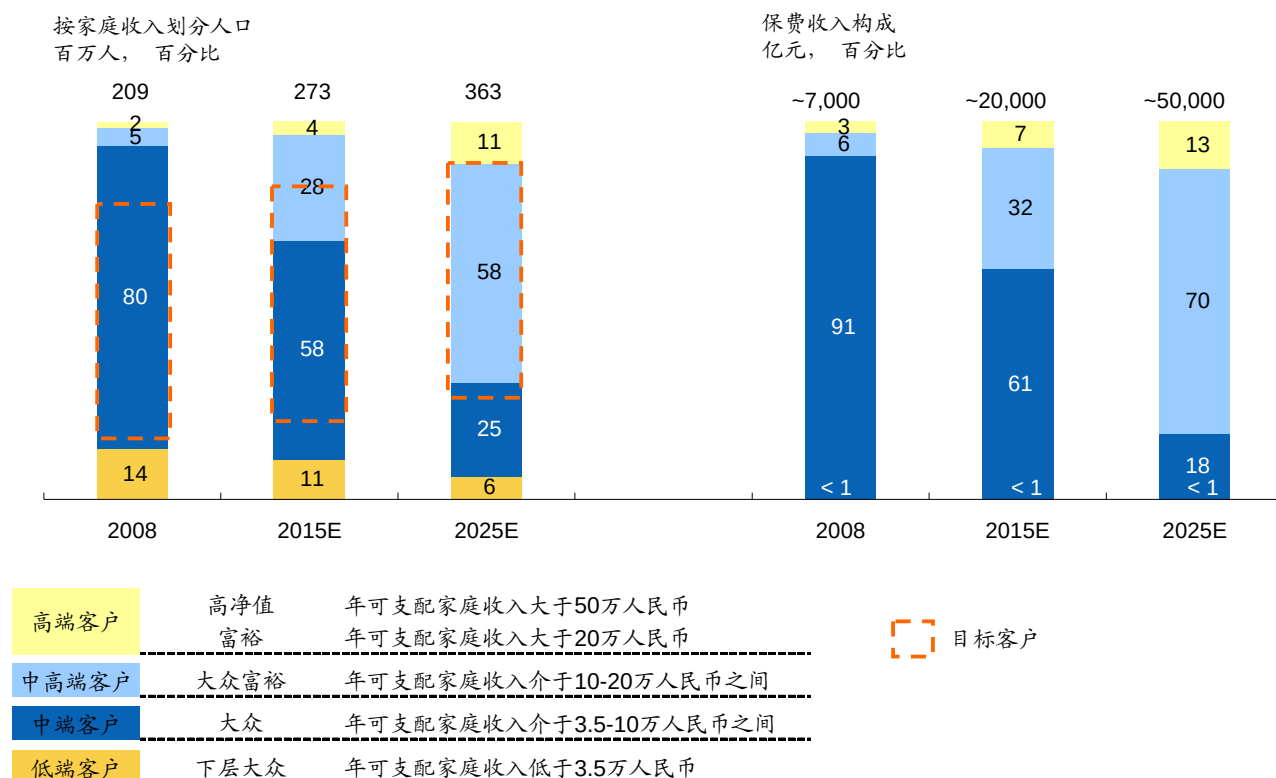
- 在进行有效客户细分的基础上，公司提出通过基础信息管理、客户分层、服务包设计应用和服务监控考评等一整套以客户为核心的营销管理、运营流程和服务管理体系来提升客户体验，以增强客户忠诚度和对新客户的吸引力。

图表 20：寿险公司应当采取个人客户细分战略

|       |             |          |          |
|-------|-------------|----------|----------|
| 客户细分  | 个人客户        |          |          |
|       | 大众客户        | 大众富裕     | 高端客户     |
| 产品多元化 | 基础产品        | 标准化/产品组合 | 定制化      |
|       | 现有代理人模式     | 绩优代理人模式  | 财富管理业务渠道 |
| 渠道多元化 | 银保业务渠道      |          |          |
|       | 续收业务        |          |          |
|       | 创新渠道（电销、网销） |          |          |

资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；中金公司研究部

图表 21: 寿险业客户主体将从目前的大众客户为主向未来的大众富裕客户为主过渡



资料来源：中金公司研究部

### 营销方式转型：从粗放式向精细化、差异化转变

针对不同的目标客户群，公司制订了精细化（全方位的渠道覆盖网络）和差异化的发展主题。我们理解，新华人寿应当在客户细分的基础之上，通过深入理解客户不同保障需求的特点，设置差异化的渠道，销售差异化的产品，从而满足客户全方位的保险和理财需求（图表 23）：

- ▶ 针对现有主流的大众客户，新华人寿应当在优化现有渠道模式的同时，继续实行“圈地培育”的发展方式，加大基础客户的覆盖力度。针对这一客户群体，新华人寿主要是销售分红险产品，以满足保障性需求为主。
- ▶ 针对未来主流的大众富裕客户，新华人寿应当实行“深耕经营”的业务模式，在个险渠道向四优模式转型，在银保渠道升级合作模式。针对这一类客户的需求，新华人寿应当加大传统险的销售，同时适当销售部分投资类产品。
- ▶ 公司还针对高端客户设立了财富管理业务模式，采用定制式的服务模式深度挖掘客户价值。在产品策略上以多元化为主，同时加大养老、健康产品的销售。

图表 22: 寿险公司应当建立以客户为中心的精细化、差异化产品和服务战略

| 客户分类  |      | 定义                         | 客户需求                         | 寿险主要产品线                                                              | 产品策略                                                      | 销售网络                  |
|-------|------|----------------------------|------------------------------|----------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|-----------------------|
| 高端客户  | 高净值  | ■ 年可支配家庭收入大于 20 万人民币       | ■ 全面的保障和投资理财需求<br>■ 财富的保值+保障 | ■ 定制化的产品，根据客户整个家庭的需求定制，包括养老、健康产品和服务<br>■ 针对客户全生命周期的服务，由专门的高端客户销售团队负责 | ■ 以丰富产品线，提升产品多元化为主要产品战略<br>✓ 针对财富管理中高端客户的产品<br>✓ 简单的网销类产品 | ■ 财富管理创新业务模式          |
|       | 富裕   |                            |                              |                                                                      |                                                           |                       |
| 中高端客户 | 大众富裕 | ■ 年可支配家庭收入介于 10-20 万人民币之间  | ■ 多元化的需求<br>■ 财富增值为主         | ■ 标准化的多元产品线，以分红险为主+部分投资相关产品，加大传统险的销售力度<br>■ 根据客户发展阶段进行<br>■ 针对性的产品推介 | ✓ 养老健康类别产品以布局未来客户                                         | ■ 向四优模式转换<br>■ 银保模式创新 |
| 中端客户  | 大众   | ■ 年可支配家庭收入介于 3.5-10 万人民币之间 | ■ 基本的保障性需求为主                 | ■ 以分红险为主<br>■ 加大传统险销售力度                                              | ■ 提升已有产品边际利润率及盈利性为主要战略                                    | ■ 优化现有模式<br>■ 银保外延式增长 |

资料来源：中金公司研究部

## 销售渠道转型：挖掘高价值客户群

### 个险代理人渠道

在个险代理人渠道，新华人寿应当根据地域和消费者成熟度的不同，制订了差异化的市场策略：

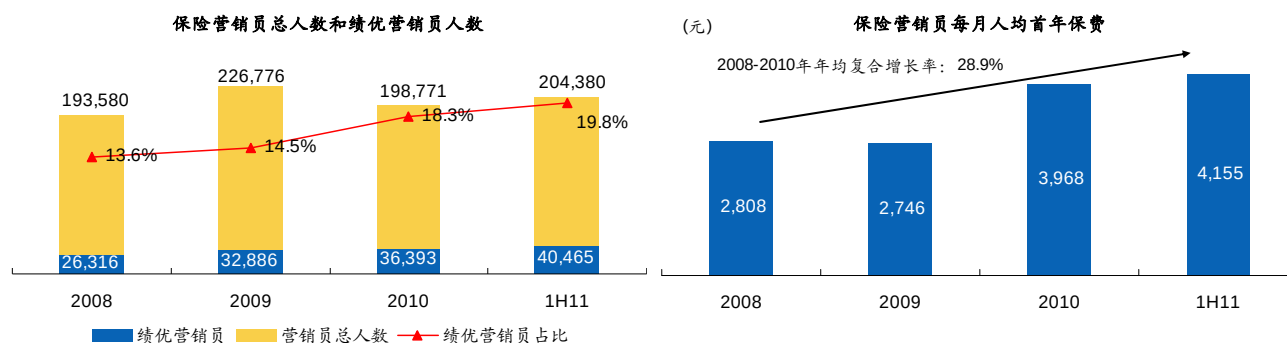
- ▶ 在经济发达地区的一线城市打造“来源优，资源优，管理优，绩效优”的个险代理人团队，即“四优模式”（图表 24）。通过客户价值深度挖掘以及代理人产能提升，实现向可持续发展的代理人销售管理模式转型。
- ▶ 在中西部经济欠发达的待培育地区继续优化现有“组织增长”的发展模式，逐步提升人均产能。新华人寿自 2008 年以来，通过提升绩优代理队伍的占比促使代理人产能提升，已经卓有成效。绩优代理人占比由 2008 年的 13.6% 逐年提升至 2011 年 6 月底的 19.8%，从而拉动代理人产能（每月人均首年保费）由 2008 年的 2808 元提升至 2011 年 6 月底的 4155 元，年均复合增速高达近 30%（图表 25）。

图表 23: 寿险公司应当采取差异化的代理人管理模式



资料来源: 中金公司研究部

图表 24: 营销员渠道绩优人数占比和人均首年保费逐年快速提升



绩优人力: 月均销售标准保费 5000 元以上 (中西部地区) 或 8000 元以上 (沿海地区)

资料来源: 新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书; 中金公司研究部

## 银保渠道

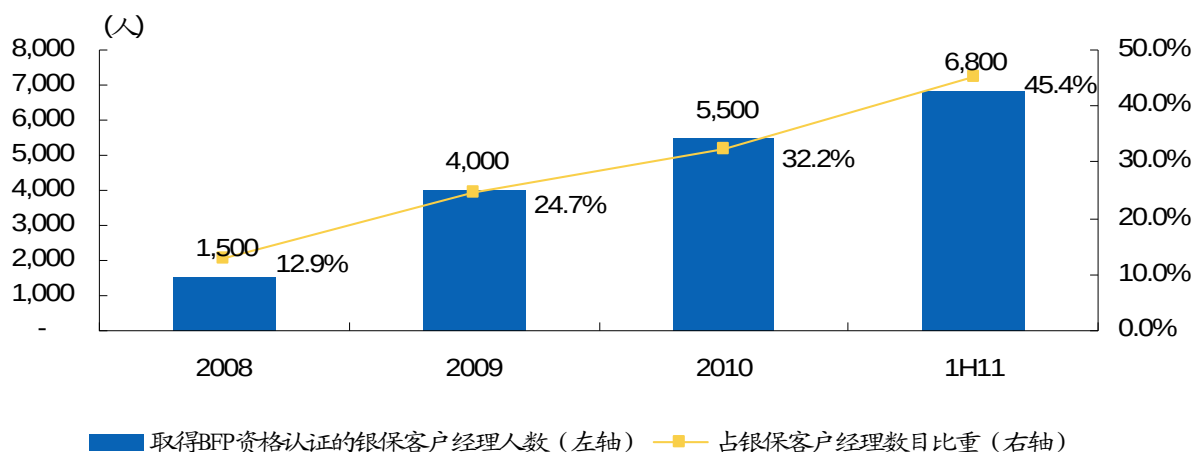
由于银监会和保监会加强了对银行保险渠道的监管, 当前货币紧缩政策更降低了银行销售保险产品的积极性, 2011 年全行业银行保险渠道保费增速普遍放缓。面对该挑战, 公司及时地调整了现有银保合作模式, 通过银保合作模式升级来推动银保业务转型。具体举措包括:

- ▶ 与工农中建交五大重点银行签订了总对总的战略合作协议, 提高合作层次;
- ▶ 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, 甚至为部分银行提供独家代理销售的专属产品, 例如为中国工商银行提供销售的红双喜金富贵专属产品, 为中国农业银行提供销售的红双喜喜来顺专属产品, 为

中国建设银行提供销售的红双喜喜福汇专属产品等；

- ▶ 为银行员工提供有关产品特征和销售技巧的培训课程，为银行人员提供实时服务支持，与银行共同开发并实施与本公司核心业务信息技术系统整合的信息处理系统；
- ▶ 加强建设具备网点公关沟通能力、培训能力、客户管理能力等技能的高素质精英团队的建设。新华人寿银行保险客户经理队伍在业内率先推行了银行保险理财规划师(BFP)资格认证制度，提高了队伍专业水平。队伍中取得BFP 资格认证的人数逐年提高，截至 2011 年 6 月 30 日，人数约为 6,800 人，占银保渠道客户经理人数的 45.4%（图表 26）。

图表 25：银行保险客户经理取得 BFP 认证人数显著增加



资料来源：中金公司研究部

## 财富管理渠道

公司在 2010 年 4 月成立财富管理业务部，运用独特的针对高净值客户的理念，设计了全新的适合细分市场的产品，培育属于公司的高净值客户群体，打造可持续发展的客户基础。

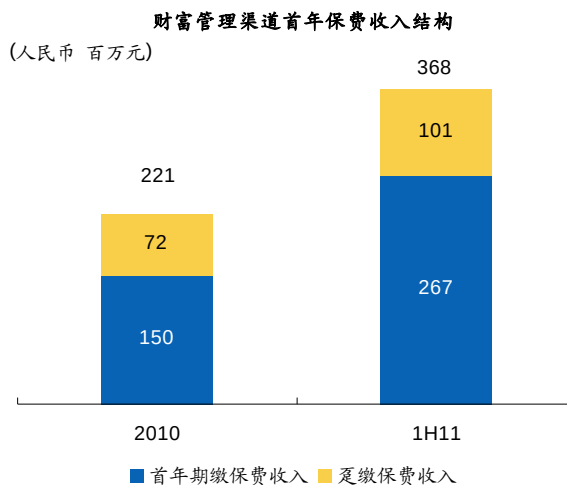
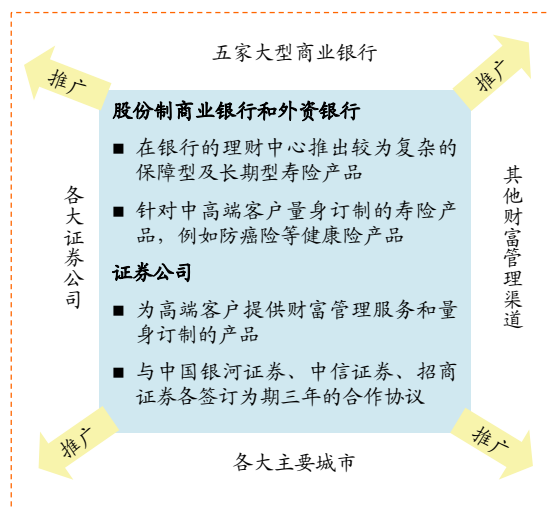
新华人寿通过如下措施积极拓展财富管理渠道的产品销售：

- ▶ 在包括北京、上海和广州在内的中国主要城市，与数家股份制商业银行和外资银行合作，在银行的理财中心为中高端客户推出较为复杂的保障型及长期储蓄型寿险产品，以及量身订制的寿险产品，例如防癌险等健康险产品。若此业务模式获得成功，新华人寿拟将其进一步推广到中国五家大型商业银行。
- ▶ 新华人寿还与一些中国主要证券公司签订合作协议，为其中高端客户提供财富管理服务 and 量身订制的产品。例如，与中国银河证券、中信证券、招商证券各签订为期三年的合作协议。

截至 2011 年 6 月末，公司共有 17 家分公司已经陆续开展财富管理业务，共拥有 900 名财富管理顾问，其中本科及大专以上学历占比达 97%。虽然该渠道因起步晚，在现阶段保费贡献仍然较小，但渠道保费增长迅猛，今年上半年就超过了去年全年的销售额（图表 27）。我们认为，高净值客户群细分领域具有广泛的未被开发的保险需求，财富管理渠道未来具有很强的增长潜力。



图表 26: 快速发展的财富管理渠道业务



资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；中金公司研究部

## 新型销售渠道

除了传统的保险营销员渠道、银保渠道和财富管理渠道外，新华人寿还另辟蹊径，积极拓展新型销售渠道：

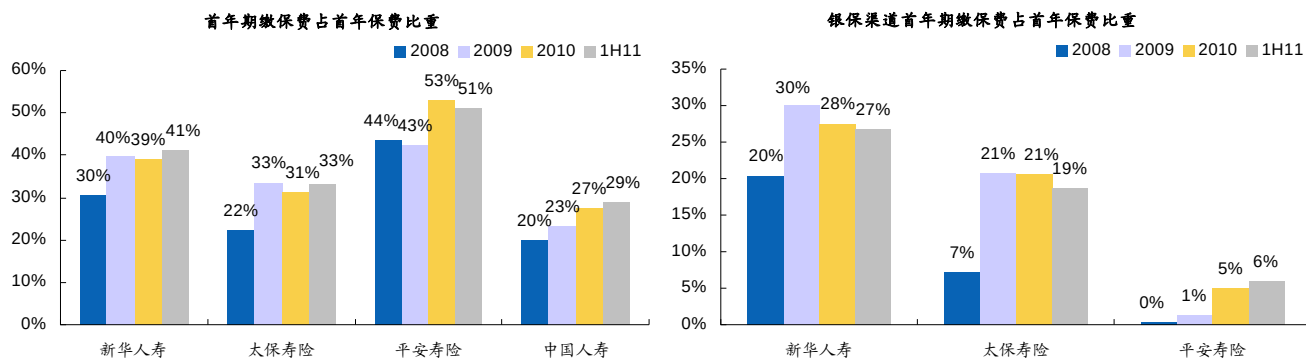
- ▶ 与大型零售集团、知名社会团体和有实力的互联网等相关企业合作营销，如计划与苏宁实现全面战略合作，以及与中国银联和妇女基金会开展合作即将推出百年好合女性权益保护保险产品。
- ▶ 与大地人险进行产寿相互代理合作计划，利用新华保险现有销售平台，由交叉销售专员队伍主导，以保险营销员为主力，将大地人险的产品和服务提供给客户，实现双方产品、客户、销售力量的资源共享及整合提升。

## 业务结构转型：以价值为导向

由 2007 至 2009 年，公司提出“核心业务战略”，强调价值持续增长的总体战略导向。为此，公司更加关注个人期缴寿险产品，并在国内寿险行业较早将期缴产品引入银行保险渠道。2010 年，公司银行保险渠道首年期缴保费占该渠道首年保费的 27.6%，在已上市的中国寿险公司中处于领先水平（图表 28）。2010 年以来，公司进一步明确“调整业务结构，注重价值增长”的业务结构转型战略，把销售长期期缴产品和优化业务结构作为首要目标，以推动价值持续增长。

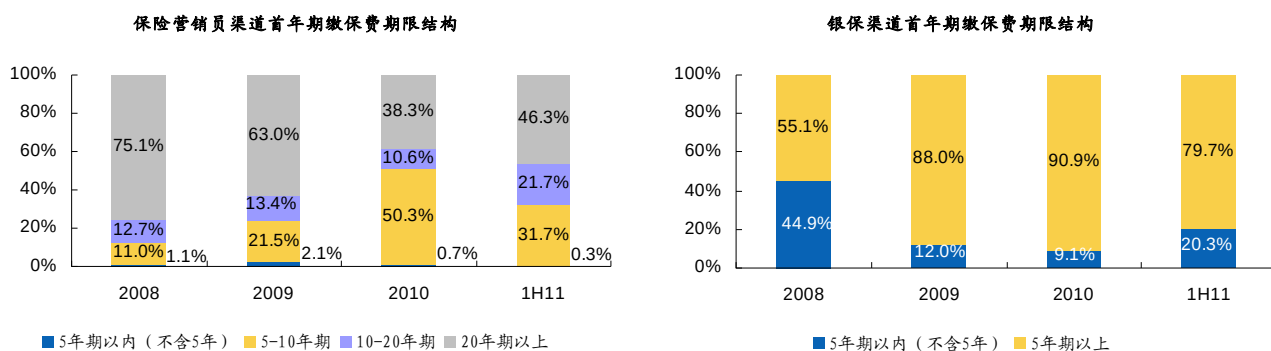
公司保险营销员渠道首年期缴保费期限结构不断优化，长期险占比不断提升，截至 2011 年上半年，保险营销员渠道 20 年以上首年期缴保费占比达 46.3%，银保渠道 5 年期以上首年期缴保费占比也高达 79.7%（图表 29）。新华人寿个人险渠道保费收入期限结构明显优于中国人寿，5 年期以下期缴保费收入比重低而长期期缴比重高（图表 30）。得益于新华人寿不断优化的业务结构和保费的优质增长，新华人寿的新业务价值利润率也不断提升（图表 31）。

图表 27: 新华人寿期缴业务占比优于同业，特别是在银保渠道处于领先水平



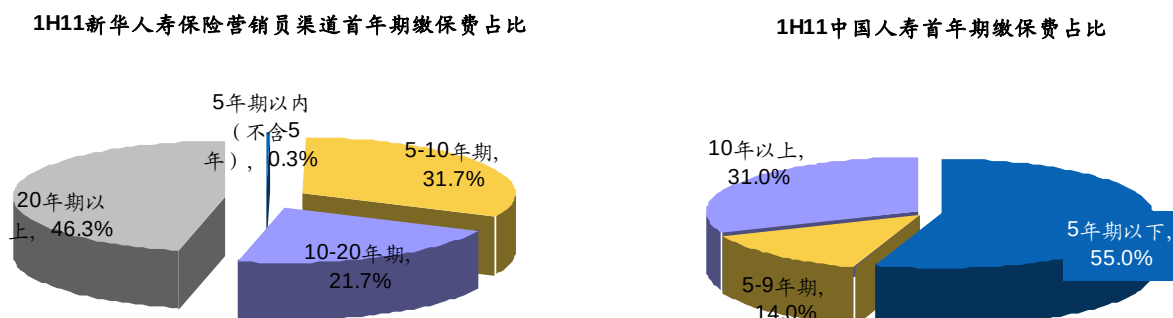
资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；公司数据；中金公司研究部

图表 28: 新华人寿致力于销售长期期缴产品



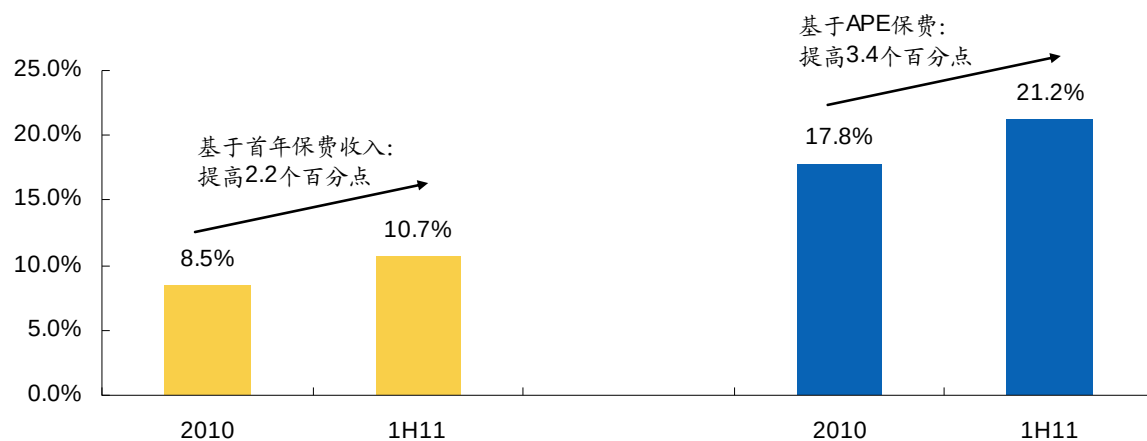
资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；公司数据；中金公司研究部

图表 29: 新华人寿长期缴占比高过中国人寿



资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；公司数据；中金公司研究部

图表 30: 新业务价值利润率自 2010 年启动业务转型战略以来逐步提升

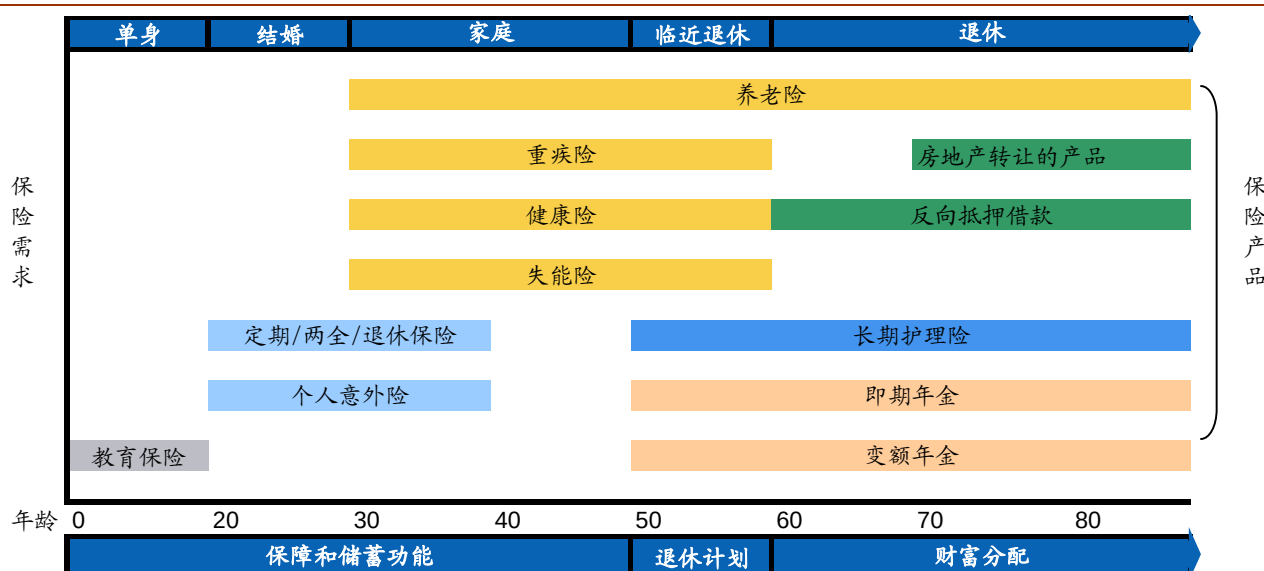


资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；中金公司研究部

## 寿险业最具潜力创新业务领域的启航者

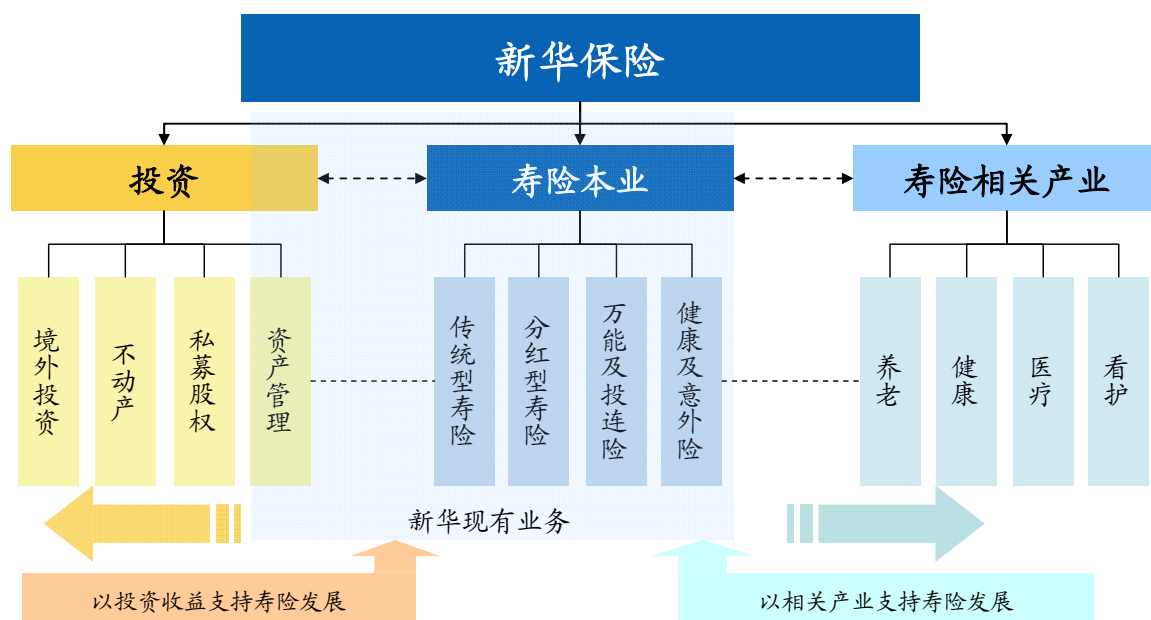
在巩固和发展现有业务的同时，新华人寿深入理解客户及其家庭在生命不同阶段不同保障需求的特点，遵循覆盖客户全生命周期的原则（图表 32），致力于充分挖掘寿险行业的核心价值链，拓展健康和养老产业等新领域，成为创新业务领域的启航者，努力成为中国最优秀的以全方位寿险业务为核心的金融服务集团（图表 33）。

图表 31：覆盖客户全生命周期的寿险产品



资料来源：中金公司研究部

图表 32：新华保险将形成寿险本业和相关产业协调发展的局面



资料来源：中金公司研究部

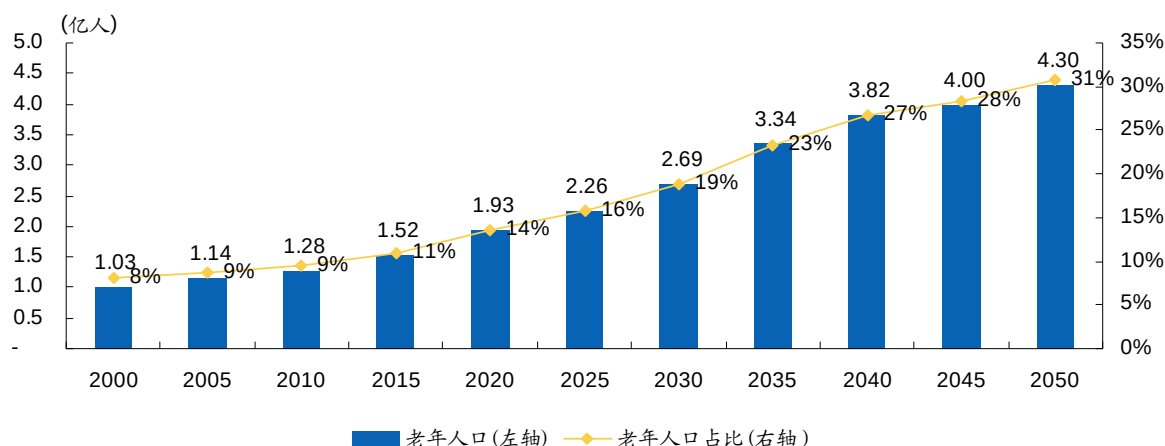
## 健康和养老产业是最具增长潜力的创新业务领域

中国正在加速进入老龄化社会，人口结构发生变化。根据联合国人口署统计及预测，中国 65 岁及以上的老年人口比重已经由 2000 年的 8% 上升至 2010 年的 9.4%，到 2050 年该比例将提高达到 30.8%（图表 34）。此外，中国老龄化的进程也非常迅速，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，中国 65 岁以上老年人占总人口的比例从 7% 提升到 14% 花了 28 年，而发达国家大多用了 45 年以上的时间（图表 35）。

中国养老产业还处于发展的初级阶段。在人口迅速老龄化的同时，养老产业的发展步伐滞后。城镇化的不断提高使得异地分居父母和子女规模也逐渐增大，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。但全国每百名老人只拥有 1.6 个养老机构床位数，即使在经济发展水平较高的北京地区，每百名老人拥有的养老机构床位数也只有 2.87 个，远低于发达国家的 4-8 个。同时，现有养老机构中缺少中高档机构，养老设施建设标准偏低，缺乏专业人才，无法满足中高端客户的养老需求。

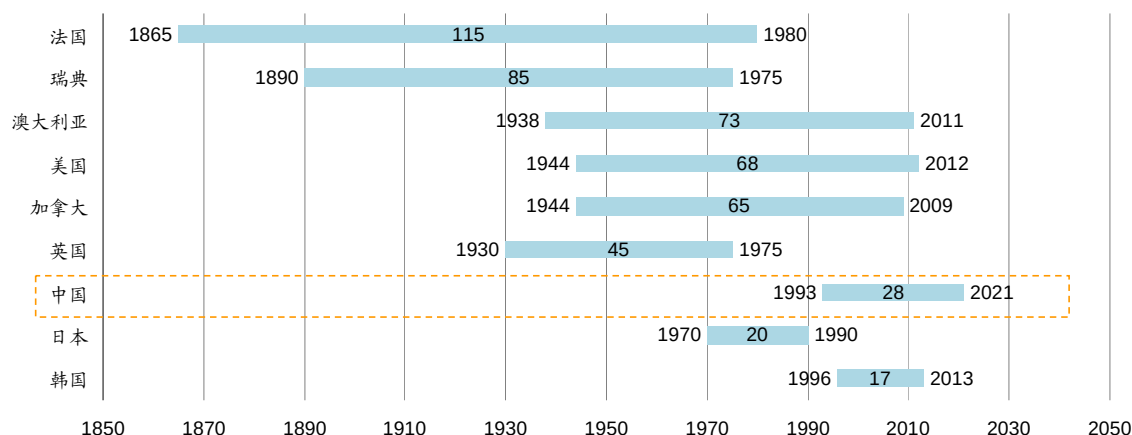
中国商业养老保险业还处于起步阶段。政府主办的基本养老保险、企业补充养老保险（企业年金）和个人储蓄性养老保险构成了养老保险的三大支柱，而中国的商业养老保险业务还处于起步阶段。尽管过去 5 年复合增速达到 95%（图表 36），但养老年金受托管理资产占 GDP 的比例只有 0.3%，人均养老保险保费只有 3 欧元，未来发展空间巨大（图表 37~38）。目前，国内一些保险公司成立了养老保险公司，拓展企业年金业务（图表 39）。

图表 33：中国老年人口总数在 2015 年将达到 15%



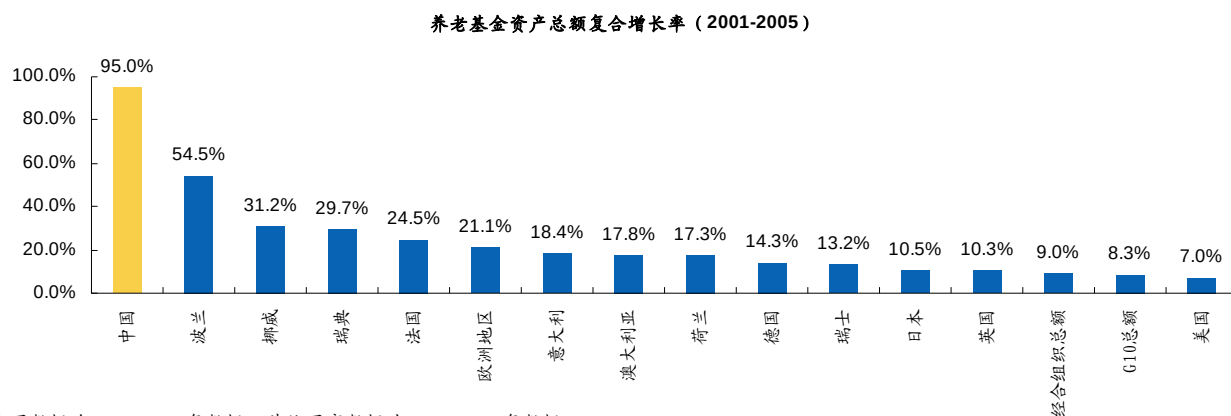
资料来源：联合国；中金公司研究部

图表 34：中国人口老龄化速度很快



资料来源：联合国, Population Reference Bureau；中金公司研究部

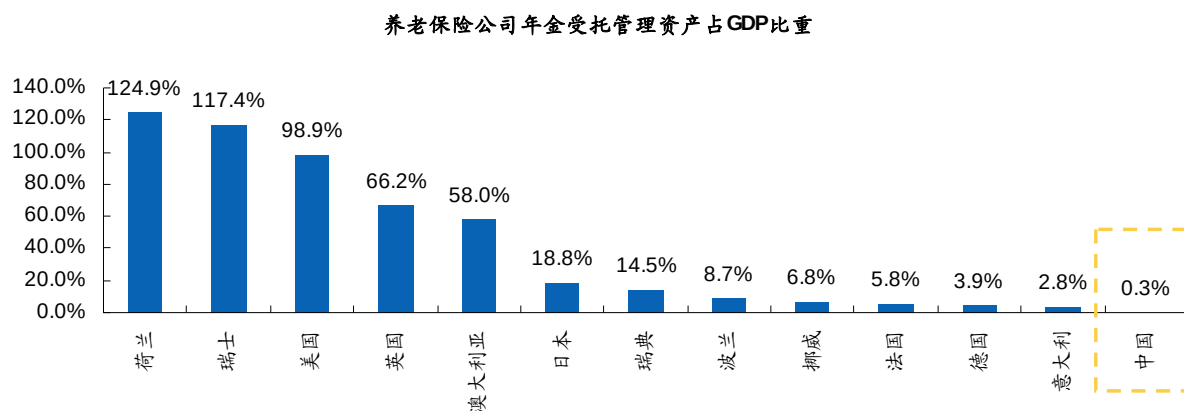
图表 35: 养老基金资产快速增长



注：中国数据为 2007-2011 年数据，其他国家数据为 2001-2005 年数据

资料来源：瑞士再保险 sigma；中金公司研究部

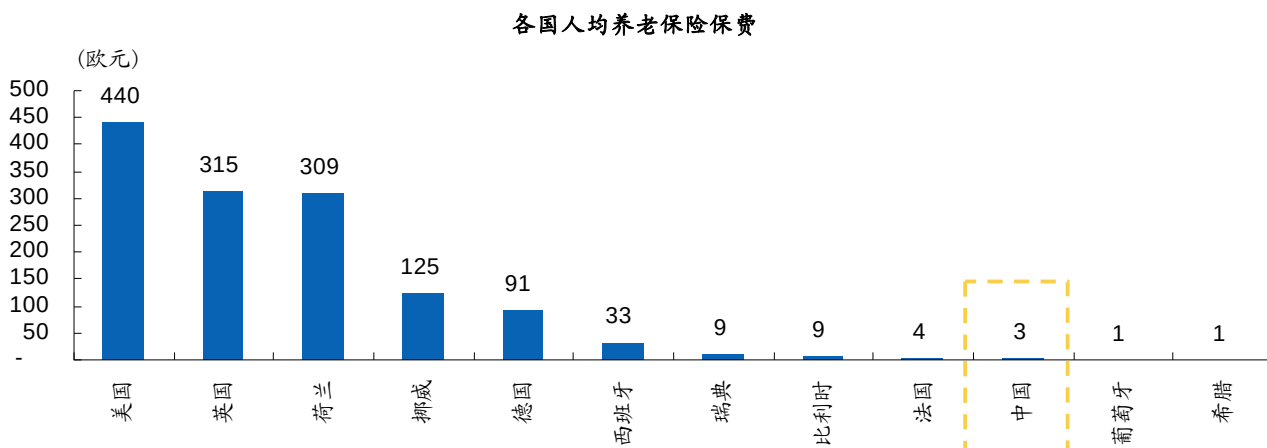
图表 36: 养老保险公司年金受托管理资产占 GDP 处于较低水平



注：中国数据为 2010 年数据，其他国家数据为 2005 年数据

资料来源：瑞士再保险 sigma；中金公司研究部

图表 37: 人均养老保险保费较低



注：中国为 2010 年数据；西班牙、瑞典、比利时、法国、葡萄牙为 2001 年数据；希腊为 2002 年数据；美国、英国、荷兰、挪威、德国为 2004 年数据

资料来源：瑞士再保险 sigma；中金公司研究部



图表 38: 国内养老险公司稳健增长

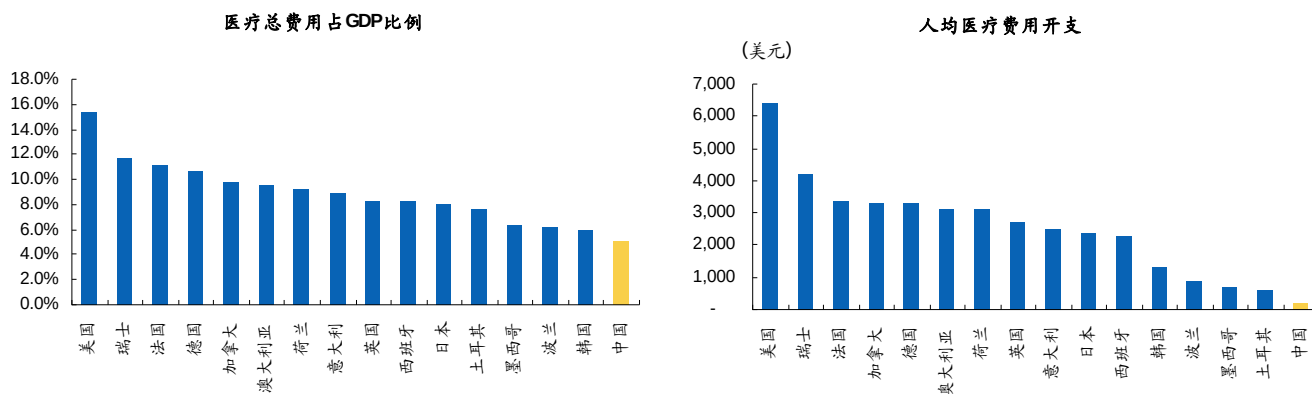
| 单位: 百万元       | 2007  | 2008   | 2009   | 2010    | 1H11    | 2007-2010 CAGR |
|---------------|-------|--------|--------|---------|---------|----------------|
| <b>企业年金缴费</b> |       |        |        |         |         |                |
| 太平养老          | 3,594 | 3,428  | 3,579  | 3,821   | 2,842   | 2.1%           |
| 平安养老          | 4,887 | 9,017  | 9,579  | 10,235  | 4,971   | 27.9%          |
| 国寿养老          | 74    | 5,357  | 9,408  | 17,362  | 10,985  | 518.1%         |
| 长江养老          | 0     | 2,158  | 2,583  | 3,269   | 1,657   |                |
| 泰康养老          | 0     | 589    | 1,210  | 1,057   | 956     |                |
| 合计            | 8,555 | 20,548 | 26,360 | 35,744  | 21,410  | 61.1%          |
| <b>受托管理资产</b> |       |        |        |         |         |                |
| 太平养老          | 3,345 | 6,166  | 10,457 | 13,918  | 16,411  | 60.8%          |
| 平安养老          | 4,983 | 12,402 | 20,372 | 29,807  | 33,476  | 81.5%          |
| 国寿养老          | 74    | 6,137  | 13,775 | 31,895  | 42,439  | 657.0%         |
| 长江养老          | -     | 22,261 | 24,688 | 26,038  | 25,758  |                |
| 泰康养老          | -     | 398    | 1,507  | 2,257   | 3,509   |                |
| 合计            | 8,401 | 47,364 | 70,800 | 103,914 | 121,594 | 131.3%         |
| <b>投资管理资产</b> |       |        |        |         |         |                |
| 太平养老          | 2,924 | 9,426  | 13,672 | 18,426  | 20,520  | 84.7%          |
| 平安养老          | 5,050 | 14,613 | 26,107 | 38,448  | 49,300  | 96.7%          |
| 国寿养老          | -     | -      | -      | -       | 8,894   |                |
| 长江养老          | -     | 13,699 | 8,833  | 14,022  | 16,159  |                |
| 合计            | 7,974 | 37,737 | 48,612 | 70,896  | 94,873  | 107.2%         |

资料来源: 保监会; 公司数据; 中金公司研究部

## 健康产业和健康险产品具有巨大的增长潜力

人口结构性调整、居民收入和健康意识提高带动健康产品和服务的需求。伴随着居民收入的不断提高, 城镇居民医疗支出占总支出的比例达到了 7.1% (图表 40)。截至 2009 年卫生总费用占 GDP 比例已经增加到 5.13% (图表 41), 但相比 OECD 国家还有较大的差距。与此同时, 政府也正在稳步推进医疗体制改革。我国卫生政策逐渐从以治疗为主转向以预防为主, 增进公众健康意识、培养健康生活方式是今后的主要目标, 在这一政策引导下, 健康产业将进入快速发展阶段。

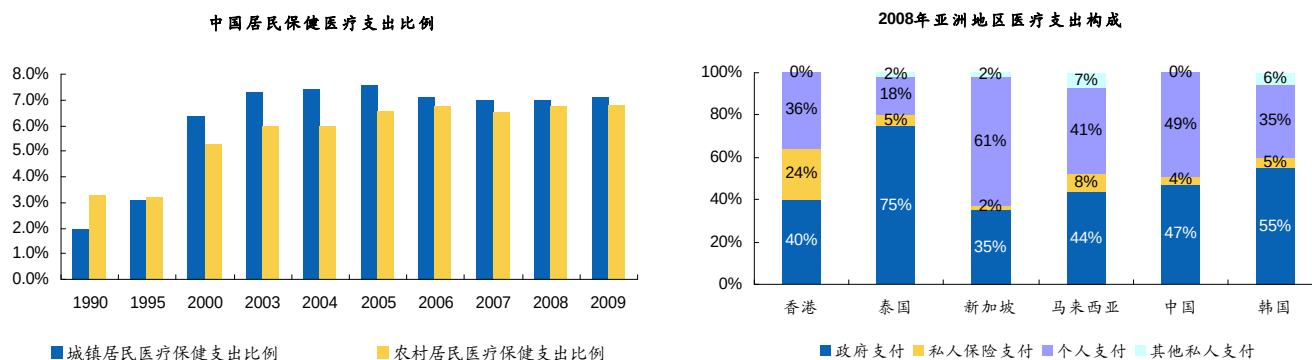
图表 39: 中国健康医疗费用支出相比 OECD 国家还有巨大潜力



注: 中国数据为 2009 年数据, 其他国家数据为 2005 年数据

资料来源: OECD Health Data; 中金公司研究部

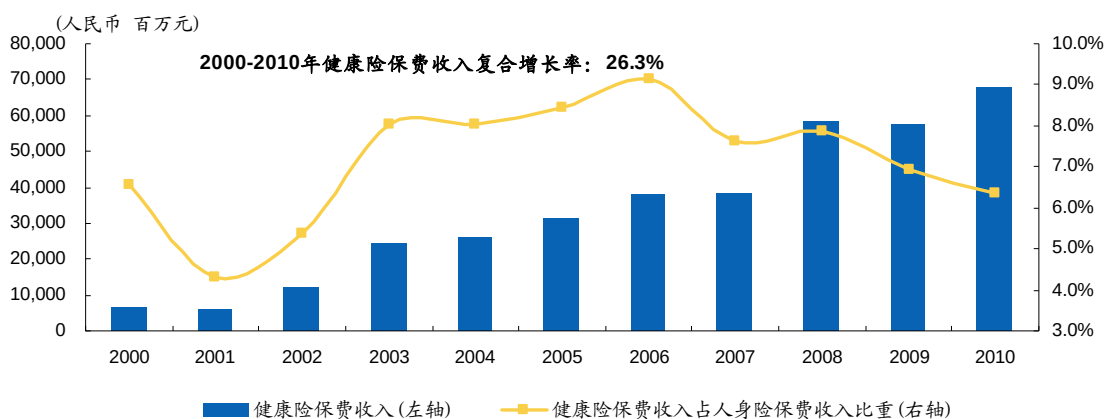
图表 40：中国城镇居民保健医疗支出不断提高，同时私人支付占医疗支出的比例较高



资料来源：中国卫生统计年鉴；WTO；中金公司研究部

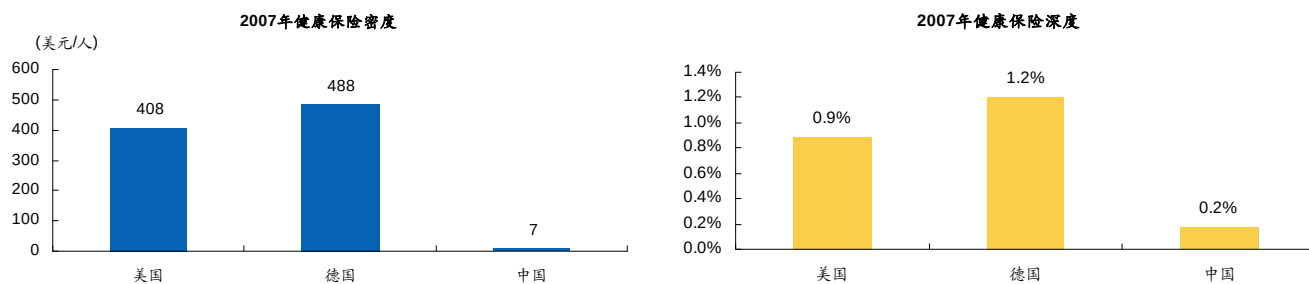
健康险具备巨大增长潜力。2000-2010 年健康险保费收入复合增长率达到 26.3%，2010 年健康险保费收入占人身险保费收入的比例为 6.37%（图表 42），但健康保险深度和保险密度等指标仍然远低于发达国家水平，这表明中国健康产业和健康保险业仍处于起步阶段，未来具有巨大的增长潜力（图表 43）。

图表 41：2000-2010 年中国健康保险保费收入复合增速达到 26%



资料来源：保监会；中金公司研究部

图表 42：中国健康保险深度与密度还有提高空间



注：中国数据为 2009 年数据，其他国家数据为 2007 年数据

资料来源：瑞士再保险 sigma；中金公司研究部

## 寿险公司有望成为养老和健康产业价值链的重要整合者

健康产业和养老产业涉及到各个行业和各个利益主体，但寿险公司作为资金提供方起到了关键的作用（图表 44），从而能够管理和优化价值链中各方的利益。

### 整合养老产业，形成差异化竞争优势

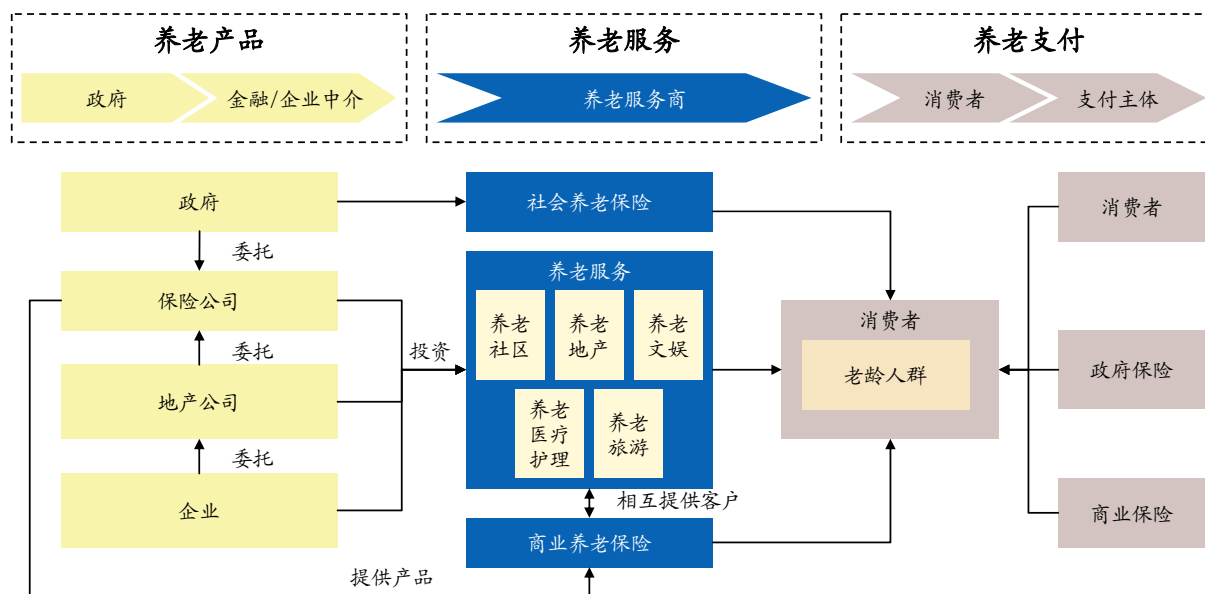
养老产业链主要包括保险、医疗、护理、房地产等行业，而保险公司作为养老产品和养老资金的提供者，可以在养老产业整合中获取两方面的利益：

（1）投资养老地产、养老医疗服务等相关产业，获取丰厚投资收益。养老产业特别是长期持有和长期运营的一体化养老社区，资产回报期限较长，与保险资金期限相对匹配，而且潜在规模巨大，适合保险资金持续投入。保监会目前对保险公司投资与保险业务相关的养老企业股权和投资养老不动产持积极态度（图表 45），而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，例如国外大型养老社区的持有回报率通常能达到 5-6%。

（2）通过养老产业带动养老保险业务发展，形成差异化竞争优势。中高端养老社区在地理位置、医疗资源等方面具有一定的稀缺性，在养老产业上的品牌美誉度能够促进养老保险产品的销售和保险产品的开发，例如，保险公司可以将养老社区的入住权利与保险产品的购买金额相联系，保险公司也可以将养老保险的养老金支付转化为养老社区的服务，还可以涉及养老护理险等新型产品。

我们理解，国内一些保险公司已经开始在养老产业有所布局（图表 46），从而在养老产业的发展中占据领先优势。

图表 43：养老产业价值链



资料来源：中金公司研究部

图表 44: 监管机构支持保险公司投资养老产业

|      | 文件                                          | 内容                                                                                                                                                                                                                                           |
|------|---------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 产业政策 | 民政部于2011年2月发布<br>《社会养老服务体系建设“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                                                                                                                                                |
| 投资政策 | 《保险资金投资股权暂行办法》<br>（保监发〔2010〕79号）            | 保险资金可以直接投资企业股权或者间接投资企业股权”。其中，“直接投资股权，是指保险公司（含保险集团（控股）公司）以出资人名义投资并持有企业股权的行为；间接投资股权，是指保险公司投资股权投资管理机构发起设立的股权投资基金等相关金融产品<br>将与保险业务相关的医疗企业股权划入可直接投资的范围，即“保险资金直接投资股权，仅限于保险类企业、非保险类金融企业和与保险业务相关的养老、医疗、汽车服务等企业的股权”                                   |
|      | 《保险资金投资不动产暂行办法》<br>（保监发〔2010〕80号）           | 保险公司可投资符合条件的不动产，即“（一）已经取得国有土地使用权证和建设用地规划许可证的项目；（二）已经取得国有土地使用权证、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、施工许可证的在建项目；（三）取得国有土地使用权证、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、施工许可证及预售许可证或者销售许可证的可转让项目；（四）取得产权证或者其他权证的项目；（五）符合条件的政府土地储备项目。“同时，”投资养老不动产、购置自用性不动产，不受第十一条第一款第（一）项至第（五）项及区位的限制 |

资料来源：保监会；中金公司研究部

图表 45: 国内保险公司开始投资养老产业

| 主要保险公司 | 投资养老产业规划                                                                                                                                                                                                                           |
|--------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 中国人寿   | 1. 成立中国人寿投资控股公司，下设养老产业投资平台；<br>2. 初步规划构建养老社区“一南一北”的格局；<br>3. 公司已在河北廊坊拿地超万亩，计划建设养老社区，首期投资约100亿元，项目总投资额为1000亿元，除此之外在北京也购置了相当大规模的土地；并计划在海南建设南方养老社区。                                                                                   |
| 泰康人寿   | 1. 2009年11月，泰康人寿第一个获得保监会批准投资养老社区建设资格，成为保险业浮出水面的首例养老地产项目。<br>2. 2010年3月26日，泰康之家投资有限公司正式成立，注册资本金为22亿元，是泰康人寿旗下专业从事养老社区投资与运营的子公司，标志着中国保险行业第一个养老社区投资试点项目正式进入实施阶段。<br>3. 泰康之家未来将以北京为起点，先面对高端市场，成熟后将收购100所中小养老院，逐步扩展至大众客户，着力打造中国养老社区第一品牌。 |
| 合众人寿   | 1. 2010年12月18日，合众人寿在武汉市开始投资打造“合众人寿健康社区”，项目总投资约100亿元，总建筑面积约160万平方米，规划占地2400亩，养老床位3万多张，计划在5年内建成；<br>2. 公司计划还将逐步在东北、华北、华中、华南等地区规划建设合众养老产业基地，构建全国性产业基地群。                                                                               |
| 中国平安   | 1. 把保险业投资养老产业作为战略规划的一部分；<br>2. 通过投资体检中心及医院等养老相关领域，为进入养老产业进行布局。                                                                                                                                                                     |
| 中国太保   | 1. 2009年11月初，中国太保接手上海国际所持长江养老的1.135亿股股份，通过控股收购长江养老保险，借助杠杆撬动庞大的养老险市场；<br>2. 把投资养老产业作为战略规划的一部分。                                                                                                                                      |
| 新华人寿   | 将“发展养老产业”纳入战略规划中；                                                                                                                                                                                                                  |

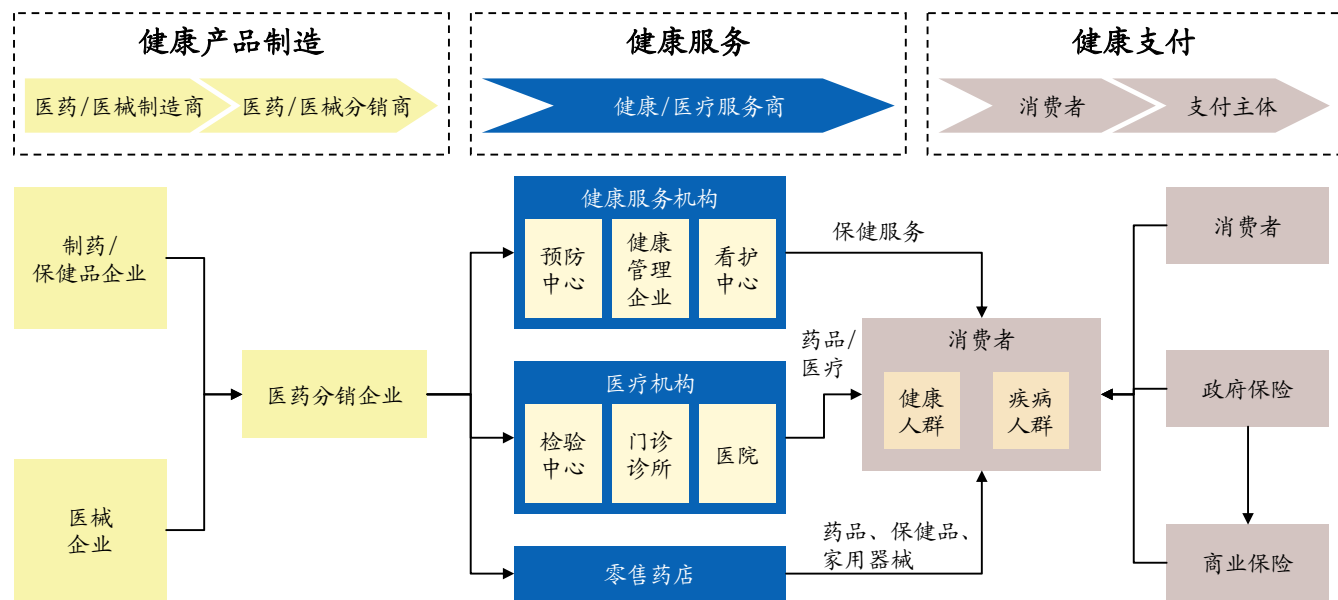
资料来源：公司数据；第一财经日报；中金公司研究部

## 整合健康产业，提高保险产品价值

健康产业链主要包含健康产品制造、健康服务和健康支付，主体主要有药品和医疗器械生产商和分销商、医疗服务商、金融中介机构和消费者五大类（图表 47），产业链上的利益关系更加复杂，而保险公司作为保障利益提供者在健康产业中具有特殊地位和作用。例如，在医疗市场化程度较高的美国，商业保险公司对监督和控制医院的服务价格和对患者的用药选择发挥了积极作用。监管机构也鼓励保险公司投资与保险业务相关的医疗企业的股权，允许保险公司参与公立医院的改制重组。

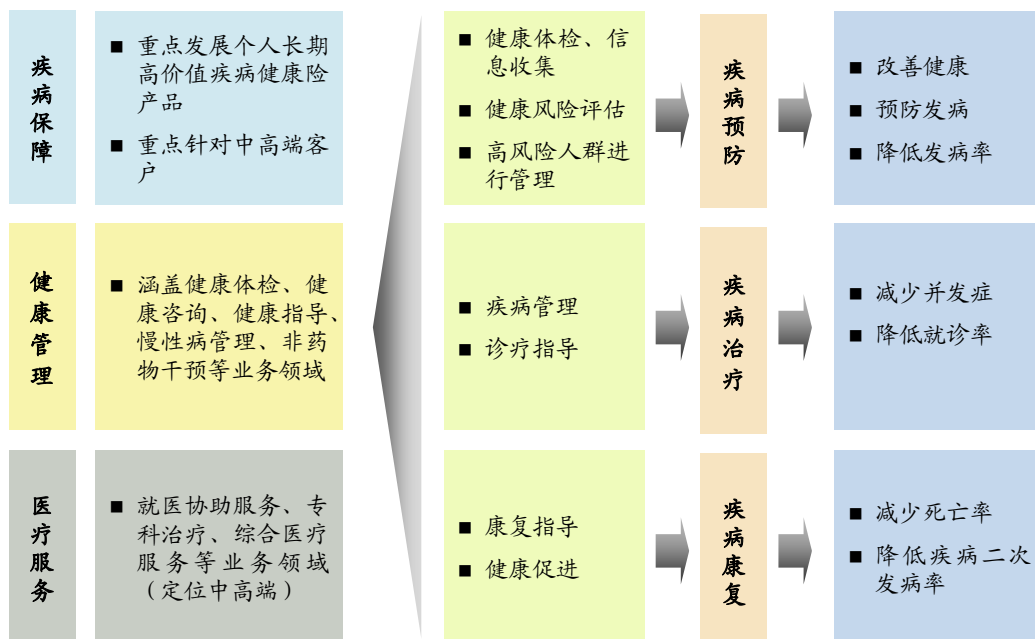
打造疾病保障和健康管理一体化的业务模式是保险公司整合健康产业的主要目的。我们理解，健康保险提供的应该是全面的健康风险管理和服务，覆盖健康维护、诊疗活动的事前、事中和事后的全部过程，因此疾病保障、健康管理和医疗服务是三个相辅相成的有机部分（图表 48），例如英国的 BUPA 由最初的保险业务延伸到健康体检、健康管理、诊所、医院和疗养院等健康产业的多个环节（图表 49）。

图表 46：健康产业价值链



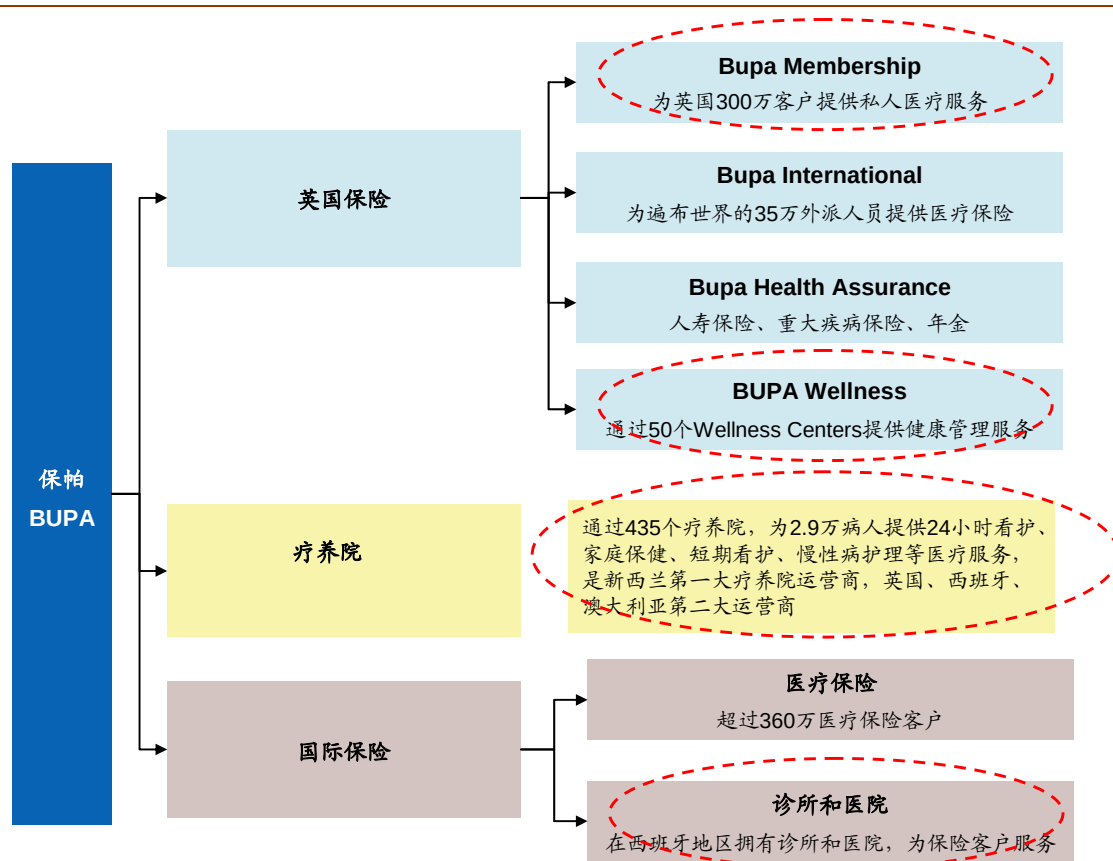
资料来源：中金公司研究部

图表 47：健康保险需要实现疾病保障和健康服务的一体化业务模式



资料来源：中金公司研究部

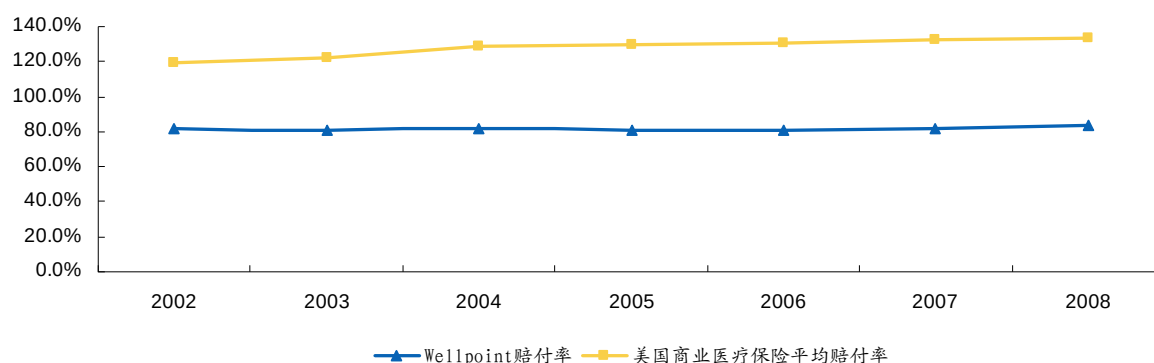
图表 48: 英国 BUPA 将保险与健康产业相结合



资料来源：BUPA 公司网站，中金公司研究部

保险公司通过整合健康产业不仅能形成差异化的产品和服务，而且能够通过健康体检、健康风险评估深入了解客户健康状况，帮助降低死亡率和退保率，控制赔付支出，提升业务价值。例如，美国的 Wellpoint 公司通过强大的健康管理能力控制了健康险产品的风险和赔付额，赔付率比美国商业医疗保险平均赔付率低约 30-40 个百分点（图表 50）。

图表 49: Wellpoint 通过健康管理业务控制了赔付率



资料来源：Wellpoint 公司网站，USDepartmentofHealthandHumanservice；中金公司研究部



## 新华人寿筹划加大健康和养老产业的投入

新华人寿致力于充分挖掘寿险产业的核心价值链，遵循覆盖客户全生命周期的原则，积极拓展养老和健康产业等新领域，形成创新产业与寿险主业的良性互动和协同效应：

- ▶ **有利于开拓中高端客户、优化客户服务，提高客户忠诚度：**公司未来的客户战略是以大众富裕及中高端客户为目标市场，而中高端客户对健康和养老服务的需求比保险产品本身更为关注，这在韩国也得到了证明（图表 51）。健康和养老服务以及保险产品可以形成业务员与客户持续有效的沟通点，促进与客户持续互动，同时还能通过培育高忠诚度的中高端客户以促进交叉销售。
- ▶ **建立保险产品差异化竞争优势：**目前我国健康和养老保险产品以及业务模式同质化严重，更多是价格竞争，这也在很大程度上导致保险业务难以盈利。医疗资源和养老资源在很大程度上是稀缺资源，通过拓展产业链的模式可以为寿险客户提供差异化的服务，从而避开纯粹的价格竞争，获得差异化的竞争优势。
- ▶ **提高风险控制力、产品定价能力，促进产品的开发和创新：**拓展健康产业可以直接管控理赔成本，获得医疗数据，了解客户需求，从而有效提高定价精准度以及促进产品开发和创新。

图表 50：韩国经验表明高收入客户更倾向于选择保障型产品

| 收入水平（2006）   | 健康险  | 意外险  | 终身寿险 | 年金   | 储蓄型保险 | 变额寿险 |
|--------------|------|------|------|------|-------|------|
| <W12MM       | 59.1 | 45.5 | 13.6 | 13.6 | 4.5   | -    |
| <W12MM~W24MM | 72.9 | 60.2 | 20.4 | 13.3 | 11.6  | 0.6  |
| <W24MM~W36MM | 85.2 | 68.0 | 42.1 | 15.2 | 14.0  | 5.1  |
| <W36MM~W48MM | 87.0 | 71.8 | 46.3 | 22.0 | 14.1  | 5.1  |
| <W48MM~W60MM | 88.7 | 73.4 | 43.1 | 33.9 | 15.7  | 4.8  |
| >W60MM       | 89.6 | 77.0 | 52.7 | 35.1 | 20.3  | 9.5  |
| Total        | 85.2 | 69.9 | 42.3 | 22.7 | 14.7  | 5.1  |

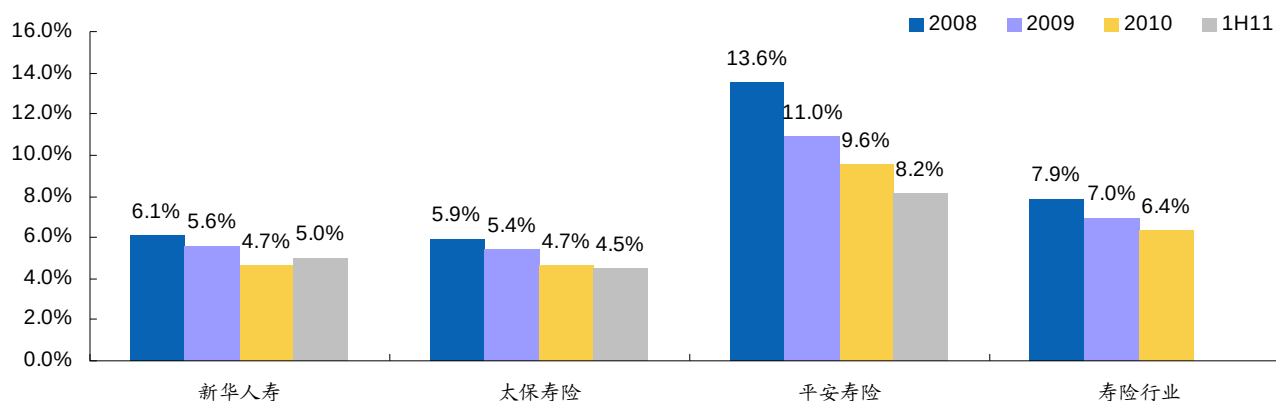
| 收入水平（2009）   | 健康险  | 意外险  | 终身寿险  | 年金   | 储蓄型保险 | 变额寿险 |
|--------------|------|------|-------|------|-------|------|
| <W12MM       | 75.0 | 50.0 | 15.0  | -    | 10.0  | 5.0  |
| <W12MM~W24MM | 82.2 | 65.6 | 115.3 | 12.9 | 10.4  | 1.2  |
| <W24MM~W36MM | 85.3 | 65.2 | 29.9  | 22.0 | 11.5  | 8.9  |
| <W36MM~W48MM | 85.4 | 73.2 | 41.1  | 24.0 | 15.9  | 65.5 |
| <W48MM~W60MM | 90.8 | 73.9 | 44.1  | 29.7 | 19.3  | 10.1 |
| >W60MM       | 94.4 | 77.0 | 47.2  | 46.0 | 27.8  | 14.7 |
| Total        | 87.3 | 71.1 | 37.1  | 26.5 | 16.7  | 8.4  |

资料来源：KLIA；中金公司研究部

在养老险产业，我们理解新华人寿将筹划建设集娱乐、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。同时，在健康险产业，新华人寿入股了北京美兆体检 30% 的股权，同时积极开发健康险产品，已形成涵盖长、短期较为全面的健康险产品组合，特别是为个人客户提供丰富的重大疾病险产品，目前共有 8 款相关重大疾病保险产品在售。2010 年，新华人寿推出两款根据患者由发病至身故期间的不同保险特征，进行全过程跟踪治疗及支付的创新性防癌产品。2011 年中期健康险占保费收入的比例约为 5.0%（图表 52），新华人寿将进一步加大健康险的保费投入，预计 2013 年在保费收入中的比例将提高到 8.0%（图表 53）。

养老和健康产业与寿险产业的协调发展，有利于进一步改善产品组合，提高新业务价值利润率。例如，AIA 的经验表明，附加健康险、健康险的新业务价值利润率明显高于传统产品（图表 54），我们理解长期健康险也是新华人寿新业务价值利润率最高的产品，因此伴随健康险产品比重的提高，新业务价值利润率也会进一步提升，从而带动新业务价值的增长。另一方面，在偿付能力瓶颈解决后，新华人寿加大对养老地产、养老机构和健康管理机构的投资，也有助于提高保险资金的投资收益率。

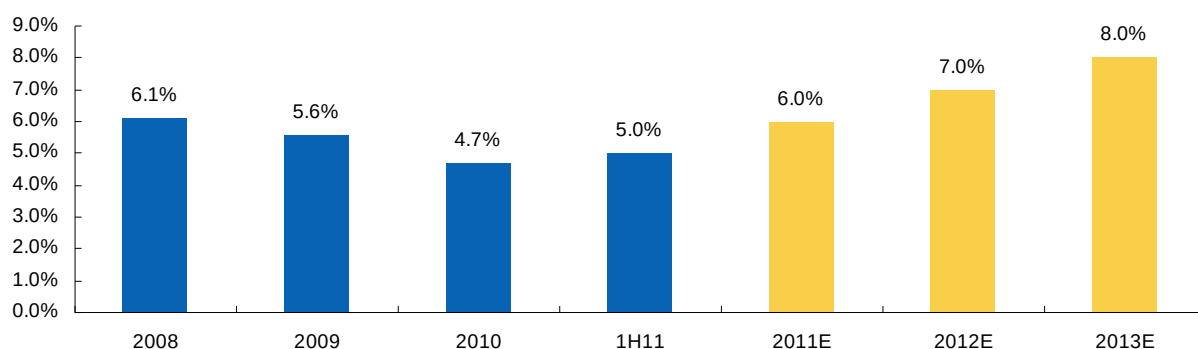
图表 51: 新华人寿 1H11 健康险占比约为 5%



注：其中平安人寿和新华人寿包括长期健康险和短期健康险，太保寿险数据只含短期健康险，长期健康险归类在传统寿险中没有单独分出

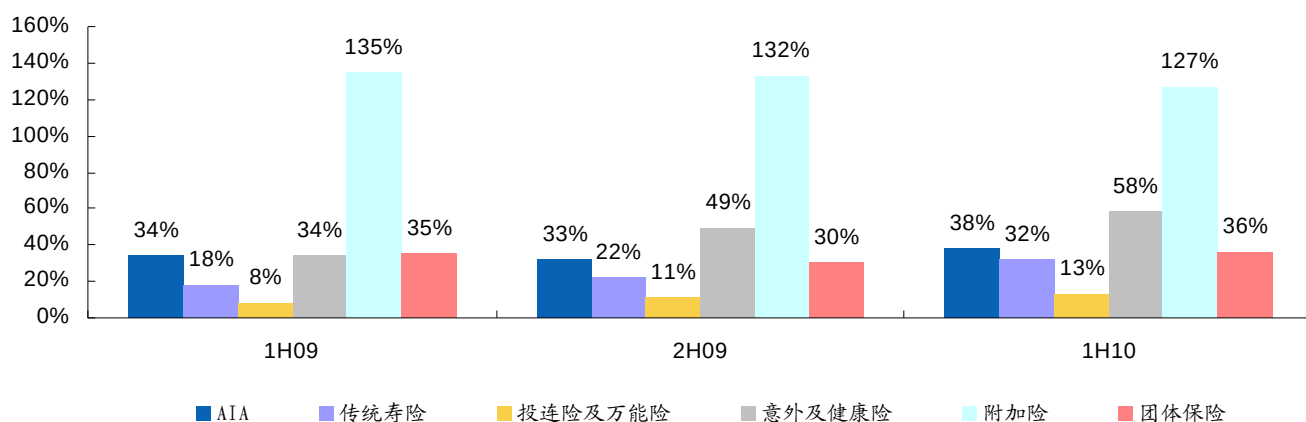
资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；公司数据；中金公司研究部

图表 52: 新华人寿健康险总保费占比将不断提升



资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；中金公司研究部

图表 53: AIA 的经验表明长期健康险具有较高的新业务价值利润率



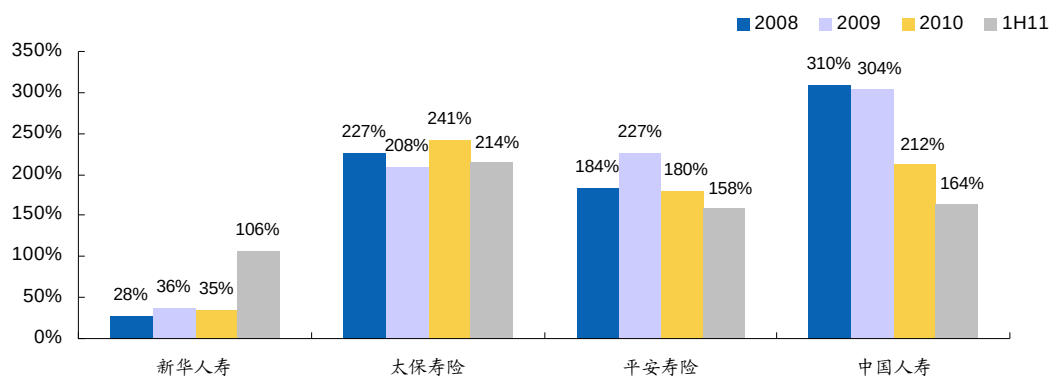
资料来源：公司数据；中金公司研究部

## 资本补充带来巨大业绩改善潜力

### 资本补充解除公司在机构铺设和投资范围上受到的监管限制

新华人寿的偿付能力充足率最近三年均严重低于 100% 的最低监管水平(图表 55), 2010 年属于偿付能力不足类公司, 最近几年受到监管机构对分支机构设立和投资渠道范围的严格限制(图表 56)。公司在 2011 年 1 季度已完成增资 140 亿元, 偿付能力大幅提升, 截至 2011 年上半年已符合最低监管要求。通过进一步补充资本后, 新华人寿的资本实力将进一步得到大幅提升, 偿付能力将超过监管机构充足 II 类的资本要求, 因偿付能力不足而受到的监管限制将被解除, 带来巨大的业绩改善潜力。

图表 54: 新华人寿偿付能力充足率最近三年低于监管水平



资料来源: 新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书; 中金公司研究部

图表 55: 保监会对偿付能力不足公司的监管限制

| 保监会文件号                                  | 具体内容                                                                                        | 对新华的影响        |
|-----------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|
| 《保险公司偿付能力管理规定》<br>(保监发〔2008〕第1号)        | 当偿付能力低于100%时, 限制增设分支机构, 限制业务范围, 限制资金运用渠道。                                                   | 限制增设分支机构和投资渠道 |
| 《保险资金投资股权暂行办法》<br>(保监发〔2010〕79号)        | 保险公司直接投资股权, 应当符合下列条件: 上一会计年度末偿付能力充足率不低于150%, 且投资时上季度末偿付能力充足率不低于150%。                        | 限制直接投资非上市股权   |
| 《保险资金投资不动产暂行办法》<br>(保监发〔2010〕80号)       | 保险公司投资不动产, 应当符合下列条件: 上一会计年度末偿付能力充足率不低于150%, 且投资时上季度末偿付能力充足率不低于150%。                         | 限制投资不动产       |
| 《关于保险资金投资基础设施债权投资计划的通知》<br>保监发〔2009〕43号 | 保险公司投资债权投资计划的应当满足条件:<br>最近两个年度偿付能力充足率保持在120%以上;                                             | 限制投资基础设施债权    |
| 《关于增加保险机构债券投资品种的通知》<br>保监发〔2009〕42号     | 保险机构应当根据偿付能力变化, 调整无担保债券投资规模。季度偿付能力充足率低于150%的, 不得投资无担保债券; 连续两个季度偿付能力充足率降至150%以下的, 不得增持无担保债券。 | 限制投资无担保债券     |

资料来源: 保监会; 中金公司研究部

## 铺设新机构将促进公司业务持续高速增长

新华人寿由于近几年被保监会限制开设分支机构，导致销售网点数远少于平安寿险和太保寿险，但新华人寿通过提高每个销售网点的产能，依然获得了可以与竞争对手抗衡的保费收入。我们理解，随着公司偿付能力充足率水平恢复到监管水平以上，铺设新机构的限制将被解除，同时现有高效率网点为加快机构设置积累了人员储备，公司业务将迎来持续的高速增长。

我们假设新华人寿未来三年将开设 900 个分支机构，如果分支机构的产能能够维持，那么公司未来三年内仅通过铺设新机构就能带动保费收入每年 16% 的复合增长。如果考虑公司现有机构的产能每年进一步提升 5%，则我们预计公司未来三年内保费复合增长速度约为 18.5%（图表 57~58）。

图表 56：分支机构开设将推动保费收入快速增长

| 人民币，百万元 | 2011E  | 2012E   | 2013E   | 2012-2013复合增速 |
|---------|--------|---------|---------|---------------|
| 机构数目    | 1,477  | 1,777   | 2,077   |               |
| 增速      |        | 20.3%   | 16.9%   | 18.6%         |
| 其中：新增机构 |        | 300     | 300     |               |
| 保费收入    | 94,797 | 110,536 | 133,038 |               |
| 增速      | 3.4%   | 16.6%   | 20.4%   | 18.5%         |

资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；中金公司研究部

图表 57：现有机构产能不变的三年保费增长率分析 以及 现有分支机构产能提升 5%，三年保费增长率分析

| 年复合保费增长率              |    | 新增分支机构数目(个) |       |       |       |       | 年复合保费增长率              |    | 新增分支机构数目(个) |       |       |       |       |
|-----------------------|----|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------------|----|-------------|-------|-------|-------|-------|
|                       |    | 700         | 800   | 900   | 1000  | 1100  |                       |    | 700         | 800   | 900   | 1000  | 1100  |
| 新增分支<br>机构产能<br>(百万元) | 40 | 9.0%        | 10.2% | 11.3% | 12.5% | 13.6% | 新增分支<br>机构产能<br>(百万元) | 40 | 11.6%       | 12.7% | 13.8% | 14.8% | 15.9% |
|                       | 50 | 11.0%       | 12.5% | 13.8% | 15.2% | 16.5% |                       | 50 | 13.5%       | 14.8% | 16.2% | 17.5% | 18.7% |
|                       | 60 | 13.0%       | 14.6% | 16.2% | 17.8% | 19.3% |                       | 60 | 15.4%       | 16.9% | 18.5% | 19.9% | 21.4% |
|                       | 70 | 14.9%       | 16.7% | 18.5% | 20.2% | 21.9% |                       | 70 | 17.2%       | 19.0% | 20.7% | 22.3% | 24.0% |
|                       | 80 | 16.7%       | 18.8% | 20.7% | 22.6% | 24.5% |                       | 80 | 19.0%       | 20.9% | 22.8% | 24.6% | 26.4% |

资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；中金公司研究部

## 拓宽投资渠道范围将提升投资收益率水平

新华人寿的总投资收益率略低于同业，主要因为：

- ▶ 由于偿付能力问题，新华人寿在投资渠道范围上受到了严格的监管限制，根据相关监管规定（图表 56），公司被限制对股权、不动产、基础设施债券计划和无担保债券等方面进行投资；
- ▶ 由于资本不足，新华人寿风险容忍度偏低，公司更偏向于制定保守的投资政策。通过对比新华人寿与可比上市公司的投资资产配置结构，我们发现公司在固定投资收益类的配置比例明显高于同业。从各个投资资产类别上看，新华人寿投资于定期存款以及债券上的收益率与其他公司相差不大，但股权投资的收益率远低于竞争对手。保守的投资政策使得新华人寿的总投资收益率略低于同业（图表 59~60）。

图表 58: 新华人寿固定收益类投资占比高于可比上市公司水平

|                | 新华人寿    |         |         | 中国人寿      |           |           | 中国平安    |         |           | 中国太保    |         |         |
|----------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|---------|---------|-----------|---------|---------|---------|
| (%)            | 2009    | 2010    | 1H11    | 2009      | 2010      | 1H11      | 2009    | 2010    | 1H11      | 2009    | 2010    | 1H11    |
| 现金             | 6.5     | 9.3     | 5.4     | 3.1       | 3.5       | 5.4       | 14.4    | 10.3    | 10.3      | 8.2     | 3.4     | 3.3     |
| 定期存款           | 9.7     | 19.3    | 31.2    | 29.2      | 32.5      | 33.8      | 10.3    | 14.5    | 15.2      | 23.6    | 24.5    | 26.1    |
| 债券             | 71.2    | 57.1    | 53.1    | 49.3      | 44.8      | 42.6      | 57.4    | 56.9    | 54.4      | 49.9    | 53.4    | 50.3    |
| 股权             | 11.7    | 13.3    | 9.3     | 15.2      | 14.4      | 13.2      | 11.2    | 9.0     | 10.1      | 11.8    | 11.4    | 12.5    |
| 其他             | 0.9     | 1.0     | 1.1     | 3.2       | 4.7       | 5.0       | 6.7     | 9.4     | 10.0      | 6.4     | 7.3     | 7.9     |
| 合计             | 100.0   | 100.0   | 100.0   | 100.0     | 100.0     | 100.0     | 100.0   | 100.0   | 100.0     | 100.0   | 100.0   | 100.0   |
| 其中：固定收益        | 81.2    | 76.8    | 84.8    | 78.5      | 77.4      | 76.4      | 67.7    | 71.3    | 69.6      | 74.4    | 79.0    | 77.6    |
| 投资总额(人民币, 百万元) | 194,095 | 288,710 | 329,556 | 1,180,563 | 1,357,053 | 1,476,319 | 711,734 | 926,211 | 1,002,841 | 366,018 | 435,751 | 490,513 |
| 增速 (%)         | 25.9    | 48.7    |         | 24.9      | 14.9      | 17.2      | 31.6    | 30.1    | 25.0      | 27.1    | 19.1    | 23.9    |

注：投资资产中不含“应收利息”及“独立账户资产”两项

资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；公司数据；中金公司研究部

图表 59: 主要寿险公司投资收益率对比

|         | 新华人寿 |      |      | 中国人寿 |      |      | 中国太保 |      |      | 中国平安 |      |      |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| (%)     | 2009 | 2010 | 1H11 | 2009 | 2010 | 1H11 | 2009 | 2010 | 1H11 | 2009 | 2010 | 1H11 |
| 现金及定期存款 | 3.3  | 3.3  | 4.1  | 3.7  | 4.1  | 4.8  | 3.4  | 3.5  | 4.5  | 3.4  | 3.3  | 3.3  |
| 债券      | 4.3  | 5.0  | 4.0  | 4.6  | 4.5  | 4.5  | 5.2  | 5.1  | 4.7  | 4.3  | 4.8  | 3.7  |
| 股权      | 12.2 | 3.0  | 7.1  | 17.9 | 10.7 | 4.7  | 23.2 | 12.6 | 5.5  | 18.5 | 6.4  | 5.3  |
| 其他      | -0.1 | 0.1  | 1.0  | 2.1  | 3.7  | 3.5  | 1.3  | 1.2  | 3.9  | 1.7  | 2.9  | 1.1  |
| 净投资收益率  | 4.1  | 3.9  | 4.2  | 3.6  | 3.9  | 4.3  | 3.9  | 4.2  | 4.6  | 3.4  | 3.6  | 3.6  |
| 总投资收益率  | 4.7  | 4.3  | 4.4  | 5.9  | 5.3  | 4.6  | 6.0  | 5.2  | 4.7  | 5.4  | 4.4  | 3.5  |
| 综合投资收益率 | 5.2  | 4.4  | 0.8  | 6.9  | 4.0  | 1.7  | 6.7  | 4.4  | 2.8  | 6.6  | 3.7  | 2.3  |

资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；公司数据；中金公司研究部

随着公司偿付能力充足率恢复到监管水平以上, 投资范围限制将被解除。如果未来 3-5 年内新华人寿进行无担保债券、基础设施、不动产投资和未上市公司股权, 比重分别提高至 15%、5%、5%和 2.5%, 那么这将提高投资收益率水平约 90bp (图表 61), 我们预计新华人寿未来的投资收益率可以达到 5.2%左右的水平, 达到内含价值计算中设定的投资收益率假设水平。

我们理解, 2010 年新华资产管理公司引入了新的管理层, 加强业绩考核与激励机制, 采取措施提高投资管理能力, 并逐步建立支撑新投资渠道的运营体系和人才储备, 综合投资收益率有望逐步提高。

图表 60: 投资范围监管限制放开将提升中长期投资收益率 90bp

| 投资资产     | 监管限制解除前 |      | 监管限制解除变化 |       | 监管限制解除后 |       |
|----------|---------|------|----------|-------|---------|-------|
|          | 资产占比    | 收益率  | 资产占比     | 收益率   | 资产占比    | 收益率   |
| 货币资金     | 8.0%    | 0.4% | -3.0%    | 0.0%  | 5.0%    | 0.4%  |
| 定期存款     | 15.3%   | 4.1% | -5.3%    | 0.0%  | 10.0%   | 4.1%  |
| 债权型投资    | 61.9%   | 4.7% | -3.4%    | 0.1%  | 58.5%   | 4.8%  |
| 其中：无担保债券 | NA      | NA   | 15.0%    | 5.2%  | 15.0%   | 5.2%  |
| 权益类投资    | 12.7%   | 5.8% | 0.3%     | 2.2%  | 13.0%   | 8.0%  |
| 基础设施债权   | NA      | NA   | 5.0%     | 6.0%  | 5.0%    | 6.0%  |
| 不动产投资    | NA      | NA   | 5.0%     | 8.0%  | 5.0%    | 8.0%  |
| 未上市股权    | NA      | NA   | 2.5%     | 10.0% | 2.5%    | 10.0% |
| 其他投资     | 2.2%    | 0.8% | -1.2%    | 0.2%  | 1.0%    | 1.0%  |
| 合计       | 100.0%  | 4.3% | 0.0%     | 0.9%  | 100.0%  | 5.2%  |

说明：监管限制解除前为 2009 年-2010 年的加权平均值

资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；保监会；中金公司研究部

图表 61: 新华人寿未来投资收益率敏感性测试

| 投资资产     | 收益率假设 | 情景1    |       | 情景2    |       | 情景3    |       |
|----------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|
|          |       | 资产 (%) | 收益率贡献 | 资产 (%) | 收益率贡献 | 资产 (%) | 收益率贡献 |
| 货币资金     | 0.4%  | 8.0%   | 0.0%  | 5.0%   | 0.0%  | 2.0%   | 0.0%  |
| 定期存款     | 4.1%  | 15.0%  | 0.6%  | 10.0%  | 0.4%  | 10.0%  | 0.4%  |
| 债权型投资    | 4.8%  | 62.0%  | 3.0%  | 58.5%  | 2.8%  | 50.0%  | 2.4%  |
| 其中：无担保债券 | 5.2%  | 15.0%  | 0.8%  | 15.0%  | 0.8%  | 15.0%  | 0.8%  |
| 股权型投资    | 8.0%  | 13.0%  | 1.0%  | 13.0%  | 1.0%  | 13.0%  | 1.0%  |
| 基础设施债权   | 6.0%  | 0.0%   | 0.0%  | 5.0%   | 0.3%  | 10.0%  | 0.6%  |
| 不动产投资    | 8.0%  | 0.0%   | 0.0%  | 5.0%   | 0.4%  | 10.0%  | 0.8%  |
| 未上市股权    | 10.0% | 0.0%   | 0.0%  | 2.5%   | 0.3%  | 5.0%   | 0.5%  |
| 其他投资     | 1.0%  | 2.0%   | 0.0%  | 1.0%   | 0.0%  | 0.0%   | 0.0%  |
| 合计       |       | 100.0% | 4.7%  | 100.0% | 5.2%  | 100.0% | 5.8%  |

资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；保监会；中金公司研究部



## 财务预测与盈利增长

### 归属母公司股东净利润复合增速达到 26.8%

我们预计 2011 年-2013 年新华人寿净利润复合增速约为 26.8%，主要驱动因素包括：

- ▶ 投资收益率稳定上升到 4.9%，同时，投资资产复合增速约为 21.9%；
- ▶ 保费收入保持稳健增长，复合增速达到 18.5%；
- ▶ 佣金率和费用率在未来几年均保持平稳，综合费用率维持在 17.0% 左右；
- ▶ 综合赔付率略有上升。

### 保费收入稳健增长

尽管 2011 年上半年由于经营环境和监管政策的变化，总保费收入同比下降约 5%，但伴随新华人寿经营模式的调整，我们预计 2011-2013 年保费收入复合增速将达到 18.5%（图表 63）：

- ▶ 保险营销员渠道保持快速增长。2011 年上半年寿险营销员渠道的个险保费收入同比增长 27.3%，我们预计分支机构开设和代理人产能提高将推动这一渠道保费收入维持较快增长，复合增速达到 21.4%。
- ▶ 银保渠道逐渐稳定。2011 年上半年银保渠道保费收入同比下降 19.5%，但已逐月回稳。新华人寿加强了公司与银行间的“总对总”合作，提升对银保渠道业务人员的培训、加大对重点银行网点的资源投入，这些措施将逐渐发挥作用，带动银保渠道保费 2011 年-2013 年复合增速达到 15.4%。
- ▶ 财富管理渠道成为新的增长点。2010 年 4 月新华人寿设立财富管理业务部，为中高端客户提供保险保障产品和财富管理服务，2011 年上半年已经占到保费收入的 0.7%。这一业务领域将成为新的增长点，我们预计 2011 年-2013 年保费收入复合增速将达到 90.5%。

图表 62：保费收入保持平稳增长

|         | 2009   | 2010   | 1H11   | 2011E  | 2012E   | 2013E   | 2011-2013E CAGR |
|---------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|-----------------|
| 总保费收入   |        |        |        |        |         |         |                 |
| 保险营销员渠道 | 20,251 | 28,688 | 18,791 | 35,129 | 42,697  | 51,759  |                 |
| 银保渠道    | 43,963 | 61,690 | 30,731 | 58,229 | 65,453  | 77,578  |                 |
| 财富管理渠道  | -      | 221    | 368    | 813    | 1,668   | 2,951   |                 |
| 团险渠道    | 827    | 1,079  | 772    | 626    | 717     | 750     |                 |
| 合计      | 65,040 | 91,679 | 50,662 | 94,797 | 110,536 | 133,038 |                 |
| 总保费占比   |        |        |        |        |         |         |                 |
| 保险营销员渠道 | 31.1%  | 31.3%  | 37.1%  | 37.1%  | 38.6%   | 38.9%   |                 |
| 银保渠道    | 67.6%  | 67.3%  | 60.7%  | 61.4%  | 59.2%   | 58.3%   |                 |
| 财富管理渠道  | 0.0%   | 0.2%   | 0.7%   | 0.9%   | 1.5%    | 2.2%    |                 |
| 团险渠道    | 1.3%   | 1.2%   | 1.5%   | 0.7%   | 0.6%    | 0.6%    |                 |
| 合计      | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0%  | 100.0%  |                 |
| 总保费增速   |        |        |        |        |         |         |                 |
| 保险营销员渠道 | 40.1%  | 41.7%  | 27.3%  | 22.5%  | 21.5%   | 21.2%   | 21.4%           |
| 银保渠道    | 40.1%  | 40.3%  | -19.5% | -5.6%  | 12.4%   | 18.5%   | 15.4%           |
| 财富管理渠道  |        |        |        | 267.6% | 105.2%  | 76.9%   | 90.5%           |
| 团险渠道    | 35.9%  | 30.5%  | 23.5%  | -42.0% | 14.6%   | 4.6%    | 9.5%            |
| 合计      | 40.0%  | 41.0%  | -5.4%  | 3.4%   | 16.6%   | 20.4%   | 18.5%           |

资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；中金公司研究部

## 投资收益稳中有升

2011 年上半年投资资产达到 3,296 亿元, 相比年初增长 14.1%。伴随保费收入的增长, 我们预计投资资产 2011-2013 年复合增速将达到 21.9%。2011 年上半年公司加大了定期存款比重的配置, 占比提升了约 11.9 个百分点, 降低了股权投资的比例约 4.0 个百分点, 把握住了市场投资的机遇, 年化总投资收益率约为 4.4%( 图表 64 )。我们预计 2011-2013 年总投资收益率分别为 4.5%、4.9%和 4.9%, 投资收益复合增速约为 29.8%。

图表 63: 投资收益表现平稳

|                   | 2009    | 2010    | 1H11    | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>投资组合 (%)</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 现金及存款             | 16.2    | 28.6    | 36.6    | 33.9    | 32.6    | 32.6    |
| 债券                | 71.2    | 57.1    | 53.1    | 55.0    | 55.0    | 55.0    |
| 股权                | 11.7    | 13.3    | 9.3     | 10.5    | 12.0    | 12.0    |
| 其他                | 0.9     | 1.0     | 1.1     | 0.6     | 0.4     | 0.4     |
| 合计                | 100.0   | 100.0   | 100.0   | 100.0   | 100.0   | 100.0   |
| 投资资产合计 (人民币, 百万元) | 194,095 | 288,710 | 329,556 | 385,136 | 470,447 | 572,238 |
| <b>投资收益率 (%)</b>  |         |         |         |         |         |         |
| 现金及存款             | 3.3     | 3.3     | 4.1     | 4.0     | 4.0     | 4.0     |
| 债券                | 4.3     | 5.0     | 4.0     | 4.8     | 4.8     | 4.8     |
| 股权                | 12.2    | 3.0     | 7.1     | 5.0     | 8.0     | 8.0     |
| 其他                | (0.1)   | 0.1     | 1.0     | 1.0     | 1.0     | 1.0     |
| 总投资收益率            | 4.7     | 4.3     | 4.4     | 4.5     | 4.9     | 4.9     |
| 投资收益合计 (人民币, 百万元) | 8,129   | 10,410  | 6,791   | 15,268  | 22,169  | 25,539  |

资料来源: 新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书; 中金公司研究部

## 综合费用率维持平稳

- ▶ 手续费佣金占已实现净保费及保单管理费收入的比例从 2008 年的 8.3%下降到 2010 年的 7.8%, 这主要是由于续期保费在保费收入中占比上升, 而续期保费的手续费率一般低于首年保费。2011 年上半年手续费佣金占比为 7.2%, 与同期基本持平。往前看, 一方面续期保费收入占比将继续上升, 但另一方面市场竞争日趋激烈, 手续费率仍是重要的竞争手段。因此, 我们预计 2011 年-2013 年手续费率基本持平 ( 图表 65 )。
- ▶ 业务及管理费占已实现净保费及保单管理费收入的比例从 2008 年的 12.2%下降到 2010 年的 9.2%, 2011 年上半年为 7.9%, 相比去年同期略有提高。这既有规模经济效益的体现, 也体现了公司加强成本管控的效果。2011 年新华人寿实施全面预算管理, 建立收付费集中管理模式和集中采购模式, 有效成本控制的效果将继续体现。同时, 公司将加快分支机构开设, 这会带来经营费用的上升。综合考虑, 我们预计业务及管理费用率将基本持平 ( 图表 65 )

图表 64: 综合费用率维持平稳

|      | 2008     | 2009  | 1H10  | 2010  | 1H11  | 2011E | 2012E | 2013E |
|------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 新华人寿 | 手续费及佣金支出 | 8.3%  | 8.4%  | 7.2%  | 7.8%  | 7.2%  | 7.5%  | 7.5%  |
|      | 业务及管理费   | 12.2% | 11.2% | 7.4%  | 9.2%  | 7.9%  | 9.5%  | 9.5%  |
|      | 综合费用率    | 20.5% | 19.6% | 14.6% | 17.1% | 15.2% | 17.0% | 17.0% |
| 中国人寿 | 手续费及佣金支出 | 9.1%  | 8.3%  | 7.6%  | 8.6%  | 7.9%  | 8.6%  | 8.6%  |
|      | 业务及管理费   | 6.5%  | 7.0%  | 4.8%  | 6.6%  | 4.8%  | 6.7%  | 7.0%  |
|      | 综合费用率    | 15.7% | 15.3% | 12.4% | 15.1% | 12.7% | 15.6% | 15.5% |
| 太保寿险 | 手续费及佣金支出 | 8.9%  | 9.5%  | 7.8%  | 8.3%  | 8.8%  | 8.8%  | 8.8%  |
|      | 业务及管理费   | 11.8% | 10.7% | 7.9%  | 9.1%  | 7.8%  | 9.1%  | 9.1%  |
|      | 综合费用率    | 20.7% | 20.2% | 15.7% | 17.4% | 16.6% | 18.0% | 18.0% |

资料来源: 新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书; 中金公司研究部

## 保险给付和赔付比例略有上升

- ▶ 2011 年上半年保险给付与赔付同比下降了约 3%，其中：
- ▶ 2011 年上半年退保金同比增长 87.5%，年化退保率也提高到 4.8%，这主要是由于 2006 年大规模销售的分红两全保险产品保单生效届满五年后退保率开始上升。
- ▶ 2011 年上半年赔付支出也同比增长了 42.5%，这主要来自定期返还型产品的销售周期影响。
- ▶ 退保支出和到期给付增加相应也减少了保险责任准备金，因此 2011 年上半年提取保险责任准备金净额同比下降了约 12%。

在通胀环境下，我们预计退保率仍将保持在较高水平，赔付支出与提取保险责任准备金净额占已赚保费的比例在 2011 年后会基本维持平稳（图表 66）：

- ▶ 2010 年和 2011 年上半年由于国债收益率 750 天移动平均的变化带来额外多提寿险责任准备金分别为 7.85 亿元和 0.81 亿元，而 2011 年下半年全年国债收益率的变化将会带来 0.42 亿元准备金的释放（图表 67）。
- ▶ 投资收益率上升带来分红型保单红利分配水平预期提升，这将会增加相关寿险责任准备金的增加。

图表 65：保险给付与赔付支出

|                           | 2009   | 1H10   | 2010   | 1H11   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>退保金</b>                | 5,249  | 3,274  | 7,710  | 6,139  | 12,380 | 16,566 | 20,875 |
| 占期初长期准备金与期末长期准备金之平均的比例（%） | 3.8%   | 2.0%   | 3.9%   | 2.6%   | 4.6%   | 4.8%   | 4.8%   |
| <b>赔付支出</b>               | 5,482  | 2,619  | 5,430  | 3,731  | 6,629  | 7,729  | 9,301  |
| 占已实现净保费的比例（%）             | 8.4%   | 4.9%   | 5.9%   | 7.4%   | 7.0%   | 7.0%   | 7.0%   |
| <b>提取保险责任准备金净额</b>        | 45,964 | 42,997 | 70,471 | 37,646 | 70,777 | 81,528 | 98,383 |
| 占已实现净保费的比例（%）             | 70.7%  | 80.5%  | 76.9%  | 74.2%  | 74.7%  | 73.8%  | 74.0%  |

资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；中金公司研究部

图表 66：长期寿险准备金贴现率变化对准备金计提的影响

|                            | 2009-12-31 | 2010-12-31 | 2011-6-30 | 2011-12-31 | 2012-12-31 |
|----------------------------|------------|------------|-----------|------------|------------|
| <b>10年期国债750天移动平均值</b>     | 3.86%      | 3.68%      | 3.63%     | 3.66%      | 3.66%      |
|                            | 2009       | 2010       | 1H11      | 2011       | 2012       |
| <b>准备金计提净额变化（人民币，百万元）</b>  |            |            |           |            |            |
| 新华                         | (597)      | 785        | 81        | 39         | 1          |
| 人寿                         | (8,085)    | (6,382)    | 1,622     | 782        | 18         |
| 太保                         | (1,954)    | 3,130      | (230)     | (111)      | (3)        |
| <b>准备金计提净额变化/当期已赚保费（%）</b> |            |            |           |            |            |
| 新华                         | (0.9)      | 0.9        | 0.2       | 0.0        | 0.0        |
| 人寿                         | (2.9)      | (2.0)      | 0.8       | 0.2        | 0.0        |
| 太保                         | (3.3)      | 3.7        | (0.4)     | (0.1)      | (0.0)      |
| <b>准备金计提净额变化/当期税前利润（%）</b> |            |            |           |            |            |
| 新华                         | 22.4       | (34.9)     | (4.6)     | (1.4)      | (0.0)      |
| 人寿                         | 24.5       | 18.9       | (12.4)    | (3.2)      | (0.1)      |
| 太保                         | 36.0       | (67.9)     | 8.2       | 2.0        | 0.0        |

资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；中金公司研究部

## 偿付能力满足监管要求

新华人寿的偿付能力充足率最近三年均严重低于 100% 的最低监管水平, 2010 年属于偿付能力不足类公司, 公司在 2011 年 1 季度已完成增资 140 亿元, 偿付能力大幅提升, 现已符合监管要求。但如果公司的偿付能力能够持续达到监管机构充足 II 类的资本要求, 还需要进一步补充资本以增强新华人寿的资本实力 (图表 68)。

图表 67: 新华人寿未来偿付能力充足率预测及情景分析

|                | 2008  | 2009  | 2010   | 1H11   | 2011E  | 2012E  | 2013E   |
|----------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 实际偿付能力         | 1,802 | 3,265 | 4,402  | 15,225 | 28,665 | 31,943 | 34,549  |
| 最低偿付能力         | 6,496 | 9,024 | 12,583 | 14,354 | 15,594 | 19,300 | 23,867  |
| 偿付能力充足率        | 27.7% | 36.2% | 35.0%  | 106.1% | 183.8% | 165.5% | 144.8%  |
| <b>情况1</b>     |       |       |        |        |        |        |         |
| 目标偿付能力充足率      |       |       |        |        | 150.0% | 150.0% | 150.0%  |
| 实际偿付能力在150%时应为 |       |       |        |        | 23,391 | 28,950 | 35,801  |
| 偿付能力缺口         |       |       |        |        | 5,274  | 2,993  | -1,251  |
| <b>情况2</b>     |       |       |        |        |        |        |         |
| 目标偿付能力充足率      |       |       |        |        | 180.0% | 180.0% | 180.0%  |
| 实际偿付能力在180%时应为 |       |       |        |        | 28,069 | 34,740 | 42,961  |
| 偿付能力缺口         |       |       |        |        | 596    | -2,797 | -8,412  |
| <b>情况3</b>     |       |       |        |        |        |        |         |
| 目标偿付能力充足率      |       |       |        |        | 200.0% | 200.0% | 200.0%  |
| 实际偿付能力在200%时应为 |       |       |        |        | 31,188 | 38,600 | 47,734  |
| 偿付能力缺口         |       |       |        |        | -2,523 | -6,658 | -13,185 |

资料来源: 新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书; 中金公司研究部

图表 68: 新华人寿损益表

| 单位: 百万元     | 2009    | 2010     | 2011F    | 2012F    | 2013F    | 2011-2013 CAGR |
|-------------|---------|----------|----------|----------|----------|----------------|
| <b>利润表</b>  |         |          |          |          |          |                |
| 营业收入        | 73,674  | 102,513  | 110,298  | 133,022  | 158,882  | 20.0%          |
| 已赚净保费       | 64,998  | 91,583   | 94,696   | 110,407  | 132,876  | 18.5%          |
| 保险业务收入      | 65,040  | 91,679   | 94,797   | 110,536  | 133,038  | 18.5%          |
| 投资收益        | 8,126   | 10,474   | 15,123   | 22,112   | 25,478   | 29.8%          |
| 其他业务收入      | 549     | 456      | 479      | 503      | 528      | 5.0%           |
| 营业支出        | -70,965 | -100,227 | -107,179 | -125,954 | -152,617 | 19.3%          |
| 赔付支出        | -10,731 | -13,140  | -19,009  | -24,295  | -30,176  | 26.0%          |
| 净提取保险责任准备金  | -45,964 | -70,471  | -70,777  | -81,528  | -98,383  | 17.9%          |
| 手续费及佣金支出    | -5,448  | -7,179   | -7,110   | -8,290   | -9,978   | 18.5%          |
| 业务及管理费及其他支出 | -8,820  | -9,437   | -10,283  | -11,841  | -14,080  | 17.0%          |
| 营业利润        | 2,709   | 2,286    | 3,119    | 7,068    | 6,265    | 41.7%          |
| 税前利润        | 2,651   | 2,255    | 3,018    | 6,759    | 5,954    | 40.5%          |
| 减: 所得税费用    | 10      | -5       | -241     | -1,690   | -1,488   | 148.3%         |
| 净利润         | 2,661   | 2,251    | 2,776    | 5,069    | 4,465    | 26.8%          |
| 归属于公司股东的净利润 | 2,660   | 2,249    | 2,774    | 5,066    | 4,462    | 26.8%          |

资料来源: 新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书; 中金公司研究部

图表 69: 新华人寿资产负债表

| 资产负债表 (人民币: 百万元) | 2,009          | 2,010          | 2011F          | 2012F          | 2013F          | 2011-2013 CAGR |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>资产总计</b>      | <b>206,618</b> | <b>304,566</b> | <b>400,971</b> | <b>486,260</b> | <b>588,023</b> | <b>21.1%</b>   |
| <b>投资资产</b>      | <b>194,095</b> | <b>288,710</b> | <b>385,136</b> | <b>470,447</b> | <b>572,238</b> | <b>21.9%</b>   |
| 现金及存款            | 31,436         | 82,568         | 130,628        | 153,359        | 186,543        | 19.5%          |
| 债券投资             | 138,169        | 164,726        | 211,825        | 258,746        | 314,731        | 21.9%          |
| 股票投资             | 22,734         | 38,494         | 40,439         | 56,454         | 68,669         | 30.3%          |
| 其他投资             | 1,756          | 2,922          | 2,244          | 1,889          | 2,295          | 1.1%           |
| 其他资产             | 12,523         | 15,856         | 15,836         | 15,813         | 15,785         | -0.2%          |
| <b>负债合计</b>      | <b>202,375</b> | <b>297,993</b> | <b>373,296</b> | <b>454,454</b> | <b>552,593</b> | <b>21.7%</b>   |
| <b>保险合同准备金</b>   | <b>163,815</b> | <b>234,625</b> | <b>305,515</b> | <b>387,187</b> | <b>485,751</b> | <b>26.1%</b>   |
| 保户储金及投资款         | 20,162         | 19,538         | 18,951         | 18,437         | 18,012         | -2.5%          |
| 其他负债             | 18,398         | 43,830         | 48,830         | 48,830         | 48,830         | 0.0%           |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>4,243</b>   | <b>6,573</b>   | <b>27,675</b>  | <b>31,805</b>  | <b>35,430</b>  | <b>13.1%</b>   |

资料来源: 新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书; 中金公司研究部

图表 70: 新华人寿主要财务比率

| 增长率 (%)         | 2009    | 2010  | 2011F | 2012F | 2013F |
|-----------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 保险业务收入          | 40.0    | 41.0  | 3.4   | 16.6  | 20.4  |
| 已赚净保费           | 39.9    | 40.9  | 3.4   | 16.6  | 20.4  |
| 投资收益            | 257.4   | 28.9  | 44.4  | 46.2  | 15.2  |
| 投资资产            | 25.9    | 48.7  | 33.4  | 22.2  | 21.6  |
| 利润总额            | 1,359.5 | -14.9 | 33.8  | 124.0 | -11.9 |
| 归属于母公司净利润       | 309.9   | -15.5 | 23.4  | 82.6  | -11.9 |
| <b>主要比率 (%)</b> |         |       |       |       |       |
| 净投资收益率          | 4.1     | 3.9   | 4.0   | 4.0   | 4.0   |
| 总投资收益率          | 4.7     | 4.3   | 4.5   | 4.9   | 4.9   |
| 综合赔付率           | 87.2    | 91.3  | 94.8  | 95.8  | 96.8  |
| 佣金比率            | 8.6     | 7.9   | 7.5   | 7.5   | 7.5   |
| 费用比率            | 11.0    | 9.2   | 9.5   | 9.5   | 9.5   |
| 净资产收益率          | 62.8    | 34.2  | 10.0  | 15.9  | 12.6  |
| 总资产收益率          | 1.3     | 0.7   | 0.7   | 1.0   | 0.8   |
| 资产负债比率          | 97.9    | 97.8  | 93.1  | 93.5  | 94.0  |

资料来源: 新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书; 中金公司研究部

## 新华人寿应当享有成长性溢价

中国保险公司目前仍处于快速增长阶段，但由于寿险保单的期限较长，因此初始扩张阶段的费用通常会扭曲净利润，因此对于还处于成长期的中国寿险公司来说，市盈率并不是合适的估值指标。同时，已签发保单的利润会逐渐体现，但这在净资产中并未得到体现，因此市净率也有失公允。因此，我们倾向于使用内含价值体系来评估中国寿险公司的价值，在这一体系下新业务价值和内含价值分别相当于净利润与净资产。

### 绝对估值区间

通过计算内含价值和评估价值，我们通过计算一年新业务价值模型推导出新华人寿 2012 年底的评估价值为 1,078 亿元，折合每股评估价值为 34.6 元。通过敏感性分析，我们认为合理价值区间为 921-1,220 亿元，对应每股人民币价值为 29.5-39.1 元。2011 年内含价值倍数为 1.47-1.95 倍，新业务价值倍数为 6.6-13.3 倍。

图表 71: 内含价值和新业务价值预测的假设

|              | 2011E  | 2012E | 2013E |
|--------------|--------|-------|-------|
| 首年期缴保费收入增长率  | -15.3% | 11.8% | 21.6% |
| 趸缴保费收入增长率    | -30.8% | 4.6%  | 18.6% |
| 短期意康险保费收入增长率 | 10.0%  | 25.0% | 25.0% |
| 新业务价值利润率     | 21.0%  | 22.0% | 22.5% |

资料来源：中金公司研究部

### 内含价值

内含价值包括两个部分：调整后净资产和有效业务价值。调整后净资产是指经市价调整以后的净资产，而有效业务价值为所有已签发的保单在未来能创造的所有利润的现值。内含价值实际是一个寿险公司的现有价值或清算价值。2011 年上半年，新华人寿有效业务价值约占内含价值的 58.2%（图表 73）。

图表 72: 内含价值的构成

| 人民币：百万元               |       | 2010A   | 1H11    | 2011E   | 2012E    | 2013E    |
|-----------------------|-------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 寿险业务调整后净资产            | A     | 6,400   | 17,673  | 24,408  | 27,722   | 30,359   |
| 寿险业务有效业务价值（扣除偿付能力成本前） | B     | 29,866  | 33,798  | 37,302  | 47,222   | 60,330   |
| 持有偿付能力额度的成本           | C     | (8,181) | (9,149) | (9,885) | (12,514) | (15,987) |
| 寿险业务有效业务价值（扣除偿付能力成本后） | D=B+C | 21,685  | 24,650  | 27,417  | 34,708   | 44,343   |
| 寿险业务内含价值              | E=A+D | 28,084  | 42,323  | 51,825  | 62,430   | 74,702   |
| 调整后净资产/内含价值           | F=A/E | 22.8%   | 41.8%   | 47.1%   | 44.4%    | 40.6%    |
| 有效业务价值/内含价值           | G=D/E | 77.2%   | 58.2%   | 52.9%   | 55.6%    | 59.4%    |

资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；中金公司研究部

由于 EV 也受到资本市场变动、红利分配、资本募集等因素的影响，因此内含价值的经营性增长能够更好地反映公司运营的能力。经营性内含价值的增长主要来自内含价值的预期回报、新业务价值和经营经验的差异（图表 74）。



图表 73: 内含价值变动分析

| (人民币, 百万元) |           | 2010A  | 1H11    | 2011E    | 2012E   | 2013E   |
|------------|-----------|--------|---------|----------|---------|---------|
| 期初内含价值     | A         | 20,333 | 28,084  | 28,084   | 51,825  | 62,430  |
| 当期新业务价值贡献  | B         | 5,095  | 2,558   | 4,707    | 5,520   | 6,865   |
| 内含价值的预期回报  | C         | 2,654  | 1,974   | 3,562    | 7,254   | 8,704   |
| 经营经验的差异    | D         | (70)   | 4       | -        | -       | -       |
| 内含价值经营性利润  | E=B+C+D   | 7,679  | 4,536   | 8,270    | 12,774  | 15,569  |
| 投资收益率的差异   | F         | (224)  | (4,179) | (10,366) | (1,168) | (2,361) |
| 精算和模型变动    | G         | 337    | -       | -        | -       | -       |
| 资本变动前的内涵价值 | H=A+E+F+G | 28,125 | 28,441  | 25,987   | 63,431  | 75,638  |
| 资本变动       | I         | -      | 14,000  | 25,838   | (1,001) | (937)   |
| 其他变化       | J         | (42)   | (118)   | -        | -       | -       |
| 期末内含价值     | K=H+I+J   | 28,084 | 42,323  | 51,825   | 62,430  | 74,702  |
| 内含价值增速 (%) |           | 38.1%  | 50.7%   | 84.5%    | 20.5%   | 19.7%   |
| 内含价值经营回报率  | L=E/A     | 37.8%  | 16.2%   | 29.4%    | 24.6%   | 24.9%   |
| 经营性内含价值    | M=A+E     | 28,012 | 32,620  | 36,354   | 64,599  | 77,999  |

资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；中金公司研究部

## 新业务价值

一年新业务价值是指一个寿险公司某一年的首年保费所能创造出的未来净利润的折现值。一年新业务价值决定因素包括两个未来的首年年化标准保费 (APE) 和新业务价值利润率。我们预计 2011-2013 年新华人寿新业务价值复合增速将达到 20.8%，主要受益于年化标准保费的稳健增和新业务价值利润率的提高：

- ▶ 首年标准保费保持稳健增长。伴随分支机构开始和业务转型的进展，新华人寿 2011-2013 年首年保费和首年标准保费增速分别为 13.7% 和 16.7%。
- ▶ 新业务价值利润率逐渐提高。新华人寿 2010 年的新业务价值利润率为 17.8%，低于可比同业（图表 75），这主要是由于新华人寿销售的主要产品为 5 年期银保产品，利润率较低。经验表明，AIA2010 年意外险和健康险的新业务价值利润率可以高达 50%，明显高于其他类型产品；个险渠道的新业务价值利润率也明显高于银保渠道（图表 76）。往前看，新华人寿销售重点向利润率较高的个险渠道长期寿险产品转型，高利润率的财富管理渠道和健康险在新单保费中的比重逐渐提升。这将推动新业务价值利润率在未来三年提高 4.7 个百分点到 22.5%。

图表 74: 新华人寿新业务价值利润率存在提升空间

|      | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 中国人寿 | 27.1% | 25.0% | 26.0% | 27.0% | 27.0% |
| 太保寿险 | 27.4% | 25.1% | 28.0% | 29.0% | 29.5% |
| 新华人寿 | 18.9% | 17.8% | 21.0% | 22.0% | 22.5% |

资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；中金公司研究部

图表 75: 友邦保险的意外险和健康险产品利润率远高于国内主要保险产品

| 新业务价值利润率 (%) | 2009 | 2010 | 新业务价值利润率 (%) | 2009 | 2010 |
|--------------|------|------|--------------|------|------|
| 意外险和健康险      | 42   | 50   | 代理人渠道        | 37   | 39   |
| 团险           | 33   | 35   | 银保渠道         | 18   | 22   |
| 传统寿险         | 21   | 31   | 直销渠道         | 21   | 34   |
| 投连险          | 10   | 15   |              |      |      |

资料来源：公司数据；中金公司研究部

图表 76: 新华人寿一年新业务价值

| (人民币, 百万元)   | 2010A  | 1H11   | 2011E  | 2012E  | 2013E  | 2011-2013 复合增速 |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
| 首年保费收入       | 55,965 | 24,112 | 42,126 | 45,404 | 54,485 | 13.7%          |
| 其中: 首年期交保费   | 23,423 | 9,879  | 20,226 | 22,836 | 27,846 | 17.3%          |
| 首年期交保费占比     | 41.9%  | 41.0%  | 48.0%  | 50.3%  | 51.1%  |                |
| 首年趸缴保费       | 32,542 | 14,233 | 21,899 | 22,568 | 26,639 | 10.3%          |
| 首年标准保费 (APE) | 26,677 | 11,302 | 22,416 | 25,093 | 30,510 | 16.7%          |
| 其中: 财富管理渠道   | 157    | 277    | 537    | 806    | 1,209  | 50.0%          |
| 占 APE 比例     | 0.6%   | 2.5%   | 2.4%   | 3.2%   | 4.0%   |                |
| 健康险          | 1,534  | 398    | 1,687  | 2,109  | 2,637  | 25.0%          |
| 占 APE 比例     | 5.8%   | 3.5%   | 7.5%   | 8.4%   | 8.6%   |                |
| 新业务价值利润率     | 17.8%  |        | 21.0%  | 22.0%  | 22.5%  |                |
| 新业务价值        | 4,741  |        | 4,707  | 5,520  | 6,865  | 20.8%          |

资料来源: 新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书; 中金公司研究部

## 评估价值

我们采用三阶段一年新业务价值贴现模型来就计算新华人寿的评估价值, 得到 2011 年底价值为 1,078 亿元, 每股价值为人民币 34.6 元, 主要估值假设包括 (图表 78):

- ▶ 折现率为 13%;
- ▶ 2011 年-2012 年标准保费复合增速约为 -3.0%, 平均新业务价值利润率约为 14.5%;
- ▶ 2013 年-2022 年标准保费复合增速约为 9.1%, 平均新业务价值利润率约为 14.3%;
- ▶ 2023 年-2032 年标准保费收入复合增速为 5.0%, 平均新业务价值利润率约为 13.8%;
- ▶ 永续增长阶段保费收入复合增速为 3.0%, 新业务价值增速为 3.0%。

图表 77: 新业务价值贴现模型的主要参数

|      | 风险贴现率 | 第一阶段<br>(2011-2012) |                |               | 第二阶段<br>(2013-2022) |                |               | 第三阶段<br>(2023-2032) |                |               | 永续阶段          |
|------|-------|---------------------|----------------|---------------|---------------------|----------------|---------------|---------------------|----------------|---------------|---------------|
|      |       | 标准保费<br>复合增长率       | 平均新业务<br>价值利润率 | NBV 复合<br>增长率 | 标准保费<br>复合增长率       | 平均新业务<br>价值利润率 | NBV 复合<br>增长率 | 标准保费<br>复合增长率       | 平均新业务<br>价值利润率 | NBV 复合<br>增长率 | NBV 复合<br>增长率 |
| 中国人寿 | 11.0% | 1.0%                | 23.9%          | 5.0%          | 7.3%                | 23.4%          | 6.8%          | 4.7%                | 22.4%          | 4.2%          | 3.0%          |
| 太保寿险 | 12.5% | 1.4%                | 22.4%          | 8.9%          | 7.4%                | 21.8%          | 6.9%          | 4.5%                | 20.8%          | 4.0%          | 3.0%          |
| 新华人寿 | 13.0% | -3.0%               | 14.5%          | 7.9%          | 9.1%                | 14.3%          | 8.8%          | 5.0%                | 13.8%          | 4.6%          | 3.0%          |

资料来源: 新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书; 公司数据; 中金公司研究部

图表 78: 新华人寿三阶段一年新业务价值估值模型

| 新华人寿假设                  |            | 2011E  | 2012E   | 2013—2022E | 2023—2032E | 永续增长阶段    |
|-------------------------|------------|--------|---------|------------|------------|-----------|
| 折现率                     |            | 13.0%  | 13.0%   | 13.0%      | 13.0%      | 13.0%     |
| 总保费收入                   |            | 94,797 | 110,536 | 2,343,560  | 5,263,515  | 2,285,417 |
| 总保费增长率                  |            | 3.4%   | 16.6%   | 12.3%      | 6.8%       | 3.0%      |
| 首年保费收入(人民币百万元)          | A=B+C+D    | 42,126 | 45,404  | 789,296    | 1,438,420  | 1,827,337 |
| 新单保费收入增速                |            | -24.7% | 7.8%    | 8.0%       | 5.0%       | 3.0%      |
| 其中: 首年期缴保费收入            | B          | 18,539 | 20,727  | 360,652    | 656,642    | 834,183   |
| 期缴新业务保费占比               |            | 44.0%  | 45.7%   | 45.7%      | 45.7%      | 45.7%     |
| 首年趸缴保费收入                | C          | 21,899 | 22,568  | 391,872    | 714,956    | 908,264   |
| 趸缴新业务保费占比               |            | 52.0%  | 49.7%   | 49.7%      | 49.7%      | 49.7%     |
| 首年短期险保费收入               | D          | 1,687  | 2,109   | 36,772     | 66,822     | 84,889    |
| 短期险保费占比                 |            | 4.0%   | 4.6%    | 4.6%       | 4.6%       | 4.6%      |
| 首年年度化保费(APE, 人民币百万元)    | E=B+C/10+D | 22,416 | 25,093  | 399,839    | 728,137    | 925,010   |
| APE增长率                  |            | -16.0% | 11.9%   | 9.1%       | 5.0%       | 3.0%      |
| 新业务价值利润率                | F          | 14.2%  | 14.8%   | 14.3%      | 13.8%      | 10.0%     |
| 一年新业务价值(人民币百万元)         | G          | 3,173  | 3,721   | 62,821     | 109,941    | 100,990   |
| 增长率                     |            |        |         |            |            |           |
| 经调整后的净资产价值(人民币百万元)      | H          | 24,408 | 27,722  |            |            |           |
| 有效业务价值(人民币百万元)          | I          | 18,862 | 23,878  |            |            |           |
| 内含价值(人民币百万元)            | J=H+I      | 43,270 | 51,600  |            |            |           |
| 一年新业务价值(人民币百万元)         |            | 3,173  | 3,721   |            |            |           |
| 一年新业务价值折现值之和(人民币百万元)    | K          | 53,017 | 56,187  |            |            |           |
| 评估价值(人民币百万元)            | L=J+K      | 96,286 | 107,787 |            |            |           |
| 总股数(百万股)                | M          | 3,120  | 3,120   |            |            |           |
| 每股评估价值(人民币元)            | O=L/M      | 30.9   | 34.6    |            |            |           |
| 每股内含价值(人民币元) @11.5%     |            | 16.6   | 20.0    |            |            |           |
| 每股一年新业务价值(人民币元) @11.5%  |            | 1.22   | 1.43    |            |            |           |
| 隐含的每股评估价值/每股内含价值        |            | 1.9    | 1.7     |            |            |           |
| 隐含的一年新业务价值倍数            |            | 11.7   | 10.2    |            |            |           |
| 有效业务价值(人民币百万元) @11.5%   |            | 27,417 | 34,708  |            |            |           |
| 内含价值(人民币百万元) @11.5%     |            | 51,825 | 62,430  |            |            |           |
| 一年新业务价值(人民币百万元) @ 11.5% |            | 4,707  | 5,520   |            |            |           |

资料来源: 新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书; 中金公司研究部 注: 我们将风险贴现率设定为 13%; 偿付能力要求为最低偿付能力标准的 150%

由于折现率及投资收益率是精算假设中最敏感的两个因素, 我们对此进行了敏感性分析。将收益率增加或减少 25 个基点, 同时折现率增加或者降低 50 个基点, 那么新华人寿的合理价值约为 921-1,220 亿元, 每股价值约为 29.5-39.1 元, 2011 年内含价值倍数约为 1.47-1.95 倍, 2011 年新业务价值倍数约为 6.6-13.3 倍(图表 80-83)。

图表 79: 不同折现率下的新华人寿 2011 年底评估价值

| 2012年评估价值<br>(人民币, 十亿元) |        | 投资收益率  |       |       |       |       |       |       |       |        |
|-------------------------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 折<br>现<br>率             |        | -100bp | -75bp | -50bp | -25bp | 当前假设  | +25bp | +50bp | +75bp | +100bp |
|                         | +200bp | 56.7   | 62.8  | 68.9  | 75.1  | 81.2  | 87.3  | 93.4  | 99.5  | 105.7  |
|                         | +150bp | 62.0   | 68.1  | 74.3  | 80.4  | 86.5  | 92.6  | 98.7  | 104.9 | 111.0  |
|                         | +100bp | 67.6   | 73.8  | 79.9  | 86.0  | 92.2  | 98.3  | 104.4 | 110.5 | 116.6  |
|                         | +50bp  | 73.7   | 79.8  | 85.9  | 92.1  | 98.2  | 104.3 | 110.4 | 116.5 | 122.6  |
|                         | 当前假设   | 83.3   | 89.4  | 95.5  | 101.7 | 107.8 | 113.9 | 120.0 | 126.1 | 132.2  |
|                         | -50bp  | 91.4   | 97.5  | 103.6 | 109.7 | 115.9 | 122.0 | 128.1 | 134.2 | 140.3  |
|                         | -100bp | 100.0  | 106.1 | 112.3 | 118.4 | 124.5 | 130.7 | 136.8 | 142.9 | 149.0  |
|                         | -150bp | 109.3  | 115.4 | 121.6 | 127.7 | 133.8 | 139.9 | 146.1 | 152.2 | 158.3  |
|                         | -200bp | 119.3  | 125.4 | 131.6 | 137.7 | 143.8 | 149.9 | 156.0 | 162.2 | 168.3  |

资料来源: 新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书; 中金公司研究部

图表 80: 不同折现率下的新华人寿 2011 年底每股价值

| 2012年<br>每股评估价值 |        | 投资收益率  |       |       |       |      |       |       |       |        |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|--------|
|                 |        | -100bp | -75bp | -50bp | -25bp | 当前假设 | +25bp | +50bp | +75bp | +100bp |
| 折<br>现<br>率     | +200bp | 18.2   | 20.1  | 22.1  | 24.1  | 26.0 | 28.0  | 29.9  | 31.9  | 33.9   |
|                 | +150bp | 19.9   | 21.8  | 23.8  | 25.8  | 27.7 | 29.7  | 31.7  | 33.6  | 35.6   |
|                 | +100bp | 21.7   | 23.6  | 25.6  | 27.6  | 29.5 | 31.5  | 33.5  | 35.4  | 37.4   |
|                 | +50bp  | 23.6   | 25.6  | 27.5  | 29.5  | 31.5 | 33.4  | 35.4  | 37.4  | 39.3   |
|                 | 当前假设   | 26.7   | 28.7  | 30.6  | 32.6  | 34.6 | 36.5  | 38.5  | 40.4  | 42.4   |
|                 | -50bp  | 29.3   | 31.2  | 33.2  | 35.2  | 37.1 | 39.1  | 41.1  | 43.0  | 45.0   |
|                 | -100bp | 32.1   | 34.0  | 36.0  | 38.0  | 39.9 | 41.9  | 43.8  | 45.8  | 47.8   |
|                 | -150bp | 35.0   | 37.0  | 39.0  | 40.9  | 42.9 | 44.9  | 46.8  | 48.8  | 50.7   |
|                 | -200bp | 38.2   | 40.2  | 42.2  | 44.1  | 46.1 | 48.1  | 50.0  | 52.0  | 53.9   |

资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；中金公司研究部

图表 81: 不同折现率下的新华人寿 2011 年底内含价值倍数

| 2012年<br>内含价值倍数 |        | 投资收益率  |       |       |       |      |       |       |       |        |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|--------|
|                 |        | -100bp | -75bp | -50bp | -25bp | 当前假设 | +25bp | +50bp | +75bp | +100bp |
| 折<br>现<br>率     | +200bp | 0.91   | 1.01  | 1.10  | 1.20  | 1.30 | 1.40  | 1.50  | 1.59  | 1.69   |
|                 | +150bp | 0.99   | 1.09  | 1.19  | 1.29  | 1.39 | 1.48  | 1.58  | 1.68  | 1.78   |
|                 | +100bp | 1.08   | 1.18  | 1.28  | 1.38  | 1.48 | 1.57  | 1.67  | 1.77  | 1.87   |
|                 | +50bp  | 1.18   | 1.28  | 1.38  | 1.47  | 1.57 | 1.67  | 1.77  | 1.87  | 1.96   |
|                 | 当前假设   | 1.33   | 1.43  | 1.53  | 1.63  | 1.73 | 1.82  | 1.92  | 2.02  | 2.12   |
|                 | -50bp  | 1.46   | 1.56  | 1.66  | 1.76  | 1.86 | 1.95  | 2.05  | 2.15  | 2.25   |
|                 | -100bp | 1.60   | 1.70  | 1.80  | 1.90  | 1.99 | 2.09  | 2.19  | 2.29  | 2.39   |
|                 | -150bp | 1.75   | 1.85  | 1.95  | 2.05  | 2.14 | 2.24  | 2.34  | 2.44  | 2.54   |
|                 | -200bp | 1.91   | 2.01  | 2.11  | 2.21  | 2.30 | 2.40  | 2.50  | 2.60  | 2.70   |

资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；中金公司研究部

图表 82: 不同折现率下的新华人寿 2011 年底新业务价值倍数

| 2012年<br>新业务价值倍数 |        | 投资收益率  |       |       |       |      |       |       |       |        |
|------------------|--------|--------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|--------|
|                  |        | -100bp | -75bp | -50bp | -25bp | 当前假设 | +25bp | +50bp | +75bp | +100bp |
| 折<br>现<br>率      | +200bp | (1.3)  | 0.1   | 1.5   | 2.8   | 4.2  | 5.6   | 6.9   | 8.3   | 9.7    |
|                  | +150bp | (0.1)  | 1.3   | 2.6   | 4.0   | 5.4  | 6.8   | 8.1   | 9.5   | 10.9   |
|                  | +100bp | 1.2    | 2.5   | 3.9   | 5.3   | 6.7  | 8.0   | 9.4   | 10.8  | 12.1   |
|                  | +50bp  | 2.5    | 3.9   | 5.3   | 6.6   | 8.0  | 9.4   | 10.8  | 12.1  | 13.5   |
|                  | 当前假设   | 4.7    | 6.0   | 7.4   | 8.8   | 10.2 | 11.5  | 12.9  | 14.3  | 15.6   |
|                  | -50bp  | 6.5    | 7.9   | 9.2   | 10.6  | 12.0 | 13.3  | 14.7  | 16.1  | 17.5   |
|                  | -100bp | 8.4    | 9.8   | 11.2  | 12.5  | 13.9 | 15.3  | 16.7  | 18.0  | 19.4   |
|                  | -150bp | 10.5   | 11.9  | 13.3  | 14.6  | 16.0 | 17.4  | 18.7  | 20.1  | 21.5   |
|                  | -200bp | 12.7   | 14.1  | 15.5  | 16.9  | 18.2 | 19.6  | 21.0  | 22.3  | 23.7   |

资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；中金公司研究部

在折现率和投资收益率固定不变的情况下，如果未来复合保费收入增速低于我们的预期约 1 个-3 个百分点，那么评估价值会降低 5.1-13.0%，2011 年内含价值倍数会减少 5.1-13.0%，新业务价值倍数会降低 10.4-26.8%（图表 84）。

图表 83: 复合保费收入增速降低的影响

| 保费增长率<br>变化 | 评估价值<br>(人民币, 百万元) | 变化     | 每股评估价值<br>(人民币) | P/EV | 变化 (%) | 新业务<br>价值倍数 | 变化 (%) |
|-------------|--------------------|--------|-----------------|------|--------|-------------|--------|
| 基准假设        | 101,068            |        | 32.40           | 1.95 |        | 10.46       |        |
| -1ppt       | 95,931             | -5.1%  | 30.75           | 1.85 | -5.1%  | 9.37        | -10.4% |
| -2ppt       | 91,595             | -9.4%  | 29.36           | 1.77 | -9.4%  | 8.45        | -19.2% |
| -3ppt       | 87,887             | -13.0% | 28.17           | 1.70 | -13.0% | 7.66        | -26.8% |

资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；中金公司研究部

## 新业务价值倍数享有溢价

我们认为新华人寿相比三家可比公司应当享受估值溢价，这主要是由于：

- ▶ **新业务价值复合增速高于同业。**伴随分支机构的开设，新华人寿 2011-2013 年标准保费复合同比增速约为 16.7%，同时新业务价值利润率将提升 4.7 个百分点，新业务价值复合增速达到 20.8%，高于同业水平（图表 85）。
- ▶ **高利率保单对新华人寿的影响很小。**平安寿险与太保寿险成立较早，目前依然有效的高利率保单很多，由于这些保单经常会产生利差损，影响了平安和太保的评估价值的提升。新华人寿由于成立相对较晚，2010 年底高利率保单准备金占比仅为 2.3%（图表 86），因此内含价值更加扎实。

图表 84：新华人寿新业务价值增速快于同业

|                     | 2009  | 2010  | 2011E  | 2012E | 2013E | 2011-2013<br>CAGR (%) |
|---------------------|-------|-------|--------|-------|-------|-----------------------|
| <b>标准保费增长率 (%)</b>  |       |       |        |       |       |                       |
| 中国人寿                | 6.3%  | 21.4% | -3.4%  | 5.6%  | 12.1% | 8.8%                  |
| 太保寿险                | 63.1% | 32.9% | -3.4%  | 6.4%  | 10.7% | 8.6%                  |
| 新华人寿                | 52.9% | 23.7% | -16.0% | 11.9% | 21.6% | 16.7%                 |
| <b>新业务价值利润率 (%)</b> |       |       |        |       |       |                       |
| 中国人寿                | 27.1% | 25.0% | 26.0%  | 27.0% | 27.0% |                       |
| 太保寿险                | 27.4% | 25.1% | 28.0%  | 29.0% | 29.5% |                       |
| 新华人寿                | 18.9% | 17.8% | 21.0%  | 22.0% | 22.5% |                       |
| <b>新业务价值增长率 (%)</b> |       |       |        |       |       |                       |
| 中国人寿                | 27.2% | 12.0% | 0.6%   | 9.6%  | 12.1% | 10.9%                 |
| 太保寿险                | 36.9% | 22.0% | 7.7%   | 10.2% | 12.7% | 11.4%                 |
| 新华人寿                | 58.5% | 16.1% | -0.7%  | 17.3% | 24.3% | 20.8%                 |

资料来源：公司数据；中金公司研究部

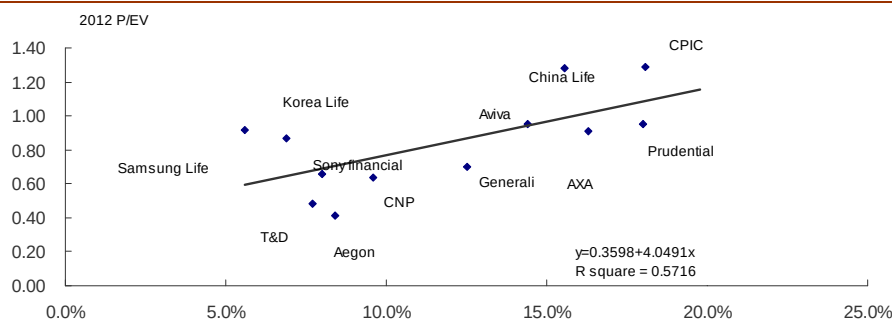
图表 85：新华人寿负利率保单占比较低

| 高利率保单有效业务价值占比 | 2008  | 2009  | 2010  |
|---------------|-------|-------|-------|
| 中国平安          | 20.4% | 15.5% | 10.4% |
| 中国太保          | 9.1%  | 7.4%  | 6.8%  |
| 新华人寿          | 3.7%  | 2.7%  | 2.3%  |

资料来源：彭博资讯；公司数据；中金公司研究部 注：新华保险数据为高利率保单准备金占比，其余为有效业务价值占比

寿险公司的内含价值倍数与内含价值的利润率具有正相关关系（图表 87）。新华人寿 2012 年和 2013 年内含价值经营性利润率约为 24.6%和 24.9%，高于中国人寿和太保寿险。由于中国太保的内含价值中还有高利率保单的影响，因此我们认为新华人寿的内含价值倍数应当高于中国太保。

图表 86：2012 年 P/EV 与 2013 年 ROEV 正向相关



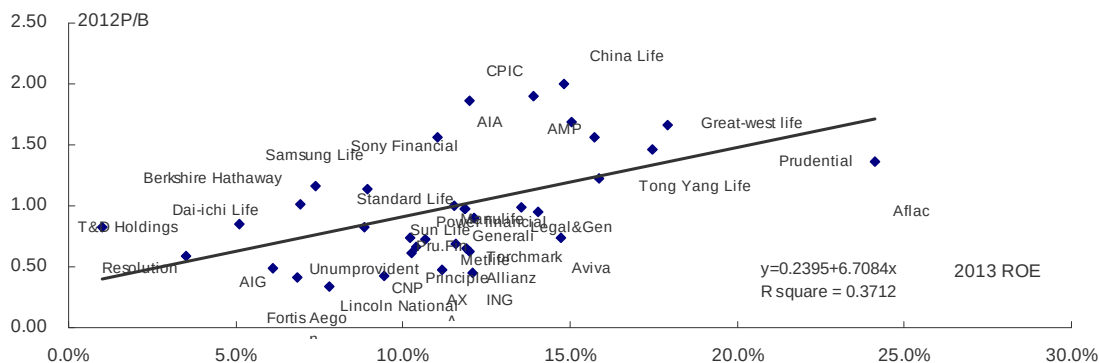
资料来源：彭博资讯；公司数据；中金公司研究部

图表 87: 核心内含价值回报率

| 对内含价值的贡献比例        | 2009         | 2010         | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>中国人寿</b>       |              |              |              |              |              |
| 内含价值预期回报          | 8.8%         | 8.4%         | 8.1%         | 8.8%         | 8.9%         |
| 新业务价值贡献           | 7.4%         | 7.0%         | 6.7%         | 6.7%         | 6.7%         |
| 经营经验的差异           | -0.2%        | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| <b>内含价值经营性利润率</b> | <b>15.9%</b> | <b>15.3%</b> | <b>14.8%</b> | <b>15.4%</b> | <b>15.5%</b> |
| <b>太保寿险</b>       |              |              |              |              |              |
| 内含价值预期回报          | 10.0%        | 12.5%        | 8.1%         | 8.7%         | 8.8%         |
| 新业务价值贡献           | 11.7%        | 12.1%        | 9.3%         | 9.5%         | 9.3%         |
| 经营经验的差异           | 0.0%         | -0.7%        | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| <b>内含价值经营性利润率</b> | <b>21.7%</b> | <b>23.9%</b> | <b>17.4%</b> | <b>18.2%</b> | <b>18.1%</b> |
| <b>新华人寿</b>       |              |              |              |              |              |
| 内含价值预期回报          |              | 13.1%        | 12.7%        | 14.0%        | 13.9%        |
| 新业务价值贡献           |              | 25.1%        | 16.8%        | 10.7%        | 11.0%        |
| 经营经验的差异           |              | -0.3%        | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| <b>内含价值经营性利润率</b> |              | <b>37.8%</b> | <b>29.4%</b> | <b>24.6%</b> | <b>24.9%</b> |

资料来源：彭博资讯；公司数据；中金公司研究部

图表 88: 2012 年 P/B 与 2013 年 ROE 的回归关系



资料来源：彭博资讯；公司数据；中金公司研究部



图表 89: 可比公司估值

| 公司     | 股价      | 总股本    | 每股收益       |      |      |        | 每股净资产 |       |       |        | 集团每股内含价值 |       |       |        | 每股新业务价值 |      |      |         | 总资产收益率 |      |      |       |
|--------|---------|--------|------------|------|------|--------|-------|-------|-------|--------|----------|-------|-------|--------|---------|------|------|---------|--------|------|------|-------|
|        |         |        | 2012-01-18 | 10A  | 11E  | 12E    | 13E   | 10A   | 11E   | 12E    | 13E      | 10A   | 11E   | 12E    | 13E     | 10A  | 11E  | 12E     | 13E    | 10A  | 11E  | 12E   |
| 中国人寿H股 | 19.04   | 28,265 | 1.40       | 1.06 | 1.38 | 1.59   | 8.69  | 8.79  | 9.89  | 11.09  | 12.41    | 14.17 | 16.06 | 18.00  | 0.83    | 0.86 | 0.96 | 1.07    | 2.56   | 1.62 | 1.80 | 1.81  |
| 中国太保H股 | 23.00   | 8,600  | 1.17       | 1.54 | 1.81 | 2.01   | 10.98 | 11.75 | 13.64 | 15.30  | 15.06    | 17.16 | 19.60 | 22.00  | 0.83    | 0.93 | 1.04 | 1.17    | 1.99   | 2.14 | 2.15 | 2.05  |
| 中国太平   | 13.14   | 1,704  | 1.32       | 0.41 | 0.83 | 0.95   | 7.47  | 7.41  | 8.25  | 9.24   | 9.62     | 10.46 | 12.35 | 14.60  | 0.54    | 0.60 | 0.67 | 0.81    | 1.99   | 0.78 | 1.05 | 1.03  |
| 新华保险H股 | 27.85   | 3,171  | 2.20       | 1.08 | 2.00 | 1.77   | 6.44  | 10.82 | 12.58 | 14.02  | 12.41    | 20.26 | 24.71 | 29.56  | 4.65    | 1.84 | 2.18 | 2.72    | 0.74   | 0.72 | 1.09 | 0.80  |
|        |         |        |            |      |      |        |       |       |       |        |          |       |       |        |         |      |      |         |        |      |      |       |
| 中国人寿A股 | 16.61   | 28,265 | 1.19       | 0.87 | 1.12 | 1.29   | 7.38  | 7.30  | 8.21  | 9.21   | 10.55    | 11.62 | 13.01 | 14.58  | 0.70    | 0.71 | 0.77 | 0.87    | 2.56   | 1.62 | 1.80 | 1.81  |
| 中国太保A股 | 20.50   | 8,600  | 1.00       | 1.26 | 1.47 | 1.62   | 9.34  | 9.64  | 11.05 | 12.40  | 12.80    | 14.07 | 15.88 | 17.82  | 0.71    | 0.76 | 0.84 | 0.95    | 1.99   | 2.14 | 2.15 | 2.05  |
| 新华保险A股 | 29.73   | 3,171  | 1.87       | 0.89 | 1.62 | 1.43   | 5.47  | 8.87  | 10.19 | 11.35  | 23.40    | 16.61 | 20.01 | 23.95  | 3.95    | 1.51 | 1.77 | 2.20    | 0.74   | 0.72 | 1.09 | 0.80  |
| 公司     | 市值      | 净资产收益率 |            |      |      | 市盈率(X) |       |       |       | 市净率(X) |          |       |       | 内含价值倍数 |         |      |      | 新业务价值倍数 |        |      |      |       |
| 中国人寿H股 | 564,066 | 16.0   | 11.9       | 14.4 | 14.8 | 13.6   | 17.9  | 13.8  | 12.0  | 2.2    | 2.2      | 1.9   | 1.7   | 1.5    | 1.5     | 1.3  | 1.2  | 1.1     | 8.0    | 5.7  | 3.1  | 1.0   |
| 中国太保H股 | 211,699 | 11.0   | 13.3       | 14.2 | 13.9 | 19.6   | 14.9  | 12.7  | 11.5  | 2.1    | 2.0      | 1.7   | 1.5   | 1.5    | 1.5     | 1.3  | 1.2  | 1.0     | 9.5    | 6.3  | 3.3  | 0.9   |
| 中国太平   | 22,386  | 19.5   | 5.6        | 10.5 | 10.9 | 10.0   | 31.7  | 15.9  | 13.8  | 1.8    | 1.8      | 1.6   | 1.4   | 1.4    | 1.4     | 1.3  | 1.1  | 0.9     | 6.5    | 4.5  | 1.2  | (1.8) |
| 新华保险H股 | 105,047 | 34.2   | 10.0       | 15.9 | 12.6 | 12.6   | 25.7  | 13.9  | 15.8  | 4.3    | 2.6      | 2.2   | 2.0   | 2.2    | 2.2     | 1.4  | 1.1  | 0.9     | 3.3    | 4.1  | 1.4  | (0.6) |
|        |         |        |            |      |      |        |       |       |       |        |          |       |       |        |         |      |      |         |        |      |      |       |
| 中国人寿A股 | 461,896 | 16.0   | 11.9       | 14.4 | 14.8 | 14.0   | 19.0  | 14.9  | 12.9  | 2.2    | 2.3      | 2.0   | 1.8   | 1.6    | 1.6     | 1.4  | 1.3  | 1.1     | 8.6    | 7.1  | 4.7  | 2.3   |
| 中国太保A股 | 172,141 | 11.0   | 13.3       | 14.2 | 13.9 | 20.6   | 16.2  | 13.9  | 12.6  | 2.2    | 2.1      | 1.9   | 1.7   | 1.6    | 1.5     | 1.5  | 1.3  | 1.2     | 10.9   | 8.4  | 5.5  | 2.8   |
| 新华保险A股 | 85,419  | 34.2   | 10.0       | 15.9 | 12.6 | 15.9   | 33.4  | 18.3  | 20.8  | 5.4    | 3.4      | 2.9   | 2.6   | 1.3    | 1.8     | 1.8  | 1.5  | 1.2     | 1.6    | 8.7  | 5.5  | 2.8   |

资料来源：彭博资讯；公司数据；中金公司研究部

图表 90: 国外可比公司估值

| 公司                       | 市值(百万美元)   | 货币单位 | 股价      | 市盈率 (X) |        |      | 市净率 (X) |     |     | 净资产回报率 (%) |       |      |
|--------------------------|------------|------|---------|---------|--------|------|---------|-----|-----|------------|-------|------|
|                          | 2012-01-18 |      |         | 10A     | 11E    | 12E  | 10A     | 11E | 12E | 10A        | 11E   | 12E  |
| <u>综合性保险公司</u>           |            |      |         |         |        |      |         |     |     |            |       |      |
| AIG                      | 46,645     | USD  | 24.56   | 1.5     | 27.9   | 9.4  | 0.5     | 0.5 | 0.5 | 7.2        | 2.4   | 5.4  |
| Berkshire Hathaway       | 193,060    | USD  | 116,950 | 44.0    | 17.2   | 15.1 | 1.2     | 1.2 | 1.1 | 9.0        | 6.8   | 7.2  |
| ING                      | 32,667     | EUR  | 6.67    | 60.6    | 4.6    | 4.9  | 0.5     | 0.6 | 0.5 | 7.3        | 13.9  | 11.1 |
| Allianz                  | 46,831     | EUR  | 80.42   | 31.9    | 9.9    | 6.9  | 0.8     | 0.8 | 0.8 | 12.1       | 8.7   | 11.1 |
| 平均值                      |            |      |         | 34.5    | 14.9   | 9.1  | 0.8     | 0.8 | 0.7 | 8.9        | 8.0   | 8.7  |
| <u>北美寿险公司</u>            |            |      |         |         |        |      |         |     |     |            |       |      |
| Manulife Canada          | 21,116     | CAD  | 11.94   | 11.9    | 16.6   | 8.4  | 0.8     | 0.9 | 0.9 | 6.6        | 4.1   | 10.4 |
| MetLife                  | 36,647     | USD  | 34.65   | 693.0   | 7.0    | 6.8  | 0.7     | 0.7 | 0.6 | 6.9        | 10.6  | 10.4 |
| Prudential Financial Inc | 26,550     | USD  | 54.63   | 121.4   | 8.8    | 7.9  | 0.8     | 0.8 | 0.8 | 11.1       | 10.1  | 11.0 |
| Sun Life Financial Inc   | 11,612     | CAD  | 20.15   | 22.6    | 20.3   | 7.5  | 0.7     | 0.9 | 0.8 | 8.9        | 1.8   | 10.8 |
| 平均值                      |            |      |         | 212.2   | 13.2   | 7.6  | 0.8     | 0.8 | 0.8 | 8.4        | 6.7   | 10.7 |
| <u>欧洲寿险公司</u>            |            |      |         |         |        |      |         |     |     |            |       |      |
| AVIVA                    | 14,577     | GBp  | 326.80  | 24.0    | 6.3    | 5.6  | 0.7     | 0.8 | 0.7 | 12.1       | 12.0  | 12.6 |
| Prudential               | 30,784     | GBp  | 690.00  | 17.6    | 12.0   | 10.4 | 2.2     | 2.0 | 1.8 | 20.0       | 17.0  | 17.0 |
| AXA                      | 33,133     | EUR  | 10.99   | 15.1    | 5.5    | 5.5  | 0.6     | 0.5 | 0.5 | 5.9        | 11.8  | 10.9 |
| CNP Assurances           | 7,770      | EUR  | 10.23   | 12.8    | 7.1    | 5.7  | 0.6     | 0.6 | 0.5 | 10.9       | 7.7   | 8.9  |
| AEGON                    | 8,854      | EUR  | 3.63    | 51.8    | 7.6    | 6.2  | 0.4     | 0.4 | 0.4 | 10.3       | 4.6   | 6.5  |
| Generali                 | 23,915     | EUR  | 12.01   | 48.0    | 12.0   | 8.5  | 1.1     | 1.1 | 1.0 | 10.0       | 8.3   | 12.0 |
| Fortis                   | 4,463      | EUR  | 1.33    | (14.5)  | (70.0) | 6.7  | 0.4     | 0.4 | 0.4 | (2.7)      | (1.9) | 6.5  |
| LEGAL & GEN GRP          | 10,179     | GBp  | 112.90  | 15.7    | 8.6    | 8.0  | 1.4     | 1.2 | 1.1 | 18.2       | 14.0  | 14.0 |
| STANDARD LIFE            | 7,434      | GBp  | 205.70  | 18.5    | 13.3   | 12.9 | 1.2     | 1.2 | 1.2 | 11.7       | 8.8   | 9.0  |
| RESOLUTION               | 5,730      | GBp  | 271.20  | 3.5     | 11.3   | 12.9 | 0.6     | 0.6 | 0.6 | 15.5       | 4.0   | 4.2  |
| 平均值                      |            |      |         | 19.3    | 1.4    | 8.2  | 0.9     | 0.9 | 0.8 | 11.2       | 8.6   | 10.2 |
| <u>亚洲寿险公司</u>            |            |      |         |         |        |      |         |     |     |            |       |      |
| 大东方人寿 (新加坡)              | 4,950      | SGD  | 13.40   | 74.4    | 13.2   | 11.7 | 1.6     | 1.6 | 1.4 | 13.4       | n.a.  | n.a. |
| AMP (AU)                 | 12,625     | AUD  | 4.26    | 25.1    | 13.4   | 12.3 | 3.0     | 1.8 | 1.8 | 28.1       | 16.9  | 13.8 |
| AIA*                     | 38,478     | HKD  | 24.80   | 23.4    | 19.8   | 14.9 | 2.0     | 1.8 | 1.6 | 15.7       | 9.3   | 11.5 |
| Manulife HK              | 21,325     | HKD  | 91.00   | 11.9    | 16.5   | 8.4  | 0.8     | 0.9 | 0.9 | 6.6        | 4.1   | 10.4 |
| Prudential Financial     | 17,050     | HKD  | 79.75   | 0.3     | 0.2    | 0.2  | 0.0     | 0.0 | 0.0 | 6.9        | 10.6  | 10.4 |
| 平均值                      |            |      |         | 27.0    | 12.6   | 9.5  | 1.5     | 1.2 | 1.1 | 14.1       | 10.2  | 11.5 |

资料来源：彭博资讯；公司数据；中金公司研究部

## 风险因素

### 股票市场持续低迷

股票市场的表现是投资收益的最大不确定性因素，容易带来投资收益和净利润的大幅波动，如果新华人寿保持 2011 年中期股票仓位，如果 A 股指数下跌 5%、10% 和 15%，这将带来 2011 年净利润减少 3.6%、7.2% 和 10.7%，同时会减少内含价值约 1.2%、2.4% 和 3.6%。

图表 91：股票市场波动对新华人寿的影响

| 权益投资变动 | -5%   | -10%  | -15%   |
|--------|-------|-------|--------|
| 净利润    | -3.6% | -7.2% | -10.7% |
| 净资产    | -1.9% | -3.9% | -5.8%  |
| 内含价值   | -1.2% | -2.4% | -3.6%  |

资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；中金公司研究部

### 精算假设风险

内含价值和新业务价值的计算是基于众多精算假设基础上的，通过比较新华精算假设与主要寿险公司的差异，我们认为新华人寿在精算假设方面的保守程度居于中等水平（图表 93）。但是，新华人寿的价值对未来投资收益率和折现率假设尤其敏感，此外保单分红比率和偿付能力额度的假设也较为敏感：

- ▶ 如果投资收益率下降 50bp，那么有效业务价值和新业务价值将下降 17.9% 和 16.4%。
  - ▶ 如果偿付能力额度提高 50%，那么有效业务价值和新业务价值将下降 18.6% 和 19.2%。
  - ▶ 如果保单分红比例增加 5%，那么有效业务价值和新业务价值将下降 15.6% 和 16.6%。
- 因此，如果精算假设与现实发生偏差，会对内含价值和新业务价值带来重大不利影响。

图表 92：主要精算假设的敏感性分析

| 2011年6月30日 |             | 对有效业务价值的影响 |        |        |        | 对新业务价值的影响 |        |       |        |
|------------|-------------|------------|--------|--------|--------|-----------|--------|-------|--------|
|            |             | 新华人寿       | 中国人寿   | 平安     | 太保     | 新华人寿      | 中国人寿   | 平安    | 太保     |
| 折现率        | 上升50bps     | -5.2%      | -5.1%  | -4.2%  | -4.5%  | -5.5%     | -5.2%  | -5.3% | -5.8%  |
|            | 下降50bps     | 6.3%       | 5.5%   | 4.5%   | 4.7%   | 6.7%      | 5.6%   | 5.7%  | 6.2%   |
| 投资回报率      | 上升50bps     | 17.8%      | 18.5%  | 14.8%  | 19.6%  | 16.3%     | 14.9%  | 5.4%  | 11.9%  |
|            | 下降50bps     | -17.9%     | -18.2% | -16.0% | -19.5% | -16.4%    | -14.2% | -5.4% | -11.7% |
| 费用率        | 上升10%       | -3.4%      | -1.5%  | n.a.   | n.a.   | -7.4%     | -9.0%  | n.a.  | n.a.   |
|            | 下降10%       | 3.4%       | 1.5%   | 1.6%   | 2.0%   | 7.4%      | 9.0%   | 1.8%  | 8.2%   |
| 死亡率        | 上升10%       | -0.5%      | -1.0%  | n.a.   | n.a.   | -0.6%     | -0.3%  | n.a.  | n.a.   |
|            | 下降10%       | 0.5%       | 1.0%   | n.a.   | 0.3%   | 0.6%      | 0.3%   | n.a.  | 0.3%   |
| 发病率        | 上升10%       | -2.1%      | -1.1%  | n.a.   | n.a.   | -2.3%     | -0.4%  | n.a.  | n.a.   |
|            | 下降10%       | 2.1%       | 1.1%   | n.a.   | 0.6%   | 2.3%      | 0.4%   | n.a.  | 0.9%   |
| 保单失效率      | 下降10%       | 1.3%       | 0.8%   | 2.6%   | 0.0%   | 2.7%      | 0.3%   | 3.3%  | 0.1%   |
| 保户红利       | 分红比例增加5%    | -15.6%     | n.a.   | -3.7%  | -3.7%  | -16.6%    | n.a.   | -3.1% | -6.1%  |
| 偿付能力额度     | 偿付能力额度提高50% | -18.6%     | -8.9%  | -11.6% | -12.9% | -19.2%    | -9.7%  | -7.6% | -11.2% |

注：新业务价值均为2011年6月30日前12个月新业务价值

资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；中金公司研究部

图表 93: 新华人寿主要精算假设并不激进

|        | 新华人寿                                                                                                                                        | 中国人寿                                                                                      | 平安寿险                                                                                                                              | 太保寿险                                                                                                                  |
|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 折现率    | 11.5%                                                                                                                                       | 11.0%                                                                                     | 11.0%                                                                                                                             | 11.5%                                                                                                                 |
| 投资回报率  | 2011年: 5.20%<br>2012年: 5.30%<br>2013年: 5.40%<br>2014年: 5.50%<br>以后: 5.50%                                                                   | 2010年: 4.85%<br>2011年: 5.10%<br>2012年: 5.35%<br>2013年: 5.50%<br>2014年: 5.50%<br>以后: 5.50% | 2011年: 4.75%<br>2012年: 5.00%<br>2013年: 5.25%<br>2014年: 5.50%<br>以后: 5.50%                                                         | 2011年: 4.85%<br>2012年: 4.97%<br>2013年: 5.08%<br>2014年: 5.20%<br>以后: 5.20%                                             |
| 死亡率    | 个人寿险和年金产品(累积期):<br>男性: 65%, 女性: 60%<br>个人年金产品(领取期): 75% 的<br>个人寿险死亡率<br>团体寿险和年金产品(累积期): 男<br>性: 75%, 女性: 70%<br>团体年金(领取期): 75% 的团体寿<br>险死亡率 | n.a.                                                                                      | 人寿保险产品:《中国人寿保险业经验生命表(2000-2003)》非年金男性和女性表的65%和65%为基准计算<br>年金产品: 进入领取期后的经验死亡率<br>分别以《中国人寿保险业经验生命表(2000-2003)》年金男性和女性表的45%和40%为基准计算 | 人寿保险产品:《中国人寿保险业经验生命表(2000-2003)》非年金表的80%。采用的选择因子为第一年50%, 第二年25%<br>年金产品:《中国人寿保险业经验生命表(2000-2003)》年金表的90%, 并考虑未来死亡率的改善 |
| 发病率    | 个人重大疾病: 男性: 65%, 女性: 95%<br>团体重大疾病: 男性: 75%, 女性: 105%                                                                                       | n.a.                                                                                      | 发病率根据公司本身的定价表假设计算。短期意外及健康险业务的赔付率假设在15%到85%之间                                                                                      | 采用的发病率假设主要根据公司最近的发病率经验分析和对目前及未来经验的展望, 视不同产品而定<br>短期意外险业务和短期健康险业务的赔付率假设在20%到75%之间                                      |
| 保户红利   | 70%的分红业务盈余分配给保单持有人                                                                                                                          | n.a.                                                                                      | 个人寿险及银行保险分红业务的保单红利根据利息及死亡盈余的80%计算<br>团体寿险分红业务的保单红利根据利息盈余的80%计算                                                                    | 个人营销分红业务: 70%的利差益和死差益<br>银行保险分红业务: 70%的利差益和死差益<br>团体分红年金业务: 80%的利差益                                                   |
| 偿付能力额度 | 假设持有100%保监会规定的最低偿付能力额度                                                                                                                      | 假设持有100%保监会规定的最低偿付能力额度                                                                    | 假设持有100%保监会规定的最低偿付能力额度                                                                                                            | 假设持有100%保监会规定的最低偿付能力额度                                                                                                |

资料来源: 新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书; 中金公司研究部

## 关国亮特殊事件

新华人寿前董事长关国亮先生在其担任公司董事长期间(1998 年 11 月 26 日至 2006 年 12 月 27 日), 未经公司合法授权, 通过抵押公司的债券融入资金并对外拆借等方式违规运用保险资金。新华人寿为赎回用于融入资金所抵押的债券, 陆续支出资金共计人民币约 291,000 万元。

2007 年, 作为防范、化解风险和保护被保险人及股东利益的措施, 保险保障基金与新华人寿部分股东通过协商, 达成股权转让协议, 收购部分股东持有的新华人寿股份, 并将股份转让对价中的人民币 145,464 万元划转予新华人寿。该笔款项用于弥补人民币约 291,000 万元资金缺口。在收到保险保障基金划转款项后, 新华人寿就上述的资金缺口与保险保障基金划转款项之间的差额, 计人民币 145,536 万元, 全额计提了减值准备。同时, 公司积极地采取措施追缴、目前已收回一定金额的资金, 包括通过签订《调解协议》, 从新产业投资股份有限公司(“新产业”)收回的人民币 3.54 亿元。

前董事长违规事件均发生在 2006 年 10 月以前; 就涉及相关案件可能给新华人寿带来的损失, 公司按照适用的会计准则计提了减值准备和预计负债。

中国保监会于 2011 年 7 月 27 日出具监管意见函, 认为 2009 年新华人寿新一届董事会成立以来, 积极、稳妥处理前董事长关国亮违规挪用资金的历史遗留问题, 截至目前, 已对 14.55 亿元的资金缺口全额计提了减值准备, 同时采取多种措施加大资产清收力度、全力追缴违规挪用资金, 以弥补相关损失。我们认为, 虽然不能完全排除潜在风险, 关国亮事件对公司经营发展的影响基本消除, 相关拨备充足。

## 附录

### 发行计划

#### A 股发行计划

此次 A 股发行，新华人寿预计发行 158,540,000 股，募集资金全部用于充实公司资本金，以支持业务持续增长。此次 A 股发行前，新华人寿总股本为 26 亿元，共有股东 16 名，均为法人股东，前十大股东持股比例为 93.41%。A 股发行以后，前十大股东的股权比重将下降至 88.04%，而社会公众股东持股比例将约为 5.7%。

#### H 股发行计划

与 A 股发行同步，新华人寿拟通过香港公开发行和国际配售初步发行不超过 358,420,000 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 412,183,000 股 H 股（考虑全额行使 H 股发行的超额配售选择权）。

此次 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为 11.6%（已行使 H 股发行的超额配售选择权）。

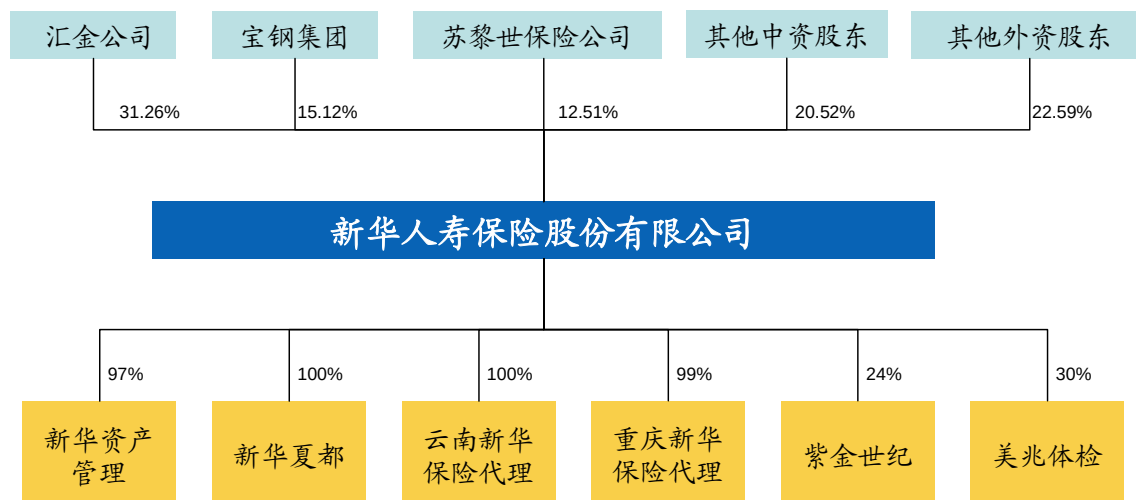
A 股发行和 H 股发行并非互为条件。

图表 94: 发行计划

| 股份类别   | A股和H股发行前    |           | A股和H股发行后<br>(H 股未行使超额配售选择权) |           | A股和H股发行后<br>(H 股行使超额配售选择权) |           |
|--------|-------------|-----------|-----------------------------|-----------|----------------------------|-----------|
|        | 股数<br>(百万股) | 比例<br>(%) | 股数<br>(百万股)                 | 比例<br>(%) | 股数<br>(百万股)                | 比例<br>(%) |
| 境内法人股  | 2,600       | 100.0%    | 1,927                       | 61.8%     | 1,922                      | 61.6%     |
| 境外法人股  | 0           | 0.0%      | 673                         | 21.6%     | 678                        | 21.7%     |
| 本次发行A股 | 0           | 0.0%      | 159                         | 5.1%      | 159                        | 5.1%      |
| 本次发行H股 | 0           | 0.0%      | 358                         | 11.5%     | 361                        | 11.6%     |
| 合计     | 2,600       | 100.0%    | 3,117                       | 100.0%    | 3,120                      | 100.0%    |

资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；中金公司研究部

图表 95: 新华人寿发行后股权结构



资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；中金公司研究部

## 公司历史沿革

新华人寿自 1996 年成立以来，已经成为中国寿险行业最具影响力的品牌之一。公司业务快速增长，市场占有率居于行业前列，是一家全国性的大型寿险公司。

### 公司设立情况

1996 年 6 月，宝山钢铁(集团)公司、神华集团有限责任公司等十五家发起人签署发起人协议，共同发起设立新华人寿保险股份有限公司，公司设立时注册资本为人民币 5 亿元。

### 2000 年度增资

2000 年以每股人民币 4 元的价格向苏黎世保险公司等四名海外投资者发行 19,920 万股普通股，新华人寿注册资本增至人民币 12 亿元。此次认购完成后，境外投资者持有新华人寿 24.9% 的股份。

### 2007 年保险保障基金受让股份

2007 年 5 月至 7 月，经与部分公司股东协商同意，保险保障基金以每股 5.99 元的价格合计受让了新华人寿 38.815% 的股份。此次股份转让全部完成后，保险保障基金持有新华人寿 46,578 万股股份，成为公司控股股东。

### 2009 年汇金公司受让保险保障基金持有的发行人全部股份

2009 年 11 月 18 日，保险保障基金将其持有的新华人寿全部股份，以每股 8.71 元的价格转让给汇金公司。股权转让完成后，汇金公司持有新华人寿 46,578 万股股份，持股比例为 38.815%，成为公司控股股东。

### 2010 年度增资及增资期间的股权转让

2011 年 3 月 30 日，新华人寿向现有股东发行了 14 亿股股份，每股价格为人民币 10 元。

### 2011 年其他股权转让

2011 年 2 月 26 日，苏黎世保险股份有限公司以每股人民币 28 元的价格向中金证券（香港）有限公司转让其持有的新华人寿 6,500 万股股份。

2011 年 3 月 16 日，华泽集团以每股人民币 26.65 元的价格向天津信商投资管理有限公司转让其持有的新华人寿 3,865 万股股份。

2011 年 3 月 28 日，亚创控股以每股人民币 33.5 元的价格向河北德仁投资有限公司转让其持有的新华人寿 10,800 万股股份。

2011 年 6 月 8 日，苏黎世保险公司及苏黎世保险股份有限公司以每股人民币 28 元的价格分别向野村证券株式会社转让其持有的新华人寿 2,000 万股和 4,500 万股股份。

2011 年 6 月 9 日，河北德仁投资有限公司以每股人民币 21.03 元的价格将其持有的新华人寿 42,804,878 股、40,426,829 股、23,780,488 股分别转让给天津信商投资管理有限公司、厦门合信投资有限公司及上海复星工业技术发展有限公司。



## 公司高级管理人员介绍

图表 96: 新华人寿高级管理人员介绍

| 姓名  | 职位        | 加入公司时间   | 相关行业经验                                                                                                                                                                                    |
|-----|-----------|----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 康典  | 董事长       | 2009年12月 | 曾任中国国际信托公司副处长、处长，中国农村信托投资公司副总经理、中国包装总公司副总经理、香港粤海企业（集团）有限公司董事、副总经理、时瑞投资管理有限公司董事长及深圳发展银行股份有限公司监事会主席                                                                                         |
| 何志光 | 总裁        | 2010年2月  | 曾担任中国人民保险公司广西分公司人身险处副处长、中国平安保险（集团）股份有限公司寿险协理<br>曾负责筹备太平人寿保险有限公司并担任总经理，及担任中国太平保险集团公司副总经理兼太平人寿保险有限公司董事长<br>于2009 年至2010 年2 月担任中国太平保险控股有限公司执行董事                                              |
| 孙同越 | 副总裁       | 1997年3月  | 曾供职于北京市财政局，历任北京市财政局副处长、办公室主任、副局长、局长，北京市计划委员会副主任等职                                                                                                                                         |
| 黄萍  | 副总裁       | 2000年9月  | 1991 年至2000 年，黄先生担任平安保险人身险部总经理、深圳分公司总经理、寿险总督导、寿险协理等职<br>1978 年至1990 年，黄先生担任中国人民保险公司湖南分公司人身保险处副处长                                                                                          |
| 刘亦工 | 副总裁兼合规负责人 | 2004年10月 | 1992年至2004年，于平安保险担任多个职位，包括实业投资部副总经理、证券投资部副总经理、人力资源部总经理、青岛分公司总经理和集团新渠道事业部副总监                                                                                                               |
| 陈国钢 | 副总裁兼首席财务官 | 2010年4月  | 曾任中国国际石油化工联合公司副总裁，并于中国中化集团公司担任多个职位，包括中化集团美国农化公司财务经理、中化集团石油财会部总经理、财务本部副部长、副总会计师、财务部总经理、总会计师<br>1998年至2010年，担任中化国际（控股）股份有限公司董事<br>2005年至2010年，担任中化化肥控股有限公司董事<br>1988年至1991年，担任香港鑫隆有限公司财务副总监 |
| 李丹  | 副总裁       | 1997年7月  | 曾任平安保险北京分公司计财部经理、总经理助理、总公司北京代表处主任等职                                                                                                                                                       |
| 龚兴峰 | 总精算师      | 1999年1月  | 2000年至2001 年，在苏黎世保险公司工作并接受培训<br>曾任职于中国人民银行和中国保监会                                                                                                                                          |
| 苑超军 | 总裁助理      | 2002年1月  | 于1994年至2002年任职于太平洋保险公司，先后担任潍坊中心支公司业务科副科长、科长，营业部经理助理、副经理、经理，中心支公司总经理助理<br>于1992 年至1994 年任职于交通银行潍坊分行                                                                                        |
| 孙玉淳 | 总裁助理      | 1996年7月  | 曾任新华国际保险研究会秘书长、企划部副总经理、上海分公司总经理及战略管理中心主任                                                                                                                                                  |
| 朱迎  | 董事会秘书     | 2011年7月  | 朱先生于2008 年至2011年任中国保监会天津监管局局长助理、副局长，此前曾借调至国务院办公厅秘书二局工作，并曾历任中国人民银行保险司科员、中国保监会人身保险监管部主任科员及中国保监会办公厅副处级秘书、正处级秘书                                                                               |

资料来源：新华人寿股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书；中金公司研究部

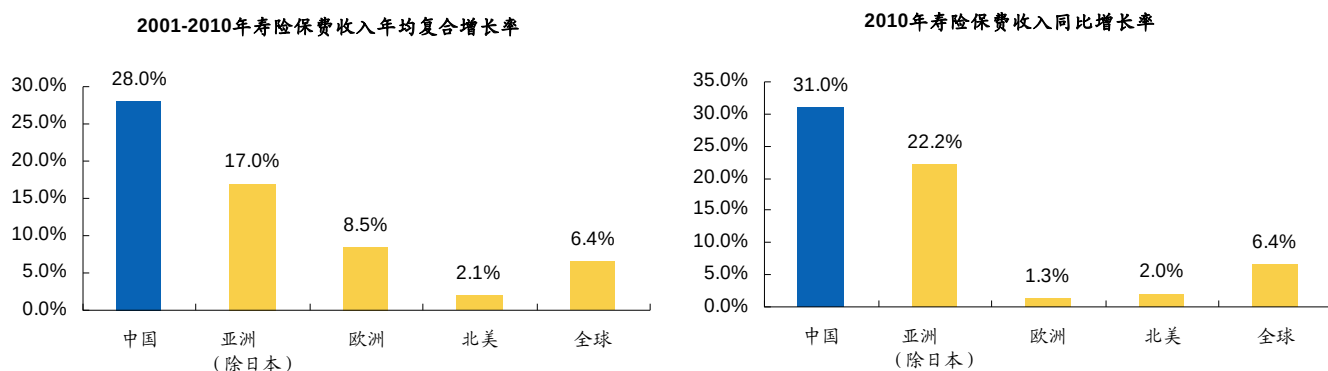
## 中国寿险行业当前形势和发展趋势

### 中国寿险行业当前形势

#### 中国是全球发展最快的寿险市场之一

中国寿险市场近年经历了快速增长。根据瑞士再保险公司发表的 Sigma 报告，2001 年至 2010 年间，中国寿险业务的毛承保保费以约 28.0% 的年均复合增长率增长，而亚洲（除日本）、欧洲和北美市场同期的年均复合增长率则分别为 17.0%、8.5% 及 2.1%。

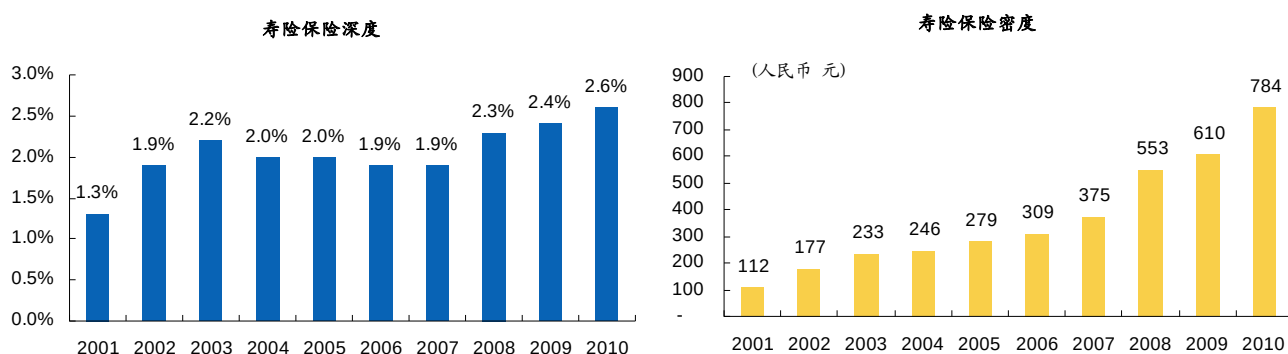
图表 97：中国是全球发展最快的寿险市场之一



资料来源：瑞士再保险 sigma；中金公司研究部

根据中国保监会数据，2010 年中国寿险市场的原保险保费收入较 2009 年增长 28.9%，而且中国的寿险密度（按人均寿险保费额计算）和寿险深度（按寿险保费总额占国内生产总值的百分比计算）近年均稳步上升。

图表 98：中国的寿险密度和寿险深度近年均稳步上升

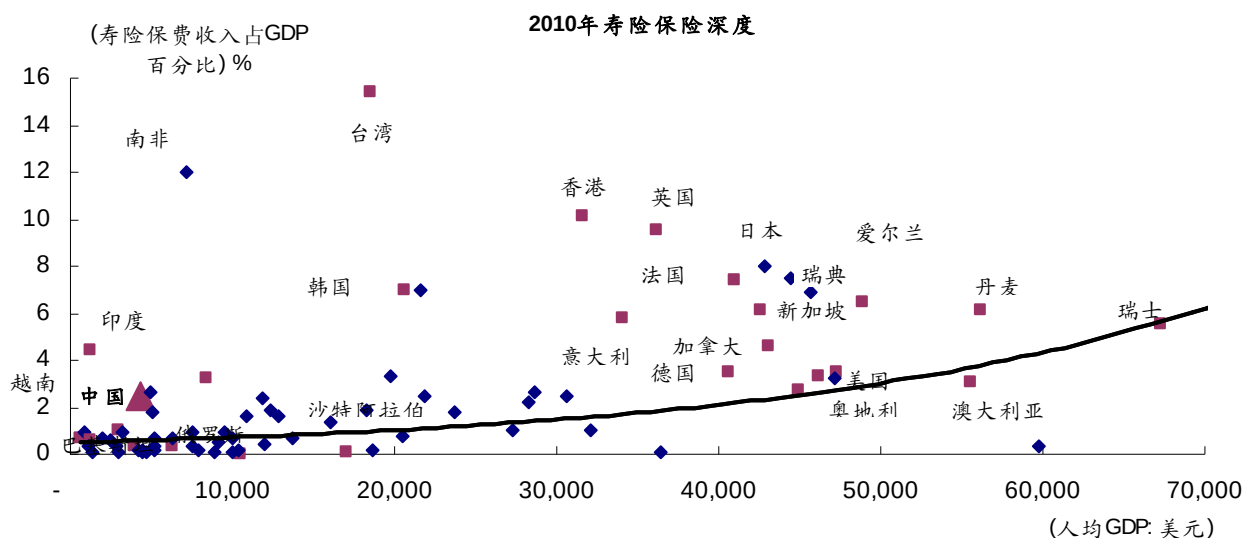


资料来源：保监会；CEIC；中金公司研究部

#### 中国寿险行业成长空间巨大

中国 2010 年的寿险密度和寿险深度低于其它经济较发达、寿险起步较早的国家，中国保险业具有非常广阔的发展空间。根据 2010 年瑞士再保险公司披露的数据，2010 年中国的寿险密度仅为 110 美元，而日本和美国分别为 3,426 美元和 1,655 美元，中国的寿险深度仅为 2.5%，而日本和美国分别为 8.0% 和 3.5%。上述相对较低的寿险密度和寿险深度，表明中国寿险市场具备较好的增长潜力。

图表 99：中国寿险业保险密度和深度仍处于较低水平



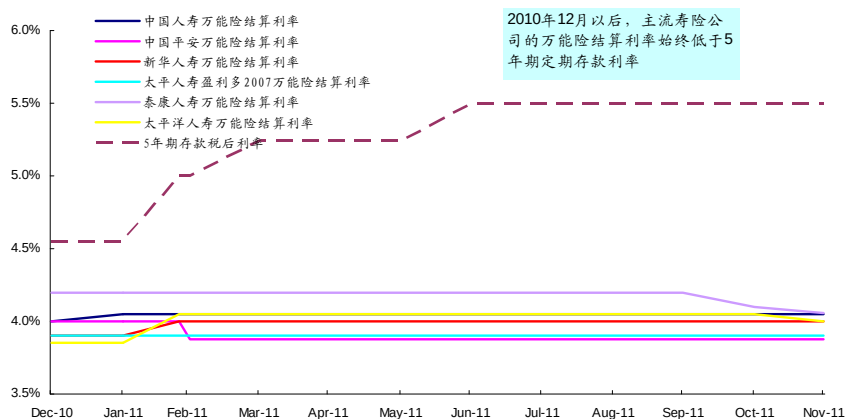
资料来源：瑞士再保险 sigma；中金公司研究部

### 但寿险行业正处于转型期

经历 2010 年的高速增长之后，2011 年寿险行业保费增速放缓，寿险公司需要积极寻求转型和变革措施，以应对如下当前挑战：

- ▶ 货币紧缩政策降低了银行销售保险产品的积极性，特别是日均贷存比监管制度的实施。
- ▶ 收益率曲线平坦和股市低迷使得投资收益率较低，降低了寿险产品相对存款、银行理财产品的吸引力下降。例如，万能险结算利率持续低于同期存款利率（图表 101）。
- ▶ 银监会和保监会加强对银行保险渠道的监管。银监会 2010 年 11 月下发通知规定，规定银行不得允许保险公司人员派驻任何银行网点销售保险产品，每个网点只能与不超过三家保险公司订立银行保险业务合同。2011 年 3 月，保监会及银监会联合发文，进一步规定银行保险合作协议必须由商业银行总部与保险公司订立，或由商业银行一级分行与保险公司在取得其各自总行和总公司书面授权的情况下，订立并及时向总行和总公司进行备案。
- ▶ “跑马圈地”式的粗放式经营模式以及营销员队伍脱落率高、产能低的不可持续发展问题。
- ▶ 产品和渠道过于集中，市场竞争同质化的问题。寿险产品、销售渠道以及经营模式等均具有很强的同质性，市场竞争主体普遍缺乏差异化以及专业化的经营模式，竞争方式比较原始。

图表 100: 主要寿险公司万能险结算利率比较



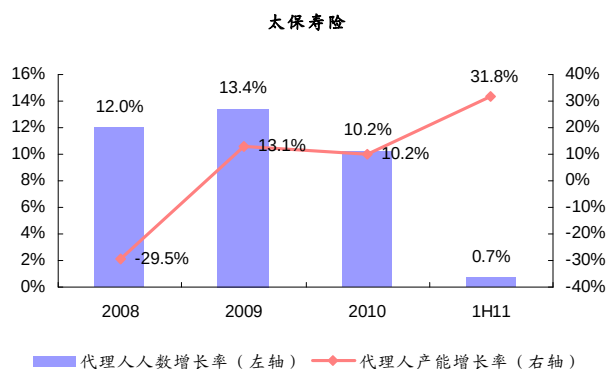
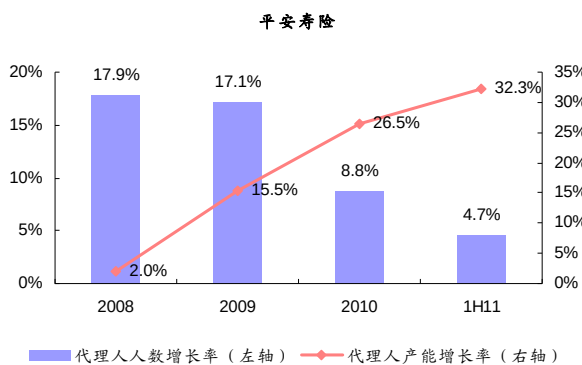
资料来源：瑞士再保险 sigma；中金公司研究部

### 转型期内新业务价值仍能保持稳定增长

寿险行业已经开始实施业务发展模式转型举措，竞争主体开始注重可持续的价值增长发展模式。我们认为如下转型举措有望逐渐取得业务成效：

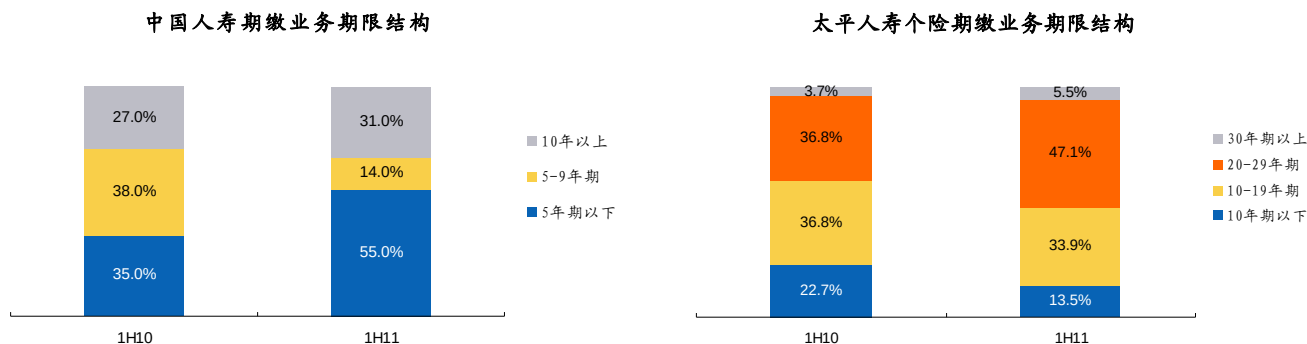
- ▶ 在个险渠道，实施区域差异化发展战略，中西部地区延续和优化现有外延式发展模式，东部地区则采用集约型内涵式发展模式，比如打造“高素质，高产能，面对中高端客户”的“三高”销售团队等。
- ▶ 在银保渠道，实施总对总层面的战略合作，由以前的柜台低端流量客户向中高端存量客户转型。同时，为了与银行理财性产品互补而不是竞争，银保产品正在逐步回归风险保障和中长期财务规划这些利润率较高的寿险业核心优势领域。
- ▶ 在转型期内，虽然保费收入增速会有所放缓，但新业务价值利润率会有所提升，从而带来新业务价值的稳定增长。

图表 101: 代理人增速放缓，但产能提升



资料来源：瑞士再保险 sigma；中金公司研究部

图表 102: 业务发展模式转型带来业务结构改善



资料来源：瑞士再保险 sigma；中金公司研究部

### 寿险行业发展趋势

保险业未来 10 年消费需求快速增长，结构多元化，市场竞争格局向追求规模和追求差异化两个方向发展，以客户为中心将成为行业生存法则。

### 消费需求强劲推动保费快速增长

中国经济在未来 10 年中将持续快速发展。预计 2010 至 2020 年的 GDP 年增长率将达到 7.0%。同时人均可支配收入和人均社会财富也将持续增长。人口老龄化加速，预计未来 10 年老龄人口将平均增长 3.5%，老龄人口比例将从 2010 年的 11% 增长到 2020 年的 17%。区域经济的格局还将继续发展演进，虽然东部沿海、中部、西部地区经济发展的差异性将长期存在，但经济发展仍将以阶梯状方式从发达地区向发展中地区推进，城镇化率将从 2010 年的约 50% 提高至 2020 年的 60%。

随着经济的快速发展和保险市场的不断成熟，中国保险市场的消费需求将持续快速增长。我们预测，中国的保险深度将从 2010 年的 3.7% 增长到 2020 年的 7.0%，未来 10 年保费复合增速为 15%（图表 104）。

图表 103: 预计未来十年寿险保费复合增速位于[10%-17%]区间

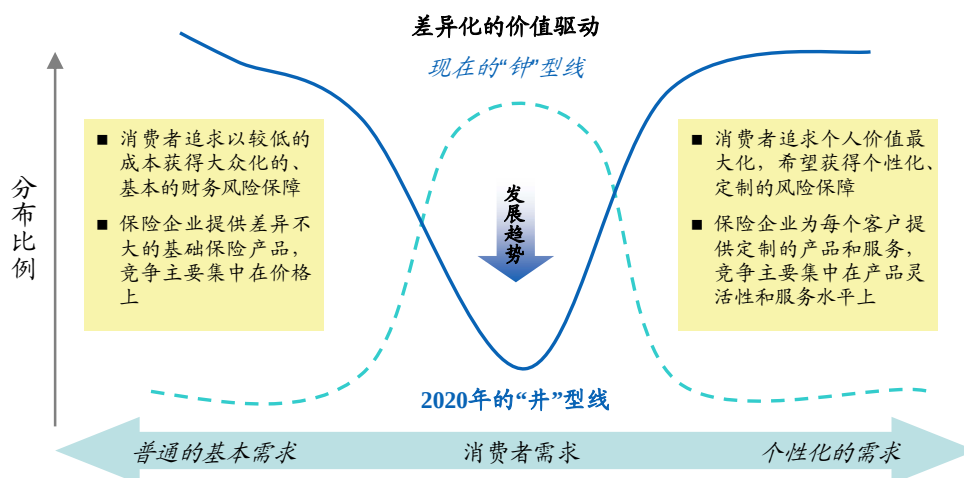
| 保费复合增速敏感性测试 |      | 10年后保险深度达到水平 |       |       |       |       |
|-------------|------|--------------|-------|-------|-------|-------|
|             |      | 7.0%         | 6.0%  | 5.0%  | 4.0%  | 3.0%  |
| GDP 增速      | 9.0% | 20.0%        | 18.2% | 16.1% | 13.5% | 10.3% |
|             | 8.0% | 18.9%        | 17.1% | 15.0% | 12.4% | 9.3%  |
|             | 7.0% | 17.8%        | 16.0% | 13.9% | 11.4% | 8.2%  |
|             | 6.0% | 16.7%        | 14.9% | 12.9% | 10.4% | 7.2%  |
|             | 5.0% | 15.6%        | 13.8% | 11.8% | 9.3%  | 6.2%  |

资料来源：中金公司研究部

### 客户需求多元化带动保险差异化服务

由于当前大多数消费者对财务风险管理的需求仍停留在起步阶段，客户需求也没有得到应有的关注，因此市场中主要是针对所有人或者针对庞大数量的主流人群提供的同质化产品，造成现在的市场呈现“趋同”的消费需求结构。随着生命周期、收入与财富、城市化进程、区域经济的发展、消费价值体系、保险意识、消费习惯等驱动要素的变化和演进，未来 10 年保险市场中消费者的保险知识和经验将不断增加，他们的消费行为将逐渐走向成熟。同时，客户细分也将得到保险公司的关注，市场将从多维度来提供各种产品和服务来满足“多元化”的保险消费需求。

图表 104：未来的消费者将更加追求个性化的风险管理产品和服务



资料来源：IBM 商业价值研究院；中金公司研究部

### 行业竞争向规模化和差异化两个方向发展

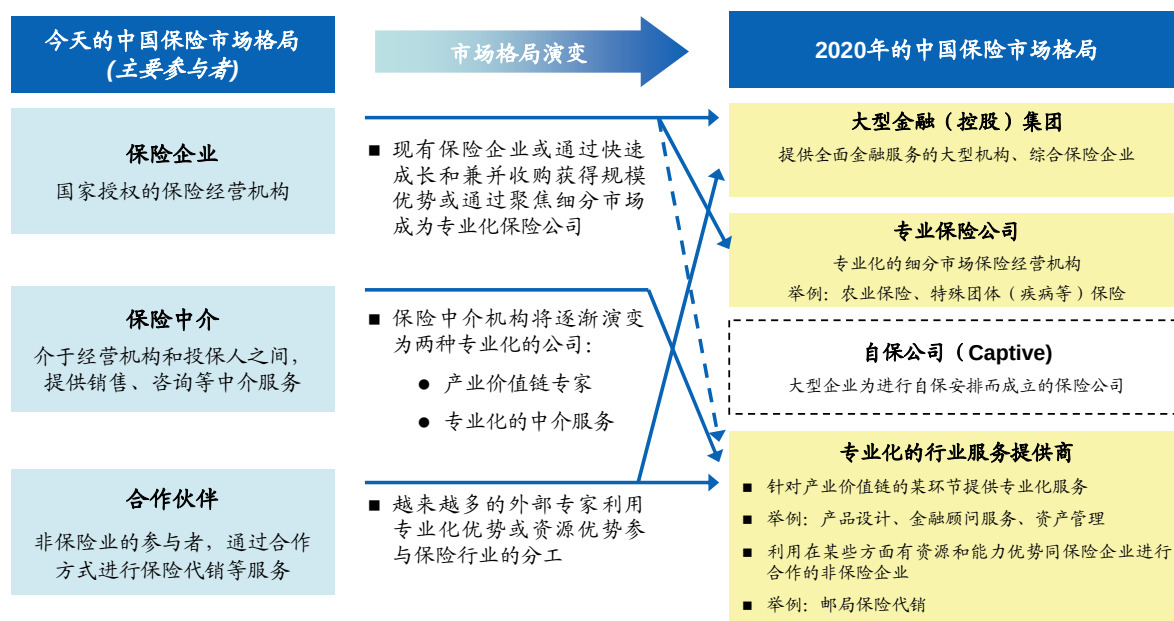
我们认为，消费需求结构的多元化将驱动中国保险市场竞争格局向追求规模和追求差异化两个方向发展。预计未来 10 年，中国保险市场将形成由大型金融控股集团、专业保险公司和专业化服务提供商为主体的竞争格局：

- ▶ 前者以追求规模经济效益，提供全面和标准化的产品和服务，强调在整个价值链上的领导地位，形成了追求整合规模优势的大型保险控股集团。
- ▶ 后者以追求在细分市场中的领导地位，提供差异化的产品和服务，强调在某一方面或者产业价值链中某一环节上专业化能力为特点。一些中小规模的保险公司凭借专业化的能力在细分市场中获得竞争优势，形成了专业保险公司。而那些继续执行无差异竞争战略的保险公司将丧失竞争优势，最终成为行业收购和兼并的对象。

随着产业网络的不断成熟，将出现大量只在产业价值链的某些环节提供专业化服务的专家型企业。一些企业通过聚焦核心能力，利用某一领域的领先技术或者规模优势成为专家型公司。如提供共享销售渠道的渠道合作伙伴、提供融资和其他财务管理安排的财务服务公司、以非常快的速度根据市场需求开发新产品的产品专家、只针对某一细分保险市场提供服务的专业险承保公司、专门处理特殊理赔服务的第三方理赔等。



图表 105: 未来保险市场主体竞争格局



资料来源：IBM 商业价值研究院；中金公司研究部

### 行业生存法则：以客户为中心的经营模式

我们认为，在中国保险市场竞争格局向追求规模和追求差异化两个方向发展的过程中，现有保险公司将通过三种方式来增强自身竞争力，最终目的就是建立以客户为中心的经营模式，客户将最终决定谁能够在市场中存活下来：

一是提供个性化和全面风险管理解决方案，

二是通过多渠道针对细分市场进行销售，

三是向专业化公司转型。

## 寿险公司估值方法

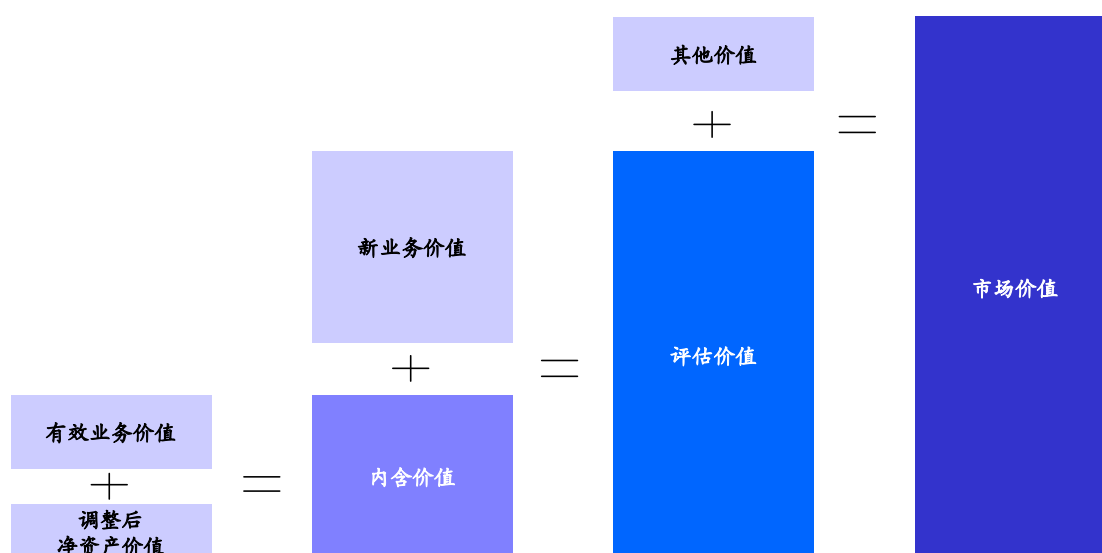
内含价值和评估价值的概念和模型起源于 20 世纪 70 年代的英国，图 107 演示了内含价值/评估价值的构成和计算过程。

内含价值包括两个部分：调整后净资产和有效业务价值。调整后净资产是指净资产的价值要随着市价调整，而有效业务价值就是指所有已签发的保单在未来一共能创造出的利润的总和。内含价值实际是一个寿险公司的现有价值或清算价值。

评估价值等于内含价值加上新业务价值。新业务价值是指该寿险公司未来销售的保单所能创造的利润的总和。所以评估价值实际上等于公司的现有价值（内含价值）加上未来能够创造的价值（新业务价值）。

有时候，投资者还会考虑其他价值（如品牌、管理层等），并把评估价值和其他价值之和看作公司的市场价值。

图表 106: 内含价值/评估价值的构成和计算过程



资料来源：中金公司研究部

---

## 法律声明

---

### 一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

**截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务： 新华人寿保险股份有限公司。**

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

**本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。**

## 北京

中国国际金融有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## Singapore

China International Capital  
Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road,  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 上海

中国国际金融有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## United Kingdom

China International Capital  
Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号  
新世界中心写字楼4层  
邮编: 430032  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

### 南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号  
绿地广场2层  
邮编: 210008  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼107、201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

### 大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B  
邮编: 116000  
电话: (86-411) 8755-5088  
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED