

产业资本对保险股权长期价值非常认可

——关于“新华人寿股权拍卖”的点评



东方证券
ORIENT SECURITIES

引言

难得的机会，我们可以找到一家在规模和业务结构方面与目前上市的保险股中国太保类似的新华人寿在预期上市前的股权拍卖结果，为保险股的估值提供了非常好的参考机会。

事件

财新网报道：11月17日，北亚实业所持有的新华人寿股权11月17日被世纪金源和华泽集团两家购得。实际成交价分别为每股42.75元和43.09元，是挂牌价每股13.82元的3倍多。参加竞拍的有13家公司。

10月14日，新华保险召开股东大会通过增资方案，公司股东将根据其所持有股份，按每持有12股认购14股比例参与增资，每股认购价为10元。增资总规模将到达140亿元。增资完成后，新华的上市进程即可启动。

研究结论

- 新华人寿增发前股本12亿股，假如增发成功，股本为26亿股，按照每12股认购14股且增发价为10元的增发方案，两家公司购买的新华人寿股份每股单价约为25.19元。
- 目前太保市价22.31，隐含新业务倍数为10.4倍。按照这个新业务倍数计算的新华人寿每股估值为33元。
- 结论：25.19/33.03=76%

产业资本愿以目前市价76折的价格来购买一家未上市保险公司的股份，即使按照媒体报道所说新华人寿预期明年上市，产业资本仍然承担着不能上市交易的流动性风险，或者即使上市成功也有至少36个月锁定期（上市前12月参加增资的公司自增资日起锁定36个月）。

说明产业资本对保险股长期价值的认可，对目前上市公司的估值修复提供了极大的支撑。

投资建议：

价值低估是保险股买入的好时机，我们承认目前宏观经济的不确定性，但良好的行业基本面决定了估值的修复将带来良好的投资收益。

维持行业“看好”评级。目前股价下，平安、太保和国寿的2010年隐含新业务倍数分别为13.8倍、10.4倍和15.3倍。行业估值非常有优势，维持平安和太保的买入评级，维持国寿的增持评级。

给予平安、太保和国寿目标价分别为86.41元、32.05元和27.52元

- 风险因素：银监会取消银保驻点销售对银保业务依赖较强的公司可能会对新增银保业务有一定冲击。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

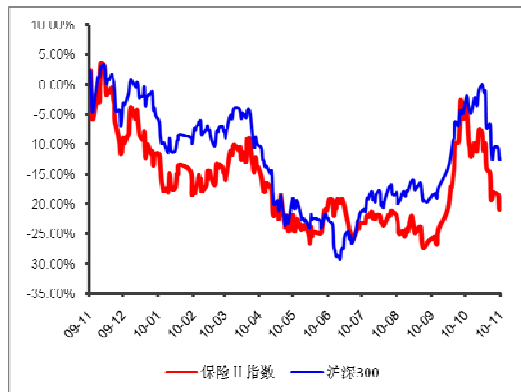
金麟

银行业高级分析师
8621-63325888×6084
Jinlin1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860209120209

李海铎 AIA

联系人
8621-63325888×6083
lihaiduo@orientsec.com.cn

行业评级 **看好** 中性 看淡（维持）
国家/地区 中国/A股
行业 保险
报告日期 2010年11月25日



重点公司盈利预测及投资评级

EPS (元)	09A	10E	11E	股价	评级
中国人寿	1.16	1.18	1.49	22.31	增持
中国平安	1.89	2.05	2.48	56.26	买入
中国太保	0.95	1.03	1.30	22.35	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《产险行业承保盈利能够持续》	2010.09.08
《太保估值具有相对修复空间》	2010.09.14
《保险行业2010年三季报前瞻》	2010.10.11
《简评加息对保险行业的影响》	2010.10.19
《保险行业2010年10月保费收入点评》	2011.11.16

一、新华股份拍卖背景

新华人寿基本情况：增资前股本 12 亿股，根据北京产权交易所的拍卖公告，新华人寿的 2009 年营业收入为 736.59 亿元，营业利润 26.9 亿元，净利润 26.49 亿元，资产总值为 2065.6 亿元，负债为 2023.6 亿元，所有者权益为 41.99 亿元。

拍卖方情况：北亚实业持有新华人寿股份 6849 万股，占总股本的 5.71%，因自身债务危机，故将所持股份分成两个项目拍卖，分别为 3600 万股与 3249 万股，单价为每股 13.82 元。

竞拍结果：世纪金源和华泽集团两家购得，实际成交价分别为每股 42.75 元和 43.09 元，是挂牌价格的 3.1 倍。此外，还必须在约定时间内分别斥资 4.2 亿元和 3.79 亿元，认购新华人寿增发股份。这是缘于新华人寿的增资方案，即公司股东将根据其所持有股份，按每持有 12 股认购 14 股比例参与增资，每股认购价为 10 元。

表 1：竞拍结果

竞拍公司	竞拍股份数 (百万)	股份占比	挂牌每股价格 (元)	实际每股成交价格 (元)
世纪金源	36	3.00%	13.82	42.75
华泽集团	32.49	2.71%	13.82	43.09

资料来源：北京产权交易所的拍卖公告，财新网

二、新华人寿每股估值预测

1、考虑增资后的竞拍方的购买成本

由于世纪金源和华泽集团在竞买成功后还要按每持有 12 股认购 14 股比例参与增资，每股认购价为 10 元。因此，最终的每股购买成本分别为 25.12 元和 25.27 元。

表 2：考虑增资后的竞拍方的购买成本

竞拍公司	购买股份数 (百万)	实际成交价格 (元)	增资认股 股份数 (百万)	增资价格 (元)	平均每股 购买成本 (元)
世纪金源	36.00	42.75	42.00	10	25.12
华泽集团	32.49	43.09	37.905	10	25.27

资料来源：财新网，东方证券研究所预测

2、新华人寿的估值——PE 与评估价值方法的碰撞

假如增资完成后，新华人寿马上上市招股，那么合理的估值价格应该如何计算呢？我们采用了 PE 估值和评估价值两种方法进行预测。

● PE 估值

如果按照 PE 方法计算，由于新华在业务结构和目前的规模上都与已经上市的太保非常接近，太保的 PE（2009A）为 26.08 倍，采用与太保类似的 PE 倍数，2009 年新华的净利润为 26.49 亿元，增发后的股本为 26 亿股，EPS1.02 元，那么新华人寿的估值为每股 26.57 元。

表 3：新华 PE 估值结果

2009 年净利润（百万元）	2,649
增发后股本（百万股）	2,600
增发后 EPS（元）	1.02
比照太保 PE（2009A）	26.08
按照太保 PE 的每股估值（元）	26.57

资料来源：财新网，东方证券研究所预测

● 评估价值方法估值——新业务倍数

公开资料的缺乏，使得我们只能在仅有的数据上做文章。为此，我们做了如下假设（相对粗略但不失合理性）：

- **一年新业务价值采用太保数据**：太保和新华在近两年的市场份额和产品结构上非常相似，并且太保的内涵价值评估的假设相对保守，因此，我们采用了 2009 年太保的一年新业务价值来估计新华的一年新业务价值。
- **法定利润、净资产近似等于会计利润、净资产**：2009 年新华的净资产为 41.99 亿元，由于内含价值方法的评估是基于法定利润和法定净资产，而新华披露的是会计利润和会计净资产，鉴于这个数据对估值的影响不是很大，故直接采用会计利润、净资产估计法定利润和净资产。
- **有效业务价值按照比例法近似**：仍然利用与太保的近似性，参照太保有效业务价值占总资产的比例来估计新华的有效业务价值（忽略高利率保单、会计总资产与法定总资产的差异这些因素）。

评估价值= 内含价值+新业务价值

=有效业务价值+调整净资产+一年新业务价值*新业务倍数

表 4：新华评估价值方法的估值结果

新华增发后的基础数据预测（股本 26 亿）		
2009 年	价值 (百万元)	每股价值 (元)
有效业务价值	17,683	6.80
净资产	18,199	7.00
内含价值	35,882	13.80
一年新业务价值	5,000	1.92

资料来源：财新网，东方证券研究所预测

目前太保股价对应的新业务倍数是 10 倍

不同新业务倍数下的估值敏感性			
新业务倍数	10 倍	15 倍	20 倍
每股内含价值	13.80	13.80	13.80
每股一年新业务价值	1.92	1.92	1.92
每股新业务价值	19.23	28.85	38.46
每股总价值	33.03	42.65	52.26

资料来源：财新网，东方证券研究所预测

三、结论

通过下表（表 5）可以发现，平均购买成本为 25.19 元，隐含新业务倍数为 6 倍。按照太保目前股价对应的隐含新业务倍数 10 倍，新华人寿每股市价约为 33.03 元。购买折扣=购买成本/市价=76.27%。

表 5：不同估值方法和水平下的收益率

	购买成本	PE 方法 每股估值	评估价值方法每股估值		
			10 倍	15 倍	20 倍
	25.19	26.57	33.03	42.65	52.26
购买折扣=购买成本/估值价		94.82%	76.27%	59.08%	48.21%

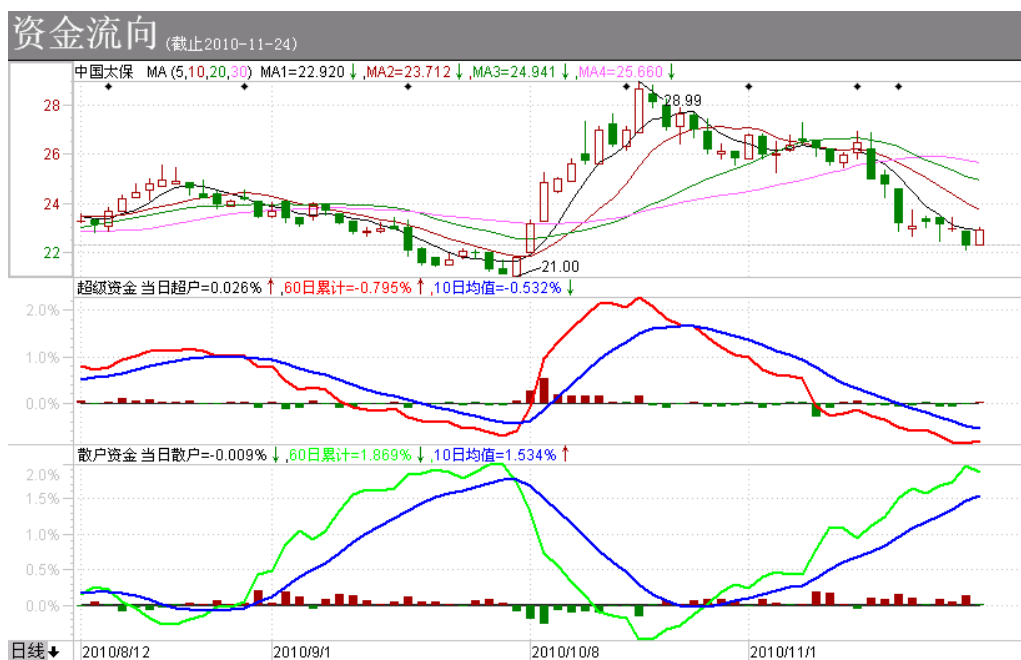
资料来源：东方证券研究所预测

产业资本愿以目前市价 76 折的价格来购买一家未上市保险公司的股份，即使按照媒体报道所说新华人寿预期明年上市，产业资本仍然承担着不能上市交易的流动性风险，或者即使上市成功也有至少 36 个月锁定期（上市前 12 月参加增资的公司自增资日起锁定 36 个月）。

我们认为：新华人寿股权拍卖结果说明了产业资本对保险股长期价值的非常认可，对上市保险股的估值提供了极大的支撑，从侧面说明目前的保险股市价确实是低估了保险股的价值。

目前股价下，平安、太保和国寿的 2010 年隐含新业务倍数分别为 13.8 倍，10.4 倍和 15.3 倍。行业估值非常有优势，维持平安和太保的买入评级，维持国寿的增持评级。给予平安、太保和国寿目标价分别为 86.41 元，32.05 元和 27.52 元。

附图：相关上市公司近期资金流向





注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn