

新股簡介

新華人壽保險股份有限公司-H 股(01336)

2011年12月05日

公司上市資料

(以下為不獲行使超額配股權之資料)

發售股份數目	358,420,000
配售部分	340,499,000
(約占發售股份比例)	95%
公開發售部分	17,921,000
(約占發售股份比例)	5%
發售價格：	28.20-34.33
每手股數	100
發售形式：	配售及公開發售
保薦人：	中金、瑞士銀行

事項	日期
公開招股時間	12月02日-12月07日
預計定價日	12月08日
公佈申請結果	12月14日
掛牌交易	12月15日

回撥機制

超額倍數	公開招股占總招股
15-50 倍	7.5%
50-100 倍	10%
100 倍以上	20%

集資用途	投入資金
(假設以中間價發售)	(百分比)
擴充公司資本	100.0%

投資要點

- 公司為全國性大型人壽保險公司，通過廣泛分銷網絡為個人及機構客戶提供壽險產品及服務，並通過新華資產管理保險資金。按保險保費計算，2010年公司市場佔有率為8.9%，排名第三。
- **經營行業：**中國壽險市場在過去10年經歷快速增長，隨著經濟快速增長、居民收入不斷提高、城鎮化程度提高、高儲蓄率、人口老齡化程度不斷提高，2010年中國壽險保費規模達到10,501億元，01-10年複合增長率達到28%。
- **盈利增長預估：**(1) **行業增長及市場佔有率：**中國壽險保費規模01-10年複合增長率達到28%，按保險保費計算，2011年前9個月新華人壽市場份額為8.9%，排名第三，行業相對集中，公司能相應獲得行業增長；(2) **壽險銷售模式：**公司壽險銷售依賴銀行保險管道佔比較大，2011年上半年佔60.1%，銀保管道佔比大導致公司退保率偏高，未來新華人壽將持續擴大機構網點；(3) **償付能力充足率：**受到中國保監會監管規定，償付能力充足率低於100%的保險公司業務受到局限，2011年9月底公司償付能力充足率為86.6%公司全球發售及A股發售後將集資將用於提高資本充足率至150%以上。
- **估值：**公司預估2012財年淨利達到27.12億人民幣元（約為33.09億港元），同比增長47%，按照招股價中位數HK\$31.27（市值為HK\$974.5億元），對應10及11年市盈率分別為35.5x及29.4x。目前公司估值高於同業，基於行業增長速度、公司市場佔有率、壽險營銷模式及償付能力充足率需求，予以**中性評級**。

風險

- 全球發售及A股上市後，資本市場波動導致償付充足率持續維持150%以下。
- 業務過分依賴分紅型產品，產品銷售及市場監管將對產品影響較大。

營業紀錄

年度(百萬人民幣)	2008 財年	2009 財年	2010 財年	1H 2011 財年
保費收入及保單	47,259	65,380	91,860	50,888
收入合計	48,979	73,906	102,709	57,802
保險業務支出	(48,421)	(71,062)	(100,192)	(55,441)
淨利潤	651	2661	2250	1775

同業對比

股份名稱	股價	當前	2010 年	2011 年	市值
	HK\$	市淨率	市盈率	預測市盈率	(億港元)
新華人壽 (1336.HK)	28.20-34.33	0.21-0.25	32.0-38.9	26.5-32.3	878.9-1070.1
中國太保 (2601.HK)	23.8	2.1	19.4	16.0	2021.41

資料來源：BLOOMBERG，粵海證券研究部。股價為香港2011年12月05日收市價格。

本報告中的資訊均來源於已公開的資料，我公司對這些資訊的準確性及完整性不作任何保證。報告中的資訊或所表達的意見並不構成所述證券買賣的出價或征價。我公司及其所屬關聯機構可能會持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並進行交易，還可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。本報告亦可由粵海證券有限公司提供。本報告的版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。

公司簡介

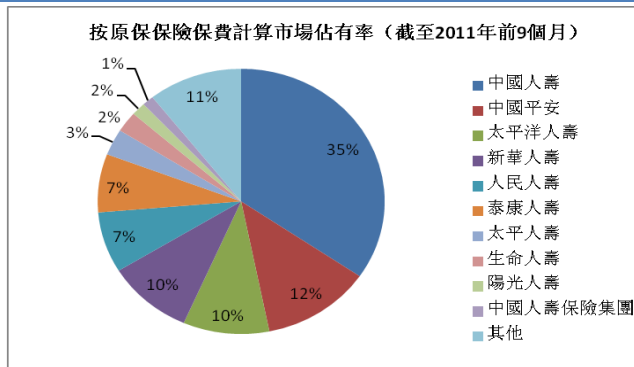
公司為全國性大型人壽保險公司，通過廣泛分銷網絡為個人及機構客戶提供壽險產品及服務，並通過新華資產管理保險資金。按保險保費計算，2010 年公司市場佔有率為 8.9%，排名第三。

行業概覽

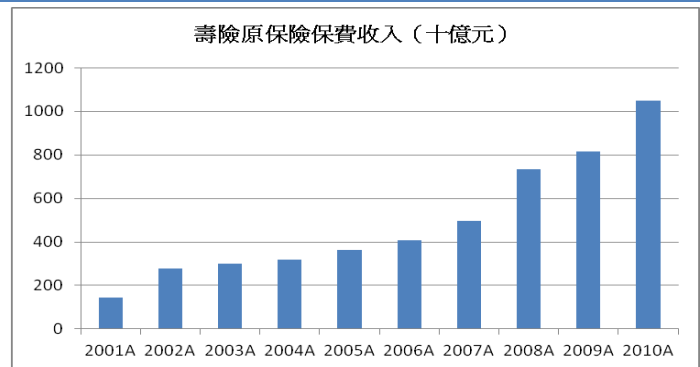
中國壽險市場在過去 10 年經歷快速增長，隨著經濟快速增長、居民收入不斷提高、城鎮化程度提高、高儲蓄率、人口老齡化程度不斷提高，2010 年中國壽險保費規模達到 10501 億元，01-10 年複合增長率達到 28%，中國壽險密度為 106 美元，低於日本與美國的 3473 美元及 1632 美元，2010 年中國壽險深度為 2.5%，亦低於日本與美國的 8.0% 及 3.5%。

截至 2011 年 9 月 30 號，中國經營壽險業務的保險公司共有 61 家，行業集中，前六大壽險公司佔據中國壽險市場的 80.7% 及 80.8% 的市場份額。按保險保費計算，2011 年前 9 個月新華人壽市場份額為 8.9%，排名第三。

圖：2011 年前 9 個月按保費計算市場佔有率



圖：2001-2010 年壽險原保險保費收入 (十億元)

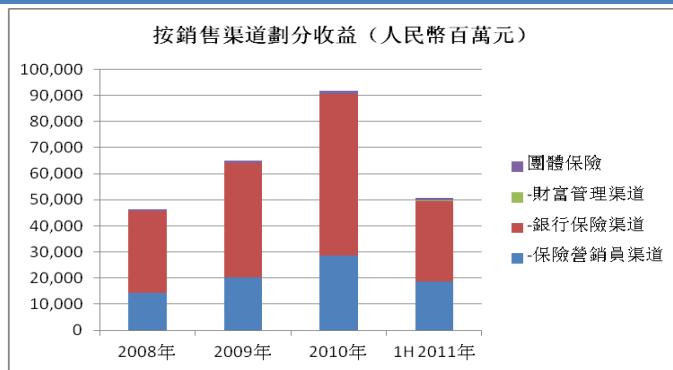


隨著行業逐步成熟，投保客戶的需求趨近與多元化，截至 2010 年底分紅型壽險佔原保險保費收入的 81.7%，佔比不斷提高。

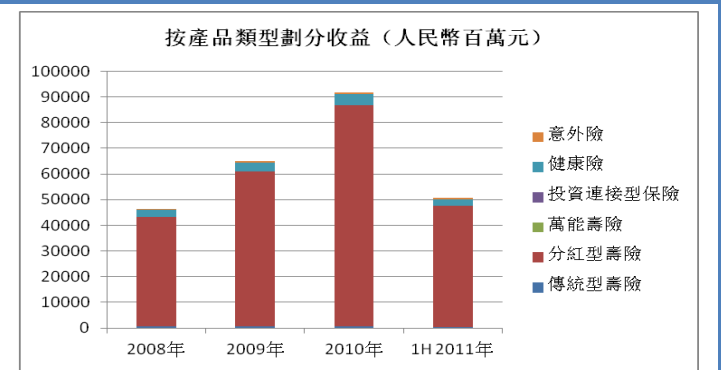
公司的盈利模式：

1. **主營業務收益：**公司向個人客戶銷售六類個人壽險產品，包括：傳統型壽險、分紅型壽險、萬能壽險、投資連接型保險、健康險及意外險。分紅型保險具備風險保障及收益性，保監會對傳統壽險及分紅型壽險產品設定 2.5% 預訂利率上限，因此分紅型保險產品更具有吸引力。2008-2011 上半年公司個人分紅型壽險產品總保費收入分別約佔公司個人壽險業務的 92.9%、93.8%、94.9% 及 94.8%。

圖：2009-2011 年按銷售管道劃分收益 (百萬人民幣)



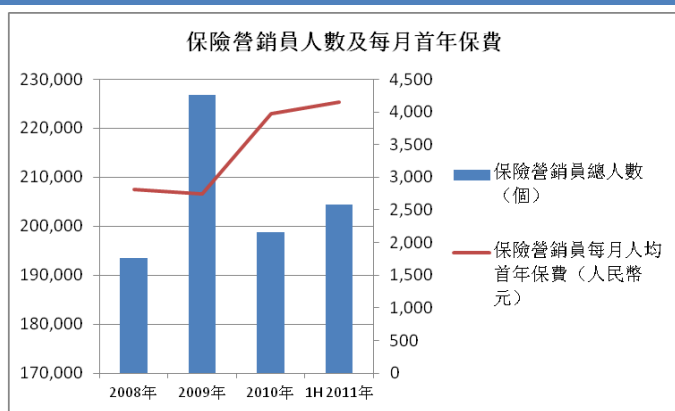
圖：2009-2011 年按產品類型劃分收益 (百萬人民幣)



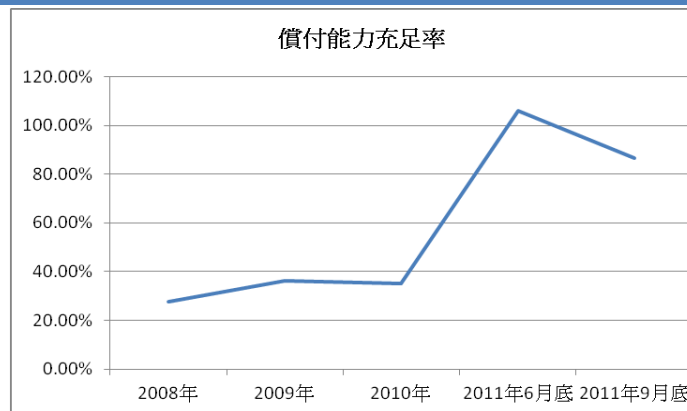
本報告中的信息均來源於已公開的資料，我公司在這些信息的準確性及完整性不作任何保證。報告中的信息或所表達的意見並不構成所述證券買賣的出價或征價。我公司在其所有關聯機構可能會持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並進行交易，還可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。本報告亦可由粵海證券有限公司提供。本報告的版權僅為我公司在所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。

- 分銷管道：**主要通過三個分銷管道向個人客戶銷售本公司的個人壽險產品：保險營銷員管道、銀行保險管道和財富管理管道。截至 2011 上半年，來自三個管道的收入分別佔 37.1%、60.1%及 0.7%。(1) 保險營銷員：截至 2011 上半年公司保險營銷員達到 20.4 萬名，08-11 年複合增長率為 2.2%，而保險營銷員每月人均首年保費達到 4155 元，複合增長率為 16.9%。(2) 銀行保險管道：公司主要通過中國五家大型商業銀行、郵政儲蓄銀行、股份制商業銀行及地方性商業銀行提供壽險產品，截至 2011 年 6 月底，公司有效銀行保險網點達到 15054 個，銀保專管員為 14978 個。(3) 財富管理業務：於 2010 年 4 月建立財富管理業務部，2010 年及 2011 年首六個月本公司財富管理管道分別佔本公司總保費收入的 0.2%及 0.7%。
- 償付能力充足率：**公司受到中國保監會監管規定，需要維持與業務及風險敞口的相當的償付能力充足率規定，償付能力充足率低於 100%的保險公司將會在開設分公司、分派股息、投資無擔保企業債券、基礎設施債權投資計劃、未上市股權、不動產及境外投資等方面受到局限。2008-2011 年 9 月底，公司償付能力充足率分別為 27.7%、36.2%、35.0%、106.1% 及 86.6%，由於國內資本上市波動對公司投資資產公允值帶來負面影響，公司計劃通過內部產生資本、全球發售、A 股發售及外部債務融資等方式提升償付能力充足率，旨在維持償付能力充足率高於 150%的水準。
- 支出成本：**公司主要支出部分包括：(1) 向壽險保單持有人支付的保險給付和醫療及意外賠付；(2) 保險合同負債增長 (3) 投資合同賬戶損益 (4) 手續費及備金費支出 (5) 管理和其他費用。

圖：2008-2010 年保險營銷人數及每月首年保費



圖：2008-2011 年償付能力充足率



- 分支機構及盈利能力：**截至 2011 上半年公司分支機構數量為 1477 個，低於少於中國人壽約 15000 個，太保壽險為 3636 個，平安壽險為 2224 個。但新華人壽機構網點產能高於同業，2011 年 1 月-9 月份機構網點月均保費新華人壽為 559 萬元、中國人壽 196 萬元、太保壽險 228 萬元、平安壽險 469 萬元。

認購建議：

- 行業增長及市場佔有率：**中國正在經歷經濟與人口結構轉型，包括醫療體制改革、熱門口老齡化及人均可支配收入提高，會不斷提高中國壽險的密度和深度，2010 年中國壽險保費規模達到 10501 億元，01-10 年複合增長率達到 28%。按保險保費計算，2011 年前 9 個月新華人壽市場份額為 8.9%，排名第三。行業相對集中，公司能相應獲得行業增長。
- 保險銷售模式：**公司壽險銷售管道主要包括保險營銷員管道、銀行保險管道和財富管理管道，依賴銀行保險管道佔比較大，2011 年上半年佔 60.1%，銀保管道佔比大導致公司退保率偏高。未來新華人壽將持續擴大機構網點，截至 2011 年上半年公司分支機構為 1477 個，

少於中國人壽約 15000 個，太保壽險為 3636 個，平安壽險為 2224 個。但新華人壽機構網點產能高於同業，2011 年 1 月—9 月份機構網點月均保費新華人壽為 559 萬元、中國人壽 196 萬元、太保壽險 228 萬元、平安壽險 469 萬元，隨著行業增長及機構網絡鋪設將會受益於行業增長及分支機構產能高於同業，將會提高盈利能力。

3. **償付能力充足率：**公司受到中國保監會監管規定，需要維持與業務及風險敞口的相當的償付能力充足率規定，償付能力充足率低於 100%的保險公司將會在開設分公司、分派股息、投資無擔保企業債券、基礎設施債權投資計劃、未上市股權、不動產及境外投資等方面受到局限。2008-2011 年 9 月底，公司償付能力充足率分別為 27.7%、36.2%、35.0%、106.1% 及 86.6%，2011 年期間償付能力充足率下降主要是由於國內資本市場波動對公司投資資產公允價值帶來的負面影響，公司全球發售及 A 股發售後將集資金額為 139.7 億港元至 159.84 億元，將用於提高資本充足率至 150%以上。

估值：

公司預估 2012 財年淨利將達到 27.12 億人民幣元（約為 33.09 億港元），同比增長 47%，按照招股價中位數 HK\$31.27（市值為 HK\$974.5 億元），對應 2010 及 2011 年市盈率分別為 35.5x 及 29.4x。目前公司估值高於同業，基於行業增長速度、公司市場佔有率、壽險營銷模式及償付能力充足率需求，予以中性評級。

同業估值對比：

公司名稱	股票代碼	現價	市值	P/E(x)			P/B(x)
		(HKD)	(百萬港元)	2010A	2011E	2012E	2010A
新華人壽	1929 HK EQUITY	28.20-34.33	87890-10701	32.0-38.9	26.5-32.3	NA	0.21-0.25
中國人壽	2628 HK EQUITY	21.05	621,613	17.0	18.5	13.8	2.5
中國平安	2318 HK EQUITY	60.05	405,628	18.3	18.4	14.0	2.9
中國太保	2601 HK EQUITY	23.8	202,141	19.4	16.0	12.9	2.1
中國財險	2328 HK EQUITY	10.92	133,835	13.2	12.1	10.6	3.4
中國太平	966 HK EQUITY	16.02	27,319	11.5	21.4	15.4	2.1
平均				15.9	17.3	13.3	2.6

綜合盈利表：

(人民幣百萬元)	2008年	2009年	2010年	1H 2010年	1H 2011年
收入					
總保費收入及保單管理費收入	47,266	65,422	91,956	53,675	50,843
減：分出保費	46	30	32	18	238
淨保費收入及保單管理費收入	47,312	65,452	91,988	53,693	51,081
提取未到期責任準備金	(53)	(72)	(128)	(165)	(193)
已實現淨保費收入及保單管理費收入	47,259	65,380	91,860	53,528	50,888
投資收入	1,589	8,362	10,521	4,114	6,813
其他收入	131	164	328	118	101
收入合計	48,979	73,906	102,709	57,760	57,802
保險業務支出及其他費用					
保險給付和賠付賠款支出及提取未決賠款準備金	(339)	(463)	(702)	(278)	(368)
壽險死亡和其他給付	(12,500)	(10,300)	(12,548)	(5,630)	(9,528)
提取長期保險合同負債	(24,701)	(45,932)	(70,361)	(42,982)	(37,620)
投資合同賬戶損益	(770)	(1,029)	(772)	(351)	(346)
手續費及佣金支出	(4,194)	(5,623)	(7,252)	(3,884)	(3,689)
管理費用	(5,616)	(7,206)	(8,410)	(3,925)	(3,998)
其他費用	(301)	(509)	(147)	194	108
保險業務支出及其他費用合計	(48,421)	(71,062)	(100,192)	(56,856)	(55,441)
聯營企業投資收益份額			1		
財務費用	(376)	(193)	(263)	(62)	(311)
稅前淨利潤	182	2,651	2,255	842	2,050
所得稅	469	10	(5)	(265)	(275)
年度/期間淨利潤	651	2,661	2,250	577	1,775

研究報告免責聲明

本報告中的資訊均來源於已公開的資料，我公司對這些資訊的準確性及完整性不作任何保證。報告中的資訊或所表達的意見並不構成所述證券買賣的出價或征價。我公司及其關聯機構可能會持有報告中的公司所發行的證券。本報告可由粵海證券有限公司及其關聯機構提供，本報告版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。

本報告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本報告亦可由粵海證券有限公司提供。本報告的版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。