

罗毅
86-755-82940797
luoyi@ccs.com.cn

中国人寿 (601628.SH)/29.04 元

2008年3月26日

保单利润维持高点，投资收益仍具风险

金融·保险

目标估值：31元

推荐-A (维持)

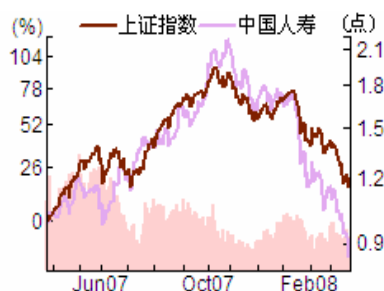
上证指数 3629.62

基础数据

总股本 (万股)	2826470
流通股本 (万股)	150000
总市值 (亿元)	8208
流通市值 (亿元)	435.6
52周股价	29-75 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-18.3	-48.7	-15.9
相对表现	-4.8	-14.8	-32



相关报告

- 1、《草枯鹰眼疾，雪尽马蹄轻—2008年保险行业投资策略》2008/1/2
- 2、《均衡发展典范，估值仍需谨慎》2008/1/2

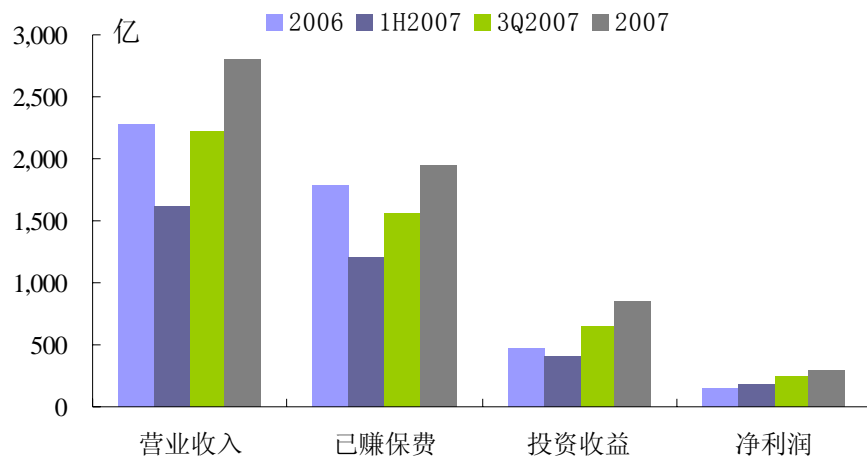
- 国际会计准则下，中国人寿 2007 年总收入 1914 亿，实现归属母公司的净利润 389 亿，同比增长 95%，摊薄后每股收益为 1.38 元，同比增长 84%。中国会计准则下归属股东净利润 281 亿，摊薄每股收益 0.99 元，基本符合我们的预期。总资产 8946 亿，同比增长 23%，但较三季度末 9252 亿减少 306 亿，主要原因是公司回购了 530 亿的卖出回购金融负债，导致货币资金大幅减少。
- 第四季度公司仅实现净利润 34 亿，占全年净利润总额的 12%，从而导致多项指标恶化。管理费从 4.89% 上升至 5.8%；有效税率从 14% 上升至 18.7%；保险责任准备金的提取比例也提升 1.6 个百分点至 34.4%。我们认为，四季度业绩大幅下滑的原因既有证券市场走软的客观因素影响，也体现了公司以“壮士断腕”的决心一次性大幅计提，从而减轻未来盈利压力。
- 投资收益仍具风险。国寿的投资收益加公允价值变动达到 850 亿左右，而在 07 年期末，交易型的权益投资为 190 亿，而可供出售的权益类 1761 亿，而 07 年底，权益类的浮盈为 500 亿左右，也就是说，如果按照一季度 20% - 30% 的下跌幅度来说，浮盈已经消耗了很多，存量已经不多，而交易类金融资产也将产生一定的亏损，如果市场维持在当前点位不涨不跌的话，国寿今年的投资收益可能在 300 - 400 亿之间，也就是说，08 年盈利增长的压力还是非常大的，这点我们已经在之前的报告中阐述过。还需要注意的是在交易类中，国寿持有的前两名股票分别是民生银行和中国太保，但是这两只股票的近期走势并不乐观。(国寿 07 年总投资收益率 11.07 略低于平安的 14.2%，其中有部分原因是国寿没有将其租赁收入算入投资收益中)
- 寿险业务坚持以优化结构为主的稳定增长。公司始终坚持以业务结构优化为目标的模式，以发展传统型和分红型产品为重点，适度发展投连、万能等衍生型产品，以发展长期性期交业务为主，注重实现业务结构的平稳优化，我们看到国寿的新业务价值利润率在没有修改假设的基础上维持高位，也可以客观说明国寿的产品优势。07 年底国寿拥有保险营销员 63.8 万人，团险销售人员 1.3 万人，较 06 年底并无明显增加，说明国寿更多的是依靠内生性的模式来实现增长。从渠道来看，个人业务稳中有升，短期险业务占比有所下降。
- 在内含价值计算中，国寿报表将投资回报率假设为 5.5%，所采用的风险调整后的贴现率为 11.5%，基本假设与 07 年中一致（平安的投资收益率报表中调整至 6%，贴现率下调至 11.5%）。我们认为长期来看，国寿实现 6.0% 的投资收益率是可以实现的，在 11.0% 的贴现率下，那么每股一年新业务价值提高至 0.56 元，每股内涵价值 11.5 元，我们给与 35 倍的新业务倍数，得到 08 年每股精算价值为 31 元，给与推荐 A 的评级。

一、业绩符合预期，投资收益主导

国际会计准则下，中国人寿 2007 年总收入 1914 亿，实现归属母公司的净利润 389 亿，同比增长 95%，摊薄后每股收益为 1.38 元，同比增长 84%。中国会计准则下归属股东净利润 281 亿，摊薄每股收益 0.99 元，低于我们的预期。总资产 8946 亿，同比增长 23%，但较三季度末 9252 亿减少 306 亿，主要原因是公司回购了 530 亿的卖出回购金融负债，导致货币资金大幅减少。

第四季度公司仅实现净利润 34 亿，占全年净利润总额的 12%，从而导致多项指标恶化，管理费率从 4.89% 上升至 5.8%；有效税率从 14% 上升至 18.7%；保险责任准备金的提取比例也提升 1.6 个百分点至 34.4%。我们认为，四季度业绩大幅下滑的原因既有证券市场走软的客观因素影响，也体现了公司以“壮士断腕”的决心一次性大幅计提从而减轻未来盈利压力。

图 1：中国人寿收入和利润结构变化



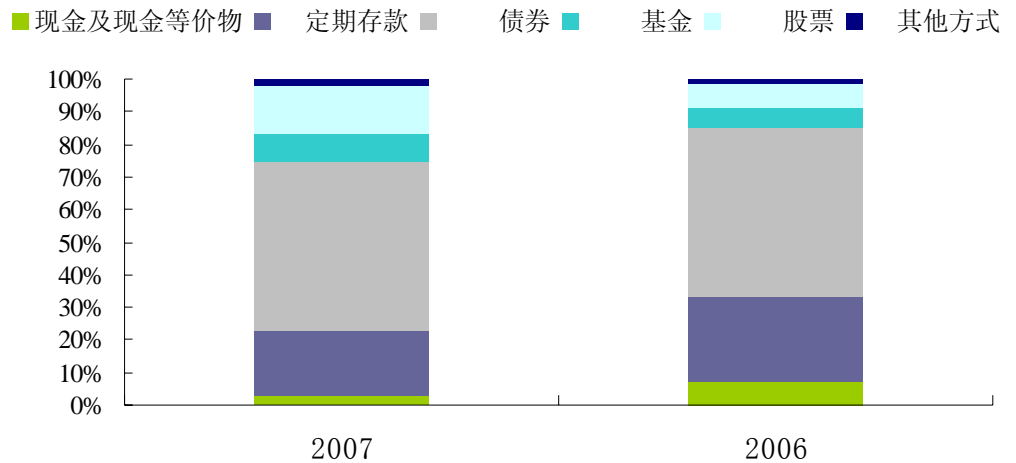
资料来源：公司报告，招商证券研发中心

国寿的投资收益加公允价值变动达到 850 亿左右，而在 07 年期末，交易型的权益投资为 190 亿，而可供出售的权益类 1761 亿，而 07 年底，权益类的浮盈为 500 亿左右，也就是说，如果按照一季度 20% - 30% 的下跌幅度来说，浮盈已经消耗了很多，存量已经不多，而交易类金融资产也将产生一定的亏损，如果市场维持在当前点位不涨不跌的话，国寿今年的投资收益可能在 300 - 400 亿之间，也就是说，08 年盈利增长的压力还是非常大的，这点我们已经在之前的报告中阐述过。还需要注意的是在交易类中，国寿持有的前两名股票分别是民生银行和中国太保，但是这两只股票的近期走势并不乐观。（国寿 07 年总投资收益率 11.07 略低于平安的 14.2%，其中有部分原因是国寿没有将其租赁收入算入投资收益中）

国寿债券投资保持在 52% 左右，但股票和基金投资合计占比达到 22.95%，定期存款从 06 年的 25.5% 下降到 19.83%。我们认为虽然国寿由于资源优势能够以较低成本获得股权投资机会（如中信证券虽从高点到现在的股价缩水近一半，但较国寿的入股价 9.29

元仍有很高的安全边际)，较一般的投资者具有更强的抗风险能力，但股票和基金投资比重的上升，使得保险公司对于整个市场环境的变化变得更为敏感，这也是保险行业的特性。

图 2：中国人寿投资资产结构变化



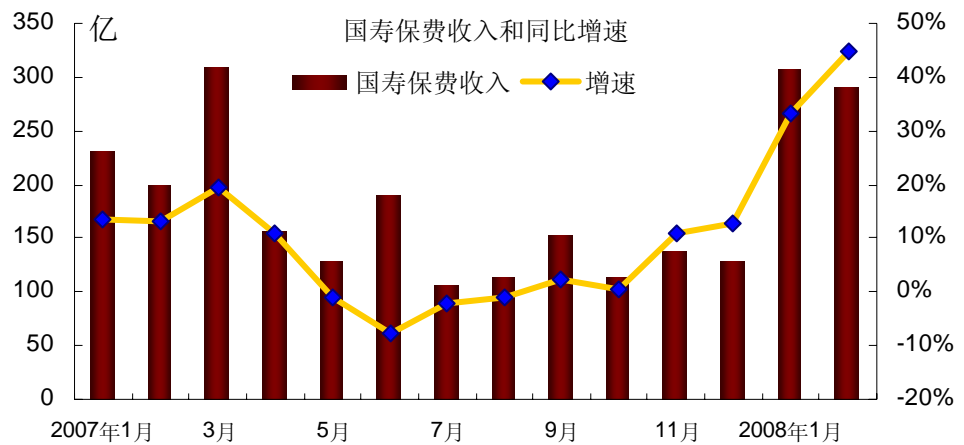
资料来源：公司报告，招商证券研发中心

二、主业保持“特强”，“多元”仍待发展

寿险业务坚持以优化结构为主的稳定增长。国寿 07 年已赚保费收入 1954 亿，市场份额 43.2%，全年保费收入增速 6.95%，由于受保单集中到期给付影响，5-8 月曾出现保费收入负增长，但公司始终坚持以业务结构优化为目标的增长模式，以发展传统型和分红型产品为重点，适度发展投连、万能等衍生型产品，以发展长期性期交业务为主，注重实现业务结构的平稳优化，到 11 月又恢复到 10% 以上的增速。08 年以来增速在 30% 以上。07 年底国寿拥有保险营销员 63.8 万人，团险销售人员 1.3 万人，较 06 年底并无明显增加，说明国寿更多的是依靠内生性的模式来实现增长。从渠道来看，个人业务稳中有升，保费收入为 1635 亿，占比 83.1%，短期险业务占比有所下降。我们看到国寿的新业务价值利润率在没有修改假设的基础上维持高位，也可以客观说明国寿的产品优势。

养老保险和财产保险业务仍待发展。国寿旗下资产管理公司的总资产为 19.63 亿元、净资产为 17.51 亿元，2007 年实现净利润 4.45 亿元。中国人寿养老保险股份有限公司的总资产为 7.08 亿元、净资产为 6.22 亿元，2007 年实现净亏损 0.09 亿元。中国人寿财产保险股份有限公司的总资产为 16.02 亿元、净资产为 7.12 亿元，2007 年实现净亏损 3.39 亿元。尽管在寿险业务上具有绝对优势，养老保险和财产保险的经营尚未扭亏为营，在“主业特强，适度多元”战略中的“多元”仍待发展。

图 3: 国寿险保费收入和增长率



资料来源: CIRC, 招商证券研发中心

三、精算价值

在内含价值计算中, 国寿报表将投资回报率假设为 5.5%, 所采用的风险调整后的贴现率为 11.5%, 基本假设与 07 年中一致 (平安的投资收益率报表中调整至 6%, 贴现率下调至 11.5%)。我们认为长期来看, 国寿实现 6.0% 的投资收益率是可以实现的, 在 11.0% 的贴现率下, 那么每股一年新业务价值提高至 0.56 元, 每股内涵价值 11.5 元, 我们给与 35 倍的新业务倍数, 得到 08 年每股精算价值为 31 元, 给与推荐 A 的评级。

表 1: 国寿精算价值敏感性分析

单位: 元	4.00%	5.00%	6.00%	7.00%	8.00%
10.00%	29.27	30.52	32.60	36.75	49.22
10.50%	28.97	29.99	31.61	34.52	41.32
11.00%	28.71	29.57	30.87	33.04	37.37
11.50%	28.49	29.23	30.30	31.98	35.00
12.00%	28.30	28.94	29.84	31.18	33.42

资料来源: 招商证券研发中心

表 3: 财务预测表 (国际会计准则)

当前股价: 29	2006	2007	2008E	2009E
估值				
股价/内含价值	4.27	3.25	2.53	2.21
隐含新业务倍数	43.5	30.1	20.2	12.4
市盈率	38.7	21.0	22.5	18.4
市净率	5.6	4.0	3.6	3.3
每股数据				
每股净资产	5.2	7.3	8.1	8.7
每股内含价值	6.8	8.9	11.50	13.13
每股一年新业务价值	0.39	0.43	0.47	0.58
每股盈利	0.75	1.38	1.29	1.58
盈利增长因素				
毛保费增长	22.7%	12.5%	12.9%	13.5%
净赚保费增长	23.7%	8.7%	13.3%	14.8%
营业及管理费用	29.0%	26.3%	27.9%	25.7%
理赔支出	29.9%	11.5%	25.0%	23.3%
投资收益				
税前利润	183.4%	70.0%	-10.2%	19.4%
净利润	122.5%	77.3%	-9.9%	19.3%
主营业务比例				
营业费用/总保费	9.4%	10.5%	17.9%	15.9%
理赔/投资收益	38.2%	30.4%	40.5%	39.3%
投资收益率	4.3%	10.2%	5.5%	5.5%
资产回报率	2.6%	4.2%	2.0%	2.4%
净资产回报率	11.9%	17.6%	5.3%	6.7%
寿险业务				
保费收入增长	23.5%	8.5%	10.7%	12.3%
个人保险增长	26.7%	8.7%	10.8%	12.4%
意外健康险增长	2.1%	7.5%	6.4%	5.8%
团体保险增长	31.9%	8.0%	12.5%	14.6%
APE	21790	24554	26558	29819
新业务价值增长	-	14.9%	10.0%	13.6%

单位: 百万	2006	2007	2008E	2009E
利润模型				
毛保费收入	99417	111,886	126364	143448
分出保费	-140	-85	-90	-120
未到期责任准备金	-430	-397	-450	-500
净赚保费	98847	111,404	126265	145003
营业及管理费用	-9339	-11,798	-15091	-18972
理赔及保户红利	-86037	-76,288	-95375	-117607
承保利润	3471	23318	15799	8424
投资收益	46581	78248	70259	83903
其他收益	1883	1,720	1490	1500
税前利润	25605	45,391	40915	48816
净利润	20051	39060	36513	44071
归属于股东利润	19956	38,879	36343	43866
资产负债表				
投资资产	686804	850209	910786	997929
其他资产	77591	83495	92471	102649
总资产	764395	933704	1003257	1100578
保险与投资承保负债	618857	718458	763362	843515
其他负债	5333	8870	10422	11621
总负债	624190	727328	773784	855135
股东权益	140205	206376	229473	245443
寿险				
保费收入	92320	196622	217691	244422
个人保险	80086	163485	181141	203657
意外和健康险	11090	12011	12783	13518
团体保险	1144	21126	23767	27246
投资型合同业务				
投资型合同业务收入	91441	94227	103951	117714
个人保险	70355	72069	79507	90033
团体保险	21086	22158	24445	27681

研究员简介

罗毅, CFA: 英国诺丁汉大学研究生毕业, 经济金融学硕士学位, 华南理工大学金融学学士, 于业内最先发现保险股潜在投资价值, 建立保险行业的分析框架。对证券行业理解深刻, 于业内最早推荐吉林敖东(广发证券系), 始于06年2月, 获得新财富07年度最佳分析师非银行金融第三名, 目前为招商证券金融行业高级分析师

投资评级定义

公司短期评级

强烈推荐: 预计未来6个月内, 股价涨幅为20%以上

推荐: 预计未来6个月内, 股价涨幅为10-20%之间

中性: 预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±10%之间

回避: 预计未来6个月内, 股价跌幅在10%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平

B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

推荐: 行业基本面向好, 预计未来6个月内, 行业指数将跑赢综合指数

中性: 行业基本面稳定, 预计未来6个月内, 行业指数跟随综合指数

回避: 行业基本面向淡, 预计未来6个月内, 行业指数将跑输综合指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告仅向特定客户传送, 版权归招商证券所有。未经我公司书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。