



中国：保险业

中国人寿(601628/19.13 元)：中性

中国人寿公布了 2008 年中国会计准则下保费收入

中金公司研究部

分析员：周 光 zhoug@cicc.com.cn

联系人：赵慧颖 zhaohy2@cicc.com.cn

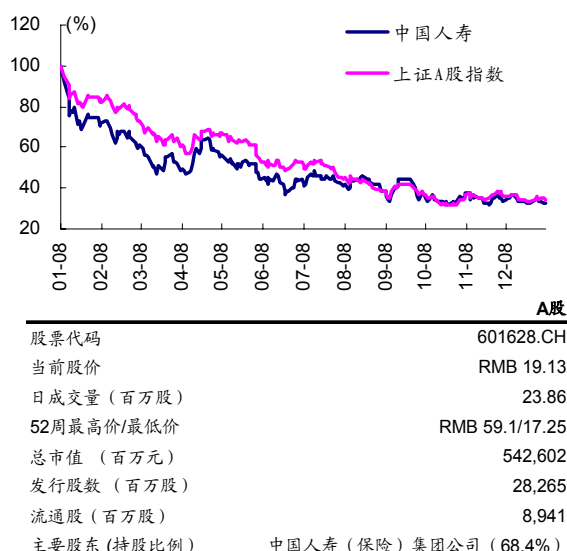
刘 欣 liuxin3@cicc.com.cn

电话：(8610) 6505 1166

2009 年 1 月 16 日

主要财务指标及股票信息

(人民币百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
保险业务收入	181,173	196,626	301,280	301,803	331,881
(+/-%)	13%	9%	53%	0%	10%
已赚保费	179,749	195,440	299,596	300,152	330,097
投资收益	30,951	91,377	45,328	39,972	44,848
公允价值变动收益	16,085	(6,388)	(7,268)	307	379
收入总额	228,220	281,294	338,261	341,186	375,928
赔款及保户利益	(182,433)	(207,237)	(269,025)	(271,782)	(298,775)
净利润	14,384	28,116	9,212	13,954	15,070
(+/-%)	164%	95%	(67%)	51%	8%
每股净利润(人民币)	0.51	0.99	0.33	0.49	0.53
每股净资产(人民币)	4.09	6.02	5.18	5.55	5.94
平均净资产收益率(%)	16.0%	19.6%	5.8%	9.1%	9.2%
市盈率(X)	37.6	19.2	58.7	38.8	35.9
市净率(X)	4.7	3.2	3.7	3.4	3.2
现金分红收益率(%)	0.7%	2.2%	0.7%	0.6%	0.7%



资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

事件：

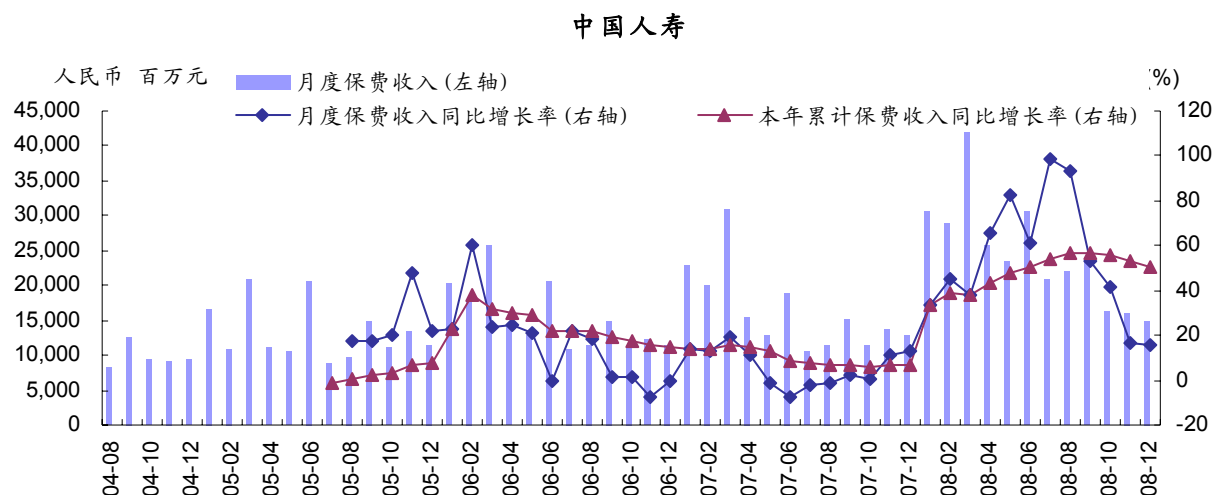
中国人寿公布了其中国会计准则下未经审计的2008年保费收入情况。

评论：

- ◆ 中国人寿 2008 年 12 月保费收入为 148.2 亿元，同比增长 16.0%，略低于 11 月 16.1%的同比增长水平，延续了 8 月以来单月保费收入同比增速持续下滑的态势。2008 年，中国人寿中国会计准则下未经审计的保费收入达 2956 亿元，同比增长率由 1-11 月的 52.7%进一步回落至 50.3%，但远高于 07 年全年 8.0%的增速水平（图 1）。



图 1：中国人寿月度保费收入及增长率（中国会计准则下）



资料来源：公司数据，中金公司研究部

◆ 回顾 2008 年，上半年在银保渠道销售飙升的驱动下，中国人寿保费收入强劲增长，其中 4 月至 8 月连续 5 个月保费收入月度增速超过 60%；而下半年以来，尤其是第四季度，受银保渠道持续收缩的影响，中国人寿保费收入增长乏力的趋势日益凸显。

- 从月度趋势看，中国人寿月度保费收入屡创新低，12 月 148.2 亿元的单月保费收入为今年以来最低，也是继 10 月以来连续第 3 个月月度保费收入低于 200 亿元。
- 从季度趋势看，由于 08 年第一季度保费收入狂飙突进式的增长，中国人寿按季度平均的月保费收入自第二季度以来持续下降（表 1）：第一季度平均月保费收入为 340.51 亿元；第二季度平均月保费收入下降了 22%至 266.34 亿元；第三季度进一步下降 17%，为 221.79 亿元；第四季度则大幅回落至 156.69 亿元左右，环比下降 29%。

表 1：中国人寿分季度平均月保费收入及趋势（中国会计准则下）

（人民币 百万元）	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08
平均月度保费收入	12,656	34,051	26,634	22,179	15,669
QoQ增长率		169%	-22%	-17%	-29%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

◆ 展望未来，我们认为，中国人寿的保费收入增长不容乐观，而更为严峻的考验将出现在 2009 年。基于 2008 年上半年较高的保费收入基数水平，中国人寿 2009 年上半年保费收入很可能出现负增长。

基于可预见的保费收入增长放缓，与未来低利率环境下可能进一步降低的投资收益水平，我们维持对中国人寿 A 股“中性”和 H 股“减持”的投资评级。



附表：行业估值表

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 (%)			
	2009-01-15			07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E
综合性保险公司															
AIG	19,940	USD	1.49	0.6	(0.3)	8.3	2.2	0.0	0.1	0.1	0.1	6.3	(28.6)	1.7	9.0
Berkshire Hathaway	144,237	USD	93,150	10.9	18.5	16.0	14.3	1.2	1.0	0.9	n.a.	11.5	n.a.	n.a.	n.a.
ING	19,200	EUR	7.07	1.6	4.2	3.8	3.1	0.4	0.5	0.5	0.4	24.5	11.6	13.6	15.3
Allianz	39,490	EUR	66.18	3.7	11.5	5.5	4.8	0.6	0.9	0.8	0.7	16.2	5.4	14.7	15.8
平均值				4.2	8.5	8.4	6.1	0.6	0.6	0.6	0.4	14.6	8.5	10.0	13.3
北美寿险公司															
Manulife Canada	28,524	CAD	22.23	8.0	19.9	8.1	7.5	1.4	1.3	1.2	1.1	16.4	8.6	16.8	16.2
MetLife	21,863	USD	27.55	4.9	7.4	7.0	5.8	0.6	0.7	0.6	0.6	12.5	9.2	10.2	11.3
Prudential Financial Inc	11,274	USD	26.59	3.4	7.5	4.7	4.0	0.5	0.6	0.6	0.6	16.0	8.1	12.9	15.3
Sun Life Financial Inc	11,861	CAD	26.46	6.8	13.5	7.5	7.5	1.0	0.9	0.8	0.7	14.1	8.2	12.5	11.6
平均值				5.8	12.1	6.8	6.2	0.9	0.9	0.8	0.8	14.8	8.5	13.1	13.6
欧洲寿险公司															
AVIVA	13,627	GBp	351.25	7.1	4.6	4.7	4.4	0.7	0.6	0.6	0.6	10.6	11.6	14.8	14.7
Prudential	11,846	GBp	325.00	7.8	4.2	4.2	3.7	1.3	1.6	1.5	1.4	17.5	3.1	15.1	16.2
AXA	34,657	EUR	12.60	4.6	7.1	5.7	4.8	0.6	0.7	0.7	0.6	12.1	9.7	13.4	14.0
CNP Assurances	9,883	EUR	50.52	6.1	6.9	6.4	5.6	0.7	0.7	0.7	0.6	12.0	9.3	11.4	12.2
AEGON	8,456	EUR	4.13	2.8	39.3	5.5	4.3	0.3	0.6	0.5	0.5	13.1	3.1	13.2	15.0
Generali	32,632	EUR	17.57	8.3	11.4	9.3	8.4	1.6	1.7	1.6	1.5	19.4	14.9	18.2	19.1
平均值	4,113	EUR	1.33	0.7	1.6	1.5	1.3	0.1	0.1	0.1	0.1	14.9	8.8	8.2	8.2
亚洲寿险公司															
大东方人寿 (新加坡)	2,810	SGD	8.89	7.7	20.0	11.0	9.6	1.3	1.3	1.2	1.1	17.6	n.a.	n.a.	n.a.
AXA Asia Pacific (AU)	5,444	AUD	4.89	13.2	84.3	13.1	11.7	2.2	2.8	2.5	2.3	16.8	2.4	17.5	18.3
AMP (AU)	7,005	AUD	5.34	10.0	17.1	13.3	12.3	5.1	5.1	4.8	4.5	45.4	28.9	36.1	37.1
台湾人寿	354	TWD	16.00	3.6	n.a.	n.a.	n.a.	0.6	n.a.	n.a.	n.a.	16.9	n.a.	n.a.	n.a.
平均值				8.6	40.5	12.5	11.2	2.3	3.0	2.8	2.7	24.2	15.6	26.8	27.7
中国寿险公司															
中国人寿H股*	79,363	HKD	22.00	15.0	44.5	31.2	29.5	2.8	3.2	3.0	2.9	22.4	6.4	10.0	10.1
中国人寿A股*	79,363	RMB	19.13	19.2	58.7	38.8	35.9	3.2	3.7	3.4	3.2	19.6	5.8	9.1	9.2
中国平安H股*	32,618	HKD	36.35	13.4	336.6	29.7	26.1	2.2	2.7	2.6	2.5	23.8	0.8	9.0	9.8
中国平安A股*	32,618	RMB	29.47	14.3	(154.1)	29.5	28.9	2.0	2.4	2.3	2.2	19.4	(1.4)	7.9	7.6
中保国际*	1,862	HKD	10.16	9.2	131.1	21.5	18.2	2.5	3.4	2.8	2.8	31.4	2.2	14.3	15.4
中国太保*	15,474	RMB	13.74	15.3	48.9	29.9	24.5	1.7	2.4	2.2	2.1	18.6	4.0	7.7	8.8
平均值				15.5	50.7	31.8	29.0	2.4	2.9	2.7	2.6	20.8	5.4	8.7	9.1

*为中金预测；其它数据为市场预测，来自彭博资讯。

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

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

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

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

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报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。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。