



中国：保险业

中国人寿(601628/20.29 元)：中性

中国人寿发布 2008 年度业绩预减公告

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

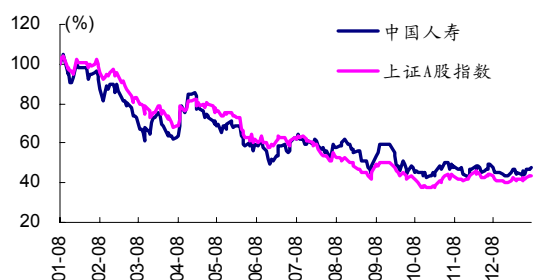
刘 欣 liuxin3@cicc.com.cn

电话：(8610) 6505 1166

2009 年 1 月 21 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)	39.9	20.4	62.3	41.1	38.1
市净率(X)	5.0	3.4	3.9	3.7	3.4
现金分红收益率(%)	0.7%	2.1%	0.6%	0.6%	0.7%



A股	
股票代码	601628.CH
当前股价	RMB 20.29
日成交量 (百万股)	15.36
52周最高价/最低价	RMB 53.35/17.25
总市值 (百万元)	566,522
发行股数 (百万股)	28,265
流通股 (百万股)	8,941
主要股东 (持股比例)	中国人寿 (保险) 集团公司 (68.4%)

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

事件：

中国人寿发布2008年年度业绩预减公告，预计公司中国会计准则下2008年年度净利润将较2007年同期下降超过50%。

评论：

- ◆ 中国人寿中国会计准则下 2008 年净利润将同比下降超过 50%，符合我们的预期。我们预计，2008 年中国人寿中国会计准则下的每股净利润为人民币 0.33 元，同比下降 67.2%，2009 和 2010 年每股净利润预计分别为 0.49 和 0.53 元；香港会计准则下 2008 年每股净利润为人民币 0.42 元，同比下降 69.1%，2009 和 2010 年每股净利润预计分别为 0.62 元和 0.68 元。
- ◆ 但是，公司 2008 年净利润的下降幅度远超出目前市场的一致预期水平。根据彭博资讯提供的 2008 年 12 月 1 日后更新过盈利预测的分析员预测数据，中国人寿中国会计准则下 2008 年每股净利润均值为 0.63 元，同比下降 36.8%；香港会计准则下 2008 年每股净利润均值为 0.80 元，同比下降 41.8%。



表 1: 中国人寿盈利预测比较

中国人寿A股		中金公司预测		市场一致预测		中金公司预测与市场一致预测差别
中国人寿业绩预减		08E每股净利润		08E每股净利润		同比降幅
08E每股净利润	同比下降	08E每股净利润	同比下降	08E每股净利润	同比下降	同比降幅
<0.50	超过-50%	0.33	-67.2%	0.63	-36.8%	-30.4%
中国人寿H股		中金公司预测		市场一致预测		中金公司预测与市场一致预测差别
中国人寿业绩预减		08E每股净利润		08E每股净利润		同比降幅
08E每股净利润	同比下降	08E每股净利润	同比下降	08E每股净利润	同比下降	同比降幅
n.a.	n.a.	0.42	-69.1%	0.80	-41.8%	-27.4%

注释:市场一致预测是彭博资讯收录的2008年12月1日之后更新过的分析员预测平均值

资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

- ◆ 中国人寿公告中对业绩预减进行了解释, 认为主要原因如下: (1) 受全球金融危机影响, 国内资本市场在 2008 年出现大幅下跌, 造成公司权益类资产投资收益较 2007 年大幅下降; (2) 国内保险市场竞争更趋激烈, 对公司的经营效益产生一定程度的影响; (3) 受自然灾害的影响, 公司 2008 年赔付支出有所增加。
- ◆ 我们认为, 2008 年, 投资收益急剧恶化和实际资金成本相对偏高可能是导致中国人寿 2008 年业绩大幅下滑的主要原因。首先, 2008 年中国人寿面临的投资环境发生剧变, A 股市场深幅下挫使公司股权投资类收益同比大幅下滑。另一方面, 我们知道, 投资收益与保单资金成本之间的利差益是寿险公司最主要的利润来源, 在投资收益大幅下降的同时, 保单资金成本的相对刚性使得公司的利润空间受到挤压。就中国人寿而言, 其大部分产品为分红险。在 2008 年, 尽管其保单红利支出会随着投资收益水平的下滑有所下降, 但是, 在激烈的市场竞争中, 当中国人寿面临保持较高保单分红水平而降低公司净利润, 或是大幅降低分红水平并牺牲未来保费收入增长的两难选择时, 很可能仍会选择维持相对较高的保单分红水平。

基于超出市场一致预期的 2008 年净利润大幅下滑, 2009 年可预见的保费收入增长放缓, 以及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。



表 2: 中国人寿损益表 (中国会计准则下)

(人民币百万元)	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
一、营业收入	177,768	228,220	281,294	338,261	341,186	375,928
已赚保费	159,556	179,749	195,440	299,596	300,152	330,097
保险业务收入	160,953	181,173	196,626	301,280	301,803	331,881
减: 分出保费	(1,327)	(1,167)	(805)	(851)	(919)	(992)
提取未到期责任准备金	(70)	(257)	(381)	(833)	(733)	(792)
投资收益	17,172	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
汇兑收益	(634)	(639)	(1,032)	(1,115)	(1,137)	(1,478)
其他业务收入	1,674	2,074	1,897	1,720	1,892	2,081
二、营业支出	(171,975)	(210,842)	(246,475)	(327,058)	(324,388)	(357,800)
退保金	(26,892)	(28,958)	(43,661)	(49,071)	(56,620)	(64,317)
赔付支出	(18,274)	(24,377)	(69,406)	(77,304)	(79,746)	(87,664)
减: 摊回赔付支出	699	708	488	387	399	438
提取保险责任准备金	(99,612)	(113,220)	(67,185)	(134,248)	(125,111)	(134,534)
减: 摊回保险责任准备金	-	137	(36)	-	-	-
保单红利支出	(4,200)	(16,586)	(27,473)	(8,789)	(10,705)	(12,698)
分保费用	-	(8)	(4)	-	-	-
营业税金及附加	(212)	(580)	(2,982)	(3,280)	(3,280)	(3,608)
手续费及佣金支出	(12,666)	(14,647)	(16,056)	(25,118)	(27,422)	(30,229)
业务及管理费	(10,649)	(13,211)	(16,323)	(18,771)	(21,587)	(24,825)
减: 摊回分保费用	303	185	130	143	157	157
其他业务支出	(472)	(271)	(538)	(592)	(473)	(521)
资产减值准备	-	(14)	(3,429)	(10,414)	-	-
三、营业利润	5,793	17,378	34,819	11,203	16,797	18,127
加: 营业外收入	13	27	41	20	20	20
减: 营业外支出	(46)	(116)	(66)	(66)	(66)	(66)
四、利润总额	5,760	17,289	34,794	11,157	16,751	18,081
减: 所得税费用	(246)	(2,810)	(6,497)	(1,674)	(2,513)	(2,712)
少数股东损益	(58)	(95)	(181)	(272)	(285)	(299)
五、净利润	5,456	14,384	28,116	9,212	13,954	15,070
同比增长率	86.9%	163.6%	95.5%	-67.2%	51.5%	8.0%
每股净利润	0.19	0.51	0.99	0.33	0.49	0.53
平均净资产回报率	9.0%	16.0%	19.6%	5.8%	9.1%	9.2%
市盈率	105.1	39.9	20.4	62.3	41.1	38.1
每股净资产	2.23	4.09	6.02	5.18	5.55	5.94
市净率	9.1	5.0	3.4	3.9	3.7	3.4

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部



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 (%)			
	2009-01-20			07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E
<u>综合性保险公司</u>															
AIG	19,004	USD	1.42	0.6	(0.3)	7.9	2.1	0.0	0.1	0.1	0.1	6.3	(28.6)	1.7	9.0
Berkshire Hathaway	140,497	USD	90,660	10.6	18.0	15.5	13.9	1.2	1.0	0.9	n.a.	11.5	n.a.	n.a.	n.a.
ING	16,375	EUR	6.13	1.4	3.6	3.3	2.7	0.4	0.4	0.4	0.4	24.5	11.6	13.6	15.3
Allianz	37,636	EUR	64.05	3.6	11.2	5.4	4.6	0.6	0.8	0.8	0.7	16.2	5.4	14.7	15.8
平均值				4.0	8.1	8.0	5.8	0.5	0.6	0.5	0.4	14.6	8.5	10.0	13.3
<u>北美寿险公司</u>															
Manulife Canada	28,378	CAD	22.21	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	22,570	USD	28.44	5.1	7.6	7.2	6.0	0.6	0.7	0.7	0.6	12.5	9.2	10.2	11.3
Prudential Financial Inc	11,304	USD	26.66	3.4	7.5	4.7	4.1	0.5	0.6	0.6	0.6	16.0	8.1	12.9	15.3
Sun Life Financial Inc	11,963	CAD	26.80	6.9	13.7	7.6	7.6	1.0	0.9	0.8	0.7	14.1	8.2	12.5	11.6
平均值				5.8	12.2	6.9	6.3	0.9	0.9	0.8	0.8	14.8	8.5	13.1	13.6
<u>欧洲寿险公司</u>															
AVIVA	11,891	GBp	320.00	6.5	4.2	4.2	4.0	0.7	0.5	0.5	0.5	10.6	11.6	14.8	14.7
Prudential	11,259	GBp	322.50	7.7	4.2	4.1	3.7	1.3	1.6	1.5	1.4	17.5	3.1	15.1	16.2
AXA	34,223	EUR	12.63	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	9,653	EUR	50.11	6.1	6.8	6.3	5.6	0.7	0.7	0.7	0.6	12.0	9.3	11.4	12.2
AEGON	7,698	EUR	3.82	2.6	36.4	5.1	4.0	0.3	0.6	0.5	0.5	13.1	3.1	13.2	15.0
Generali	32,152	EUR	17.58	8.3	11.5	9.3	8.4	1.6	1.7	1.6	1.5	19.4	14.9	18.2	19.1
平均值	3,810	EUR	1.25	0.6	1.5	1.4	1.2	0.1	0.1	0.1	0.1	14.9	8.8	8.2	8.2
平均值				5.2	10.2	5.2	4.5	0.7	0.8	0.8	0.7	14.2	8.6	13.5	14.2
<u>亚洲寿险公司</u>															
大东方人寿 (新加坡)	2,794	SGD	8.90	7.7	20.0	11.1	9.6	1.3	1.3	1.2	1.1	17.6	n.a.	n.a.	n.a.
AXA Asia Pacific (AU)	5,185	AUD	4.60	12.4	79.3	12.3	11.0	2.1	2.6	2.4	2.2	16.8	2.4	17.5	18.3
AMP (AU)	7,171	AUD	5.40	10.1	17.3	13.4	12.5	5.2	5.1	4.8	4.5	45.4	28.9	36.1	37.1
台湾人寿	333	TWD	15.15	3.4	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				8.4	38.9	12.3	11.0	2.3	3.0	2.8	2.6	24.2	15.6	26.8	27.7
<u>中国寿险公司</u>															
中国人寿H股*	82,813	HKD	21.95	15.0	44.4	31.1	29.5	2.8	3.2	3.0	2.9	22.4	6.4	10.0	10.1
中国人寿A股*	82,813	RMB	20.29	20.4	62.3	41.1	38.1	3.4	3.9	3.7	3.4	19.6	5.8	9.1	9.2
中国平安H股*	32,848	HKD	35.45	13.1	328.3	28.9	25.5	2.2	2.6	2.5	2.4	23.8	0.8	9.0	9.8
中国平安A股*	32,848	RMB	30.24	14.7	(158.1)	30.2	29.7	2.1	2.5	2.4	2.2	19.4	(1.4)	7.9	7.6
中保国际*	1,796	HKD	9.80	8.9	126.4	20.7	17.6	2.4	3.2	2.7	2.7	31.4	2.2	14.3	15.4
中国太保*	16,219	RMB	14.41	16.1	51.3	31.3	25.7	1.8	2.5	2.3	2.2	18.6	4.0	7.7	8.8
平均值				15.9	52.7	32.5	29.7	2.4	2.9	2.8	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。