

中国人寿(601628)调研简报

一承保业务发展良好 资产配置面临困境

中性

维持评级

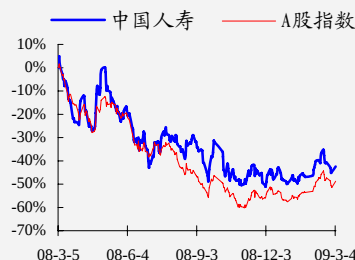
金融/保险

2009 年 3 月 5 日

投资要点:

- 银保期缴业务快速增长, 2008 年公司的银保新单中, 期缴业务保费收入同比增长 100%。
- 分红险保费继续保持良好的增长速度。公司相关人士认为: 2009 年的整个市场环境和投资收益与前两年相比都发生了较大的变化, 一味攀比 2008 年的分红率已经不太现实。在 2009 年的利率环境下, 中国人寿的分红产品分红率只要高于市场上的其它投资型产品, 又高于同业, 分红险保费收入就不会下降。预计 2009 年公司会采取相对积极的分红措施。
- 目前新增投资资产主要是投向了协议存款。但是从银行目前的情况看, 大的商业银行为了降低资金成本, 推行的经营策略主要是短存长贷, 对期限较长的协议存款需求量下降, 因此, 保险资金的协议存款主要是存在中小银行, 但受制于交易对手和业务集中度的限制, 协议存款业务的增量也不是无限放大的, 因此, 在弱势形势下, 新增保费收入依旧面临着资产配置困难的问题。
- 在内含价值的精算会计假设中, 中国人寿的投资收益率取 5.50%, 风险贴现率取 11.50%。内含价值敏感性分析中, 两个指标的波动率大约在 10% 左右, 由于权益类资产在投资组合中的占比逐渐增加, 保险公司在投资收益率和风险贴现率在 10% 的波动范围假设条件下, 对内含价值进行敏感性已不能反映市场的现实状况, 不少投资者提议, 可以考虑在扩大相关指标波动范围的基础上对内含价值进行敏感性分析, 以便让投资者能够更加清晰地了解到中国人寿的投资价值, 公司相关人士对这个提议表示接受。
- 我们分别取新业务倍数为 20 倍和 25 倍, 在保守和乐观两种情形下, 中国人寿的估值分别为 17.92 元和 20 元。截至 09 年 3 月 4 日, 公司股价 21.35 元, 隐含新业务倍数为 26 倍, 维持“中性”投资评级。

走势图



市场数据

2009-3-4

收盘价:	21.35 元
52 周最高价:	40.50 元
52 周最低价:	17.25 元
平均持仓成本:	

基本数据

2008Q3

总股本 (万股):	2,826,471
流通 A 股 (万股):	2,082,353
每股收益 (元):	0.46
每股净资产 (元):	4.68
每股经营现金流 (元):	4.24
市净率:	4.56

分析师: 赵新安

TEL: (8621)6336 7000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxa@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

2009年2月26日，我们对中国人寿进行了调研，对市场关心的一些问题进行了一些调研和询问，公司董秘局相关人士对相关问题进行了解答，主要问题汇集如下：

1、银保期缴快速增长

银保期缴业务快速增长，2008年公司的银保新单中，期缴业务保费收入同比增长100%，公司计划在未来3—5年内将银保期缴率提高到60%以上。银保期缴业务快速增长，主要原因是：（1）政策导向发生了变化。中国保监会要求保险公司要坚持主业，充分发挥保险的风险保障功能，在发展投资型业务的同时，要更加注重发展保险的保障型产品。在管理层政策导向的指引下，公司加强了银保期缴业务的工作力度。（2）保险公司的考核导向发生转变。为改变利润率比较薄的趸缴产品占比高的局面，公司改变了对代理人的考核导向，在考核权重中增加了对10年以上期缴产品的奖励力度。（3）保险公司在银保业务中的话语权提升。尽管相对于趸缴业务，期缴业务提供的手续费收入降低，但由于银行追求扩大中间业务，对银保业务的依赖性逐渐增强，因此保险公司在扩大银保期缴业务中相对来说处于主动地位。银行对保险公司倡导的提高银保产品期缴比例活动中持支持态度，因此期缴保费增长速度较快。

2、分红险保费继续保持良好的增长速度

分红险是中国人寿的主要产品，占70%，处于垄断地位，相比于2008年8%的分红率，机构投资者担心，由于投资收益下降，2009年分红率可能会下滑，将会影响到分红险保费收入，从而中国人寿的总保费收入将会萎缩。

公司相关人士认为：2009年的整个市场环境和投资收益与前两年相比都发生了较大的变化，一味攀比2008年的分红率已经不太现实。在2009年的利率环境下，中国人寿的分红产品分红率只要高于市场上的其它投资型产品，又高于同业，分红险保费收入就不会下降。

由于分红产品是中国人寿的主导产品，在所有险种中占70%以上的比例，为保障保费收入的平稳增长，预计公司会采取相对积极的分红措施。

3、在农村保险业务的发展状况

目前农村市场业务占中国人寿业务份额的50%以上。县域保险的10年期缴占比要高于城市，县域保险发展良好。

中国人寿脱胎于老中国人保公司，在10多年前已经将分支机构铺设到农村（县及以下）。因此，中国人寿在农村市场占有得天独厚的先发优势，目前占有农村市场绝对领先的市场份额。农村市场比较特殊，卖的主要是风险型产品，期缴比较多，目前，中国人寿农村市场保费增长尤其风险型保费增长比较快，风险型保费和期缴产品占比都高于公司总的水平。公司相关人士指出，随着我国城市化进程的加快，农村保险市场的吸引力和利润贡献率越来越大，公司会一如既往地支持农村市场的发展。

4、资产配置问题

目前投资资产的配置比例大约是：权益投资为 10%；债券投资为 60%；协议存款为 30%。在股指低位徘徊，债券到期收益率降低的形势下，新增投资资产主要是投向了协议存款，目前协议存款的投资收益是在基准利率的基础上再加 50BP 左右。

但是从银行目前的情况看，大的商业银行为了降低资金成本，推行的经营策略主要是短存长贷，对期限较长的协议存款需求量下降，因此，保险资金的协议存款主要是存在中小银行，但受制于交易对手和业务集中度的限制，协议存款业务的增量也不是无限放大的，因此，在弱势形势下，新增保费收入依旧面临着资产配置困难的问题。

5、寻求更多的投资机会

2008 年，中国人寿曾配置天津城投债权投资计划 80 亿元，收益率 6.6%，期限 12 年。2009 年，在扩大内需刺激经济增长的形势下，基础设施投资机会增加，将会有更多的保险资产管理公司设计的债权投资计划推出，公司表示要抓住更多的机会，增加对这些投资品种的配置，以提高投资收益率。

6、保单期限结构与投资产品期限结构的匹配问题

目前公司风险型的保单，久期在 15—20 年之间，投资型的保单久期在 7—8 年之间，而债券资产的久期在 12 年左右，存在着资产负债的久期不匹配问题，再投资的压力较大。由于保费流入的现金流是相对稳定的，而投资机会的出现是脉冲式的、间歇性的，因此，资产负债的久期容易产生错位，因此再投资的压力较大。

7、精算会计假设问题

在内含价值的精算会计假设中，中国人寿的投资收益率取 5.50%，风险贴现率取 11.50%。内含价值敏感性分析中，两个指标的波动率大约在 10% 左右，由于权益类资产在投资组合中的占比逐渐增加，保险公司在投资收益率和风险贴现率在 10% 的波动范围假设条件下，对内含价值进行敏感性已不能反映市场的现实状况，不少投资者提议，可以考虑在扩大相关指标波动范围的基础上对内含价值进行敏感性分析，以便让投资者能够更加清晰地了解到中国人寿的投资价值，公司相关人士对这个提议表示接受。

表 1. 内含价值假设条件对比

	风险贴现率	投资收益率假设
太保	12%	从 2008 年的 4.5 增加到 2014 年的 5.2 保持不变
平安	11.50%	从 2008 年的 5.0 增加到 2013 年的 5.5 保持不变
中国人寿	11.50%	5.50%

资料来源：公司公告

二、公司估值

1、新业务倍数测算：

假设保险公司的保费收入按 3 阶段增长，第一阶段为前 5 年，保费收入的增长速度大约在 10% 至 20% 之间，第二阶段为第 6—15 年，保费收入的增长速度在 7%—13% 之间，永续增长阶段保费收入的增长速度为 3%，假设风险贴现率为 11.5%，根据三阶段模型，新业务倍数大约在 20—41 倍之间。

表 2、新业务倍数测算（单位：倍）

新业务倍数		第二阶段增长率								
		5%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	15%
第一阶段增长率	8%	17.2	19.3	20.5	21.8	23.2	24.7	26.3	28.0	31.8
	10%	18.4	20.7	22.0	23.4	24.8	26.4	28.2	30.0	34.1
	11%	19.0	21.4	22.7	24.2	25.7	27.4	29.1	31.1	35.3
	13%	20.3	22.9	24.3	25.8	27.5	29.3	31.2	33.2	37.8
	15%	21.7	24.4	26.0	27.6	29.4	31.3	33.3	35.5	40.5
	18%	23.9	26.9	28.6	30.4	32.4	34.5	36.8	39.2	44.7
	19%	24.7	27.8	29.5	31.4	33.4	35.6	38.0	40.5	46.2
	20%	25.4	28.7	30.5	32.4	34.5	36.8	39.2	41.8	47.7
	22%	27.1	30.5	32.4	34.5	36.8	39.2	41.8	44.6	50.8

2、公司估值

我们分别取新业务倍数为 20 倍和 25 倍，在保守和乐观两种情形下，中国人寿的估值分别为 17.92 元和 20 元。截至 09 年 3 月 4 日，公司股价 21.35 元，隐含新业务倍数为 26 倍，维持“中性”投资评级。

表 3、中国人寿估值敏感性测试

	保守估计	乐观估计
（百万元）	5.0% 收益率，基于 2008 年末的估值	精算报告假设、5.5% 投资收益率、基于 2008 年末的估值
调整净资产价值	116940	116940
有效业务价值	101165.4	112406
内含价值	218105.4	229346
股数	28264.7	28264.7
每股内含价值	7.72	8.11
新业务价值	10.2	12.75
每股新业务价值	0.51	0.51
新业务倍数	20	25
评估价值（元）	17.92	20

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209