

保险行业

2009 年 03 月 30 日

中国人寿 (601628)

当前股价: 22.47 元

业绩符合预期, 估值合理

投资要点:

➤ 保费高增长, 保单利润率下降

保费收入同比增长 50.33%, 其中, 个人业务保费增长 61.11%, 团体业务保费负增长 10.08%, 短期险保费增长 9.78%。按中国人寿披露口径, 个人业务包括个代业务和银保业务, 我们认为个代业务增长有限, 估计增速在 15% 以下, 而银保业务增速估计达 150%。团体资金业务在监管层规范、企业年金业务替代以及投资收益率不振三重因素冲击下, 出现负增长在意料之中。在保费高增长的同时, 保单利润率明显下降: 在维持 2007 年精算假设不变的条件下, 2008 年 1 年新业务价值/首年保费收入的比值为 6.84%, 比 2007 年的 9.99% 下降了 3.15 个百分点, 原因是内含价值较低的银保业务占比大幅上升。

➤ 总投资收益率大幅下降, 但固定收益类组合仍维持较高收益率

全年实现的总投资收益率为 3.46%, 较 2007 年降低了 6.81 个百分点。尽管股权投资亏损严重, 但固定收益类组合仍维持了较高收益率, 2008 年按实际利率法计算确认的金融资产利息收入达 348.5 亿元。我们认为, 尽管收益率曲线自去年 8 月以来开始大幅下移, 但这只能影响新增可投资资金的投资收益率, 整个固定收益类组合的投资收益率下滑远没有那么严重。由于归类于可供出售金融资产 (AFS) 的债券公允价值大幅上升, 我们估计截至 2008 年底 AFS 中有超过 100 亿元的浮盈。

➤ 投资亏损拖累内含价值, 1 年新业务价值由保费增长驱动

2008 年内含价值比上年减少 124.8 亿元, 同比下滑 4.94%, 其中投资收益率假设差异拖累 336.5 亿元。调整投资收益率和贴现率假设后, 1 年新业务价值同比增长 15.58%, 在 2007 年假设下, 1 年新业务价值同比增长 19.73%, 远远低于首年保费的增长。

➤ 估值合理, 维持“观望”评级

在维持基础精算假设不变的情况下, 即 2009 年投资回报率为 4.5%, 目前股价隐含 25 倍新业务乘数, 估值合理, 维持“观望”评级。

研究员: 刘鹏

电话: 025-84457777-355

E-mail: tpeng.liu@hotmail.com

http://www.htsc.com.cn

地址: 南京市中山东路 90 号

投资评级

观望

目标价 22.13 元

股价走势图



相关研究

中国人寿 2008 年 3 季报点评
(2008-10-28)

中国人寿 2008 中报点评 (2008-8-26)
保费增速回升, 估值有上升空间
(2008-5-8)

公司基本资料

总股本 (亿)	282.65
流通 A 股 (亿)	15
52 周内股价区间 (元)	17.25-36.74
总市值 (亿)	6,351
总资产 (亿)	9,910.64
每股净资产 (元)	4.77

主要经营指标预测

	08A	09E	10E
保险业务收入 (亿)	2,955.79	3,251.37	3,739.07
+/-%	50.33%	10.00%	15.00%
净利润 (亿)	100.68	189.37	255.65
+/-%	-64.19%	88.09%	35.00%
EPS (元)	0.36	0.67	0.90
P/E	62.42	33.54	24.84

一、保费高增长，保单利润率下降

2009 年公司实现保费收入 2,955.79 亿元，较 2007 年同期增长 50.33%。根据中国保监会的统计数据，2008 年中国会计准则下本公司市场份额约为 40.3%，较 2007 年上升了 0.5 个百分点。

保费结构中，个人业务保费增长 61.11%，团体业务保费负增长 10.08%，短期险增长 9.78%。按中国人寿披露口径，个人业务包括个代业务和银保业务，我们认为个代业务增长有限，估计增速在 15%以下，估计银保业务增速达 150%。

团体资金业务在监管层规范、企业年金业务替代以及投资收益率不振三重因素冲击下，公司主动进行收缩，出现负增长在意料之中。

渠道建设方面，保险营销员稳步增长，银保客户经理和理财经理实现了大幅增长。2009 年保险营销员达 71.6 万人，较 2007 年底增长 7.8 万人，持证率达到 99.6%，较 2007 年底提高了 1.5 个百分点；团险销售队伍稳定在 1.26 万人左右，队伍结构得到有效优化；银行保险代理销售网点 9.4 万，客户经理逾 2.6 万人，较 2007 年底增长 44%，理财经理逾 1.1 万人，较 2007 年底增长了 110%。

维持 2007 年精算假设不变的条件下，2008 年 1 年新业务价值/首年保费收入为 6.84%，比 2007 年的 9.99%下降了 3.15 个百分点，主要是因为 2008 年内含价值较低的银保业务占比大幅上升。

表 1 保费收入渠道结构 单位：百万元，%

保费收入	2008 年	2007 年	同比增减 (%)
个人业务	263,397	163,485	61.11
团体业务	18,996	21,126	-10.08
短期险业务	13,186	12,011	9.78
合计	295,579	196,622	50.33

资料来源：公司数据，华泰证券研究所

表 2 销售网络建设情况 单位：万，%

	2008	2007	增长率
保险营销员	71.6	63.8	12%
银行网点	9.4	9	4%
银保客户经理	2.6	1.8	44%
理财经理	1.1	0.5	110%
团险销售队伍	1.26	1.3	-3%

资料来源：公司数据，华泰证券研究所

表 3 保费收入结构（香港会计准则）单位：百万元，%

	总保费收入			投资型合同收入			保单管理费收入		
	2008	2007	变动率 (%)	2008	2007	变动率 (%)	2008	2007	变动率 (%)
个人寿险	108,235	91,420	18.4	155,163	72,069	115.3	13,217	7,064	87.1
首年	32,099	25,480	26.0	144,396	60,182	139.9			
趸缴	1,828	1,273	43.6	139,281	56,644	145.9			
期交	30,271	24,207	25.1	5,115	3,538	44.6			
续期	76,136	65,940	15.5	10,767	11,887	-9.4			
团体寿险	324	876	-63.0	21,106	22,158	-4.7	507	627	-19.1
首年	315	854	-63.1	21,106	22,143	-4.7			
趸缴	306	705	-56.6	21,106	22,061	-4.3			
期交	9	149	-94.0	—	82	-100			
续期	9	22	-59.1	—	15	-100			
意健险	13,042	11,899	9.6						
意外险	6,153	5,495	12.0						
健康险	6,889	6,404	7.6						
合计	121,601	104,195	16.7	176,269	94,227	87.1	13,724	7,691	78.4

资料来源：公司数据，华泰证券研究所

二、总投资收益率大幅下降，但固定收益类组合仍维持较高收益率

全年实现总投资收益 306.83 亿元，其中公允价值变动损失为 83.16 亿元，总投资收益率为 3.46%（总投资收益率=（投资收益-对联营企业的投资收益+公允价值变动损益-投资资产减值损失-投资业务营业税金及附加）/（（期初投资资产-期初卖出回购金融资产款+期末投资资产-期末卖出回购金融资产款）/2）），较 2007 年降低了 6.81 个

百分点。

投资策略趋于保守，债权型投资的比例由 2007 年同期的 52.13% 提升至 61.45%，定期存款的比例由 2007 年同期的 19.83% 提升至 24.36%，股权型投资的比例由 2007 年同期的 22.95% 下降至 7.98%。

我们估算公司可供出售金融资产中，截至 2008 年年底，股权投资已出现大幅浮亏，而债券投资有巨额浮盈，盈亏相抵后 AFS 浮盈为 100 亿元左右。

尽管股权投资亏损严重，但固定收益类组合仍维持了较高收益率，2008 年按实际利率法计算确认的金融资产利息收入达 348.5 亿元。我们认为，尽管收益率曲线自去年 8 月以来开始大幅下移，但这只能影响新增可投资资金的投资收益率，整个固定收益类组合的投资收益率下滑远没有那么严重。

表 4 投资更趋保守 单位：百万元，%

	2008		2007	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
银行存款类	268,510	27.12	199,684	22.32
交易性金融资产	14,099	1.42	25,110	2.81
买入返售金融资产	-	-	5,053	0.56
可供出售金融资产	424,634	42.89	417,513	46.67
持有至到期投资	211,929	21.40	195,703	21.88
长期股权投资	8,222	0.83	6,452	0.72
其他类资产	62,770	6.34	45,089	5.04
资产总计	990,164	100.00	894,604	100.00

资料来源：公司数据，华泰证券研究所

表 5 投资收益明细 单位：百万元

	2008	2007
交易性金融资产收益	2,021	30,873
可供出售金融资产收益	30,394	43,568
持有至到期投资收益	9,245	8,305
按权益法享有或分担的联营企业净 损益的份额	(31)	409
定期存款和现金及现金等价物利息	11,378	9,094

保户质押贷款利息	475	229
债权计划投资利息	221	19
买入返售金融资产收入	89	218
卖出回购金融资产款支出	(438)	(1,281)
其他	(15)	(57)
合计	53,339	91,377

资料来源：公司数据，华泰证券研究所

三、投资亏损拖累内含价值，1 年新业务价值由保费增长驱动

2008 年内含价值报告中精算假设进行了调整，其中投资回报率投资回报率假设 2008 年为 4.25%，线性增长到 2013 年的 5.5%，而 2007 年为平准的 5.5%；贴现率假设由 11.5%下调到 11%。

调整假设后，2008 年内含价值比上年减少 124.8 亿元，同比下滑 4.94%，其中投资收益率假设差异拖累 336.5 亿元。在新的精算假设下，1 年新业务价值同比增长 15.58%，而若维持 2007 年假设不变，1 年新业务价值同比增长 19.73%，远远低于首年保费的增长，说明业务品质比去年大幅下降。

表 6 2008 年内含价值与新业务价值 单位：百万元

项目	2008 年	2007 年
A 经调整的净资产价值	137,816	168,175
B 扣除偿付能力额度成本之前的有效业务的价值	122,898	100,659
C 偿付能力额度成本	(20,626)	(16,266)
D 扣除偿付能力额度成本之后的有效业务的价值 (B+C)	102,271	84,393
E 内含价值 (A + D)	240,087	252,568
F 扣除偿付能力额度成本之前的一年新业务的价值	17,528	14,578
G 偿付能力额度成本	(3,604)	(2,531)
H 扣除偿付能力额度成本之后的一年新业务的价值(F + G)	13,924	12,047

资料来源：公司数据，华泰证券研究所

表 7 2008 年内含价值变动 单位：百万元

序号	项目	金额
A	期初内含价值	252,568
B	内含价值的预期回报	18,494
C	本期内新业务的价值	13,924
D	营运经验的差异	(1,527)

E	投资回报的差异	(33,651)
F	评估方法、模型和假设的改变	(1,631)
G	市场价值调整	4,897
H	汇率变动	(905)
I	股东红利分配	(11,873)
J	其它	(209)
K	截至 2008 年 12 月 31 日的内含价值 (A 到 J 的总和)	240,087

资料来源：公司数据，华泰证券研究所

四、估值合理，维持“观望”评级

若 2009 年实际投资回报率为 4.5%（与内含价值报告中假设一致），忽略营运假设差异、评估方法、模型和假设的改变以及股东红利分配等影响，2009 年内含价值为 2,512 亿元。

预计 2009 年新单保费规模比 2008 年略有增长，我们估计约 7%，而保单利润率将有所上升，我们预计 2009 年 1 年新业务价值增长约 9%。

在维持基础精算假设不变的情况下，目前股价隐含 25 倍新业务乘数，估值合理，维持“观望”评级。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现15%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 15%;

观望: 市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责条款:

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正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。