

保险Ⅲ



田辉

非银行金融行业研究员

021-3856 5945

tianhui@xyzq.com.cn

中国人寿 (601628)

经营压力仍存在 投资收益略转暖

推荐 (维持)

2009年3月26日

投资要点

- 公司 2008 年实现营业收入 3410.74 亿元, 同比增长 21.25%; 实现营业利润 79.05 亿元, 同比下降 77.3%; 实现净利润 100.68 亿元, 同比下降 64.19%; 合每股收益 0.36 元。

点评:

- 公司业绩低于我们预期 16.75%, 主要原因是营业支出高于我们预期 4.1%。其中, 公司赔付支出高于我们预期 11.09%, 减值准备高于我们预期 28.48%。其中公司长期险赔付增加 89.79 亿至 718.45 亿, 主要为 2003 年发售的 5 年期趸缴期到期。
- 公司采取较为保守的投资策略, 09 年 1 季度权益投资浮盈情况较好。①2008 年公司的总投资收益率仅为 3.46%, 比 07 年 7.61 个百分点。但是股市上涨目前已经给公司交易类金融资产带来 4 亿元左右的浮盈, 可供出售类资产目前增值接近 50 亿元 (如果公司未改变配置)。②公司交易类金融资产占比下降至 1.42%, 比期初下降了 1.39 个百分点, 进一步降低了公司利润表的波动性。③公司 2009 年将面对资产久期与收益率不匹配的难题, 但是仍视我国低利率的环境是否持续而定。2008 年末公司债权型投资的比重为 61.45%, 比期初提高了 9.32 个百分点; 定期存款的比重为 24.36%, 比期初提高了 4.57 个百分点; 股权型投资的比重为 7.98%, 比期初下降 14.97 个百分点。随着低利率时期的持续, 公司投资固定收益产品的意愿将会下降, 对资产久期产生影响。

表 1: 公司交易性金融资产目前增值情况

证券简称	初始投资金额(百万元)	持有数量(股)	期末账面价值(百万元)	占期末证券投资总比例(%)	报告期损益(百万元)	09 年 1 季度浮盈情况(百万元)
民生银行	747.71	233,496,56	950.33	38	-1,702.55	1141.80
中国中铁	361.54	75,320,97	408.24	16.32	-557.78	405.98
建投能源	119.17	34,862,52	163.16	6.52	-386.27	221.38
中信证券	22.99	5,792,96	104.1	4.16	-170.19	134.86
新钢转债	96.92	981,66	94.04	3.76	-2.56	111.31
云南铜业	60.29	6,346,23	50.77	2.03	-516.22	124.89
南山铝业	45.12	8,136,70	50.28	2.01	-171.78	75.10
中海集运	118.26	17,863,74	47.34	1.89	-334.3	64.67
工商银行	47.87	12,052,25	42.66	1.71	-5.22	48.09
金鹰转债	36.42	362,65	40.98	1.64	5.44	48.91
期末持有的其他证券投资	844.98	/	548.91	21.96	-1,852.57	2376.99
合计	2,501.27	/	2,500.81	100	-5,694.00	1532.01

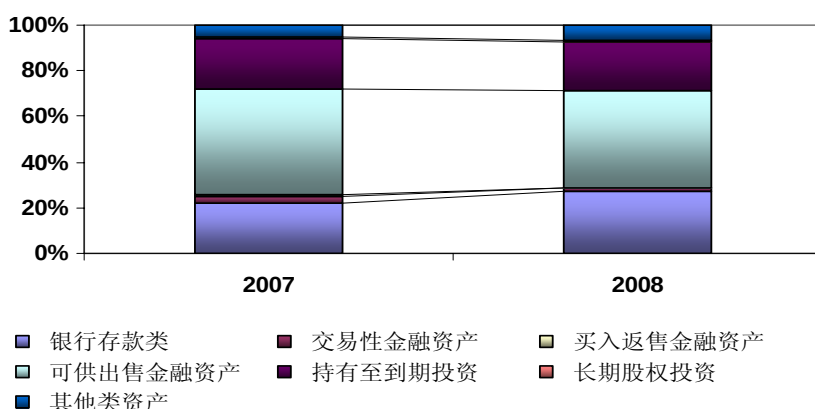
资料来源: 兴业证券

表 2: 公司可供出售类金融资产目前增值情况

证券简称	初始投资金额(百万元)	持有数量(股)	期末账面值(百万元)	占期末证券投资总比例(%)	报告期损益(百万元)	09 年 1 季度增值情况(百万元)
证券简称	初始投资金额	占该公司股权比例(%)	期末账面值	报告期损益	报告期所有者权益变动	08 年 1 季度浮盈情况
中信证券	5,071.70	8.05	9,595.73	3,411.42	-22,637.40	2,835.47
民生银行	5,448.00	4.93	3,777.77	35.7	-6,803.71	761.12
工商银行(A)	2,438.79	0.20	2,225.13	399.68	-3,747.85	282.86
工商银行(H)	180.26		128.07	1,317.15	-52.19	-15.69
建设银行(A)	2,729.83	0.19	1,613.88	-19.07	-2,670.91	155.91
建设银行(H)	58.12		43.75	1,557.35	-14.38	2.51
中国神华(A)	2,082.79	0.29	969.85	-325.14	-2,349.94	148.19
中国神华(H)	70.78		31.7	-52.39	0	0.47
大秦铁路	854.4	0.92	962.02	198.42	-2,344.02	71.97
万科 A	1,329.03	1.27	902.31	-492.29	-239.53	244.81
冀东水泥	875.83	6.20	744.48	-1.01	-189.74	319.60
五粮液	969.78	1.42	720.22	-25	-224.99	108.52
中国石油(A)	877.51	0.04	562.31	58.15	-1,470.01	77.41
中国石油(H)	119.74		75.56	1.39	-44.18	-3.24
	23,106.56		22,352.78			4,989.90

资料来源: 兴业证券

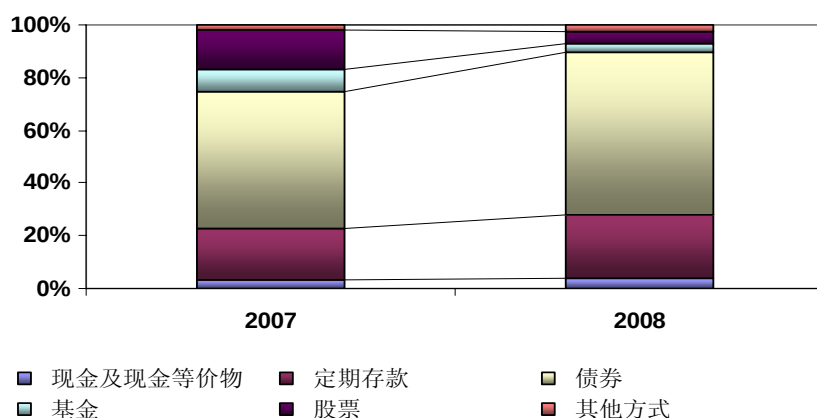
图 1、中国人寿投资结构变动(资产负债表)



数据来源: 兴业证券研发中心

利润表稳定性提高

图 2、中国人寿投资结构变动（投资种类）

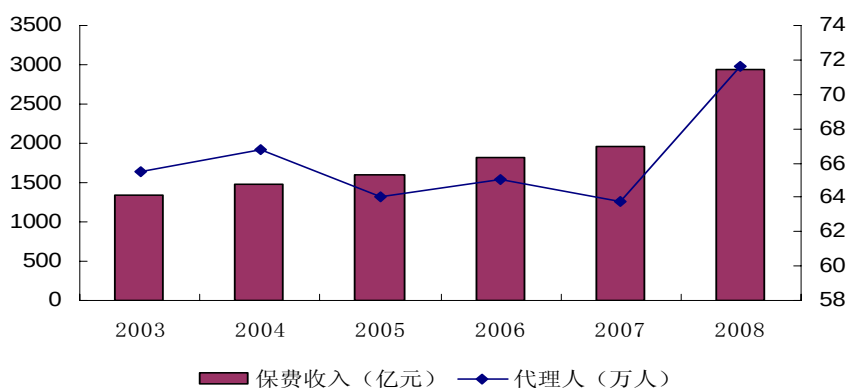


固定收益类投资占比已至顶点

数据来源：兴业证券研发中心

- 公司 2008 年保费收入出现高速增长,但是结构有待改善。①2008 年公司实现原保险合同保费收入 2955.79 亿元,同比增长 50.33%,其中银保趸缴业务占一半左右,将在 2013 年带来赔付压力。公司目前的保费结构同时也将考验中期内的资金运用水平,促使公司采取较为保守的投资策略。②同时代理人增员是公司期缴业务增长的主要原因,08 年期末公司保险营销员为 71.6 万人,较期初增长 12.23%,公司 08 年首年期交保费收入提升至 359.92 亿元,同比增长 26.05%。

图 3、中国人寿保费收入与代理人变动



数据来源：公司公告

- 公司 08 年的退保率为 4.38%,比 07 年下降 1.62 个百分点,基本符合我们预期。资本市场下滑、投资渠道匮乏是降低退保率的主要原因。相应,公司保单继续率维持高位,14 个月和 26 个月保单持续率分别为 92.50%和 86.05%。
- 公司 08 年末内含价值为 2400.87 亿元,比期初下降了 4.94%。但是公司下调了贴现率 0.5 个百分点,并调低了投资收益中豁免所得税的比例。从一年新业务价值看,公司 08 年为 139.24 亿元,同比增长 15.6%。
- 由于我们前期所述的 08 年底保费被压低的因素消失,加之公司 09 年开始调整产品结构,降低趸缴产品占比,公司保费增速减缓。但是由于保险代理人增加和利率下降提高保险产品吸引力,公司保费仍保持增长。
- 我们预计公司 2009 年、2010 年和 2011 年每股收益分别为 0.50 元、0.62 元和 0.64 元,按 36 倍新业务倍数计算其估值区间为 25.43 - 29.05 元,维持“推荐”的投资评级。

附表

资产负债表

单位: 亿元	2008A	2009E	2010E	2011E
流动资产				
现金及现金等价物	44.56	60.06	76.56	95.06
债券	575.89	670.71	669.71	680.71
定期存款	228.27	245.29	327.79	367.79
权益投资	74.78	96.09	122.49	214.99
存出资本保证金	6.15	6.15	6.15	6.15
保单质押贷款	8.68	25.00	40.00	69.60
长期股权投资	8.22	10.00	20.00	30.00
其他资产	49.10	45.97	88.02	85.68
资产合计	990.16	1159.28	1350.7	1549.99
未到期责任准备金	6.64	6.58	6.91	7.26
未决赔款准备金	2.63	2.02	2.12	2.23
寿险责任准备金	761.35	915.72	1084.3	1260.00
长期健康险责任准备	7.77	5.00	5.63	6.31
其他负债	75.89	79.69	83.67	87.85
负债合计	854.28	1009.00	1182.6	1363.65
归属母公司所有者权	134.96	149.14	166.77	184.93
少数股东权益	0.92	1.13	1.27	1.41
股东权益合计	135.88	150.27	168.04	186.34
负债与权益合计	990.16	1159.28	1350.7	1549.99

估值表

	A	2009E	2010E	2011E
期初内含价值	240.09	268.38	300.72	
内含价值的预期回报	17.91	20.39	24.08	
本期内新业务的价值	10.38	11.96	13.80	
营运经验的差异	0.00	0.00	0.00	
投资回报的差异	0.00	0.00	0.00	
假设和模型的变化	0.00	0.00	0.00	
市场价值调整	0.00	0.00	0.00	
融资	0.00	0.00	0.00	
其它	0.00	0.00	0.00	
假设调整	0.00	0.00	0.00	
期末内含价值	268.38	300.72	338.60	
新业务乘数	0.03	0.03	0.03	
未来新业务价值	362.94	418.07	482.57	
评估价值	631.32	718.79	821.17	
股本	28.27	28.27	28.27	
每股价值	22.34	25.43	29.05	

利润表

单位: 亿元	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	341.07	353.97	390.43	419.65
已赚保费	294.94	316.85	348.17	377.75
投资收益及公允价值	45.02	38.92	44.38	44.38
其他收入	-7.20	-1.49	-1.78	-2.14
二、营业支出	-333.1	-336.42	-368.3	-395.58
退保金	-39.13	-42.70	-54.06	-58.03
赔付支出	-79.24	-82.54	-93.36	-104.24
提取保险责任准备金	-155.9	-165.52	-169.7	-176.78
保单红利支出	-1.67	-4.96	-5.89	-6.82
营业税及附加	-1.03	-2.34	-2.63	-2.63
手续费及佣金支出	-24.20	-13.77	-15.86	-18.14
业务及管理费	-17.34	-23.53	-25.77	-27.88
其他业务成本	-0.90	-0.60	-0.60	-0.60
减值准备	-13.75	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	7.91	17.55	22.12	24.07
营业外收支	-0.05	0.00	0.00	0.00
四、利润总额	7.86	17.55	22.12	24.07
所得税费用	2.35	-3.44	-4.59	-6.02
五、净利润	10.21	14.10	17.53	18.05
六、归属股东净利	10.07	14.18	17.63	18.16
(一) 基本每股收益	0.36	0.50	0.62	0.64
(二) 稀释每股收益				

- 5 -