

保费拐点已现，结构调整持续

推荐 维持评级分析师：许力平 ✉: xuliping@chinastock.com.cn ☎: 010-66568847

1. 事件

2009年11月17日，中国人寿发布10月保费收入公告，公司2009年1月1日至10月31日期间之未经审核累计原保险保费收入约为人民币2,547亿元。

2. 我们的分析与判断

2009年10月份，中国人寿保险实现保费174亿元，环比下跌34.59%，前10个月总体保费同比下跌3.81%。虽然环比下降，但同比仍然增长7.41%，这主要是由于2008年同期下跌幅度过大。9月份公司保费同比增长35.71%，10月份由于季节性波动和假日因素，出现了一定程度的下降。

我们预计，未来两个月，公司保费收入同比将继续同比增长，因为2008年11-12月公司仅实现保费收入160亿元、148亿元。总体而言，公司2009全年保费收入将同比出现1-2%的小幅下跌。

公司10月份的表现略低于我们的预期，反映出公司仍然处于结构性调整中。虽然10月份表现不及同业，但我们认为这基本符合中国人寿的战略目标。2009年，中国人寿一直在进行寿险的结构性调整，虽然这以牺牲短期的市场份额为代价，但内含价值反而加速增长。

10月份，中国人寿在万能险上，仍然维持3.9%的结算利率。同时，由于中国人寿在2009年一直采取积极、灵活的投资策略，根据中国人寿10月份的个别投连帐户的表现，我们预计中国人寿在4季度投资仍将延续前三个季度的表现，继续大幅跑赢同业，投资年化收益率或可达到6.5%。

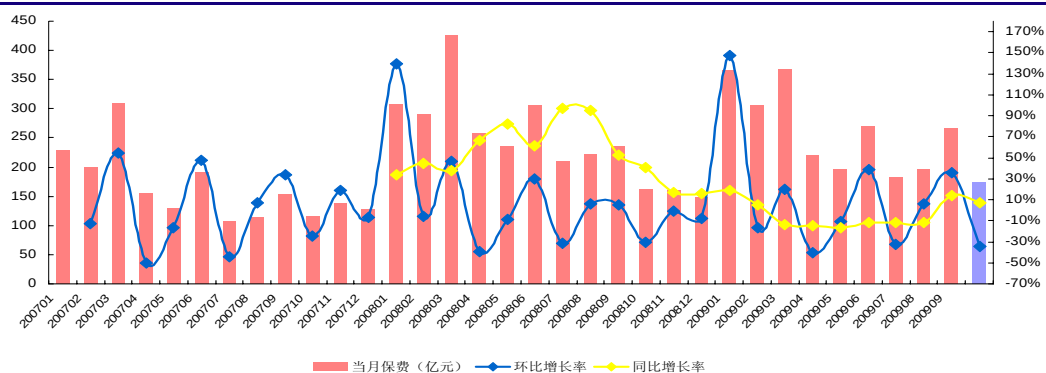
2009年是中国人寿韬光养晦的一年，投资收益和内含价值都获得了快速增长，公司未来增长的基础更加坚实。当然，我们更期待着未来中国人寿在“质”和“量”上的同步增长。

3. 投资建议

我们始终认为，中国人寿是中国保险业的投资首选。虽然面临着来自同业的激烈竞争，但在可以预见的未来，中国人寿的市场领导地位仍然无法被撼动。作为几乎占据中国寿险市场半壁江山的保险公司，中国人寿将极大地受益于中国资本市场的长期繁荣。

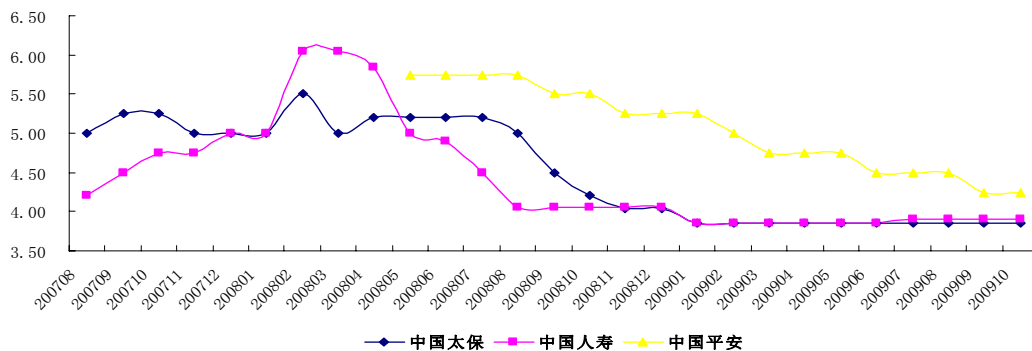
在三大保险公司中，中国人寿具备最强大的分销能力、最低的资金成本、最丰富的资源以及稳健的资金管理能力，竞争优势相当明显，当前市场价值及成长潜力被低估。基于上述理由，我们继续维持对公司2009-2011年EPS 0.98、1.12、1.31元的预测，分别对应32.5倍、28.3倍和24.3倍，同时予以推荐评级。

图 1: 中国人寿 10 月保费收入继续同比增长



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究所

图 2: 中国人寿万能险结算利率维持稳定



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究所

分析师简介

许力平，中国社会科学院博士，保险行业分析师。

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

行业公司覆盖范围：

A 股：中国人寿(601628.SH)、中国平安(601328.SH)、 中国太保（601601.SH）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908