



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态

2009年11月18日

保险业

研究部

周光

分析员

zhoug@cicc.com.cn

赵慧颖

联系人

zhaohy2@cicc.com.cn

刘欣

联系人

liuxin3@cicc.com.cn

审慎推荐

中国人寿(601628.CH)

09年10月保费收入

主要财务信息

(人民币百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
保险业务收入	196,626	295,579	298,507	348,066	398,051
(+/-%)	9%	50%	1%	17%	14%
已赚保费	195,440	294,939	297,648	347,147	397,058
投资收益	91,377	53,339	58,434	71,155	86,753
公允价值变动收益	(6,388)	(8,316)	1,147	1,998	1,948
收入总额	281,294	341,074	358,801	422,026	487,651
赔款及保户利益	(207,237)	(275,871)	(281,106)	(333,090)	(387,703)
净利润	28,116	10,068	26,724	33,707	38,707
(+/-%)	95%	(64%)	165%	26%	15%
每股净利润(人民币)	0.99	0.36	0.95	1.19	1.37
每股净资产(人民币)	6.02	4.77	5.77	7.26	9.02
平均净资产收益率(%)	19.6%	6.6%	17.8%	18.1%	16.7%
市盈率(X)(中国会计准则下)	32.0	89.4	33.7	26.7	23.3
市盈率(X)(香港会计准则下)	23.2	42.3	27.9	22.7	19.0
市净率(X)(中国会计准则下)	5.3	6.7	5.5	4.4	3.5
市净率(X)(香港会计准则下)	4.4	5.0	4.3	3.8	3.3
现金分红收益率(%)	1.3%	0.7%	0.9%	1.1%	1.3%

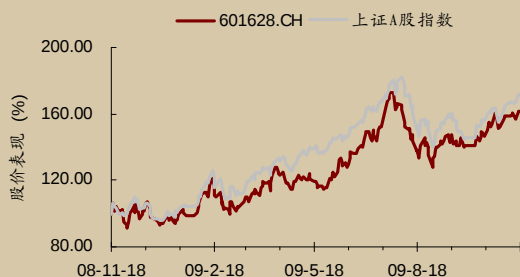
股票信息

H-股	A-股
2628.HK	股票代码
HK\$ 38.8	601628.CH
HK\$ 41.42	当前股价
39.10	目标股价
HK\$39.45/18.14	日成交量(百万股)
1,041,900	52周最高价/最低价
28,265	总市值(百万元)
8,941	发行股数(百万股)
	流通股(百万股)
	8,941
	主要股东(持股比例)
	中国人寿(集团)(68.4%)

最近估值走势

	一周	1m	3m	YTD
[601628.CH]	+1.30	+10.24	+17.96	+70.83
[SHASHR index]	+3.23	+10.22	+14.27	+80.10
[Insurance index]	+2.85	+5.10	+22.10	+122.55

最近估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

公司近况：

中国人寿2009年10月保费收入为174.36亿元，同比增长7.5%，月度保费收入同比增速继9月之后继续保持正增长。1-10月累计保费收入达到2547亿元，同比下滑-3.8%，降幅较1-9月累计-4.6%的水平进一步收窄。

评论：

我们认为，随着高基数效应的影响进一步得到缓解，中国人寿保费收入同比增速可望继续保持稳健增长的态势，全年保费收入预计将与2008年基本持平。

2009年以来，中国人寿成功演绎了结构调整的故事：尽管总保费收入出现负增长，但公司业务结构优化却成绩斐然。展望下半年，我们认为，承接此前良好的发展势头，中国人寿长期期缴型产品占比的快速提升仍将有效驱动新业务价值利润率和一年新业务价值的强劲增长，2009年新业务价值可望同比增长30%以上。

对于中国人寿而言，故事并未到此结束。进入2009年四季度之后，伴随着业务调整的继续深入，产品更新换代的逐步完成和高基数效应的有效缓解，如何在规模扩张和盈利能力提升之间寻求平衡，使承保和投资周期更有效地契合，实现健康而有价值的规模增长，同时保持稳定的市场份额，仍然是公司面临的重大战略命题。我们也将密切关注中国人寿的保费收入增长趋势和业务发展方向。

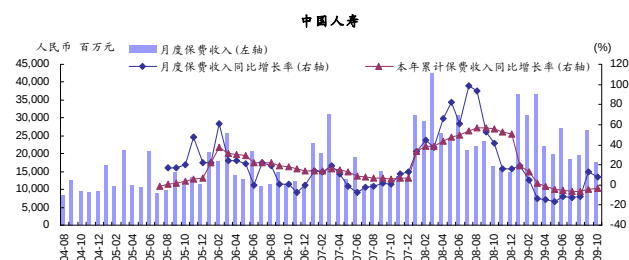
估值与建议：

基于不断改善的业务结构，已逐渐恢复到合理状态的利差水平和可望实现较快增长的新业务价值，我们维持对中国人寿A股和H股“审慎推荐”的投资评级。

10 月保费收入增速继续保持正增长

中国人寿 2009 年 10 月保费收入为 174.36 亿元，同比增长 7.5%，尽管低于上月 13.3% 的增速水平，但月度保费收入同比增速继续保持正增长。1-10 月累计保费收入达到 2547 亿元，同比下滑-3.8%，降幅较 1-9 月累计-4.6% 的水平进一步收窄。

图表 1：中国人寿月度保费收入及增长率（中国会计准则下）



资料来源：公司数据，中金公司研究部

我们认为，随着高基数效应的影响进一步得到缓解，中国人寿保费收入同比增速有望继续保持稳健增长的态势，全年保费收入预计将与 2008 年基本持平。

图表 2：高基数效应的影响自 9 月之后逐渐减弱

(人民币百万元)	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2008	25,855	23,487	30,560	20,984	22,122	23,431	16,215	15,968	14,813
同比增速 %	66.0	82.3	60.7	98.7	93.7	52.9	41.6	16.1	16.0
2009	21,987	19,642	27,091	18,402	19,606	26,536	17,436		
同比增速 %	-15.0	-16.4	-11.4	-12.3	-11.4	13.3	7.5		

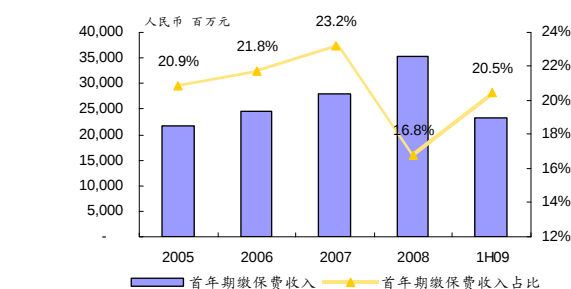
资料来源：公司数据，中金公司研究部

业务结构调整逐渐深化，新业务价值有望较快提升

2009 年以来，中国人寿成功演绎了结构调整的故事：尽管累计总保费收入出现负增长，但公司业务结构优化却成绩斐然。

2009 年，中国人寿管理层多次强调，希望更有效地推动长期期缴型产品的销售，以 10 年期期缴产品替代趸缴和 3-5 年期期缴产品。随着这一策略的贯彻执行，公司首年期缴保费收入占首年保费收入的比重大幅提升(图表 3)，业务质量和产品盈利能力得到显著改善。

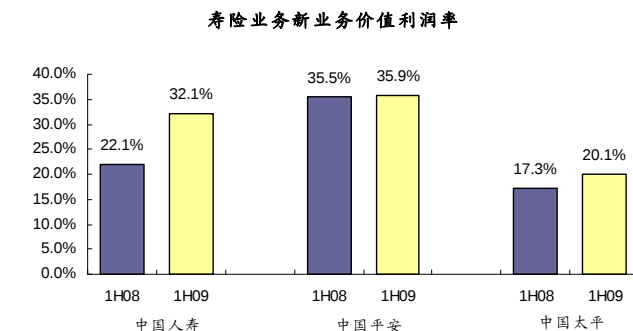
图表 3：保费收入结构



资料来源：公司数据，中金公司研究部

在收入结构和业务质量持续改善、投资环境明显好转，利差水平逐渐扩大等因素的驱动下，中国人寿内含价值与新业务价值实现快速提升。2009 年上半年新业务价值达到 103.46 亿元，同比增长 37.8%；新业务价值利润率也同比提升 10 个百分点，达到 32.1%。

图表 4：新业务价值利润率



资料来源：公司数据，中金公司研究部

展望下半年，我们认为，承接此前良好的发展势头，中国人寿长期期缴型产品占比的快速提升仍将有效驱动新业务价值利润率和一年新业务价值的强劲增长，2009 年新业务价值有望同比增长 30% 以上。

后结构调整时代，实现健康而有价值的规模增长仍是重要命题

对于中国人寿而言，故事并未到此结束。

进入 2009 年四季度之后，伴随着业务调整的继续深入，产品更新换代的逐步完成和高基数效应的有效缓解，如何在规模扩张和盈利能力提升之间寻求平衡，使承保和投资周期更有效地契合，实现健康而有价值的规模增长，同时保持稳定的市场份额，仍然是公司面临的重大战略命题。我们也将密切关注公司保费收入增长的趋势和业务发展方向。

估值与建议

基于不断改善的业务结构，已逐渐恢复到合理状态的利差水平和有望实现较快增长的新业务价值，我们维持对中国人寿 A 股和 H 股“审慎推荐”的投资评级。

风险提示：

短期风险在于 A 股市场大幅回调，而中期风险在于中长期债券收益率徘徊不前。

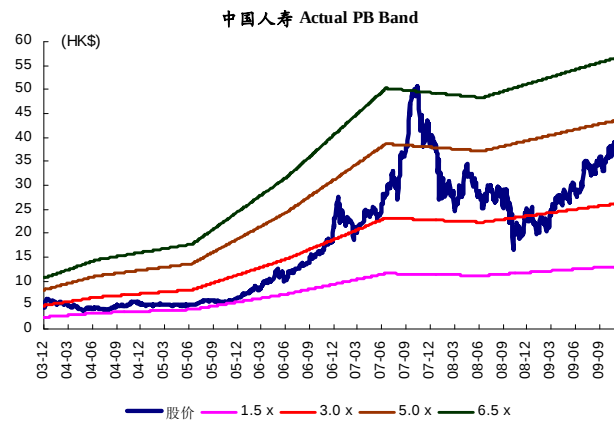
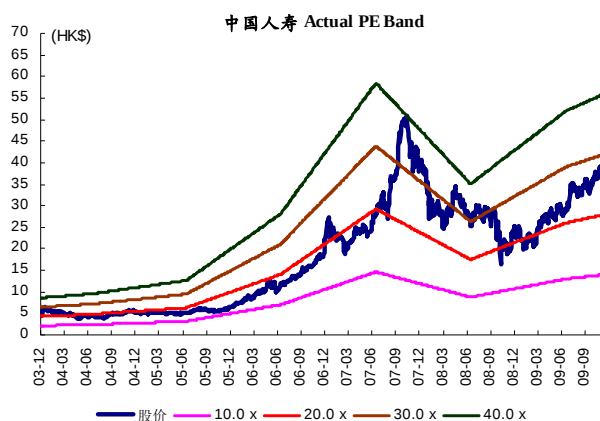
图表 5: 可比公司估值

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 (%)			
	2009-11-17			08A	09E	10E		08A	09E	10E		08A	09E	10E	
综合性保险公司															
AIG	24,935	USD	35.75	(0.9)	(5.4)	7.3	4.2	7.6	1.0	0.9	0.7	(183.0)	(17.3)	12.5	3.4
Berkshire Hathaway	159,801	USD	103,000	31.9	21.2	19.2	n.a.	1.5	1.2	1.2	n.a.	4.3	6.2	6.0	n.a.
ING	30,650	EUR	9.95	(27.6)	28.0	7.8	5.7	0.7	0.9	0.8	0.7	(2.3)	4.2	12.0	13.6
Allianz	57,807	EUR	85.32	(15.7)	8.8	7.9	7.2	1.1	1.0	1.0	0.9	(6.0)	11.5	12.3	13.0
平均值				(3.1)	13.2	10.6	5.7	2.7	1.0	0.9	0.8	(1.3)	1.1	10.7	10.0
北美寿险公司															
Manulife Canada	30,955	CAD	20.10	62.8	22.7	9.5	8.4	1.2	1.2	1.1	1.0	1.9	5.4	12.4	13.6
MetLife	28,890	USD	35.29	8.4	12.4	8.6	7.2	1.3	0.9	0.8	0.8	11.7	6.2	9.3	10.6
Prudential Financial Inc	22,717	USD	48.96	(20.2)	8.9	8.8	7.8	1.5	1.0	0.9	0.8	(5.8)	12.0	10.5	11.2
Sun Life Financial Inc	15,106	CAD	28.30	20.2	19.2	9.4	8.3	1.0	1.0	0.9	0.9	5.0	4.1	10.2	11.3
平均值				17.8	15.8	9.1	7.9	1.3	1.0	1.0	0.9	3.2	6.9	10.6	11.7
欧洲寿险公司															
AVIVA	18,868	Gbp	409.10	(11.1)	7.8	6.7	6.0	0.9	1.0	0.9	0.8	(7.6)	9.2	13.6	14.7
Prudential	26,370	Gbp	618.50	(38.7)	11.0	9.4	9.4	3.1	2.4	2.4	2.3	(7.1)	10.2	16.1	17.3
AXA	55,646	EUR	16.47	37.4	10.8	8.3	7.2	0.9	0.9	0.8	0.8	2.2	8.9	11.6	12.1
CNP Assurances	16,057	EUR	72.42	14.7	10.4	8.9	8.1	0.9	1.1	1.0	1.0	6.1	11.9	12.2	12.8
AEGON	13,382	EUR	5.16	(5.6)	(430.3)	10.7	7.3	0.6	0.9	0.8	0.7	(7.5)	1.8	10.3	13.3
Generali	42,365	EUR	18.23	28.5	17.4	12.1	10.9	2.2	1.8	1.7	1.6	6.6	10.8	14.1	15.1
Fortis	10,320	EUR	2.94	(0.2)	5.9	6.5	12.1	n.a.	0.9	0.9	0.9	n.a.	12.8	5.9	6.4
FRIENDS PRO PLC	3,215	Gbp	81.60	(3.5)	13.8	9.5	8.7	0.8	0.6	0.7	0.7	(20.4)	n.a.	7.9	10.0
LEGAL & GEN GRP	8,593	GBP	87.05	(4.9)	10.0	8.1	8.5	1.4	1.5	1.3	1.2	11.8	7.4	13.8	13.0
STANDARD LIFE	8,262	Gbp	221.70	48.2	13.1	11.3	10.5	1.4	0.8	0.2	0.4	25.3	8.8	5.9	5.6
平均值				6.5	(33.0)	9.2	8.8	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0	9.1	11.1	12.0
亚洲寿险公司															
大东方人寿 (新加坡)	4,435	SGD	12.98	22.4	15.9	14.8	13.7	2.0	1.9	1.8	1.6	8.7	n.a.	n.a.	n.a.
AXA Asia Pacific (AU)	11,212	AUD	5.84	(35.4)	20.5	20.3	17.6	3.0	2.7	2.6	2.5	(8.0)	14.3	13.9	14.1
AMP (AU)	11,988	AUD	6.30	20.3	16.8	14.8	13.7	6.1	5.1	4.6	4.2	29.3	32.9	32.7	32.2
台湾人寿	619	TWD	31.10	(3.9)	n.a.	n.a.	n.a.	4.6	n.a.	n.a.	n.a.	(59.1)	n.a.	n.a.	n.a.
平均值				0.8	17.8	16.6	15.0	3.9	3.2	3.0	2.8	(7.3)	23.6	23.3	23.1
中国寿险公司															
中国人寿H股*	134,437	HKD	38.80	44.3	29.9	25.2	21.1	5.2	4.6	4.2	3.7	11.0	16.5	17.6	18.4
中国人寿A股*	134,437	RMB	31.86	89.4	33.7	26.7	23.3	6.7	5.5	4.4	3.5	6.6	17.8	18.1	16.7
中国平安H股*	67,817	HKD	73.85	1,740.6	40.6	30.2	24.2	5.6	4.8	4.1	3.4	0.5	12.7	14.1	14.7
中国平安A股*	67,817	RMB	61.95	687.3	45.5	35.6	30.4	5.8	4.9	4.4	3.9	0.7	11.1	12.1	12.7
中国太平*	6,116	HKD	27.85	(131.4)	34.8	23.9	18.8	8.6	6.5	5.1	4.0	(5.8)	21.2	23.8	23.8
平均值				543.4	37.7	29.1	23.5	6.0	5.0	4.2	3.7	4.2	14.7	16.0	14.4
*为中企预测，其它数据为市场预测，来自彭博资讯															

*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

图表 6: 中国人寿 H 股 P/E 和 P/B



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

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



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。