

中国人寿(601628) 保险业务平稳发展，股价超跌

研究员：刘鹏
执业证书编号：S0570210030021
电话：025-83290919(办公室)
E-mail: pliu_yh@yahoo.com.cn
地址：南京市中山东路 90 号

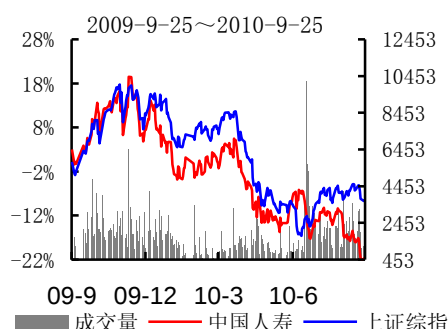
投资评级：推荐(维持)

金融服务

当前价格(元)：21.16

目标价格(元)：25

股价走势图



相关研究

1 《中国人寿(601628):股市下挫拖累业绩》2010.8

投资要点：

- ✓ 2009 年以来，公司保费增速大幅低于行业平均水平。但我们认为，规模保费的可比性较差，从公司保费的渠道结构看，各渠道发展较为均衡；分险种看，分红险占了绝大部分份额。保费增速的下降，是公司主动控制业务结构和业务节奏的结果。
- ✓ 公司资产组合中，股权投资占比为 11.15%，而且在持仓结构中，重仓股是今年遭遇重创的金融地产股。据我们测算，公司股权投资浮亏巨大，将对全年业绩甚至明年业绩构成压力。
- ✓ 截至 8 月底，保险业全行业资产总额已达到 4.75 万亿元，在债市收益率不高，股市波动剧烈的投资环境下，资产配置难度较大。近期保监会连续发布保险资金投资不动产，未上市公司股权以及调整股票、债券投资比例等拓宽保险资金运用渠道的政策，将对公司构成长期重大利好。
- ✓ 公司 2009 年末的偿付能力充足率是 304%，到 2010 年 6 月底已经下降至 217%。股市下跌造成公司净资产缩水应该是最主要的原因。尽管 217%的偿付能力充足率，还远远高于管理层规定的充足 II 类的 150%的水平，但短期偿付能力这么快速的下降值得警惕。
- ✓ 我们认为，近期股价的大幅回调已经消化上述保费增速较慢、投资浮亏较大，偿付能力充足率下降较快等利空。目前股价仅隐含 16 倍新业务乘数，公司已具有明显投资价值，我们维持“推荐”评级

一、 保费增速落后于行业

2009 年以来，公司保费增速大幅低于行业平均水平。1-8 月，寿险行业保费收入平均增速为 33%，而公司只有 13%。中国平安为 21%，中国太保为 46%。

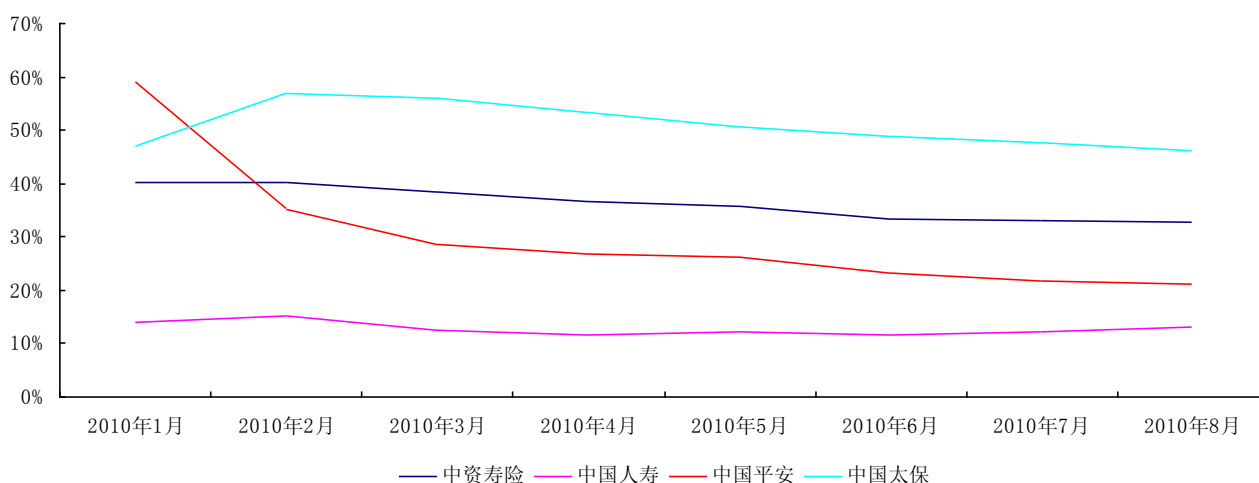
从渠道结构看，中国人寿各渠道发展较为均衡，个险渠道和银保渠道新单保费增速较为接近，其中个险新单保费约 11%，银保新单保费约 8%。从险种看，各渠道都是分红险占绝大部分比例。

由于保费结构不同，规模保费增速在各公司间可比性较差。如果卖趸交，则全部进入了当期保费；如果卖期缴，则只有第一期（年缴）保费进入了当年保费。可比的保费指标包括折标保费和保费现值，但这两个指标都不需要披露。

对于趸交保费，一般保障期限也比较短。如果公司预期未来收益率能显著高于保单成本，则多卖些趸缴理财型险种也是很划算的。如果对未来投资收益率预期悲观，则应尽量控制趸交理财型险种的销售。因此，保费增长快慢及保费结构在一定程度上体现了公司对未来的预期。那么，仅从保费增速来判断保险业务发展健康与否，是比较片面的。

我们认为，公司保费增速落后于行业的主因，应是公司主动调整业务结构，业务节奏的结果。

2009 年上市保险公司保费增速比较



二、 投资浮亏将压制全年业绩

从最新数据看，公司资产组合中，股权投资占比仍是三上市保险公司中最高的。按中报数据，高达 11.15%。而且在持仓结构中，重仓股还是今年遭遇重创的金融地产股。股权投资亏损可想而知，从中报数据看，其他综合收益项（主要反应可供出售金融资产浮亏），上半年亏 176 亿元。

可供出售金融资产中的主要项目一是股票，一是债券，二者皆以公允价值计量，只不过盈亏计入资本公积而非损益。该科目余额反映了归属到该科目股票、债券盈亏相抵后的结果。从 2009 年底截至目前，中证全债指数上涨了 5.28%，据此粗略估算，归属可供出售金融资产科目的债券浮盈有 180 亿元，这么算股权投资浮亏就远远不止

176 亿元了。我们认为，这将对全年业绩构成较大压力，甚至会影响到明年。

三、 投资渠道进一步放开对公司构成长期利好

截至 8 月底，保险业全行业资产总额已达到 4.75 万亿元，资金运用余额（投资加银行存款）4.3 万亿元。在债市收益率不高，股市波动剧烈的投资环境下，资产配置难度较大。

主动控制保险业务结构对缓解资金运用压力有一定作用。如果都是趸交业务，一次性收到保费，那么马上面临如何运用这些保费资金的问题，如果做期缴业务，就起到了一个缓冲作用，只有当期收到的保费面临配置压力。

拓宽投资渠道是另一条出路。

新保险法已经明确保险资金可以投资不动产。新出台的《保险资金运用管理暂行办法》、《保险资金投资不动产暂行办法》、《保险资金投资股权暂行办法》等政策对投资渠道进行了进一步细化和拓宽。

根据新办法，股票和基金投资比例（占上季度末总资产）由之前的 20%上调至了 25%；投资不动产及不动产相关金融产品的投资比例规定为 10%；投资未上市公司股权的比例规定为 5%；投资基础设施债券计划的账面余额上调至上季度末总资产的 10%。应该说这些规定，大大拓宽了保险资金的运用渠道，对保险业来说，构成长期的重大的利好。但任何事情都有两面性，要真正利用好这些政策，一方面要大幅的增强保险公司的投资能力，另一方面要大幅提高公司的风险控制能力。毕竟，因投资失利而转衰的事例在保险业并不鲜见。

四、 偿付能力充足率下降值得关注

公司 2009 年末的偿付能力充足率是 304%，到 2010 年 6 月底已经下降至 217%。股市下跌造成公司净资产缩水应该是最主要的原因。保险业务发展也会不断的消耗资本金，如果公司盈利没跟上，就只能依赖于增资。

尽管 217%的偿付能力充足率，还远远高于管理层规定的充足 II 类的 150%的水平，但短期偿付能力这么快速的下降值得警惕。

五、 估值与评级

近期公司股价近乎崩盘式下跌，原因大概主要包括上述分析的保费增速较慢，投资业绩较差，偿付能力快速下降等。经过上述分析，我们认为：1）保费增速慢应主要是公司主动控制业务结构和业务节奏的结果；2）投资浮亏确实对业绩构成了压力，但股价持续下跌已消化这一信息，而且，由于公司重仓的主要是银行股（大银行），这些股票目前估值都很低，再大幅下跌的空间基本没有。3）尽管偿付能力下降较快，但仍远远高于管理层规定充足 II 类水平。

我们认为，公司股价已经超跌，目前股价仅隐含 16 倍新业务乘数。公司已具有明显投资价值，我们维持“推荐”评级，6 各月目标价 25 元。

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20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

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。