

- 中国人寿 8 月 23 日披露了 11 年半年报，内容如下：人寿 11 年上半年净利润 129.64 亿元，EPS 0.46 元，同比下降 28.1%；期末归属于公司股东的净资产为 1,970.51 亿元，BVPS 6.97 元，较年初下降 5.6%；上半年新业务价值 121.86 亿元，同比增长 5.5%。对此，我们的点评如下：

银保受阻导致保费增速放缓

上半年寿险市场整体表现疲软，人寿上半年规模保费 1,954.9 亿元，同比增长 6.5%。保费增速缓慢主要受累于银保，人寿上半年银保首年业务保费 791.99 亿元，同比下降 5.8%。

表格 1、中国人寿保费—上半年银保业务保费下滑 5.8%

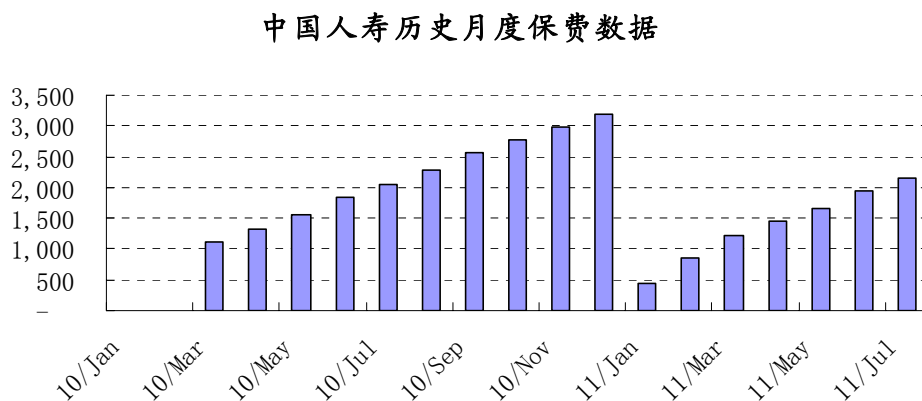
	2011 年 1-6 月	2010 年 1-6 月	变动比率
个险渠道	92,012	83,644	10.00%
长险首年业务	22,787	18,727	21.70%
趸交	180	261	-31.00%
首年期交	22,607	18,466	22.40%
续期业务	69,164	64,878	6.60%
短期险业务	61	39	56.40%
团险渠道	9,057	8,759	3.40%
长险首年业务	784	983	-20.20%
趸交	783	982	-20.30%
首年期交	1	1	-
续期业务	1	4	-75.00%
短期险业务	8,272	7,772	6.40%
银保渠道	94,421	91,211	3.50%
长险首年业务	79,199	84,055	-5.80%
趸交	69,832	73,659	-5.20%
首年期交	9,367	10,396	-9.90%
续期业务	15,222	7,156	112.70%
短期险业务	-	-	-
合计	195,490	183,614	6.50%

数据来源：公司年报，华泰联合证券研究所

我们认为银保业务的保费下滑主要是由于以下原因：

- 10 年 10 月银监会 90 号文，禁止保险代理人在银行渠道驻点销售。受此影响，银行渠道销售能力大幅下降。
- 11 年以来持续紧缩的货币政策、银行准备金率多次上调、银监会对银行采用存贷比考核等多方面原因导致银行吸收存款压力大，因此不愿意销售银保产品使得存款分流。
- 去年以来多次加息，目前银行 5 年定存利率已经达 5.5%。而保险资金由于收益率上升缓慢，权益投资市场疲软，因此分红险的分红率和万能险结算利率均暂时低于银行定存利率，产品吸引力大幅下降。
- 今年以来银行大量发行短期银行理财产品，对同样属于银行中间业务的银保产品由于期限长，销售难度大，佣金率与其他理财产品相比也没有明显优势，因此银行销售意愿下降。

图表 1、中国人寿月度保费一前高后低



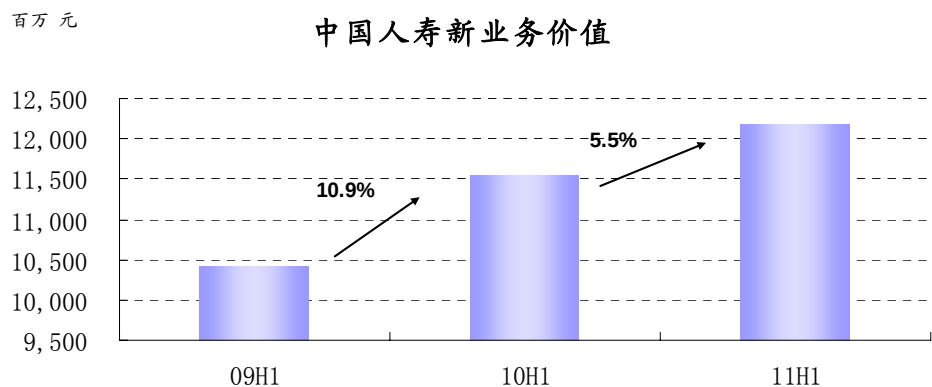
数据来源：公司年报，华泰联合证券研究所

未来，我们认为由于以上几点制约银保保费增长的因素仍然存在，从环比数据来看，我们预计在一段时间内银保保费均难有高速增长。不过，由于人寿 10 年保费呈现前高后低的态势，因此从同比增速来看，公司下半年增速压力或将减小。

新业务价值增速与业务质量均低于预期

人寿上半年新业务价值 121.86 亿元，同比增长 5.5%。在公司高利润率的个险首年新单增长 22.4% 的基础上，新业务价值增速仅约 5%，我们认为公司新业务价值增速是低于预期的。

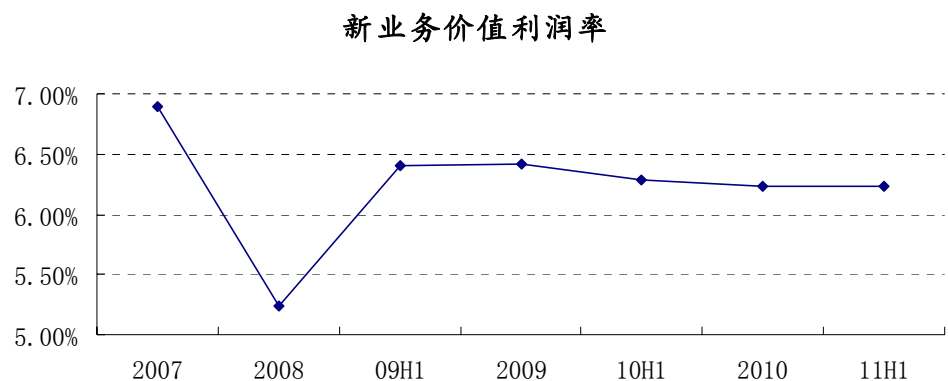
图表 2、中国人寿新业务价值增速低于预期



数据来源：公司年报，华泰联合证券研究所

可以看到，人寿 09 年以来新业务价值利润率持续小幅下滑，我们认为产品利润率的下滑是公司新业务价值增速慢于个险新单增速的主要原因。同时，公司银保业务绝对规模下降也是导致上半年新业务价值增速放缓的另一个原因。

图表 3、中国人寿新业务价值增速低于预期

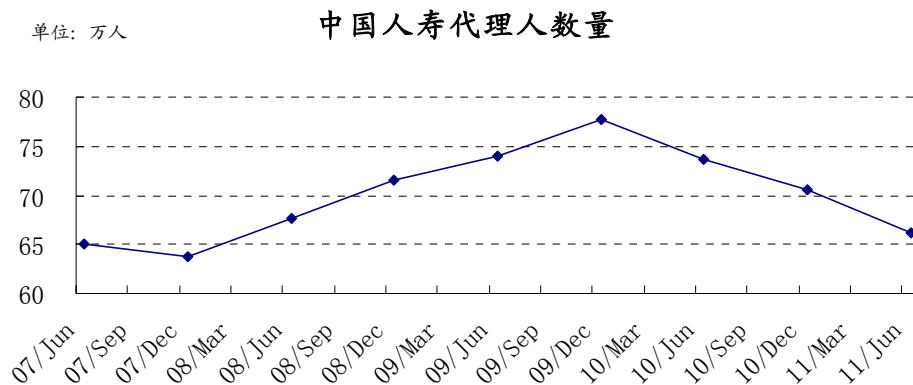


数据来源：公司年报，华泰联合证券研究所

注：新业务价值利润率=新业务价值/规模保费收入

公司截止上半年末保险营销员总数 66.2 万人，相比 10 年末的 70.6 万人有较为显著的下降。我们认为今年以来物价上涨导致人力成本上升，公司展员困难是公司代理人人数急剧下降的主要原因。在银保发展受限的前提下，代理人渠道是目前保险公司最为可控的销售渠道，因此代理人团队建设也将是未来公司重中之重。如何留住目前代理人团队，并进一步发展壮大是公司未来巨大的挑战。

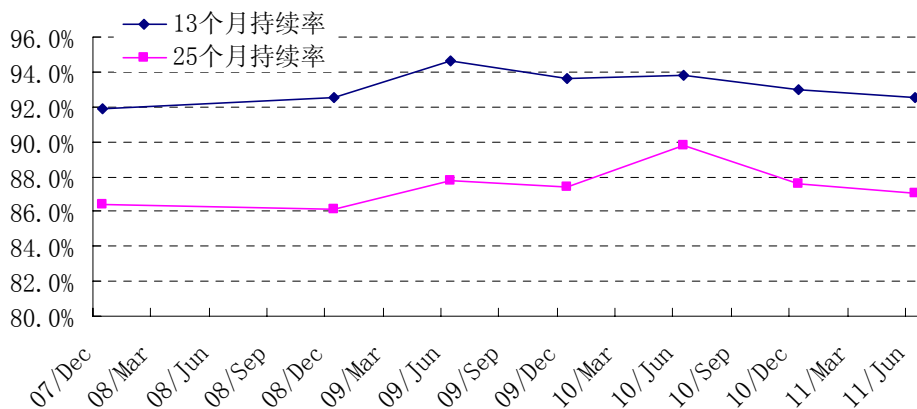
图表 4、中国人寿代理人数量显著下降



数据来源：公司年报，华泰联合证券研究所

与此同时，人寿上半年退保率也呈现上升势头，业务质量下降。我们认为上半年银行连续加息后保险产品吸引力不足是公司退保率上升的主要原因。

图表 5、中国人寿保单持续率上半年小幅下滑



数据来源：公司年报，华泰联合证券研究所

评估利率三季度开始逐步企稳回升

据测算，上半年 750 日国债移动平均收益率曲线继续下降约 4bp（10 年期），受此影响公司寿险业务上半年利润继续受损。根据人寿中报披露，上半年由于假设变更导致健康险和寿险业务利润分别下降 15.72 亿和 0.05 亿元，即上半年由于假设变更导致公司寿险业务利润额外减少 16.22 亿元。

根据我们的测算，国债移动平均线三季度开始有望企稳并在四季度反弹。考虑到 10 年三、四季度收益率曲线大幅下降而导致 10 年三、四季度公司寿险业务利润大幅下降，我们认为今年三、四季度人寿业绩将会得到大幅度改善。

图表 6、评估利率有望三季度止跌反弹

750日国债收益率	数据区间	1Yr	3Yr	5Yr	10Yr	20Yr	30Yr
09-12-31	07/1-09/12	2.36%	2.90%	3.29%	3.77%	4.15%	4.26%
10-06-30	07/7-10/6	2.26%	2.82%	3.23%	3.73%	4.17%	4.27%
10-09-30	07/10-10/9	2.17%	2.72%	3.13%	3.64%	4.11%	4.21%
10-12-31	08/1-10/12	2.10%	2.65%	3.06%	3.58%	4.06%	4.17%
11-03-31	08/4-11/3	2.08%	2.61%	3.03%	3.57%	4.05%	4.16%
11-06-30	08/7-11/6	2.05%	2.57%	2.99%	3.53%	4.03%	4.14%
11-09-30	08/10-11/9	2.08%	2.57%	2.98%	3.53%	4.03%	4.15%
11-12-31	09/1-11/12	2.23%	2.71%	3.10%	3.63%	4.11%	4.24%

变化	数据区间	1Yr	3Yr	5Yr	10Yr	20Yr	30Yr
09-12-31	07/1-09/12	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
10-06-30	07/7-10/6	-0.10%	-0.08%	-0.07%	-0.04%	0.02%	0.02%
10-09-30	07/10-10/9	-0.09%	-0.10%	-0.10%	-0.09%	-0.06%	-0.06%
10-12-31	08/1-10/12	-0.08%	-0.08%	-0.07%	-0.06%	-0.05%	-0.04%
11-03-31	08/4-11/3	-0.02%	-0.04%	-0.03%	-0.01%	-0.01%	-0.01%
11-06-30	08/7-11/6	-0.02%	-0.04%	-0.04%	-0.03%	-0.02%	-0.02%
11-09-30	08/10-11/9	0.02%	0.00%	-0.01%	0.00%	0.00%	0.01%
11-12-31	09/1-11/12	0.15%	0.14%	0.12%	0.10%	0.08%	0.09%

数据来源：公司年报，华泰联合证券研究所

我们根据公司公布的敏感性测试结果推算，下半年由于评估利率上升对人寿净利润贡献将使得全年利润增速额外提高约 30%以上。

高比例现金红利和权益比例较高导致净资产增速缓慢

人寿期末归属于公司股东的净资产为 1,970.51 亿元，BVPS 6.97 元，较年初下降 5.6%。我们认为净资产大幅下降主要源于以下两个原因：

1) 权益市场疲软，权益投资受损导致净资产缩水。上半年以来，权益市场持续下跌，而人寿上半年权益仓位仍然保持在超 13%。在此过程中公司权益投资受损导致净资产损失。同时，经过两年的持续熊市，人寿 09 年积攒的大量浮赢 11 年上半年全部消耗完毕，截止中报公司出现浮亏约 87 亿元，折合每股浮亏 0.31 元，或将对公司未来业绩产生压力。

表格 2、中国人寿资产配置—权益比例较高

投资资产	2011 年 6 月 30 日		2010 年 12 月 31 日	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	79,515	5.46%	47,839	3.58%
定期存款	499,125	34.32%	441,585	33.05%
债券	628,676	43.23%	608,142	45.51%
基金	91,904	6.32%	96,344	7.21%
股票	102,712	7.06%	99,546	7.45%
其他方式	52,449	3.61%	42,705	3.20%

数据来源：公司年报，华泰联合证券研究所

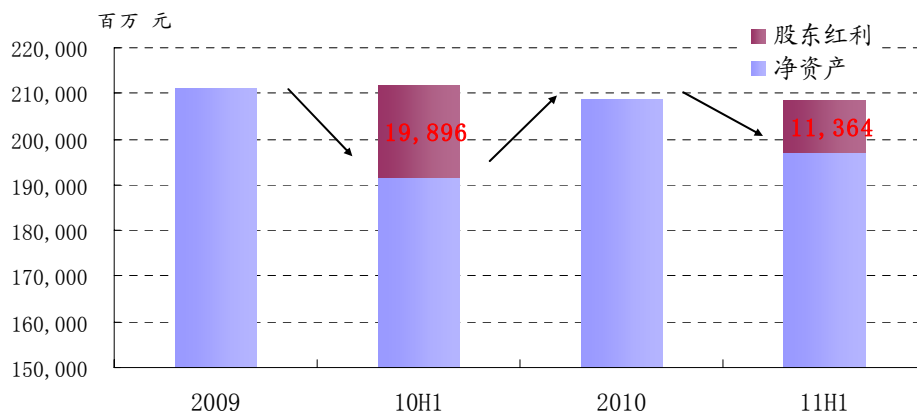
表格 3、中国人寿 11 年中出现浮亏

中国人寿	09-12-31	10-6-30	10-12-31	11-6-30
资本公积	74,662	57,080	58,460	45,143
公司成立日股本溢价	9,609	9,609	9,609	9,609
境内上市发行股票股本溢价	26,310	26,310	26,310	26,310
境外上市发行股票股本溢价	17,942	17,942	17,942	17,942
可供出售金融资产公允价值变动	20,801	3,219	4,599	-8,718
股本：	28,265	28,265	28,265	28,265
每股浮盈：	0.74	0.11	0.16	-0.31

数据来源：公司年报，华泰联合证券研究所

2) 公司今年持续大额现金分红政策，上半年分配 10 年股东红利 113 亿元。由于上市前将大量高利率亏损保单剥离至集团，而集团目前主要收入来源为股份公司的分红收入，因此我们预计股份公司高比例现金分红的策略将会持续。

图表 7、大额现金分红导致公司净资产增速缓慢

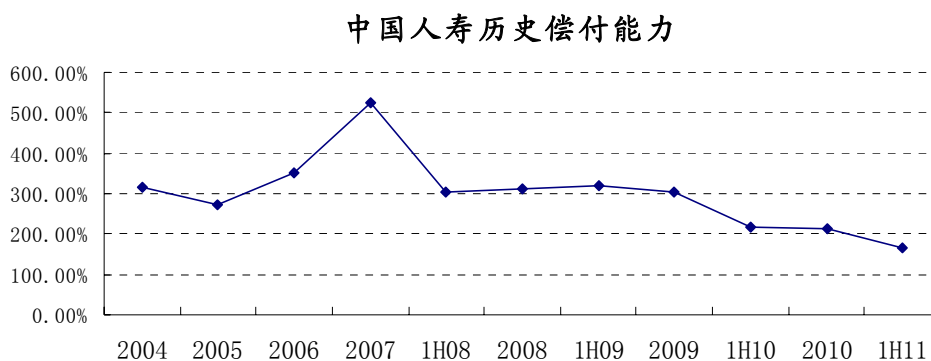


数据来源：公司年报，华泰联合证券研究所

偿付能力逼近警戒线，再融资压力大

由于人寿上半年净资产大幅度下降，直接导致公司偿付能力额度从 10 年末 212%下降至 11 年中 164%，逼近保监会规定的 150%的警戒线。我们认为与净资产下降原因相同，大额现金分红和权益市场下跌是公司偿付能力迅速下降的两个主要原因。

图表 8、偿付能力迅速下降，逼近保监会 150%警戒线



数据来源：公司年报，华泰联合证券研究所

偿付能力是保险公司安全性的重要考核指标。根据今年5月保监会《保险公司次级定期债务管理办法》（征求意见稿）规定，保险公司偿付能力充足率低于150%或者预计未来两年内偿付能力充足率将低于150%的，可以申请募集次级债。根据保险公司偿付能力规定，保险公司一旦偿付能力在100%~150%之间，保监会将要求保险公司提交和实施预防偿付能力不足的计划，并对公司利润分配作出限制；偿付能力低于100%则将会受到限制新业务销售、限制资金运用渠道、接管等其他严厉措施。

由于资本市场波动会直接影响公司净资产以及偿付能力水平，在临近150%警戒线时不排除股票市场暴跌导致公司偿付能力低于安全线的可能性，因此一般而言公司偿付能力均会尽量保持在200%以上。我们认为人寿目前再融资迫切程度较高。

与此对应的是中国人寿8月21日发布《关于公司拟发行次级定期债务市场传闻的公告》，也称公司目前正在考虑次级定期债务发行及厘定相关细节，并将尽快提交董事会审议有关议案。本公司将根据监管规定及时发布相关公告。

表格 4、人寿 300 次级债发行后偿付能力将提升至 211%

	注资前	注资后
实际资本	104,553	134,553
最低资本	63,672	63,672
偿付能力	164.21%	211.32%

数据来源：公司年报，华泰联合证券研究所

投资建议：估值处于历史底部

公司中报业绩全面疲软，不过目前估值 11P/EVX1.3 倍、11VNBX4.7 倍，估值处于历史底部，股价已经部分反映市场对公司悲观预期。

图表 8、保险板块估值表

证券简称	价格	EV				1YrVNB				P/EV				VNBX			
		2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E
中国平安	40.99	21.14	26.29	32.94	39.59	1.61	2.03	2.26	2.72	1.9	1.6	1.2	1.0	12.4	7.2	3.6	0.5
中国人寿	16.17	10.09	10.55	12.40	15.03	0.63	0.70	0.75	0.86	1.6	1.5	1.3	1.1	9.7	8.0	5.0	1.3
中国太保	20.37	11.60	12.80	15.80	18.68	0.59	0.71	0.89	1.07	1.8	1.6	1.3	1.1	14.9	10.7	5.1	1.6

证券简称	价格	EPS				BVPS				P/E				P/B			
		2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E
中国平安	40.99	1.89	2.26	3.06	3.39	11.57	14.66	19.08	22.47	21.7	18.1	13.4	12.1	3.5	2.8	2.1	1.8
中国人寿	16.17	1.16	1.19	1.34	1.59	7.47	7.38	8.32	9.91	13.9	13.6	12.1	10.2	2.2	2.2	1.9	1.6
中国太保	20.37	0.87	1.00	1.36	1.72	8.80	9.34	10.70	12.42	23.5	20.5	15.0	11.8	2.3	2.2	1.9	1.6

数据来源：公司年报，华泰联合证券研究所

我们仍然维持对公司的“增持”评级，认为一方面公司目前股价有较高安全性，下半年伴随评估利率向上，公司业绩有望好转；另一方面偿付能力临近警戒线，公司再融资压力大（下半年或将通过次级债方式融资），因此预计未来公司仍以波段投资机会为主。

风险提示

公司偿付能力接近监管部门警戒水平；权益市场波动会对公司业绩产生影响，增加其不确定性。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300（以下简称基准）

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。