

强烈推荐-A (维持)

目标估值: 23.00 元

当前股价: 16.72 元

2012 年 10 月 18 日

中国人寿 601628.SH 卸下包袱再启程

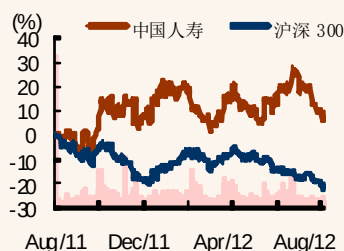
三季度预减和保险股下跌点评

基础数据

上证综指	2073
总股本(万股)	2826471
已上市流通股(万股)	2082353
总市值(亿元)	4726
流通市值(亿元)	3482
每股净资产(MRQ)	7.2
ROE(TTM)	7.8
资产负债率	87.5%
主要股东	中国人寿保险(集团)公
主要股东持股比例	68.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-14	-12	5
相对表现	-9	4	28



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

1、《中国人寿(601628)-顺势转型,蓄而后发》20120229

罗毅 CFA

0755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn
S1090511030006

洪锦屏

0755-82960071
hongjinping@cmschina.com.cn
S1090511030012

王宇航

0755-83734407
wangyh1@cmschina.com.cn
S1090512090003

国寿前三季度预减 55%, 降幅超预期, 同日股价下跌 3.97%, 有可能是公司的减值准备计提政策偏向保守。八九月总保费连续创出年内增幅新高。个股的短期调整不改我们对行业的长期观点, 继续推荐国寿、平安、新华和太保。

- **国寿前三季度预减 55%, 降幅超预期。**昨日保险股出现下跌, 其中中国人寿下跌 3.97%, 晚间国寿发布提示性公告称前三季度业绩同比下降约 55%, 低于市场预期; 累计净利润 75 亿元, 其中第三季度亏损 21 亿元, 同比下降 156%。业绩大幅下跌主要是投资收益率下降和资产减值损失增加的影响。
- **对于出现近年来少有的单季度亏损的业绩, 我们认为有可能是公司的减值准备计提政策有偏向保守的调整。**公司今年第一第二季度的连续投资浮盈, 截至中期时, 去年底存量的 195 亿净资产浮亏只剩下约 6 亿元, 以中期的可供出售资产配置计算, 公司三季度预计会产生约 100 亿元新增浮亏, 此次很可能将其中大部分和另外一些低于初值的资产计提, 造成了净利润的大幅下跌。
- **对于国债 750 日移动平均线, 无论是 15 年期还是 20 年期的平均收益率的下降幅度, 均在第三季度达到峰值:**分别下降了 2BP 和 0.5BP, 如果采用前者的变动比例测算, 则国寿的单季度净利润将因此减少约 4 亿元。
- **国寿在保费端屡创新高:**国寿八月和九月总保费连续创出年内增幅新高: 分别增长 20% 和 24%。预计第三季度个险新单和银保新单的增速分别超过 30% 和 4%, 在同业中率先在银保上取得了突破: 下半年开始在银保渠道上发力, 首战大捷: 八月份在银保渠道投放的趸交新产品“国寿鑫泰”获得保费约 40 亿元, 占单月总保费的 16%。九月份银保新单继续走高, 预计同比大幅增长 50% 以上, 个险和银保两个渠道的胜利狙击显示其市场控制上游游刃有余。
- **展望后市:**历史的重演预期可以看太保在一季度大幅减值损失计提, 同比增长 1000% 以上, 但在公布后略作调整即出现大幅反弹。另外国寿在今年 3 月份同样是发布预减 40% 以上的提示公告, 降幅超出市场预期, 但是股价在短暂下调后依然在两个季度内超越大盘, 说明市场还是看重后期业绩。未来由于基数降低(去年第四季度国寿和太保均大幅计提资产减值损失, 去年单季度利润增速: 国寿-81%, 太保-65%), 利润增速压力将继续缓解, 个股的短期调整不改我们对行业的长期观点, 继续推荐国寿、平安、新华和太保。
- **风险因素:**权益类资产波动, 保费增长低于预期。

财务数据与估值

	股价	11EPS	12EPS	12PE	12PB	12NBM	P/EV	评级
中国人寿	17.68	0.65	0.67	26.4	2.5	7.4	1.45	强烈推荐-A
中国太保	19.02	0.97	0.77	24.7	1.9	6.1	1.35	强烈推荐-A
中国平安	41.54	2.46	3.09	13.4	1.7	4.6	1.29	强烈推荐-A
新华保险	22.55	0.90	1.13	19.9	2.0	2.7	1.20	强烈推荐-A

资料来源: 公司报表, 招商证券

1. 国寿前三季度业绩预减 55%

昨日保险股出现普遍下跌，其中中国人寿下跌 3.97%，晚间国寿发布提示性公告称前三季度业绩同比下降约 55%，低于市场预期。业绩大幅下跌主要是受资本市场持续低位运行导致投资收益率下降和资产减值损失增加的影响。按照公司预估的业绩计算，公司前三季度累计净利润 75 亿元，其中第三季度亏损 21 亿元，同比下降 156%。

对于出现近年来少有的单季度亏损的业绩，我们认为有可能是公司的减值准备计提政策有偏向保守的调整。由于公司今年第一第二季度的连续投资浮盈，截至中期时，公司净资产上的去年底存量的 195 亿浮亏只剩下约 6 亿元，以中期的可供出售资产配置计算，公司三季度预计会产生约 100 亿元新增浮亏，此次很可能一次性将其中大部分和另外一些低于初值的资产计提减值，造成了净利润的大幅下跌。

另外，对于国债 750 日移动平均线，无论是 15 年期还是 20 年期的平均收益率的下降幅度，均在第三季度达到峰值：分别下降了 2BP 和 0.5BP，如果采用前者的变动比例测算，则国寿的单季度净利润将因此减少约 4 亿元。

预计公司净资产下降 2% 左右，偿付能力从中期的 231% 下降到 220%，但资本依然充足无融资压力。

2. 国寿在保费端屡创新高：

中国人寿八月和九月总保费连续创出年内增幅新高：分别增长 20% 和 24%。预计第三季度个险新单和银保新单的增速分别超过 30% 和 4%，在同业中率先在银保渠道取得了突破。

今年领导层履新以来确立了以产品创新引领发展的思路，上半年热卖了新康宁和福禄金尊两款产品，其中前者不到两个月便销售 17 亿元，中期策略会上管理层曾经介绍：康宁系列从 96 年开始保单数量已经达三千万张；发病经验数据的研究上也编制了行业中唯一的发病率表，并和国外专家有过长期交流，参考了再保公司意见，产品形式已经非常成熟。新康宁和福禄金尊均在个险渠道投放，上半年新业务价值利润率增速居上市公司之首。

下半年伊始国寿开始在银保渠道上发力，首战大捷：八月份在银邮渠道投放的趸交新产品“国寿鑫泰”获得保费约 40 亿元，占单月总保费的 16%。九月份银保新单继续走高，预计同比大幅增长 50% 以上！个险和银保两个渠道的胜利狙击显示其市场控制上游游刃有余。

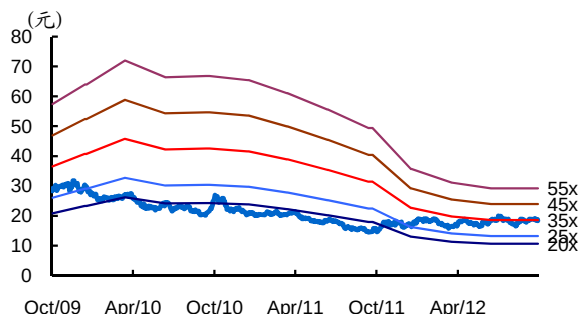
3. 展望其他保险公司的三季报：

虽然在保费上一些公司有所起色，但是受困于第三季度大盘下行 6%，长期债券指数下行 1%，国债三年移动平均出现年内单季度最大下滑，股债双杀使各公司的季度总投资收益和净资产浮亏均受到一定影响，单季度盈利同比持平或降幅收窄；净资产均有下降，但幅度在 5% 以内。我们预计国寿这样的保守性做法并不普遍，因此其他公司的业绩相对会好于国寿。

历史的重演预期可以看中国太保在今年一季度大幅减值损失计提，同比增长 1000% 以上，但在业绩公布后略作调整即出现大幅反弹，先跌后涨的周期在两个月左右。另外国寿在今年 3 月份同样是发布“提示性公告”，预计去年净利下降 40% 以上，降幅超出市场预期，但是股价在短暂下调后依然走出了长达两个季度超越大盘的走势，说明市场还是看重后期业绩（参考 3 月 7 日点评报告《中国人寿 601628.SH- 利空提前兑现，留出上涨空间》）。

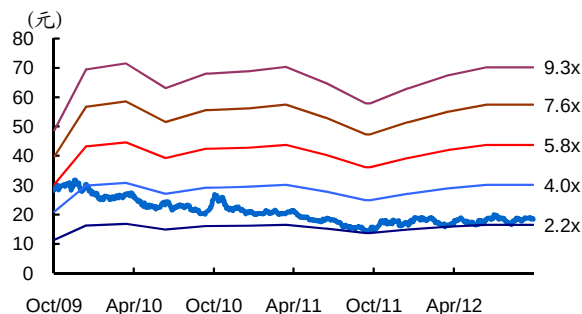
继续展望四季度：由于基数继续降低（去年第四季度国寿和太保均大幅计提资产减值损失，去年单季度利润增速：国寿-81%，太保-65%），利润增速压力将继续缓解，个股的短期调整不改我们对行业的长期观点，继续推荐国寿、平安、新华和太保。

图 1：中国人寿历史 PE Band



资料来源：港澳资讯、招商证券

图 2：中国人寿历史 PB Band



资料来源：港澳资讯、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

罗毅, CFA: 毕业于英国诺丁汉大学SirCliveGranger (03年诺贝尔经济学奖获得者)

经济学院, 经济金融学硕士学位, 华南理工大学金融学学士, 于业内最先发现保险股潜在投资价值, 建立保险行业的分析框架, 对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2010年度第二名, 2008年度第二名, 2007年度第三名。证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2010年度第二名, 2008年第三名, 2007年度第二名。金融时报(FINANCIALTIMES)2007年度最佳分析师金融行业第二名。中国证券报社和中央电视台财经频道金牛奖金融服务业2010年第二名。目前为现代服务业(金融、医药、交运、房地产)大组组长。

洪锦屏: 华南理工大学管理学硕士, 2008年7月加入招商证券, 从事金融行业研究

王宇航: 南开大学精算学硕士, 2010年加入招商证券从事金融行业研究

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内, 公司股价相对同期市场基准(沪深300指数)的表现为标准:

强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避: 公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平

B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内, 行业指数相对于同期市场基准(沪深300指数)的表现为标准:

推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数

中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数

回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司(以下简称“本公司”)编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息, 但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价, 在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外, 本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载, 否则, 本公司将保留随时追究其法律责任的权利。