



中国：保险业

中国人寿(601628/18.97元)：中性

中国人寿公布 2008 年 8 月中国会计准则下保费收入

中金公司研究部

分析员：周 光 zhoug@cicc.com.cn

联系人：赵慧颖 zhaohy2@cicc.com.cn

刘 欣 liuxin3@cicc.com.cn

电话：(8610) 6505 1166

2008 年 9 月 19 日

事件：

中国人寿公布了其中国会计准则下 2008 年 8 月份保费收入情况。

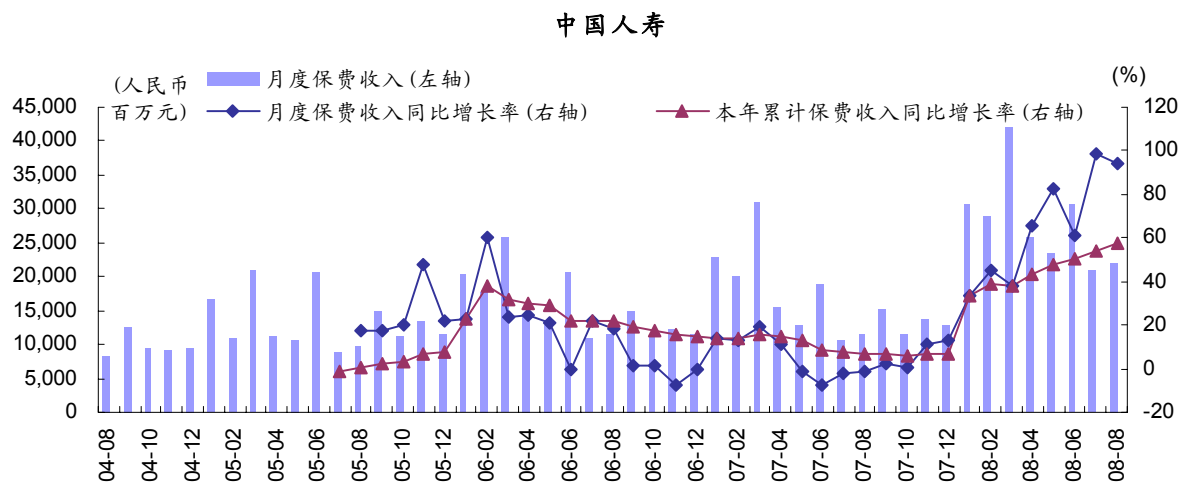
评论：

由于中国人寿良好的 8 月保费收入增长和今日出台的单边征收证券交易印花税等救市措施，我们认为，中国人寿股价短期内可能获得支撑乃至反弹。但中期来看，由于 A 股市场持续大幅上扬从而使公司股权投资收益获得实质性好转的可能性有限，且对于寿险公司更为重要的债券投资收益率仍持续走低，因此公司股价的反弹可能很难维持。

基于可预见的保费收入增长放缓，持续存在的资金成本压力和难以获得实质性好转的投资收益水平，我们维持对中国人寿 A 股“中性”的投资评级。

中国人寿 2008 年 8 月保费收入为 221.59 亿元，同比增长 94.0%，略低于 7 月 98.7% 的增速水平。2008 年 1-8 月，中国人寿累计保费收入达 2252.0 亿元，同比增长 57.1%，延续了今年以来保费同比高速增长的趋势（图 1）。

图 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

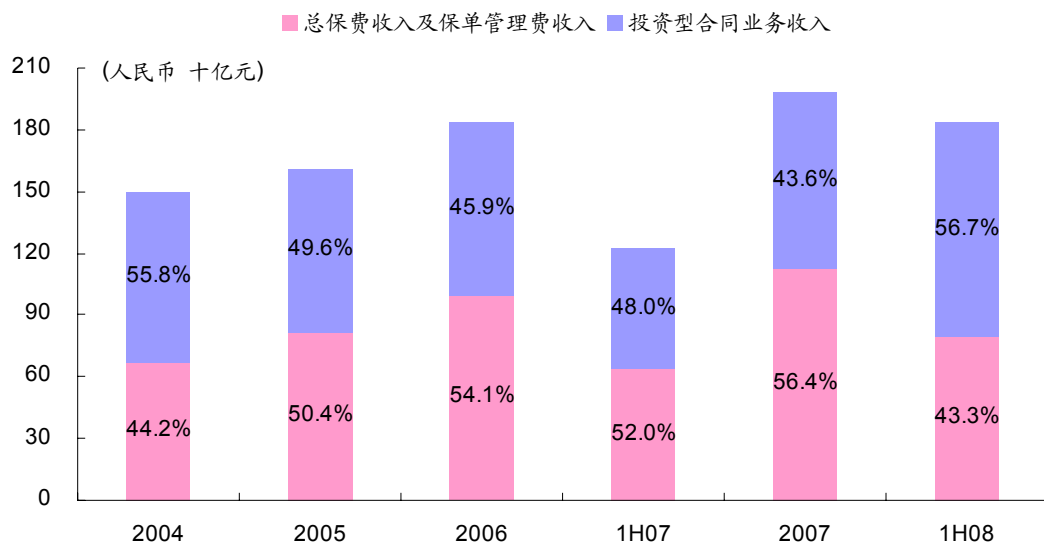
本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。



中国人寿 2008 年以来保费收入的同比高速增长主要有如下原因：

- 今年上半年以来银保产品销售的井喷式增长成为驱动中国人寿保费收入飙升的主要力量（图 2）。但同时，低利润率的趸缴型银行保险产品的热卖也显示出业务结构恶化和产品盈利能力下降的风险。

图 2: 银保产品占比

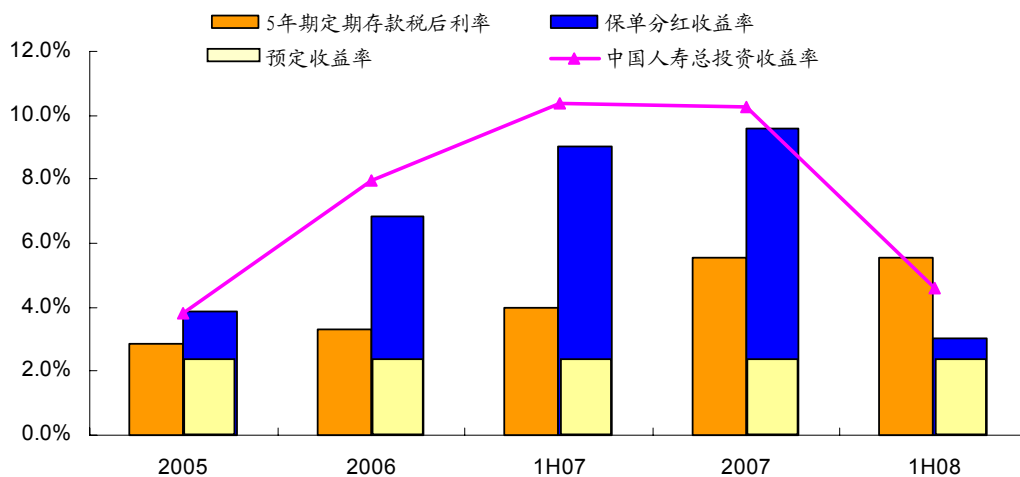


资料来源：公司数据，中金公司研究部

- 2007 年，受益于 A 股市场投资收益率高企，中国人寿的分红险产品提供了相当高的总收益率。该分红水平在 2008 年年初公布，也成为带动 2008 年上半年分红险产品热卖的重要原因（图 3）。07 年分红险超高收益的示范效应和银保渠道的大力发展共同作用，推动了中国人寿 2008 年以来保费收入的强劲增长。
- 另一方面，去年同期较低的保费收入基数也导致近几个月中国人寿保费收入同比增长率呈现出较高水平。2007 年 A 股市场的暴涨使得产品结构以分红险和传统险为主的中国人寿出现了一定程度的保单销售困难，市场份额大幅下滑。2007 年，中国人寿保费收入仅同比增长 6.9%，远低于寿险行业 21.9% 的增长水平；其月度保费收入在 2007 年中期还持续出现负增长（5 月-8 月）。因此，相对于去年同期水平，4 月以来中国人寿月度保费收入同比增幅均保持在 60% 以上的高位。



图 3: 分红险收益率与定期存款利率



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

事实上, 我们从中国人寿 2008 年以来月度保费收入的情况可以看到, 今年上半年出现的保费收入大幅飙升的态势已有所收敛。中国人寿保费收入的最高点出现在 3 月, 达到 424.92 亿元。第一季度平均月保费收入为 340.5 亿元; 第二季度平均月保费收入降至 266.34 亿元; 7、8 两月保费收入则分别为 209.84 和 221.59 元亿元。

中国人寿未来几个月的保费收入情况值得密切关注:

- 一方面, 随着保监会 8 月开始在全国范围内整顿规范寿险公司银邮代理业务, 中国人寿 2008 年上半年出现的银保业务驱动保费收入高速增长的情况恐难以为继。
- 另一方面, 由于中国人寿的产品结构以分红险为主, 而 08 年的分红水平到 2009 年 1 月才会公布 (图 3 显示的 08 年上半年保户红利支出数据仅是公司根据监管要求的最低分红比例估测出的理论数字, 并不具有实际意义)。鉴于 2008 年急剧恶化的投资收益水平, 当中国人寿必须公布保单红利的时候, 将会真正面临保持较高分红水平而降低公司净利润, 或是大幅降低分红水平并牺牲未来保费收入增长的两难选择。

由于银保业务受到一定压制, 我们预计中国会计准则下中国人寿保费收入增长将在 2008 年下半年放缓; 而在 2009 年上半年, 由于公布的总分红收益恐难与 07 年相比, 加上 08 年同期较高的保费收入基数, 中国人寿保费收入将有可能出现负增长。

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街1号
国贸大厦2座28层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲6号
凯德大厦1层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期23楼2307室
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期23楼2307室
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期23楼2314室
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



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)有限公司和/或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人士不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。