第一上海 FIRST SHANGHAI GROUP

中国人寿

买入（+22%）

2005 年 11 月 1 日

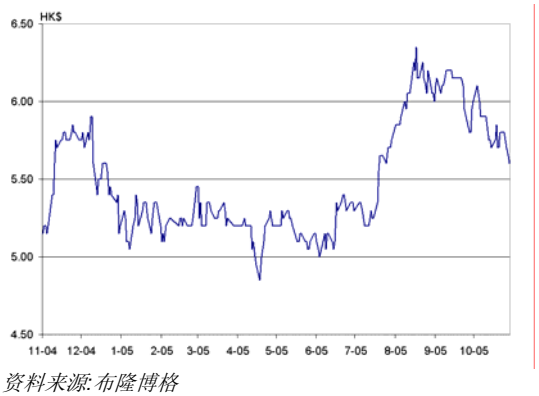
快速成长的中国寿险龙头

- **保费收入快速增长，个人寿险保费和首年期缴保费占比提高，保单继续率高：**中国人寿占据国内寿险市场 45%的份额。个人寿险拉动 05 年上半年保费收入增长 22.9%。期缴产品的续期保费和新产品销售将能促使保费收入持续增长。个人寿险收入和期缴保费收入比重提高，结合高保单继续率，将长期提高承保收益。
- **压缩管理费用，提高经营效率：** 05 年上半年综合成本控制率同比下降 2.3 个百分点到 15.9%，受首年保费下降影响新业务获得成本上升明显。
- **分销网络覆盖全国，县域保险市场占有率达 71%：**拥有 9,300 个营销网点，66.3 万人销售代理，覆盖大陆除西藏外几乎所有县市。来自县域保险市场保费收入占总保费收入的 54%，且效益良好，县域市场在未来相当长时间内仍将被中国人寿的独占。
- **投资组合结构改善，投资限制放松，将促进投资收益改善：**05 年上半年投资收益率提高 40 基点，资产负债匹配改善。保监会放宽债券投资限制，推行保险资金全托管，将有助于提高投资收益，降低保险资金风险。境外投资的放行，有助于规避汇率风险。
- **风险因素：** 在美国的诉讼案尚未了结，母公司及香港三家大财团可能减持股份，对市场有一定压力。
- **初次研究，目标价 7 港元，有 22%上升空间:**我们认为中国寿险市场发展空间巨大，中国人寿作为中国寿险行业的领导者，必将为投资者带来丰厚回报。目标价相当于 14.5 倍 06 年 EPS。 **买入**

关键数据

行业	保险
股票价格	HK$5.75
股票代码	2628
已发行总股数	267.65 亿
总市值	HK$1,538.99 亿
52 周最高价-最低价	HK$6.45-4.825
每股净资产	HK$2.71
主要股东	中国人寿保险（集团）公司 (72.2%)

股价走势



资料来源:布隆博格

财务摘要

截止12月31日财政年度	FY03A	FY04A	FY05F	FY06F	FY07F
总收入（人民币百万元）	**78,883**	**76,806**	**105,437**	**127,542**	**152,400**
增长率（%）	6.2%	-2.6%	37.3%	21.0%	19.5%
净利润（人民币百万元）	**(1,428)**	**7,171**	**10,980**	**13,386**	**15,116**
增长率（%）	-	-	53.1%	21.9%	12.9%
EPS（人民币元）	**(0.11)**	**0.27**	**0.41**	**0.50**	**0.56**
PE（倍）	-	21.4	14.1	11.5	10.2
DPS(人民币元）	-	-	**0.08**	**0.10**	**0.11**
息率（%）	-	-	1.4%	1.7%	2.0%

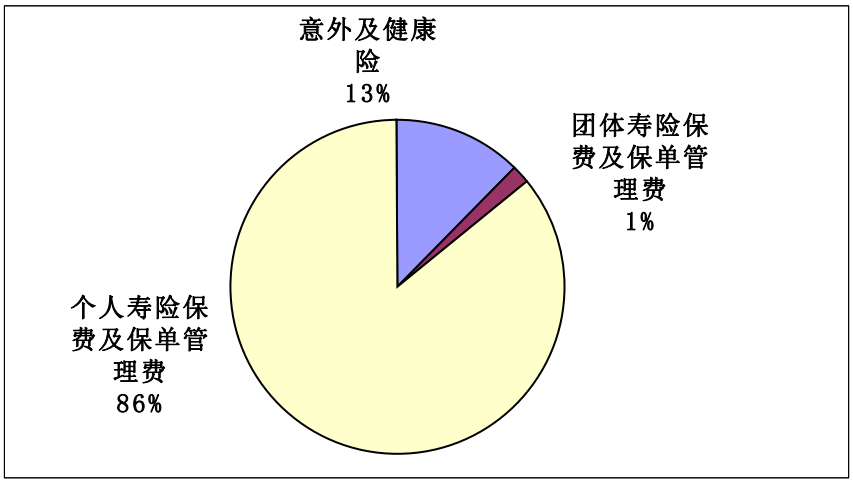
资料来源：公司信息，第一上海

保费收入快速增长，占有 45%的国内寿险市场份额

个险拉动保费收入快速增长

中国保险行业保费收入增速近年有所减缓，05 年上半年寿险、意外及健康险保费收入增长约 13.7%。同期，中国人寿总保费和投资型保单管理费收入达到 426.07 亿元，同比增长 22.9%，高于行业增长 9.2 个百分点。其中，个人寿险和团体寿险业务收入分别同比增长 27.3%和 97.2%，意外及健康险保费收入同比轻微下降 4.0%。我们预计，未来中国人寿的保费收入及保单管理费收入仍然将继续快速增长，原因是：从 04 年起发售的国寿鸿鑫两全型（分红）保单等将持续保持良好的销售势头，其续期保费的收入将保持增长；新产品（如：万能型寿险）的销售状况良好。

05 年上半年保费及保单管理费收入结构

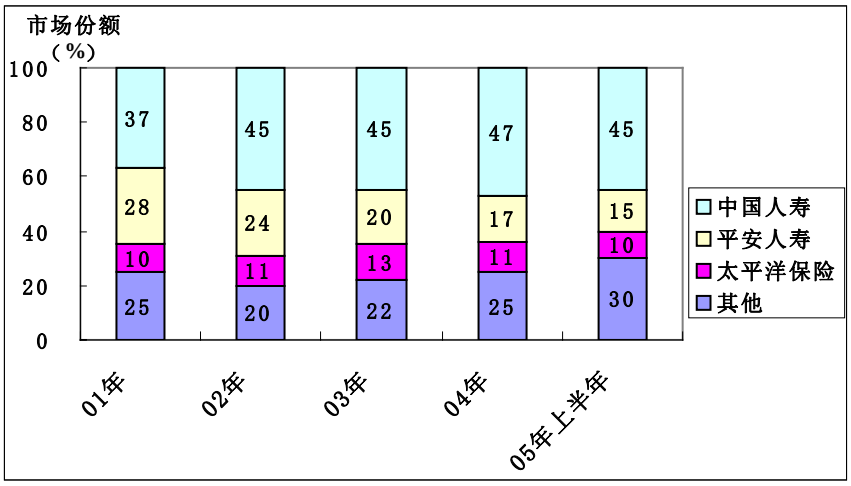


资料来源：公司信息，第一上海

05 年上半年市场占有率 45%

04 年，中国人寿保费收入占全国市场份额的 47%，05 年上半年为 45%，与 02、03 年的市场份额持平。市场份额轻微下降的原因在于从 04 年开始进行产品结构调整，降低收益率较低的投资型产品销售，提高了高收益的风险保障型产品销售。

保费收入市场份额



资料来源：公司信息，第一上海

不可将本报告对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

保费收入结构显著改善，保单继续率显著提高

个险收入比重达 86%，首年保费期缴比率提高到 93.5%

从 04 年开始，中国人寿的产品组合重心逐渐从投资联结型向风险保障型转移。个人寿险业务收入占总保费收入比重从 04 年上半年 83%提高到 05 年上半年的 86%，首年期缴保费占首年保费比重更提高到 93.5%，较 04 年上半年提高 7.8%。这种改变显示出中国人寿产品收益率正向高收益产品方向转换。虽然首年保费 05 年上半年同比下降了 12%，但我们认为，主要原因在与中国人寿推出 10 年期期缴保费产品替代了过去的 3 年期期缴产品的原因。较长期的期缴产品不仅能够给中国人寿带来更高的收益，更主要的是保证了未来持续稳定的续期保费的持续流入。尤其是在中国目前市场利率处于历史低点的环境下，在预期市场利率上升的情况下，未来持续的续期保费收入将提高中国人寿的投资收益水平。

积极开发高利润率产品

中国人寿从 04 年起，逐渐加强了精算业务中的死亡率、费用率和发病率等基础率分析，引进了国际先进的精算软件系统（MoSee），并将产品盈利性分析、先进流分析、精算风险控制等确定为长期目标。在此基础上，停止销售如“生命绿荫”等盈利能力较低的产品，开发出国寿鸿鑫、国寿鸿瑞等新产品。04 年中国人寿的 40%以上的个人寿险新保费收入来自国寿鸿鑫两全型（分红）保单，其内部收益率估计达到 30%左右，远高于过去的重要产品国寿鸿泰 17%左右的内部收益率。

保单继续率优于中国平安

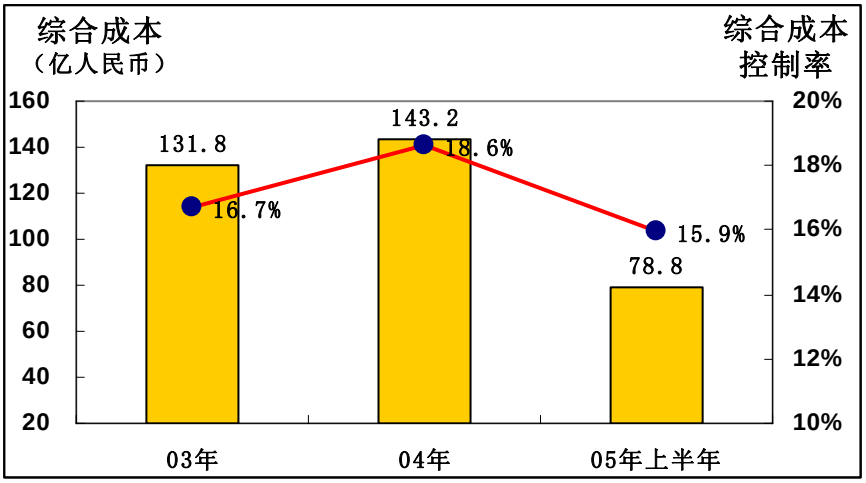
05 年上半年，中国人寿首次披露的个人寿险的 14 个月和 26 个月保单继续率分别为 89%和 85%，显著高于中国平安的 85.5%和 82.5%水平。较高的保单继续率将显著降低中国人寿的退保损失，并为未来的长期收益提供保证。

成本控制成效显著，综合成本控制率下降 2.3%

综合成本控制率下降到 15.6%

中国人寿通过强化对分支机构的办公行政类费用的控制，细化固定资产投资预算、控制资本性支出规模，推行集中式采购、降低大宗项目的采购成本等措施，控制成本，使综合成本控制控制率显著下降。05 年上半年的综合成本控制率从 04 年同期的 18.2%下降到 15.9%，预计 05 年的综合成本控制率将下降到 15.6%，未来两年将继续下降到 14.8%和 14.1%。综合成本控制率下降主要来源于管理费用下降。

中国人寿综合成本控制及其控制率



资料来源：公司信息，第一上海

新业务获得成本上升，需要继续观察

但我们同时注意到，05 年上半年中国人寿的新业务获得成本较 04 年同期有显著上升 9.3 个百分点到 33.2%。根据历史数据，中国人寿的新业务获得成本在下半年明显高于上半年，主要是因为全年的绩效奖金将集中在下半年发放。我们仍然需要观

不可将本报告对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

察中国人寿全年的新业务获得成本变动情况。

另外，05 年上半年个人首年保费下降 12%也是导致中国人寿新业务获得成本提高的重要原因。

覆盖全国的分销网络保证了在县域保险市场占有率达 71%

覆盖全国的分销网络

中国人寿拥有中国保险业最大的分销网络，包括营销网点 9,300 多个，销售代理人 66.3 万，其中 70%获得中国保监会颁发的资格证书。在银行代理渠道方面，与中国人寿建立银行保险合作关系的机构总数达 8.82 万家。中国人寿的团体保险直销队伍达到 1.2 万人，并开始使用新的团体年金管理系统。

县域保险市场占有率达 71%，效益好于大中城市市场

中国人寿的保险分销网络覆盖了中国大陆除西藏以外的几乎每一个县。04 年，中国人寿县域保费收入占总保费的比例为 54%，县域业务的市场份额高达 71%，有 110 个县支公司的保费收入超过亿元，有 1,600 多个县支公司保费收入过千万元。在县域市场上，中国人寿的市场份额较在全国市场份额高出 26%，我们预计，未来几年内，其他竞争对手没有能力将分销网络全面渗透到县域市场与中国人寿进行竞争。

中国人寿在县域市场取得的经济效益不亚于大中城市业务，县域保险业务的内在价值总体上优于其他业务。并且，今年中国人寿将着手改变保险产品城乡无差异的现状，开发面向县域销售的保险产品，巩固竞争优势和市场份额。

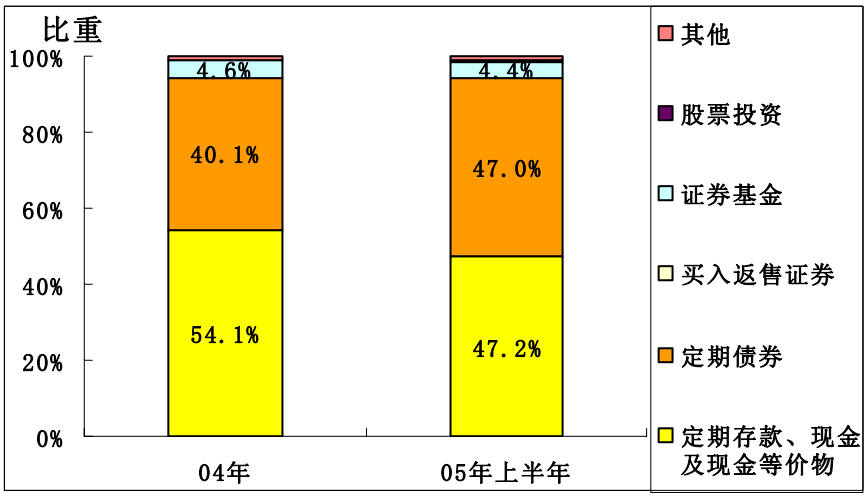
投资收益率将持续提高

投资收益率提高，资产负债匹配改善

05 年上半年的投资收益率较 04 年提高了 40 基点到 3.84%，主要原因是 04 年 10 月国内存款利率提高 27 基点和中国人寿将部分到期的协议存款转为投资长期国债。中国人寿投资资产中，长期债券的比例有 04 年底的 6%提高到 05 年上半年的 15%，不仅提高了投资组合的收益率，更使资产负债的匹配得到改善。

证券投资基金、股票等投资占中国人寿的投资比重仅占 4.7%，国内股票市场的波动对中国人寿的投资收益影响轻微。

中国人寿投资组合结构



资料来源：公司信息，第一上海

下半年投资收益率提高有压力

由于国内银行间市场资金充裕，经过税收调整后的国债收益与同期的定期存款间利差已经收窄到 22 基点。并且，受宏观紧缩影响，国内银行普遍降低了新增贷款的

不可将本报告对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

投放，致使银行的资金需求有所下降，导致银行协议存款利率从 04 年的 4.2%下降到 05 年下半年的 3.6%。这将给中国人寿 05 年下半年的投资收益水平带来压力。但我们预期全年的投资收益率能够保持在 3.8%的水平。

预计未来两年投资收益率达 3.9%，提高 10 基点。

未来两年的投资收益水平，我们认为中国人寿能够继续提高到 3.9%的水平，主要原因是：中国保监会于 6 月公布了新的《保险公司投资企业债券管理暂行办法》，允许中国保险公司投资企业债券的范围扩大，并且，投资企业债券的比例由目前不得超过总资产的 10%，提高到 20%。

允许境外投资，汇兑损失有望避免

05 年 9 月，《保险外汇资金境外运用管理暂行办法实施细则》正式颁布，允许中国保险公司投资中国企业在境外上市的股票和境外金融市场符合条件的金融产品，包括：结构性存款、MBS、中国企业在境外发行债券、货币市场基金等。由于人民币升值影响，中国人寿的外汇资产损失了约 5 亿元，在允许保险资金境外投资的情况下，预计未来中国人寿将能够有效避免汇兑损失。但由于未来仍然将限定保险公司的境外投资规模，加上境外投资较投资国债不享有免税优惠，因此，预计对投资收益改善作用有限。

全托管将有效规避保险资金被挪用的风险

中国人寿已经将过去委托“闽发证券” 总值 4.12 亿元的国债投资全额计提了减值准备。

05 年 10 月，中国保监会开始要求保险公司实行保险资金的全托管，除目前已实现托管的投资资金外，托管范围还将扩大到营运资金和全部可投资资产。建立全托管制度，可以防止资金被挪用，保险公司将集中精力用来提高投资收益，也有利于建立保险资金管理持续监管的长效机制。未来，将会把保险资金全托管逐渐从“全金额”托管向“全过程”托管转化，彻底避免保险资金被挪用的风险。

风险因素

在美国涉及诉讼，尚无法判断所造成的影响

04 年 3 月至 5 月，有原告向美国纽约南区联邦法院针对中国人寿及其部分高管提出了九起集团诉讼（已被法庭合并为一个案件），均指控中国人寿在招股时未有披露国家审计署中国人寿母公司的前身—中国人寿保险公司进行审计的事实，违反了《证券交易法》。目前公司的律师尚无法判断该诉讼是否会对公司造成不利影响以及影响的程度。

大财团和母公司可能减持对股价表现造成压力

由于中国人寿母公司承担了过去遗留下来的负利差保单，亏损较大，可能会减持部分股票，弥补亏损。

此外，长和系、恒基兆业、周大福企业在 IPO 时，分别認購了 4.284 亿、4.284 亿、2.142 亿股中国人寿股份，在禁售期结束后，周大福企业与长和系分别减持了 50%持股。未来上述股东如果再减持股票，将造成一定的市场压力。

不可将本报告对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

估值及投资建议

买入，目标价 7 港元

由于中国人寿保费收入在 04 年下降后重新恢复增长，新产品盈利能力提高、保单继续率处于优异水平，公司的经营效率显著改善，强大的分销网络和市场份额保持稳定（尤其在县域市场的绝对优势地位），并且，伴随监管部门对保险资金投资约束的放松和明显改善的投资组合收益水平。因此，我们认为中国人寿的经营效益将显著改善。

基于以下原因：

中国保险市场未来的发展空间巨大：中国的寿险保险深度（保费收入占 GDP 的比值）为 2.4%，寿险保险密度（人均总人寿保费收入）约为 23 美元。而世界平均人寿保险深度为 4.7%，亚洲平均人寿保险深度为 5.8%；世界平均人寿保险密度为 235 美元，亚洲为 125 美元。显示出中国寿险市场的发展仍然处于发展初期，未来空间巨大。另外，中国人口结构老龄化加快、社会保障严重不足需要商业保险作为补充、经济高速发展带来的居民财富增长等因素共同推动中国寿险市场将以远超过欧美成熟的速度成长。

中国人寿 15%左右 ROE 水平显著高于北美的寿险公司 13%的水平：寿险公司利润来源主要是：死差损益、费差损益、利差损益。其中，中国保险公司在死差损益、费差损益上较欧美保险公司有优势，主要是因为市场竞争不够激烈，保险公司的精算假设更保守。虽然北美寿险公司产品丰富，投资渠道广阔，但市场竞争激烈，承保基本上是亏损。利差损益方面，目前中国人寿的投资收益率在 3.8%，欧美保险公司投资收益为 10%左右。但中国法定保单回报上限是 2.5%，北美是市场决定，相对利差没有二者投资回报率差距那么大。综合“三差损益”的影响，导致中国人寿的 ROE 水平略高于北美寿险公司公司。

中国人寿在中国寿险市场上的绝对优势地位：中国人寿近几年保持 45%左右的寿险市场份额（县域保险市场达到 71%），并分销机构覆盖中国大陆除西藏以外几乎所有的县市。中国人寿取得的市场占有率和市场开发深度，在全球主要保险市场上，是其他任何一家寿险公司都无法企及的。

客户价值的不断增长：寿险业务中，客户与公司间一般存在长期契约。随时间推移，现有客户的价值将随其收入增长和财富积累而不断提高。同时，中国人寿是中国所有寿险公司中最有能力进行客户筛选，通过拒保高风险客户，主动降低市场占有率，提高收益水平。

过去承保收益被低估，未来将逐渐显现：中国保监会正在修订新的生命表，预计将修正原生命表对死亡率的过高估计。实际死亡率低于生命表死亡率，将会产生较大的“死差益”，因此，中国人寿过去的承保利润实际上存在低估（仅管年金产品的收益将受到负面影响，但年金业务占比较低）。这部分收益将逐渐显现。

我们认为，相对于美国、加拿大上市寿险公司平均 11.5 倍 06 年 EPS 的估值水平，中国人寿应该有一定溢价。我们给予中国人寿 12 个月的目标价格为 7.0 港元，相当于 14.5 倍 06 年 EPS，。建议买入

不可将本报告对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

损益表

截止12月31日财政年度 （人民币百万元）	FY03A	FY04A	FY05F	FY06F	FY07F
总保费收入及投资型保单管理费收入	69, 334	66, 257	89, 107	106, 928	128, 314
减：分出保费	(1, 571)	(1, 182)	(713)	(855)	(1, 027)
净保费收入及投资型保单管理费收入	**67, 763**	**65, 075**	**88, 394**	**106, 073**	**127, 288**
未到期责任准备金提转差	(547)	(67)	(126)	(135)	(156)
已实现净保费收入及投资型保单管理费收入	67, 216	65, 008	88, 268	105, 938	127, 132
净投资收益	**9,825**	**11, 317**	**15, 992**	**20, 302**	**23, 931**
已实现/未实现投资收益净额	1,115	(1,298)	(343)	(150)	0
其他收入	727	1,779	1,520	1,452	1,337
收入合计	**78, 883**	**76, 806**	**105, 437**	**127, 542**	**152, 400**
寿险死亡及其他给付	(8, 570)	(6, 816)	(12, 358)	(16, 950)	(22, 884)
各项准备金	(55, 226)	(43, 892)	(60, 992)	(72, 130)	(85, 283)
保户红利支出	(1, 207)	(2, 048)	(2, 458)	(2, 949)	(3, 539)
递延承保费用摊销及佣金	(6, 317)	(7, 735)	(8, 466)	(9, 866)	(11, 129)
管理费用	(6, 862)	(6, 585)	(7, 061)	(8, 475)	(10, 171)
其他营业支出净额	(964)	(227)	(290)	(327)	(375)
保险业务支出及其他费用合计	**(79, 146)**	**(67, 303)**	**(91, 624)**	**(110, 697)**	**(133, 379)**
税前及少数股东损益前盈利	**(263)**	**9, 503**	**13, 813**	**16, 845**	**19, 020**
所得税	**(1, 180)**	**(2, 280)**	**(2, 763)**	**(3, 369)**	**(3, 804)**
未计少数股东损益前盈利	**(1, 443)**	**7, 223**	**11, 050**	**13, 476**	**15, 216**
少数股东损益	15	(52)	(70)	(90)	(100)
净利润	**(1, 428)**	**7, 171**	**10, 980**	**13, 386**	**15, 116**
EPS（元）	(0. 11)	0. 27	0. 41	0. 50	0. 56
DPS（元）	-	-	0. 08	0. 10	0. 11
盈利比率					
ROA	-0. 4%	1. 9%	2. 3%	2. 3%	2. 2%
ROE	-	11. 1%	14. 9%	15. 3%	14. 9%

资料来源：公司信息，第一上海

不可将本报告对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

第一上海证券有限公司

中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人传阅。未经批准，不得以任何方式使用或转载本报告之任何内容。此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请或构成对任何人的投资建议。此报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向，财务情况或任何特别需要。此报告所载资料在刊出时皆被第一上海认为可靠，但第一上海不能担保其准确性或完整性，而第一上海不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。第一上海或其雇员将不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会持有此报告内所提及到的证券或投资项目。

©2005第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。