



股票分析：中國人壽 (2628) - 保險業 2010年1月26日

資料來源：公司年報及中期報告

基本資料

- 中國人壽(下稱國壽)為全中國最大的人壽保險公司，業務包括個人壽險，團體保險和短期健康保險。核心業務個人壽險業務在內地保險市場有著領導地位，佔有約三成九市場份額。同時集團亦為國內資產值最大的機構投資者，截至2009年6月30日集團總資產達11,603億元人民幣。以撰稿日H股收市價計算，其市值超過2700億港元。
- 中國保險滲透率遠較一般已發展及發展中國家低，只有2%左右。在中國經濟保持增長及人民平均收入水平提高的大前提下，保險業發展預料在未來五年間發展依然迅速，並能維持保費收益率的雙位數增長。
- 財政部於去年10月，首次公佈對中央管理金融類國有及國有控股企業2008年的績效表現評價結果。按該份報告評分顯示，中國人壽位列保險類金融業的第一名。所得的分數為五家受評級的保險公司中最高，共得87.56分，成為唯一一家奪得評級類型為A-級的國有保險公司(共分五級，A是最好的優秀評級，E是最差)。

競爭力分析

- 國壽身為中國保險行業的龍頭，再加上特殊的國有企業身份，在進行投資時往往較其競爭對手有優勢，讓集團能夠擁有優先認購權利和以較低的價錢購入資產。這有助提高集團的投資組合回報，同時所承擔的投資風險亦會較同業為低，收益率卻較同儕更為優勝。
- 其中一個例子，在09年5月後金融海嘯時期，美國銀行為滿足美國政府的資本充足要求而向國際機構投資者出售建設銀行H股份來籌集資金，國壽為其中一家並以代價每股\$4.2元，購入26億多股建行H股股份。上述收購價相對當時股價有一成多折讓，若以撰稿日最新價格\$6.2元計算，這筆投資更已升值近五成。
- 集團投資於股權的比率佔整個投資組合的13.4%，較國內同業為高。而固定投資收益(債權型投資)則為72.4%。於2008年1月時，國壽曾發出上市後首次盈利預警，主要因當時投資市場環境轉差而受到拖累。雖然投資收益只佔集團總收入約四分之一，但由此可見金融市場的波動對集團投資盈利及整體收益有著密切關係。

業務營運分析

- 國壽的主要收入來源有保費和保單管理費收入，於2009年上半年合共為集團帶來874億元收入，較去年同期上升11%，當中個人壽險佔已實現

淨保費收入比例超過九成。

- 集團的另一收入源自投資收益，佔總收入約兩成。截至 2009 年 6 月 30 日，集團投資資產達 10,433 億元人民幣，當中約一半是債權型投資(國債，政府機構及企業債券)，股權型投資(股票及基金)和定期存款則分別佔 13.4%及 26.5%，剩下的部份為現金。雖說金融海嘯期間令 2008 下半年大部分投資都錄得帳面虧損，但自去年第一季復甦並大幅反彈，集團的投資收益已獲得改善，合共約\$328 億元。
- 相比起 2008 年同期，淨投資收益因基金分紅減少而由 253 億元下跌 25% 至 189.3 億元，已實現金融資產收益淨額則大增 15 倍至 118 億元。另外今年上半年金融資產(證券)公平值變動收益淨額 13.7 億元，去年同期卻因股市深度調整而錄得 64.9 億元虧損。
- 投資環境復甦加上業務擴張，至 2009 年 6 月 30 日為止，集團的內含價值已較年初上升 11.34%。

股價走勢分析

■ 近期走勢

- ◆ 自股價在 12 月 7 日升至\$41.45 元創出一年新高後強勢不再，12 月餘下的日子幾乎都處於下跌狀態，月內一度低見\$36.35 元。1 月初股價曾回升至\$39 元水平，及後相繼失守 10 天 20 天和 50 天平均線，一直反覆回落至\$35 元附近，由 12 月份高位下跌約 15%。上週五(22 日)一度跌穿\$35 元，最後收市報\$35.75 元。
- ◆ 美國預托證券 ADR 上週五(22 日)錄得 1.41%跌幅，折合收報 \$34.82 港元。
- ◆ 技術指標 RSI(14)跌至 30，顯示股價已進入超賣區域。

■ 預測

- ◆ 股價在\$35 元附近開始覓得買盤承接，短期似有見底跡象。支持主要應該是來自去年 7 月至 9 月期間股價在\$32 至\$36 元範圍橫行所形成的密集區域。
- ◆ 另外技術指標 RSI(14)進入超賣區域，可預期股價短期會出現技術性反彈並重回 10 天移動平均線之上(現位於\$36.5 元)。
- ◆ 現時市場因憂慮中央會陸續推出收緊資金政策而普遍偏淡，待大市交投轉為活躍時股價便有望重越 50 天平均線，上望\$40 元。

總結

以國壽股價\$34 元計算，市盈率為 39.8 倍，市帳率達 4.7 倍。雖說估值並不便宜而且亦較恆指平均估值 17 倍市盈率有一段差距，但以保險業前景來看則

另作別論。現時集團主要業務個人壽險在國內市場需要面對同業的競爭，幸而中國保險滲透率仍然偏低，在中國城市人口持續增長下個人壽險業務尚有龐大發展空間，整個保險業界尚處於增長期。按照 2009 年中期報告推測，可期望 2009 年全年保費收入增長比率超過 2008 年，並且會錄得不俗的投資收益，相信在未來兩個月公佈的全年業績將為股價帶來刺激，預期市盈率大約 26.3 倍，市帳率下降至 3.7 倍。建議於 \$34 元或以下水平分注吸納，目標價看 \$40 元。

評級：B+ 業務有增長空間，走勢優於大市，建議買入作中線投資

免責聲明：

此文所載之內容僅為提供資料之用，並不構成提出銷售、徵求購買、邀約、建議或推薦閣下完成任何交易。投資涉及風險，投資者有可能會損失全部投資。讀者務請運用個人獨立思考能力自行作出投資決定。如因任何錯誤而蒙受任何損失或損害，本公司概不負責或承擔法律責任。

內含價值 (人民幣百萬元計)	6月30日止			
	2006	2007	2008	2009
內含價值	\$ 181,989	\$ 252,568	\$ 240,087	\$ 267,320
按年增長		38.78%	-4.94%	11.34%

証券商綜合盈利預測* (人民幣百萬元計)	2009*		2010*		2011*	
淨利潤 (虧損)	\$	31,079	\$	36,339	\$	43,649
每股基本與攤薄後收 益 (人民幣元計)	\$	1.100	\$	1.290	\$	1.544
每股派息 (人民幣元計)	\$	0.305	\$	0.358	\$	0.335
預測市盈率 P/E (倍)		30.91		26.36		22.02
預測市帳率 P/B (倍)		4.72		3.70		-
預測收益率		0.897%		1.053%		0.985%

*証券商預測包括: 瑞信, 花旗, 高盛, 野村, 大華繼顯, 德意志, 法巴, JP Morgan

預測市盈率以股價 HK\$ 34 元計算
已發行股本 28264705000 股

	(2628) 中國人壽	(2601) 太平洋保險	(2318) 中國平安	(2328) 中國財險
2010年預測市帳率*	3.7	2.25	3.8	3.1