

中国人寿(601628.sh)

业务发展强劲，规模带来效益

余晓宜 银行业 首席研究员

电话: 020-87555888-648

email: yxy2@gf.com.cn

曹恒乾 非银行金融行业 研究助理

电话: 020-87555888-419

eMail: chq@gf.com.cn

规模带来效益，投资更加稳健

规模为中国人寿带来利润，2008 年投资资产 9,371 亿元，而 2005 年投资资产只有 4,931 亿元，因此在 2008 年，虽然投资收益率比 2005 年低 47 个基点，但利润比 2005 年增长了 85%。股权型投资占比下降到 8%，是因为减少了股权的投资，以及股票市值缩水。

寿险业务发展强劲

2008 年中国人寿保费收入 2956 亿元，同比增长 49%，其中首年期缴保费 354 亿元，同比增长 27%，趸缴保费 1755 亿元，同比增长 90%，续期保费 869 亿元，同比增长 12%。公司的 14 个月、26 个月保单持续率分别为 92.5%和 86.05%，退保率下降到 4.38%。公司保险营销员人数有了显著增长，从 63.8 万人增长到 71.6 万人。

投资建议

我们预计两方面因素会提升 2009 业绩，一是预计投资收益率反弹到 4.5%会增加 54.5 亿的利差收益，二是投资资产规模提升到 11,162 亿元，会增加 19.7 亿元利差收益。预计 2009-2011 年 EPS 分别为 0.62 元、0.77 元、0.95 元，给予买入评级，目标价 26.85 元。

预测及评估

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
已赚保费	195,440	294,939	333,281	386,606	448,463
增长率	8.73%	50.91%	13.00%	16.00%	16.00%
净利润	28,297	10,205	17,965	21,987	27,033
增长率	95.43%	-63.94%	76.04%	22.39%	22.95%
每股净资产					
(元)	6.02	4.77	5.16	5.67	6.3
每股收益					
(元)	0.99	0.36	0.62	0.77	0.95
市盈率	22.70	62.42	36.24	29.18	23.65
市净率	3.73	4.71	4.35	3.96	3.57
ROE	16.52%	7.46%	12.02%	13.58%	15.08%
股息(元)	0.42	0.23	0.26	0.32	0.4
股息率	1.87%	1.02%	1.16%	1.42%	1.78%

来源: 中国人寿保险股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	22.47
目标价格(元)	26.85
前次评级	持有

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	8.85%	15.32%	-20.91%
上证综指	8.03%	23.77%	-36.47%

股票数据

总股本(万股)	2,826,470
流通 A 股 (万股)	894,117
主要股东:	

中国人寿保险(集团)公司

主要股东持股比例	68.37%
流通 A 股比例	31.63%

财务比率

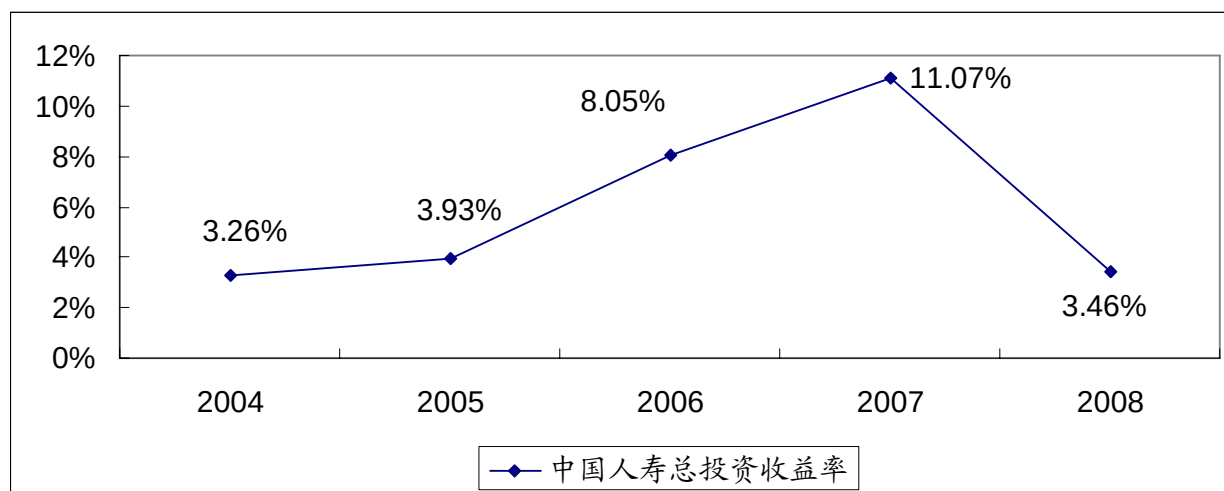
ROE	7.46%
ROA	1.03%
资产负债率	86.28%

2008 年报数据

规模带来效益

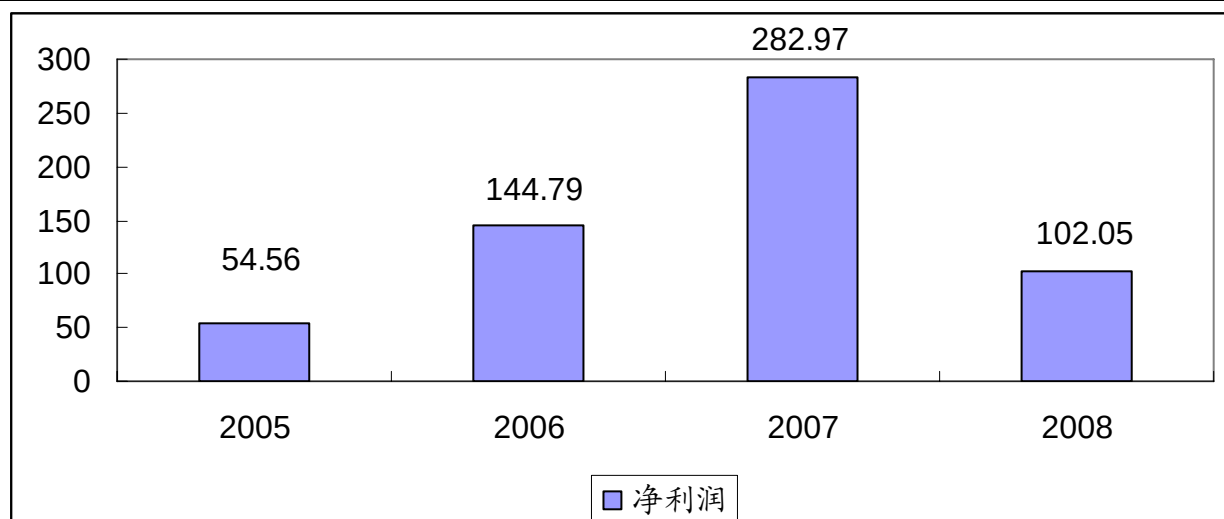
2008年中国人寿利润101亿元，每股收益0.36亿元，同比减少64%；股东权益1,350亿元，每股净资产4.77元，同比减少21%。由于2008年资本市场的深度调整，公司投资收益率下降到3.46%，但我们注意到2005年投资收益率为3.93%高出2008年47个基点，但利润只有2008年利润的54%，主要原因是公司的规模增大，投资资产从2005年的4,937亿元，增加到2008年9,371亿元。

图1：中国人寿投资收益率



数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

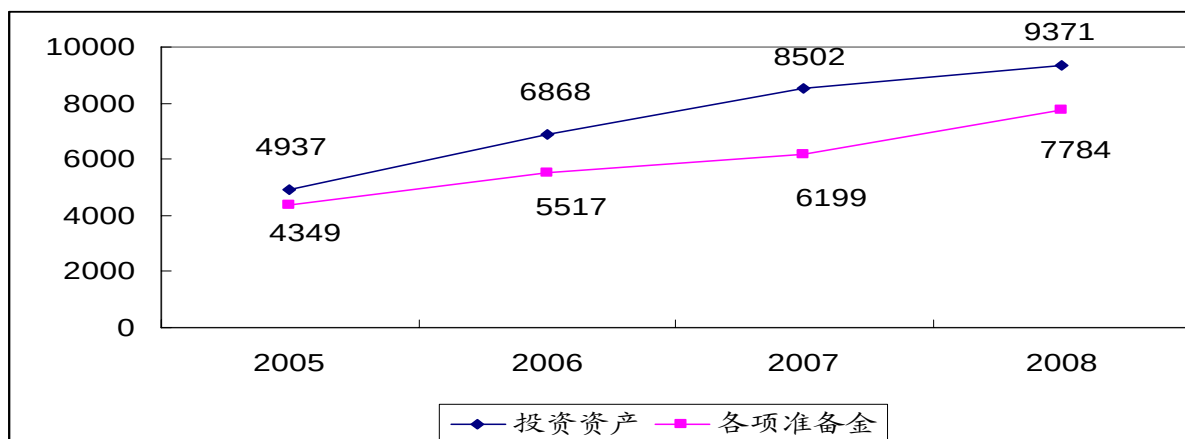
图2：中国人寿净利润



数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

中国人寿的投资资产上升到9371亿元，而各项准备金余额也上升到7784亿元，保险公司的利差收益来自投资收益与保单成本的差额，投资收益高于定价利率的情况下（平均定价利率2.37%），更多的准备金余额可以带来更多的利差收益，此外保险公司自有资金更可以也贡献一部分利润。

图3：中国人寿投资资产与各项准备金余额

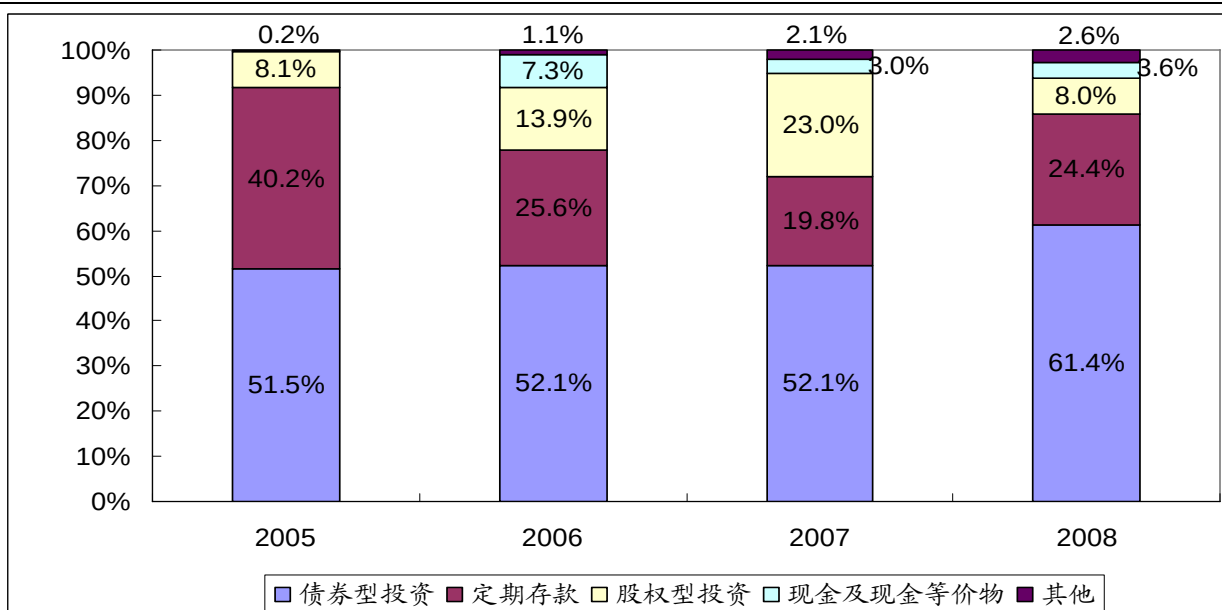


数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

投资更加稳健

虽然总投资资产增长到9371亿，但股权型投资的占比大幅减少，从2007年占投资资产23%下降到8%，主要是由于公司出于稳健考虑减少了股权方面的投资，和由于股票价格下跌市值减少导致股票型投资在组合中占比减小。

图4：中国人寿投资资产结构

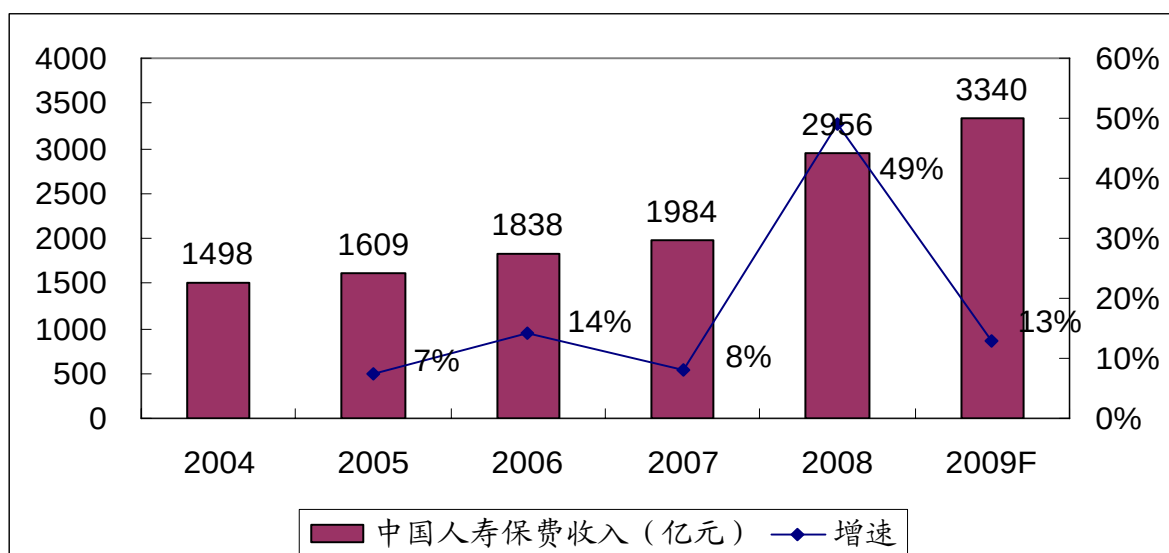


数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

寿险业务发展强劲

2008年中国人寿保费收入2956亿元，同比增长49%，其中首年期缴保费354亿元，同比增长27%，趸缴保费1755亿元，同比增长90%，续期保费869亿元，同比增长12%。

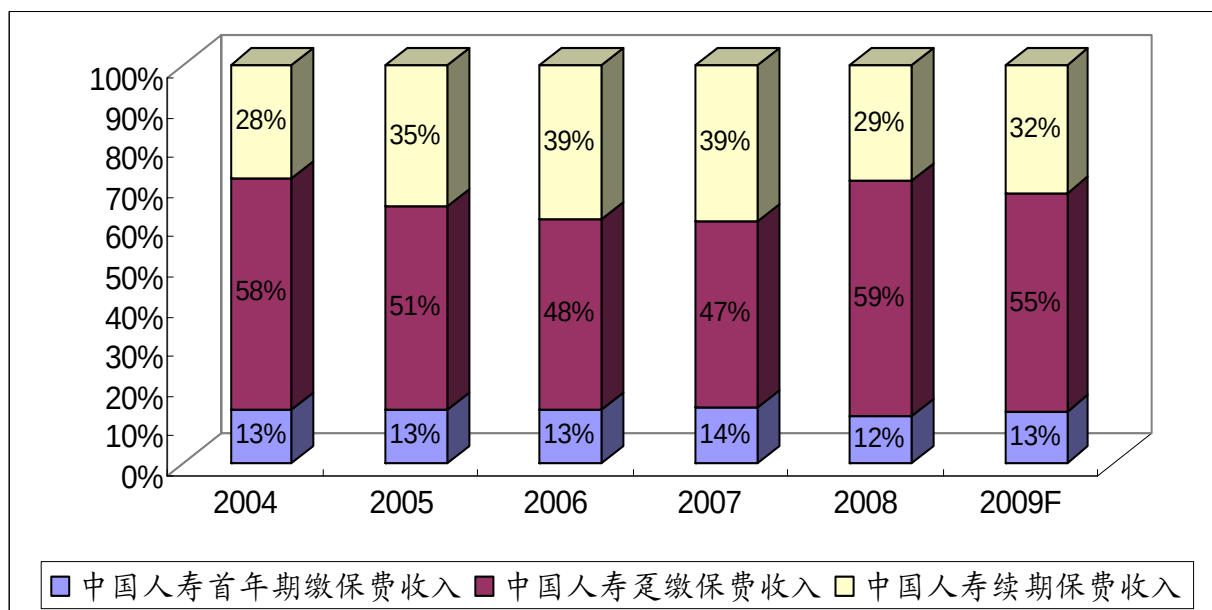
图5：中国人寿保费收入



数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

由于趸缴保费的强劲增长，2008年趸缴保费占比提高到59%（其中银行保险占比48%），预期2009年银行保险的占比下降到45%，保费增长13%，新业务价值增长16%。

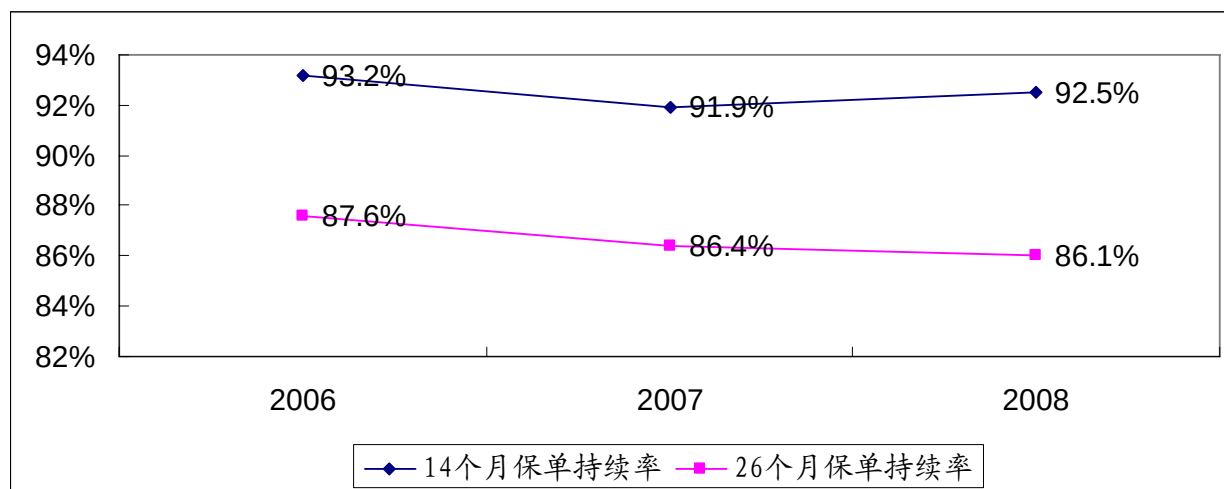
图6：中国人寿保费结构



数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

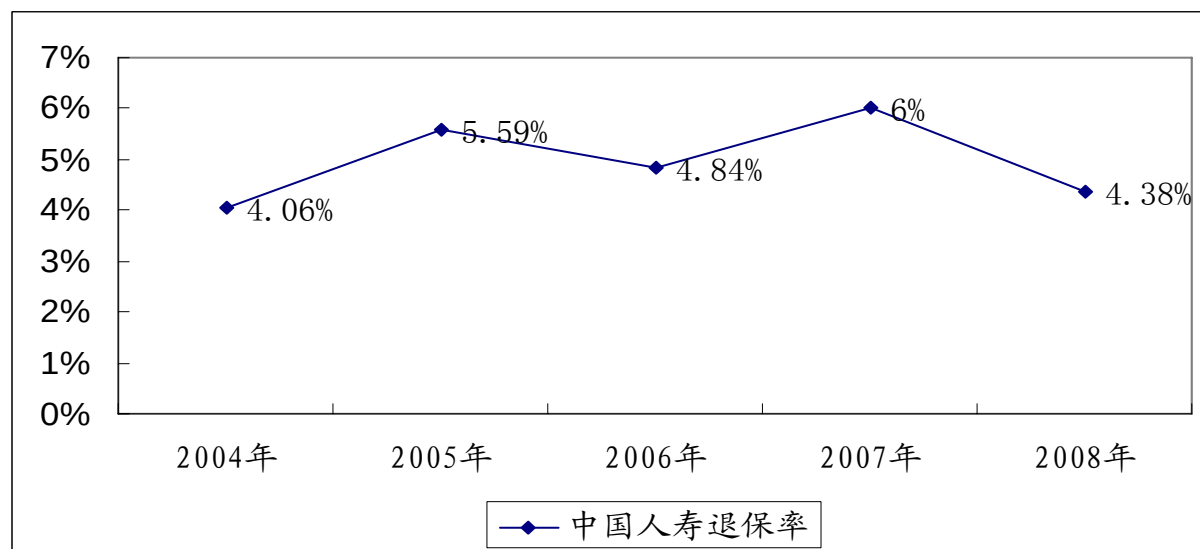
公司的14个月、26个月保单持续率分别达到92.5%和86.05%，退保率4.38%比2007年有所下降。

图7：中国人寿长期个人寿险保单继续率



数据来源：公司网站、广发证券发展研究中心

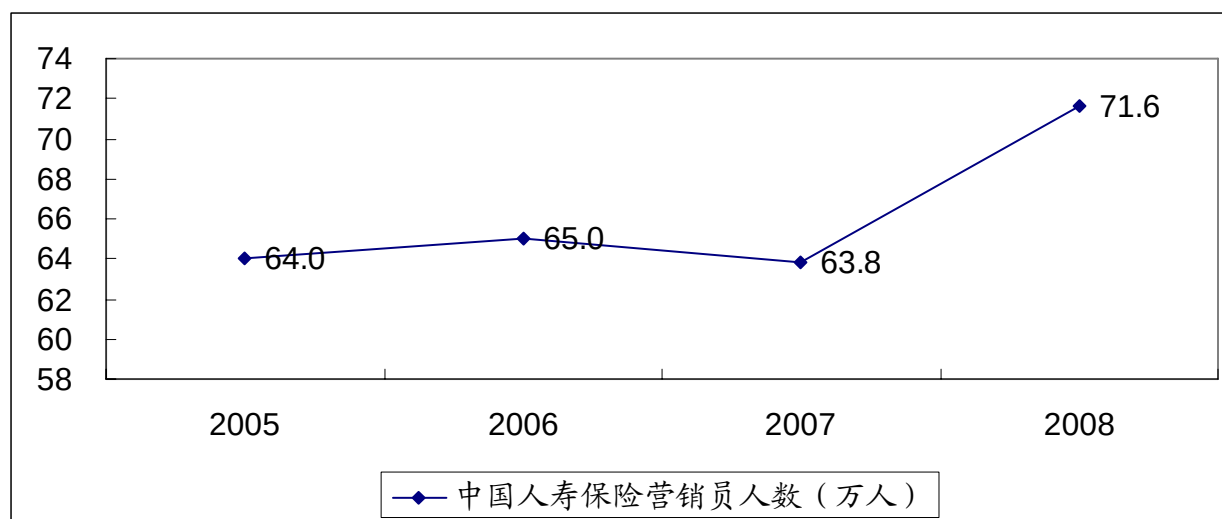
图8：中国人寿退保率



数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

公司保险营销员人数在2008年有了显著的增长，从63.8万人增加到71.6万人，银行保险营销网点达9.4万个，客户经理达2.6万人，理财经理达1.1万人，并成立了电子上午部，积极探索电话营销及网络营销。

图9: 中国人寿保险营销员人数



数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

业绩预测及估值

最新的估值采用公司内含价值报告中的假设, 即投资收益率2008年为4.25%, 线性增长到2013年的5.5%。新业务价值增长假设未来十年增速为16%, 然后永续增长3%, 贴现率为11%。

表1: 2009年中国人寿估值

内含价值	9.46 元
新业务价值	0.57 元
新业务倍数	30.43 倍
估值	26.85 元

数据来源: 广发证券发展研究中心

我们预计2009年公司业绩会有大幅的增长，业绩的增长来自两个方面，一是投资收益率反弹，在2009年总投资收益率4.5%的假设下（隐含权益类占比8%，投资收益率10%，固定收益类占比92%，投资收益率4%），公司业绩增长54.5亿元，二是由于规模的增长，假设2009年底投资资产增长到11,162亿元，公司收益会增加19.7亿元，预计2009年业绩0.62元/股，在2010年投资收益率为4.75%的假设下，2010年业绩0.77元/股，在2011年投资收益率为5%的假设下，2011年业绩为0.95元/股。

表2：中国人寿盈利预测表（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	281,294	341,074	380,737	446,017	522,377
已赚保费	195,440	294,939	333,281	386,606	448,463
投资收益	91,377	53,339	46,199	57,953	72,223
公允价值变动损益	(6,388)	(8,316)			
汇兑损失	(1,032)	(907)	(1,025)	(1,189)	(1,379)
其他业务收入	1,897	2,019	2,281	2,647	3,070
二、营业支出	(246,475)	(333,169)	(359,822)	(419,924)	(490,115)
退保金	(43,661)	(39,131)	(44,218)	(51,293)	(59,500)
赔付支出	(69,406)	(79,235)	(89,536)	(103,861)	(120,479)
减：摊回赔付支出	488	77	87	101	117
提取保险责任准备金	(67,185)	(155,911)	(170,898)	(199,427)	(232,643)
减：摊回保险责任准备金	(36)	(134)	(151)	(176)	(204)
保单红利支出	(27,473)	(1,671)	(6,045)	(8,357)	(11,390)
分保费用	(4)				
营业税金及附加	(2,982)	(1,026)	(1,159)	(1,345)	(1,560)
手续费及佣金支出	(16,056)	(24,200)	(27,346)	(31,721)	(36,797)
业务及管理费	(16,323)	(17,340)	(19,594)	(22,729)	(26,366)
减：摊回分保费用	130	49	55	64	75
其他业务成本	(538)	(900)	(1,017)	(1,180)	(1,368)
资产减值损失	(3,429)	(13,747)			
三、营业利润	34,819	7,905	20,914	26,092	32,262
加：营业外收入	41	77	87	101	117
减：营业外支出	(66)	(123)	(139)	(161)	(187)
四、利润总额	34,794	7,859	20,862	26,032	32,192
减：所得税费用	(6,497)	2,346	(3,138)	(4,045)	(5,159)
五、净利润	28,297	10,205	17,724	21,987	27,033
六、利润归属					
公司股东	28,116	10,068	17,486	21,692	26,670
少数股东	181	137	238	295	363
七、每股收益	0.99 元	0.36 元	0.62 元	0.77 元	0.95 元

数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。