

中国人寿(601628)

——投资收益提高是业绩增长的主要贡献力量

中性

维持评级

金融/保险

2009 年 4 月 24 日

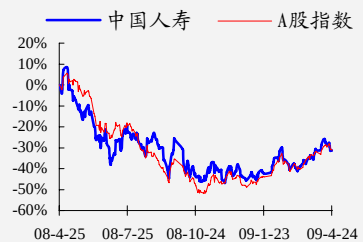
投资要点:

- 2009 年 1 季度, 中国人寿实现归属于母公司的净利润 53.87 亿元, 同比增长 55.1%, 环比增长 84.3 亿元。实现每股收益 0.19 元。赢利能力的提高主要是因为投资收益和保费收入的增加。2009 年 1 季度, 随着市场的转暖和投资资产规模的扩大, 使得投资收益同比增加 63.56 亿元, 而资产减值准备同比减少 0.64 亿元。2009 年 1 季度保费收入继续增加, 已赚保费收入同比增加 1.8%。
- 从产品结构上看, 公司产品仍旧以分红险为主, 万能险和投连险等投资型的险种占比较低。在投资收益降低, 投资型险种难以销售的情况下, 分红险的保费收入仍然保持稳定增长。因此在其它公司保费收入大幅度下降的情况下, 中国人寿的保费收入依然保持了高速增长。
- 2009 年 1 季度, 中国人寿投资收益加公允价值变动收益同比增加 29.29 亿元, 环比增加 48.03 亿元, 资产减值损失同比减少 0.64 亿元, 环比减少 27.8 亿元。投资收益的增加给公司的赢利带起到主要的贡献作用。
- 由于公司没有公布持仓品种的详细资料, 我们无法判断公司在股票投资和债券投资具体品种方面的仓位变化。但从交易性金融资产的环比变化来看, 考虑到公允价值浮盈的因素, 公司的交易性金融资产环比尚减少 3.5%, 说明公司没有大幅度加仓动作, 对交易性债券的浮盈可能逢高进行的兑现。
- 在正常、乐观情形下, 公司估值分别 20 元和 26.81 元。我们维持“中性”投资评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	34,107,400	21.25	1,006,800	(64.19)	0.36		51.61	
2009E	42,302,062	24.0	1,388,370	37.9	0.49			
2010E	43,877,169	3.7	1,624,649	17.0	0.57			

走势图



市场数据

2009-4-24

收盘价:	23.51 元
52 周最高价:	38.15 元
52 周最低价:	17.25 元
平均持仓成本:	22.15 元

基本数据

2009Q1

总股本 (万股):	2,826,471
流通 A 股 (万股):	2,082,353
每股收益 (元):	0.19
每股净资产 (元):	5.16
每股经营现金流 (元):	1.87
市净率:	4.56

分析师: 赵新安

TEL: (8621)6336 7000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxinan@sina.com

地址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

一、总体经营状况

2009 年 1 季度，中国人寿实现营业收入 1163 亿元，同比增长 4.7%，环比增长 107.2%；实现营业利润 64.96 亿元，同比增长 9.3%，环比增长 113.94 亿元；实现归属于母公司的净利润 53.87 亿元，同比增长 55.1%，环比增长 84.3 亿元。实现每股收益 0.19 元。赢利能力的提高主要是因为投资收益和保费收入的增加。

2009 年 1 季度，随着市场的转暖和投资资产规模的扩大，使得投资收益同比增加 63.56 亿元，而资产减值准备同比减少 0.64 亿元。2009 年 1 季度保费收入继续增加，已赚保费收入同比增加 1.8%。

表 1、公司经营相关数据

	投资资产（亿元）	总投资收益率	退保率	已赚保费
2009 年 1 季度	10088.01	4.22%	1.22%	1.79%
2008 年 1 季度	8454.3	4.42%	1.98%	39.47%

资料来源：公司公告

表 2 赢利状况同比与环比变动

单位：元

	2008-3-31	2008-12-31	2009-3-31	同比	环比
一、营业收入	111,073,000,000	56,129,000,000	116,325,000,000	4.7%	107.2%
已赚保费	101,610,000,000	47,800,000,000	103,429,000,000	1.8%	116.4%
保费业务收入	102,154,000,000	46,984,000,000	104,001,000,000	1.8%	121.4%
投资净收益	15,099,000,000	8,020,000,000	11,672,000,000	-22.7%	45.5%
公允价值变动收益	-5,515,000,000	-310,000,000	841,000,000		
二、营业支出	107,450,000,000	61,027,000,000	109,829,000,000	2.2%	80.0%
退保金	14,061,000,000	7,189,000,000	10,646,000,000	-24.3%	48.1%
赔付支出	35,920,000,000	12,268,000,000	27,712,000,000	-22.9%	125.9%
提取保险责任准备金	43,865,000,000	25,302,000,000	56,883,000,000	29.7%	124.8%
保户红利支出	881,000,000	-686,000,000	2,096,000,000		
营业税金及附加	452,000,000	128,000,000	188,000,000	-58.4%	46.9%
手续费及佣金支出	5,745,000,000	5,805,000,000	6,227,000,000	8.4%	7.3%
管理费用	3,751,000,000	6,056,000,000	3,767,000,000	0.4%	-37.8%
其他业务成本	187,000,000	97,000,000	92,000,000	-50.8%	-5.2%
资产减值损失	2,301,000,000	5,017,000,000	2,237,000,000	-2.8%	-55.4%
三、营业利润	3,623,000,000	-4,898,000,000	6,496,000,000	79.3%	-232.6%
四、利润总额	3,618,000,000	-4,866,000,000	6,513,000,000	80.0%	-233.8%
五、净利润	3,524,000,000	-3,055,000,000	5,411,000,000	53.5%	-277.1%
归属于母公司所有者的净利润	3,474,000,000	-3,043,000,000	5,387,000,000	55.1%	

资料来源：公司公告

二、保费收入分析

2009 年 1 季度，公司实现保费收入 1040 亿元，同比增长 1.8%，环比增长 121.4%。保费收入的高速增长主要来自于银保业务的贡献。

表 3、分渠道保费占比

单位：万元

	个险总保费	占比	银邮总保费	占比	团险总保费	占比
2008 年	11949800	40.4%	14386800	48.7%	3222500	10.9%
2007 年	10834000	55.1%	5876000	29.9%	2952000	15.0%
2006 年	9452260	51.4%	5739820	31.2%	3191960	17.4%

资料来源：东北证券研究所

3、分产品保费收入

从产品结构上看，公司产品仍旧以分红险为主，万能险和投连险等投资型的险种占比比较低。在投资收益降低，投资型险种难以销售的情况下，分红险的保费收入仍然保持稳定增长。因此在其它公司保费收入大幅度下降的情况下，中国人寿的保费收入依然保持了高速增长。从我们对各地调研的情况看，各地分公司的数据能够充分说明这一问题。

表 4、中国人寿各地区保费收入状况

			2008.8 月	2008.9 月	2008.10 月	2008.11 月	2008.12 月	2009.1-2 月
广东	个险	普通产品	17%	-7%	-4%	-1%	-2%	1%
		分红产品	30%	0%	24%	-3%	0%	23%
		万能产品					-100%	
	银保	普通产品	-100%	-100%				
		分红产品	158%	64%	4%	14%	25%	29%
		万能产品	-82%	-64%	-72%	-78%	-88%	-84%
江苏	个险	普通产品	-1.3%	-2.3%	3.60%	5.20%	7.7%	-1.00%
		分红保险	15.0%	13.7%	17.5%	13.8%	16.5%	12.09%
		万能寿险						
	银保	普通产品	54.2%	62.2%	41.8%	40.0%	42.8%	-58.49%
		分红保险	99.9%	112.0%	205.6%	162.77%	119.9%	77.03%
		万能寿险						18.14%
辽宁	个险	普通寿险	-4.3%	-18.9%	-5.3%	-0.7%	13.2%	-7.9%
		分红寿险	44.8%	17.1%	-3.7%	-0.8%	44.2%	17.5%
		万能寿险						
	银保	普通寿险						
		分红寿险	315.5%	209.7%	124.6%	46.3%	17.2%	6.7%
		万能寿险						
天津	个险	普通产品		2.42%	18.72%	15.32%	2.30%	3.10%
		分红产品		107.31%	63.32%	10.68%	67.20%	53.30%
		万能产品		44.49%	-95.84%	-96.28%	-99.10%	-89.70%

资料来源：东北证券研究所

三、投资收益

2009 年 1 月份以来，随着股市的回升和债市的高位回落，债市资金出现了向

股市回流的迹象，股市和债市间的资金配置出现了一些变化，保险公司的投资环境开始回暖。

从中国证券登记公司的数据来看，2008 年 9 月份以来，基金公司以及以信托、证券为主的非银行金融机构的在债市的增量资金出现了变化，每月新增资金逐月递减，陆续出现了净卖出现象。由于这些机构的投资领域都兼跨股市和债市，债市投入资金减少，这些机构的资金开始向股市回流。

表 5、基金、非银机构在债市的每月新增资金

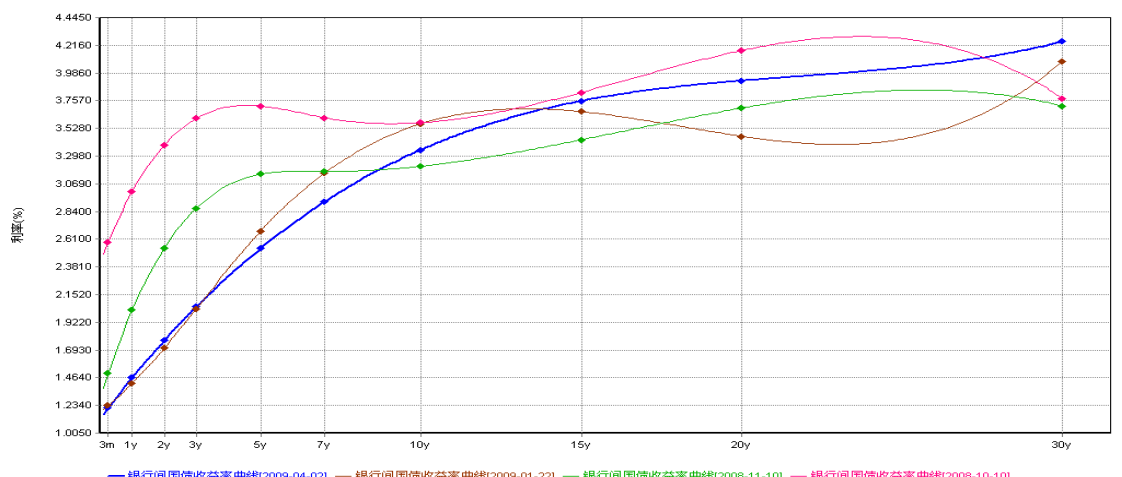
单位：亿元

	2009 年 3 月	2009 年 2 月	2009 年 1 月	2008 年 12 月	2008 年 11 月	2008 年 10 月
非银行金融机构	-28.52	-64.89	-73.27	-44.67	2.38	-31.57
基金	-700.20	-1,127.12	-878.02	34.77	523.49	860.19

资料来源：中国债券登记结算公司

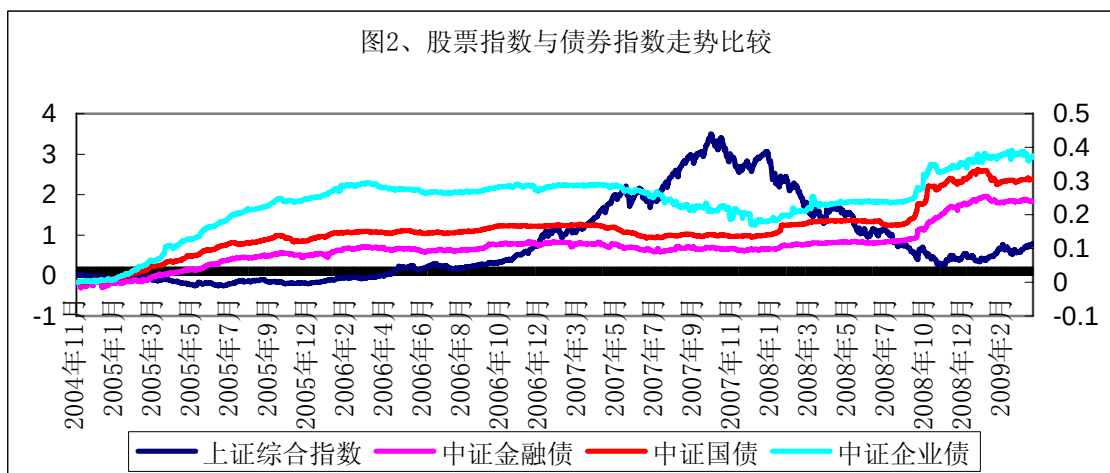
从期限结构上讲，自 2008 年 9 月开始，短期债券收益率下跌幅度大于长期债券，短中长期的利差大幅度上升，长期债券收益率上升。

图 1、收益率曲线变动趋势



数据来源：Wind资讯

债市与股市跷跷板效应显现，股市投资机会上升。银行的数据显示，随着股市向好，债券基金销售已大不如前。种种迹象表明，包括基金在内的资金已开始大规模撤离债市，转向股市，股市投资机会上升。



投资环境的变化对保险资金带来投资机会。首先，长期债券的收益率上升，有利于保险资金的配置。在目前的市场格局下，对于保险资金来说，投资机会增加。其次，股市的上涨有利于保险公司权益性资产的投资收益上升。

2009年1季度，中国人寿投资收益加公允价值变动收益同比增加29.29亿元，环比增加48.03亿元，资产减值损失同比减少0.64亿元，环比减少27.8亿元。投资收益的增加给公司的赢利带起到主要的贡献作用。

表6、投资收益变动

单位：万元

	2008年1季度	2008年4季度	2009年1季度	同比	环比
投资收益	1509900	802000	1167200	-342700	365200
公允价值变动收益	-551500	-31000	84100	635600	115100
资产减值损失	230100	501700	223700	-6400	-278000

资料来源：公司公告

四、资产配置状况

2009年1季度，中国人寿交易性金融资产环比降低3.5%，可供出售金融资产环比降低2.3%，持有至到期投资环比增加3.3%。由于公司没有公布持仓品种的详细资料，我们无法判断公司在股票投资和债券投资具体品种方面的仓位变化。但从交易性金融资产的环比变化来看，考虑到公允价值浮盈的因素，公司的交易性金融资产环比尚减少3.5%，说明公司没有大幅度加仓动作，对交易性债券的浮盈可能逢高进行的兑现。

表7、投资资产变动状况

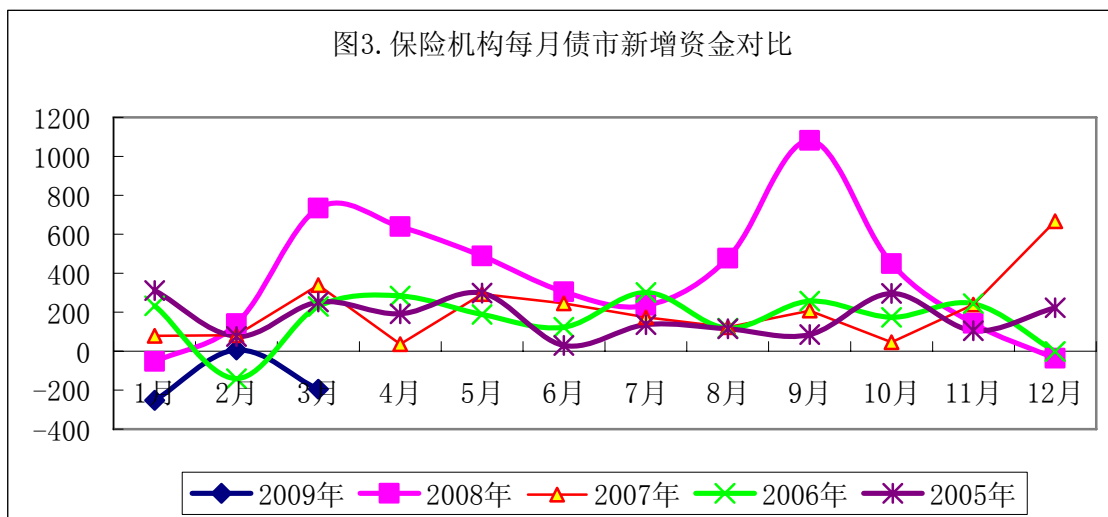
单位：元

	2008年1季度	2008年4季度	2009年1季度	同比	环比
货币资金	36,094,000,000	34,085,000,000	57,419,000,000	59.1%	68.5%

交易性金融资产	28,076,000,000	14,099,000,000	13,600,000,000	-51.6%	-3.5%
保户质押贷款	6,415,000,000	8,676,000,000	9,447,000,000	47.3%	8.9%
可供出售金融资产	389,145,000,000	424,634,000,000	414,812,000,000	6.6%	-2.3%
持有至到期投资	197,784,000,000	211,929,000,000	218,965,000,000	10.7%	3.3%
长期股权投资	6,809,000,000	8,222,000,000	8,393,000,000	23.3%	2.1%

资料来源：公司公告

由于没有更进一步的详细资料，我们对公司股票投资的具体仓位变动尚难以判断。但从整个行业的数据统计上来看，目前保险资金在债市基本上是净卖出的。一方面是因为保险资金交易性债券逢高卖出，实现收益；另一方面是因为保险资金对债市的判断趋向于乐观，在对中长期债券的配置注意节奏控制，等待更好的收益率。由于中国人寿的总资产在整个行业中占有较大比例，那么，我们可以肯定，公司在债券配置方面没有较大动作，但在投资品种结构方面可能有所调整，对股票投资小幅加仓。



资料来源：东北证券研究所

表 8、保险机构在债市的新增资金及债券的净买入量

单位：亿元

单位：亿元	2009年3月	2009年2月	2009年1月	2008年12月	2008年11月	2008年10月
在债市的新增资金	-252.12	5.78	-195.54	-36.81	143.26	448.74
债券净买入量	-276.12	-277.67	-166.1	-275.8	-87.3	54.2

资料来源：东北证券研究所

四、估值水平

在正常、乐观情形下，公司估值分别 20 元和 26.81 元。截至 2009 年月 4 月 24 日股价为 23.51 元，我们维持“中性”投资评级。

表9、中国人寿估值敏感性测试

	正常情形	乐观情形
(百万元)	精算报告假设、5.5%投资收益率、 基于 2008 年末的估值	6%投资收益率、基于 2008 年末的估值
调整净资产价值	116940	116940
有效业务价值	112406	132049
内含价值	229346	248989
股数	28264.7	28264.7
每股内含价值	8.11	8.81
新业务价值	12.75	18
每股新业务价值	0.51	0.6
新业务倍数	25	30
评估价值(元)	20	26.81

表 10、公司盈利预测

单位：元

	2008 年	2009 年	2010 年
一、营业收入	341,074,000,000	423,020,620,000	438,771,697,000
已赚保费	294,939,000,000	376,762,920,000	415,953,527,000
保费业务收入	295,579,000,000	378,341,120,000	417,653,127,000
其中：分保费收入	0		0
减：分出保费	-287,000,000	-373,100,000	-401,800,000
减：提取未到期责任准备金	927,000,000	1,205,100,000	1,297,800,000
投资净收益	53,339,000,000	48,005,100,000	28,269,670,000
公允价值变动净收益	-8,316,000,000	-5,821,200,000	-9,979,200,000
汇兑净收益	-907,000,000	-1,179,100,000	-453,500,000
其他业务收入	2,019,000,000	2,624,700,000	2,422,800,000
二、营业支出	333,169,000,000	405,391,833,600	416,807,940,910
退保金	39,131,000,000	43,044,100,000	43,044,100,000
赔付支出	79,235,000,000	87,158,500,000	87,158,500,000
减：摊回赔付支出	-77,000,000	-88,550,000	-88,550,000
提取保险责任准备金	155,911,000,000	205,022,965,000	201,125,190,000
减：摊回保险责任准备金	-134,000,000	-36,000,000	-154,100,000
保户红利支出	1,671,000,000	2,005,200,000	1,921,650,000
分保费用	0	4,000,000	0
营业税金及附加	1,026,000,000	12,690,618,600	13,163,150,910
手续费及佣金支出	24,200,000,000	31,460,000,000	31,460,000,000
管理费用	17,340,000,000	19,941,000,000	20,808,000,000
减：摊回分保费用	49,000,000	-39,000,000	61,250,000
其他业务成本	900,000,000	800,000,000	1,125,000,000
资产减值损失	13,747,000,000	3,429,000,000	17,183,750,000
三、营业利润	7,905,000,000	17,628,786,400	21,963,756,090
加：营业外收入	77,000,000	87,000,000	98,000,000

减：营业外支出	123,000,000	125,000,000	105,000,000
四、利润总额	7,859,000,000	17,590,786,400	21,956,756,090
减：所得税	-2,346,000,000	3,518,157,280	5,489,189,023
五、净利润	10,205,000,000	14,072,629,120	16,467,567,068
减：少数股东损益	137,000,000	188,922,116	221,073,659
归属于母公司所有者的净利润	10,068,000,000	13,883,707,004	16,246,493,409
六、每股收益	0.36	0.49	0.57

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209