

2009 年 04 月 23 日

中国人寿 (601628.SH)

——谨慎的策略 平淡的业绩

市场数据(人民币)

市价(元)	23.50
已上市流通A股(百万股)	1,500.00
流通港股(百万股)	7,441.18
总市值(百万元)	664,220.57
年内股价最高最低(元)	36.50/18.15
沪深 300 指数	2593.56
上证指数	2463.95
2007 年股息率	1.54%



相关报告

- 1 《三月份保费收入点评》，2009.4.15
- 2 《业绩表现稳健 结构调整迫切》，2009.3.26
- 3 《二月份保费收入点评》，2009.3.17
- 4 《一月份保费收入点评》，2009.2.17

金融行业研究小组

茅炜

(8621)61038330
maow@gjzq.com.cn

陈振志

(8621)61038213
chenzhzh@gjzq.com.cn

李伟奇

(8621)61038291
liweiqi@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn
中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)



基本结论

- 中国人寿公告一季度业绩，公司一季度实现净利润 53.87 亿元，EPS0.19 元，同比 2008 年一季度增长了 55.07%，公司期末净资产 1459.43 亿元，较期初增长 8.13%，基本符合我们此前的预期。
- 公司的净利润出现了较大同比增长，我们认为在可比的三家上市公司中，公司业绩的同比表现会是最好的。但由于公司一季度在权益类资产方面较为谨慎的投资策略，公司的业绩并未给投资者带来更多的惊喜。
 - ◆ 交易类资产公允价值变动收益仅为 8.41 亿元。从公司交易类资产的公允价值变化中，我们看到了 8.41 亿的收益，收益率约为 13.22%，而同期上证指数有近 30% 的涨幅。通过分析公司 2008 年末交易类资产中的权益类资产不难看出，公司的投资策略非常保守，在各行业的品种选择上，都以防御性品种为主，如中信证券、中国中铁、工商银行等。
 - ◆ 公司对后市仍持谨慎的态度。公司一季度交易类资产和可供出售资产都有所减少，考虑到公司在出售债券类资产的需求并不充足，因此我们认为上述两项资产的减少，还是主要来自于权益类资产的减持，这也意味着公司对于权益类资产接下来的表现仍然持谨慎的态度。
- 低利率环境下的资产配置公司资产配置上更倾向于流动性。与我们年初的判断一致，在低利率环境下，公司对于较长期限的国债产品并没有很大的兴趣，从公司资产配置的角度，我们看到一季度增加最明显的是定期存款和现金及现金等价物。从短期来看，这增加了公司资产错配的风险，但同时，我们也需要看到，这一较为灵活的配置，将提高公司在投资资产配置方面的灵活性，有利于把握权益类市场出现的机会和债权计划、无担保债的投资。
- 费用向销售一线倾斜，行政费用率略微下降。公司一季度佣金及手续费增速为 8.39% 远高于保费收入 1.81% 的增速，佣金率由 2008 年一季度的 5.62% 上升到本季的 7.05%，我们认为这与公司产品往长期期缴类型转变不无关系，佣金率上升可能会带来新业务利润率的提高。而公司行政费用的增速为 0.43% 明显低于营业收入 4.73% 的增速，费用率由 3.38% 下降到 3.24%，意味着公司费用控制还是落到了实处，但全年的效果还有待观察，因为一季度往往是费用率较低的时间。

盈利预测及投资建议

- 在一季报的基础上，我们略微上调盈利预测由 2009 年的 0.581 元上调到 0.624 元，而年底净资产由 5.58 元上调至 5.65 元，每股内含价值由 9.88 元上调至 9.95 元，暂时维持新业务价值假设不变。
- 公司目前股价对应的 2.3 倍的内含价值和 23.07 倍的新业务倍数，相对估值上仍有明显的溢价，因此维持“持有”的投资建议。

图表1：中国人寿2009年一季度资产负债表表现

资产负债表	2008	1009	较2008年底
货币资金	34,085	57,419	68.46%
投资	887,156	934,925	5.38%
持有到期	211,929	218,965	3.32%
可供出售	424,634	414,812	-2.31%
交易类	14,099	13,600	-3.54%
定期存款	228,272	279,155	22.29%
长期股权投资	8,222	8,393	2.08%
应收利息	13,097	13,840	5.67%
应收保费	6,433	11,939	85.59%
应收分保账款	163	21	-87.12%
应收分保未到期责任准备金	70	58	-17.14%
应收分保未决赔款准备金	28	20	-28.57%
应收分保长期健康险责任准备金	664	668	0.60%
保护质押贷款	8,676	9,447	8.89%
债权计划投资	9,250	9,250	0.00%
其他应收款	1,485	2,464	65.93%
固定资产及在建工程	16,272	16,241	-0.19%
存出资本保证金	6,153	6,153	0.00%
无形资产	2,763	2,775	0.43%
其他资产	1,208	1,167	-3.39%
递延所得税资产	2,661	1,393	-47.65%
资产	990,164	1,067,780	7.84%
准备金	778,392	835,801	7.38%
应付分保账款	49	33	-32.65%
应付职工薪酬	3,652	3,173	-13.12%
应付保单红利	43,178	44,412	2.86%
应付赔付款	4,980	7,130	43.17%
预收保费	1,811	2,466	36.17%
应付手续费及佣金	1,654	1,694	2.42%
其他应付款	3,501	3,544	1.23%
应交税费	1,952	2,861	46.57%
保户投资款及代理业务负债	2,073	2,249	8.49%
卖出回购	11,390	15,997	40.45%
递延所得税负债	0	0	
其他负债	1,651	1,519	-8.00%
负债	854,283	920,879	7.80%
少数股东权益	924	958	3.68%
股本	28,265	28,265	0.00%
资本公积	63,917	69,516	8.76%
盈余公积+一般风险准备	14,090	14,090	0.00%
留存收益	28,685	34,072	18.78%
股东权益	134,957	145,943	8.14%
负债及股东权益	990,164	1,067,780	7.84%

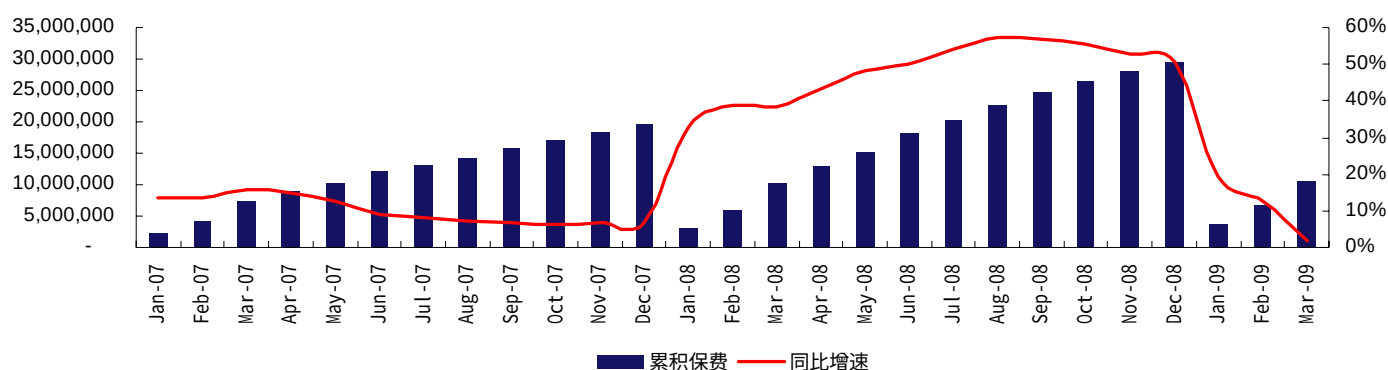
来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：中国人寿2009年一季度业绩表现

	1Q08	1Q09	同比	环比
利润表				
营业收入	111,073	116,325	4.73%	107.25%
净已赚保费	101,610	103,429	1.79%	116.38%
保费收入	102,154	104,001	1.81%	121.35%
分出保费	485	(30)	-106.19%	-52.38%
提取未决赔款准备金	(1,029)	(542)	-47.33%	-161.66%
投资收益	15,099	11,672	-22.70%	45.54%
公允价值变动收益	(5,515)	841	-115.25%	-371.29%
汇兑损失	(536)	2	-100.37%	-98.02%
其他业务收入	415	381	-8.19%	-26.45%
营业支出	(107,450)	(109,829)	2.21%	79.97%
退保金	(14,061)	(10,646)	-24.29%	48.09%
赔款支出	(35,920)	(27,712)	-22.85%	125.89%
减摊回赔款支出	6	17	183.33%	-46.88%
提取保险责任准备金	(43,865)	(56,883)	29.68%	124.82%
减摊回保险责任准备金	(151)	(4)	-97.35%	-140.00%
保单红利支出	(881)	(2,096)	137.91%	-405.54%
营业税金及附加	(452)	(188)	-58.41%	46.88%
佣金及手续费	(5,745)	(6,227)	8.39%	7.27%
业务及管理费用	(3,751)	(3,767)	0.43%	-37.80%
减摊回分保费用	(142)	6	-104.23%	-94.39%
其他业务支出	(187)	(92)	-50.80%	-5.15%
资产减值损失	(2,301)	(2,237)	-2.78%	-55.41%
营业利润	3,623	6,496	79.30%	-232.63%
加：营业外收入	4	48	1100.00%	-15.79%
减：营业外支出	(9)	(31)	244.44%	24.00%
利润总额	3,618	6,513	80.02%	-233.85%
所得税	(94)	(1,102)	1072.34%	-160.85%
少数股东权益	(50)	(24)	-52.00%	-300.00%
净利润	3,474	5,387	55.07%	-277.03%

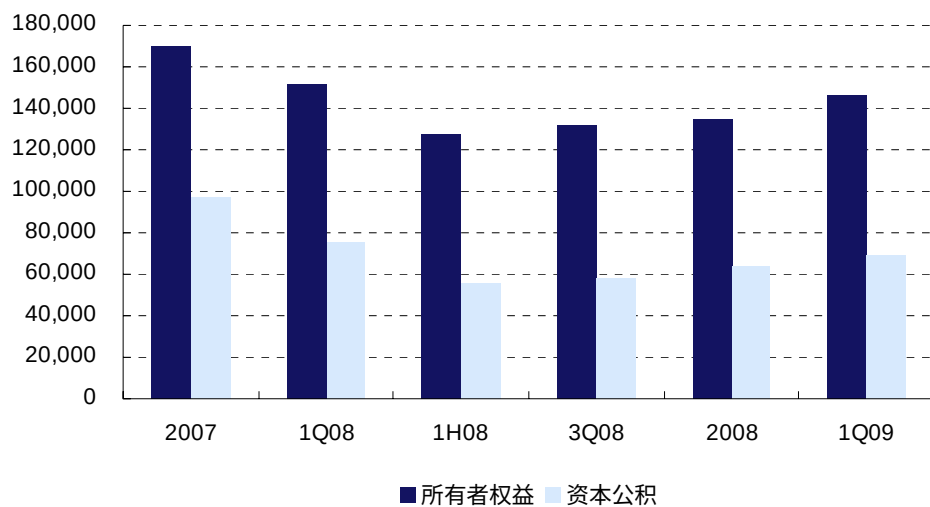
来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：中国人寿保费收入及增速



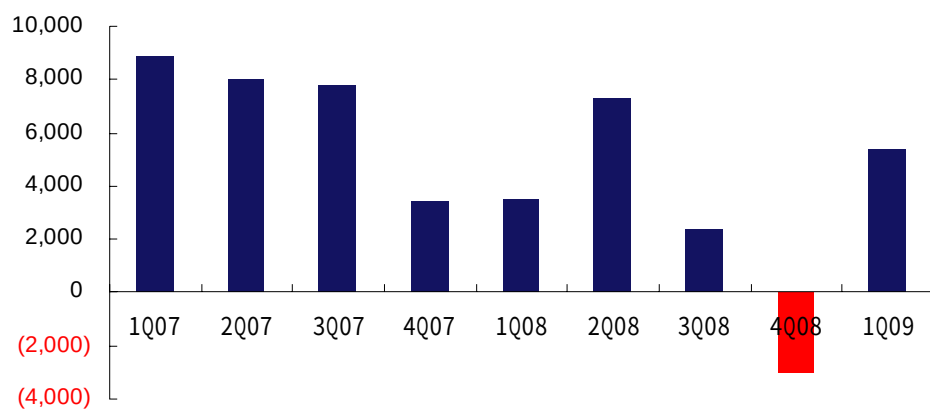
来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：公司所有者权益持续上升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表5：公司一季度业绩出现大幅度上升



来源：公司公告，国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	2	6	27
买入	0	1	3	10	16
持有	0	0	0	4	5
减持	0	1	1	2	5
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.06	1.88

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
 3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

投资评级的说明：

强买：预期未来6—12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在10%—20%；
 持有：预期未来6—12个月内变动幅度在-10%—10%；
 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在10%—20%；
 卖出：预期未来6—12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。