

中国人寿(601628)中报点评

—投资收益是推动业绩增长的主要动力

维持评级

金融/保险

2009 年 8 月 26 日

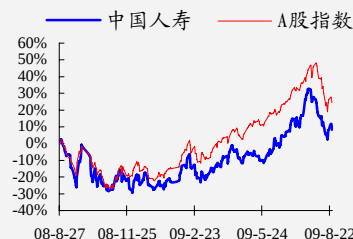
投资要点:

- 2009 年上半年, 适时调整投资资产布局, 降低固定收益品种配置比例, 提高权益类资产配置比例。2009 年上半年, 公司实现总投资收益 321.92 亿元, 其中公允价值变动收益为 15.23 亿元。投资收益加公允价值变动收益同比增长 33.2%, 是推动业绩增长的主要动力。
- 从中国人寿的总保费收入状况来看, 2009 年上半年, 总保费收入同比下降 5.13%。在总保费收入下降的情况下, 公司大力加强结构调整, 期缴业务结构持续改善, 首年期缴保费收入占首年保费收入的比例由 2008 年上半年的 18.13% 提升至 2009 年上半年的 22.13%。截至 2009 年 6 月 30 日前 6 个月的新业务价值达 103.46 亿元, 同比增长 37.8%。
- 2009 年上半年, 随着股市的向好, 公司大幅提高了权益类资产的配置, 其中股票投资额度为 822.2 亿元, 比年初提高 101.4%, 基金投资额度为 576.28 亿元, 比年初提高 69.7%, 股票、基金投资比例分别增加 52.5% 和 80.7%。目前权益类投资占比为 13.4%, 比年初提高 5.4 个百分点。
- 由于调整净资产、营运经验的差异、投资回报的差异等因素的增长, 截至 2009 年 6 月 30 日的内含价值比截至 2008 年 12 月 31 日的内含价值增长 11.3%。
- 在正常和乐观两种情形下, 我们分别取新业务倍数 30 倍和 35 倍, 公司估值分别为 28.3 元和 34.1 元。维持“谨慎推荐”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		77.3	
2009E	43,512,401	27.5	2,314,985	129	0.82		33.9	
2010E	44,869,576	3.1	2,336,933	0.9	0.83		33.5	
2011E	47,523,493	5.9	2,056,149	-12.	0.73		38.1	

走势图



市场数据

2009-8-25

收盘价:	27.81 元
52 周最高价:	34.68 元
52 周最低价:	17.25 元
平均持仓成本:	27.72 元

基本数据

2009Q2

总股本 (万股):	2,826,471
流通 A 股 (万股):	2,082,353
每股收益 (元):	0.49
每股净资产 (元):	5.37
每股经营现金流 (元):	2.86
市净率:	5.18

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 年中期，中国人寿实现营业收入 2083.9 亿元，同比增长 0.2%，实现营业利润 178.12 亿元，同比增长 74.4%，实现归属于母公司的净利润 139.2 亿元，同比增长 29.2%。每股收益 0.49 元。

2009 年上半年，适时调整投资资产布局，降低固定收益品种配置比例，提高权益类资产配置比例。2009 年上半年，本公司实现总投资收益 321.92 亿元，其中公允价值变动收益为 15.23 亿元。投资收益加公允价值变动收益同比增长 33.2%，是推动业绩增长的主要动力。

表 1、赢利状况同比与环比变动

单位：元

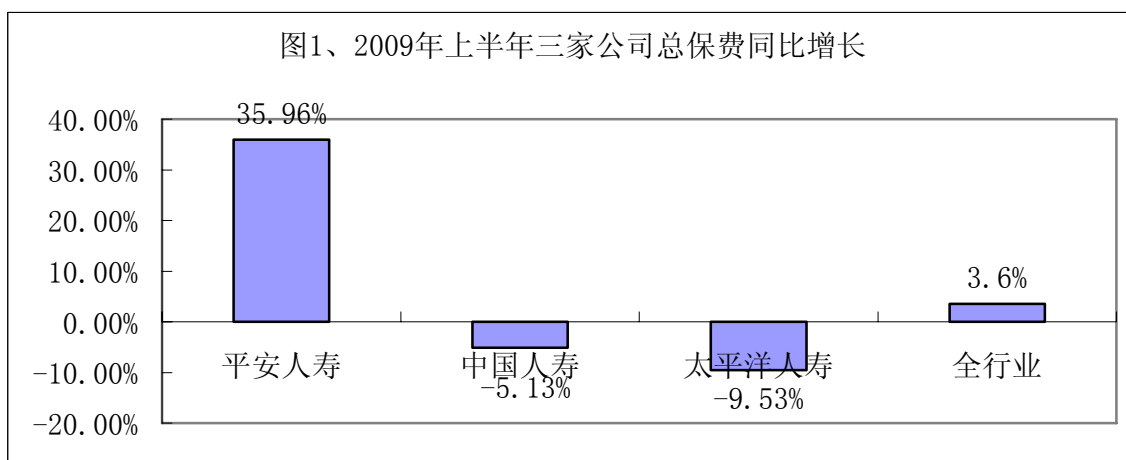
	2008 年 6 月	2009 年 6 月	同比
一、营业收入	207,972,000,000	208,396,000,000	0.2%
已赚保费	181,445,000,000	172,310,000,000	-5.0%
保费业务收入	182,063,000,000	172,823,000,000	-5.1%
投资净收益	34,195,000,000	33,693,000,000	-1.5%
公允价值变动净收益	-7,766,000,000	1,523,000,000	119.6%
汇兑净收益	-980,000,000	-12,000,000	-98.8%
其他业务收入	1,078,000,000	882,000,000	-18.2%
二、营业支出	197,757,000,000	190,584,000,000	-3.6%
退保金	23,526,000,000	19,433,000,000	-17.4%
赔付支出	52,312,000,000	45,487,000,000	-13.0%
提取保险责任准备金	92,223,000,000	93,669,000,000	1.6%
保户红利支出	2,140,000,000	7,996,000,000	273.6%
营业税金及附加	757,000,000	588,000,000	-22.3%
手续费及佣金支出	12,841,000,000	12,289,000,000	-4.3%
管理费用	7,722,000,000	8,431,000,000	9.2%
资产减值损失	5,627,000,000	2,285,000,000	-59.4%
三、营业利润	10,215,000,000	17,812,000,000	74.4%
四、利润总额	10,185,000,000	17,780,000,000	74.6%
减：所得税	-719,000,000	3,798,000,000	-628.2%
五、净利润	10,904,000,000	13,982,000,000	28.2%
减：少数股东损益	132,000,000	62,000,000	-53.0%
归属母公司所有者净利润	10,772,000,000	13,920,000,000	29.2%
六、每股收益	0.38	0.49	28.9%

资料来源：公司公告

二、保费收入分析

从中国人寿的总保费收入状况来看，2009 年上半年以来，总保费收入同比下降 5.13%。在总保费收入下降的情况下，公司大力加强结构调整，期缴业务结构持续改善，首年期缴保费收入占首年保费收入的比例由 2008 年上半年的 18.13%提升

至2009年上半年的22.13%。截至2009年6月30日前6个月的新业务价值达103.46亿元，同比增长37.8%。



资料来源：东北证券研究所

从产品结构上来说，中国人寿保费收入的增长主要来自于传产品和分红产品。个险渠道的分红和传统产品以及银保渠道的分红产品占绝对比重。分红产品由于保障成分高，产品透明程度低，同业竞争程度低，边际利润率高，因此成为公司的主打产品。

表 2、产品结构

渠道	产品结构	占比
个险渠道	传统	19%
	分红	81%
银保渠道	分红	94%
	万能	6%

资料来源：东北证券研究所

三、投资收益

2009年上半年，由于投资环境向好，中国人寿及时调整投资资产布局，降低固定收益品种配置比例，提高权益类资产配置比例。总投资收益额为321.92亿元，投资收益加公允价值变动收益同比增长33.2%，总投资收益率为3.27%（简单年化总投资收益率为6.63%），同比提高了0.94个百分点。

表 3、投资收益变动

单位：元

	2008-06-30	2009-06-30	同比
投资净收益	34,195,000,000	33,693,000,000	-1.5%

公允价值变动净收益	-7,766,000,000	1,523,000,000	119.6%
合计	26,429,000,000	35,216,000,000	33.2%

资料来源：公司公告

四、资产配置状况

2009年上半年，随着股市的向好，公司大幅提高了权益类资产的配置，其中股票投资额度为822.2亿元，比年初提高101.4%，基金投资额度为576.28亿元，比年初提高69.7%，股票、基金投资比例分别增加52.5%和80.7%。目前权益类投资占比为13.4%，比年初提高5.4个百分点。

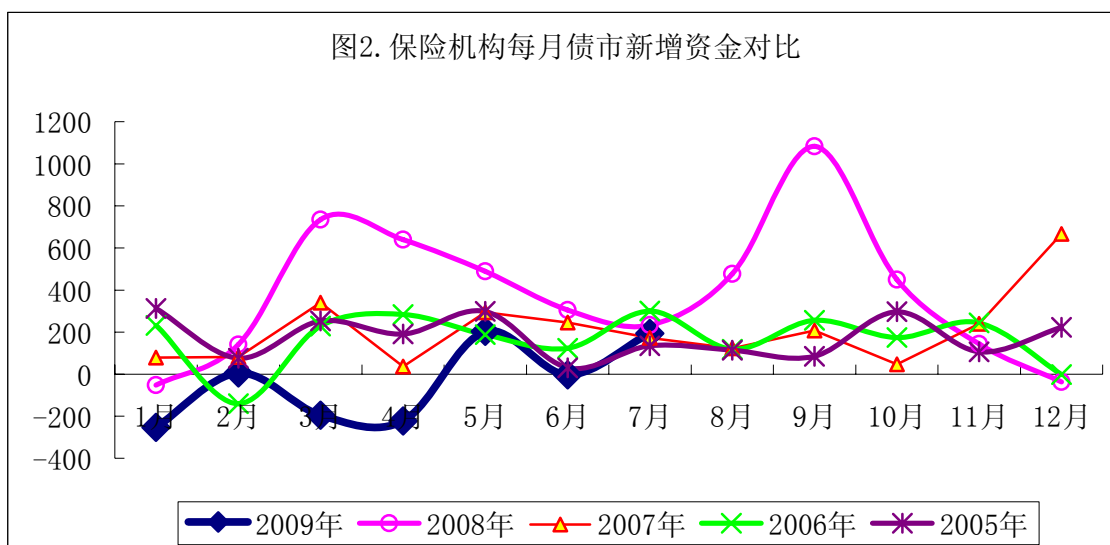
表4、资产配置状况

单位：百万

	金额			占比(%)		
	2009年6月	2008年12月	增长	2009年6月	2008年12月	增长
现金	61,279	34,085	79.8%	5.87	3.64	61.3%
定期存款	276,438	228,272	21.1%	26.5	24.36	8.8%
债券	537,260	575,885	-6.7%	51.51	61.45	-16.2%
基金	57,628	33,953	69.7%	5.52	3.62	52.5%
股票	82,221	40,819	101.4%	7.88	4.36	80.7%
其他方式	28,234	24,084	17.2%	2.71	2.57	5.4%
合计	1,043,060	937,098	11.3%	100	100	

资料来源：公司公告

由于利率维持低位，公司债券投资比例有所降低，而现金及现金等价物等占比提高速度较快，说明公司在在固定资产配置方面买入速度较慢，低利率局面影响了固定收益资产的配置，使资产与负债的久期更加不匹配。从2009年上半年的统计数据来看，保险机构的在债市的资金大部分时间都是净卖出了。



资料来源：公司公告

五、内含价值同比增长

在总保费收入下降的情况下，公司大力加强结构调整，期缴业务结构持续改善，首年期缴保费收入占首年保费收入的比例由 2008 年上半年的 18.13% 提升至 2009 年上半年的 22.13%。截至 2009 年 6 月 30 日前 6 个月的新业务价值达 103.46 亿元，同比增长 37.8%。

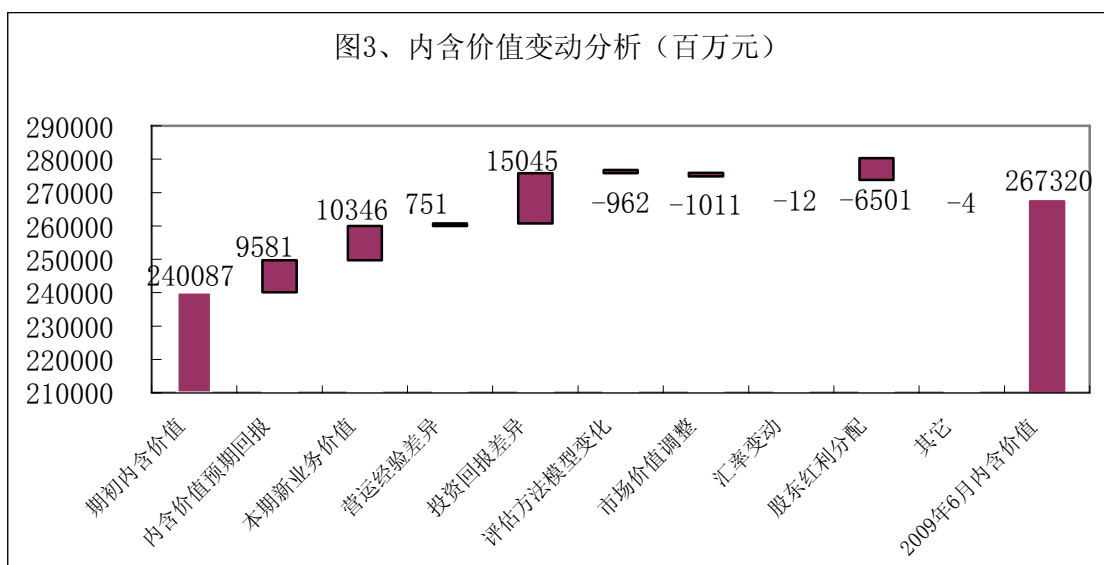
由于调整净资产、营运经验的差异、投资回报的差异等因素的增长，截至 2009 年 6 月 30 日的内含价值比截至 2008 年 12 月 31 日的内含价值增长 11.3%。

表 5、上半年新业务价值的构成

单位：百万元

	2009.6	2008.6	同比
扣除偿付能力额度成本之前的上半年新业务价值	12,467	9,567	30.3%
偿付能力额度成本	-2,121	-2,061	2.9%
扣除偿付能力额度成本之后的上半年新业务价值	10,346	7,506	37.8%

资料来源：公司公告



资料来源：公司公告

五、估值水平

在正常和乐观两种情形下，我们分别取新业务倍数 30 倍和 35 倍，公司估值分别为 28.3 元和 34.1 元。维持“谨慎推荐”评级。

表 6、中国人寿估值水平

单位：百万元

	正常估计	乐观估计
	精算报告假设、基于 2009 年的估	精算报告假设，提高新业务倍数，

	值	基于 2009 年的估值
调整净资产价值	172270	172270
有效业务价值	118634	118634
内含价值	290904	290904
股数	28264.7	28264.7
每股内含价值（元）	10.29	10.29
每股新业务价值（元）	0.6	0.68
新业务价值（元）	18	23.8
新业务倍数	30	35
评估价值（元）	28.3	34.1

表 7、盈利预测

单位：元

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
一、营业收入	341074000000	435124010000	448695760000	475234925000
已赚保费	294939000000	379718710000	415066790000	422921845000
保费业务收入	295579000000	381296910000	416766390000	447802185000
减：分出保费	-287000000	-373100000	-401800000	-344400000
减：提取未到期责任准备金	927000000	1205100000	1297800000	1112400000
投资净收益	53339000000	48005100000	28269670000	24535940000
公允价值变动净收益	-8316000000	3326400000	831600000	831600000
汇兑净收益	-907000000	-1179100000	-453500000	-1088400000
其他业务收入	2019000000	2624700000	2422800000	2422800000
二、营业支出	333169000000	405754935300	417105662800	447439550000
退保金	39131000000	43044100000	43044100000	45000650000
赔付支出	79235000000	87158500000	87158500000	91120250000
减：摊回赔付支出	-77000000	-88550000	-88550000	-88550000
提取保险责任准备金	155911000000	205022965000	201125190000	233866500000
减：摊回保险责任准备金	-134000000	-36000000	-154100000	-154100000
保户红利支出	1671000000	2005200000	1921650000	2506500000
分保费用	0	4000000	0	0
营业税金及附加	1026000000	13053720300	13460872800	1179900000
手续费及佣金支出	24200000000	31460000000	31460000000	36300000000
管理费用	17340000000	19941000000	20808000000	20808000000
三、营业利润	7905000000	29369074700	31590097200	27795375000
加：营业外收入	77000000	87000000	98000000	98000000
减：营业外支出	123000000	125000000	105000000	105000000
四、利润总额	7859000000	29331074700	31583097200	27788375000
减：所得税	-2346000000	5866214940	7895774300	6947093750
五、净利润	10205000000	23464859760	23687322900	20841281250
减：少数股东损益	137000000	315010856	317997377	279789861
归属母公司所有者净利润	10068000000	23149848904	23369325523	20561491389
六、每股收益	0.36	0.82	0.83	0.73

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