

中国人寿(601628.sh)

利源结构出现改善，A 股准则下死费差收益转正

余晓宜 研究员 曹恒乾 研究助理
电话: 020-87555888-648 电话: 020-87555888-419
eMail: yxy2@gf.com.cn eMail: chq@gf.com.cn

如何计算 A 股利润表“提取保险责任准备金”

利润表中“提取保险责任准备金”是等于财务报表附注 29 中本年准备金的增加额减去退保、赔付释放的准备金得到的资产负债表中“各项准备金”的结转差，再减去未计入利润表的准备金变动。

A 股准则下死费差收益转正

A 股准则下，由于新单亏损，07 年、08 年死费差及退保益（损）对利润的贡献分别是 -57 亿、-53 亿，而 09 年上半年由于期缴比例上升，死费差益（损）及退保益对利润的贡献是 23 亿，占利润的 13%。

H 股准则下死费差收益大幅提升

H 股准则下，由于没有新单亏损，死费差及退保益（损）类似精算假设的死费差益（损），07、08、09 年上半年对利润的贡献分别是 49 亿、96 亿、80 亿，09 年死费差及退保益出现大幅提升。

风险因素

利率风险、重大灾害风险、资本市场波动风险。

投资建议

公司投资资产规模持续的增长与产品结构改善带来业绩可持续的提升与新业务价值的迅速增长，预计 2009-2011 年 EPS 分别为 1 元、1.17 元、1.4 元，给予买入评级，目标价 42.73 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	28,356	33,010	39,706
增长率	95.43%	-63.94%	177.86%	16.41%	20.28%
BPS (元)	6.02	4.77	5.87	6.72	7.72
EPS (元)	0.99	0.36	1.00	1.17	1.40
市盈率	31.25	85.94	30.94	26.44	22.10
市净率	5.14	6.49	5.27	4.60	4.01
ROE	16.52%	7.46%	17.04%	17.41%	18.13%
股息(元)	0.42	0.23	0.32	0.4	0.45
股息率	1.36%	0.74%	1.03%	1.29%	1.45%

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)	30.94
目标价格(元)	42.73
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	12.57%	4.01%	63.93%
上证综指	13.84%	-2.96%	81.04%

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	13.62%
ROA	1.76%
资产负债率	86.87%

2008 三季度数据。

如何计算A股利润表“提取保险责任准备金”

中国人寿A股中报公布的财务报表附注29是我们计算的重要依据，利润表中“提取保险责任准备金”是等于财务报表附注29中本年准备金的增加额减去退保、赔付释放的准备金得到的资产负债表中“各项准备金”的结转差，再减去未计入利润表的准备金变动（如万能、投连帐户可供出售金融资产的公允价值变动等未计入A股利润表中准备金变动而在A股资产负债表的准备金变动中体现的项目）

表1: A股利润表中“提取责任准备金”的由来			
单位: 亿元	2007	2008	2009H
财务报表附注 29 准备金“本年增加额”	1881	2700	1578
因退保释放准备金	(474)	(408)	(201)
因赔付释放的准备金	(725)	(707)	(431)
资产负债表“保险责任准备金结转差”	682	1585	945
未计入利润表的准备金变动	(10)	(24)	(8)
利润表中“提取保险责任准备金”	672	1560	937

数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

图1: 保险责任准备金的变动（中国人寿A股财务报表附注29）

29. 保险合同准备金

	2006 年 12 月 31 日	本年 增加额	本年减少额			2007 年 12 月 31 日
			赔付款项	提前解除	其他	
未到期责任准备金	5,728	6,119	-	-	(5,728)	6,119
未决赔款准备金	2,498	2,391	(2,498)	-	-	2,391
寿险责任准备金	540,623	178,285	(57,807)	(47,287)	(6,451)	607,363
长期健康险责任准备金	2,873	1,257	(3)	(91)	(8)	4,028
合计	551,722	188,052	(60,308)	(47,378)	(12,187)	619,901

保险合同准备金

	2007 年 12 月 31 日	本年 增加额	本年减少额			2008 年 12 月 31 日
			赔付款项	提前解除	其他	
未到期责任准备金	6,119	6,642	-	-	(6,119)	6,642
未决赔款准备金	2,391	2,629	(2,391)	-	-	2,629
寿险责任准备金	607,363	256,369	(62,127)	(40,193)	(63)	761,349
长期健康险责任准备金	4,028	4,372	(34)	(589)	(5)	7,772
合计	619,901	270,012	(64,552)	(40,782)	(6,187)	778,392

	2008 年 12 月 31 日	本期 增加额	本期减少额 赔付款项 提前解除	其他	2009 年 6 月 30 日
未到期责任准备金	6,642	5,484	-	- (5,037)	7,089
未决赔款准备金	2,629	3,847	(3,918)	-	2,558
寿险责任准备金	761,349	147,261	(34,078)	(19,989) (76)	854,467
长期健康险责任准备金	7,772	1,189	(32)	(152)	8,777
合计	778,392	157,781	(38,028)	(20,141) (5,113)	872,891

数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

A股准则下退保益：预留的与实际退保金之差

根据图1所示，我们将因**退保而释放的准备金**当成预留的退保金，而**利润表中的退保金**当成是实际的退保金，预留的退保金与实际的退保金之差为退保益。

表2：退保益

单位:亿元	2007	2008	2009H
A 股财务报表附注 29 中“因退保释放准备金”	474	408	201
减去：A 股利润表中“退保金”	437	391	194
A 股准则下的退保益	37	17	7

数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

A股准则下费差益：预留的与实际的费用之差

我们将A股报表中已赚保费与因保单销售而计提的**准备金之差**当成预留的费用，而A股利润表中**手续费及佣金支出、管理费用、营业佣金及附加**当成实际费用。

因**保单销售而计提的准备金**的计算，是根据财务报表附注29所示，例如2009年上半年准备金增加额是**1578亿元**，其中由于资产负债表中累计的存量准备金（图1所示）每年根据2.37%的预定利率计算出增值的部分是**98亿元**，而万能、投连帐户可供出售金融资产的公允价值变动等未计入A股利润表中准备金变动而在A股资产负债表的准备金变动中体现的项目是**10亿元**，因此由于当年保费收入而计提的准备金是**1471亿元**，

我们可以看到在A股准则下07年出现了较严重的费差损，这主要是由于A股准则不允许费用递延，导致当期费用较高。而2009年由于公司调整销售保单的结构，加大了期缴产品的销售，使预留的费用有较大的增加。

表3: A股由于保单销售导致保险责任准备金增加的金额

单位: 亿元	2007	2008	2009H
财务报表附注 29 准备金“本年增加额”	1881	2700	1578
减去: 根据 2.37%的预定利率计算出准备金的自然增长 (见表 9)	139	166	98
减去: 未计入利润表的准备金变动	10	24	9
由于保单销售导致准备金增加的金额	1732	2510	1471

数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

表4: A股准则下预留的费用

	2007	2008	2009H
A 股利润表中 “已赚保费”	1954	2949	1723
减去: 由于保单销售导致准备金增加的金额 (见表 1)	1732	2510	1471
A 股准则下 “预留的费用”	222	439	253

数据来源: 广发证券发展研究中心

表5: A股准则下实际的费用

单位: 亿元	2007	2008	2009H
手续费及佣金支出	160.56	242	122.89
管理费用	161.93	172.91	84.66
营业税金及附加	29.82	10.26	5.88
A 股准则下实际费用	352.31	425.17	213.43

数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

表6: A股准则下费用益 (损)

单位: 亿元	2007	2008	2009H
A 股准则下 “预留的费用”	222	439	253
减去: A 股准则下实际费用	352	425	213
A 股准则下费差益 (损)	(130)	14	39

数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

A股准则下死差益: 预留的赔付与实际的赔付

根据图1所示, 我们将因赔付而释放的准备金与因其他而释放的准备金当成预留的赔付款, 而利润表中净赔付支出当成是实际的赔付, 预留的赔付款与实际的赔付之差为死差益。

表7: A股准则下死差益 (损)

单位: 亿元	2007	2008	2009H
A 股财务报表附注 29 中 “因赔付释放的准备金”	725	707	431
减去: A 股利润表中 “净赔付支出”	689	792	454
A 股准则下死差益 (损)	36	(84)	(23)

数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

A股准则下利差益：投资收益与保单成本之差

投资收益：是用A股利润表中“投资净收益”加上“交易性金融资产公允价值变动净收益”减去“资产减值”。

按财务报表所示，还需减去投资业务营业税金及附加，但利润表中“营业税金及附加”很难拆分，我们把“营业税金及税金”全部计入实际费用中，因此稍微高估了利差收益而低估了费差收益，但不影响最终的结果。

表8：投资收益

	2007	2008	2009H
利润表中“投资净收益”	914	533	337
利润表中“交易性金融资产公允价值变动净收益”	(64)	(83)	15
利润表中“资产减值损失”	(34)	(137)	(23)
投资收益	816	313	329

数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

保单固定成本：保单的预定利率是保单的固定成本，所谓预定利率，是指保险公司在对寿险产品定价时，根据公司对资金未来收益率的预测，为保单假设的每年收益率，简单的说就是给投保人的回报率。无论保险公司当年的投资收益如何，保险公司都要通过提取准备金或其他形式将这部分收益在会计处理与精算中归属于投保人，根据保监会的规定，1999年以后的保单预定利率不超过年复利2.5%。

表9：保单固定成本

单位：亿元	2006	2007	2008	2009H
各项准备金余额	5517	6199	7784	8730
预定利率		2.37%	2.37%	2.37%
保单固定成本	139	166	98	

数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

保单浮动成本：中国人寿以传统险和分红险为主，分红险投保人除了每年可以获得预定利率的收益率以外，还可以获得分红险帐户的总投资收益率高于预定利率部分的70%，这部分在利润表中保单红利支出中体现。

图2：保单红利支出（中国人寿A股08年年报附注40）

40. 保单红利支出

保单红利支出为对有效分红保单计提的应归属于分红保险保户的当期红利，包括分红保险账户中以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产的公允价值变动归属于保单持有人的部分，按分红保险业务的红利分配方法及有关精算规定估算确认。

数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

表10: 保单浮动成本-利润表中“保单红利支出”

	2007	2008	2009H
保户红利支出（保单浮动成本）	275	17	80

数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

分红险账户可供出售金融资产公允价值变动的70%，会直接在资产负债表中“应付保单红利”中体现，分红险账户另外30%归属于公司的部分，直接体现在资本公积的变动中。

图3: 应付保单红利（中国人寿A股08年年报附注26）

26. 应付保单红利

应付保单红利包括分红保险业务已宣告但尚未领取的保单红利及未宣告的应归属于分红保险保户的保单红利，包括分红保险账户中以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产的公允价值变动归属于保单持有人的部分以及可供出售金融资产的公允价值变动归属于保单持有人的部分，按分红保险业务的红利分配方法及精算规定估算确定。

数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

利差益是用之前计算出的投资收益减去保单固定成本与浮动成本。

表11: 利差益

	2007	2008	2009H
投资收益	816	313	329
保单固定成本（因预定利率增加的准备金）	(139)	(166)	(98)
保单浮动成本（保户红利支出）	(275)	(17)	(80)
利差益	402	130	152

数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

中国人寿A股利源结构

由于我们之前分别计算出了费差益、死差益、退保益与利差益，我们发现利差益对利润做出了最主要的贡献，而其他收益综合起来由负转正，形成稳定的利源，预示利源结构变好。

表12: A股利源结构

单位：亿元	2007	占比	2008	占比	2009H	占比
利差益	402	115%	130	165%	152	85%
A股准则下的退保益	37	11%	17	21%	7	4%
A股准则下费差益（损）	(130)	-37%	14	18%	39	22%
A股准则下死差益（损）	36	10%	(84)	-107%	(23)	-13%
其他业务净收入	3	1%	2	3%	4	2%
A股准则下根据利源算出的营业利润	348.23	100%	79.05	100%	179.12	100%
财务报表上的营业利润	348.19		79.05		178.12	

数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

A股准则下，我们将之前分别计算出的费差益、死差益、退保益合并。我们发现利差收益由于投资收益率的变动而变动较大，死费差的综合收益较稳定，在2007年、2008年对利润表的贡献分别是-57亿、-53亿，而2009年上半年由于公司调整产品结构，加大对期缴产品的销售力度，获得了更多的预定费用。在A股准则下，对公司业绩的贡献从负值转正。

表13: A股利源结构与占比

单位: 亿元	2007	占比	2008	占比	2009H	占比
利差益	402	115%	130	165%	152	85%
A股准则下的死费差及退保益	(57)	-16%	(53)	-68%	23	13%
其他业务净收入	3	1%	2	3%	4	2%
A股准则下根据利源算出的营业利润	348.23	100%	79.05	100%	179.12	100%
财务报表上的营业利润	348.19		79.05		178.12	

数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

从下表看的更清楚一些，2007年与2008年的利润低于投资收益扣除固定与浮动保单成本后的利差收益，而2009年的利润高于投资收益扣除固定与浮动保单成本后的利差收益。

表14: A股利源推演

	2007	2008	2009H
投资收益	816	313	329
保单固定成本（因预定利率增加的准备金）	(139)	(166)	(98)
保单浮动成本（保户红利支出）	(275)	(17)	(80)
利差收益	402	130	152
A股准则下的死费差及退保益	(57)	(53)	23
其他业务净收入	3	2	4
营业利润	348.23	79.05	179.12
财务报表上的营业利润	348.19	79.05	178.12

数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

中国人寿A股准则下死费差低于H股准则下

A股准则下死费差变动较大，是因为A股准则与精算准则有一定差异，销售的新保单由于费用不能递延在首年出现亏损，因此A股准则下的死费差远低于按精算假设推算出的死费差，而H股准则下的死费差类似精算假设推算出的死费差，这也是保险公司H股利润比A股利润高20%-30%的原因。

表15: 实际的死差益与费差收益

单位: 亿元	2007	2008	2009H
死费差益（损）对A股利润表的影响	(57)	(53)	23
新单亏损（A股与H股营业利润之差）	106	149	56
精算的死费差益（损）	49	96	80

数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

表16: A股利源与H股利源

	2007	2008	2009H
利差收益	402	130	152
H股准则下的死费差及退保益	49	96	80
其他业务净收入	3	2	4
新单亏损	(106)	(149)	(56)
营业利润	348.23	79.05	179.12
财务报表上的营业利润	348.19	79.05	178.12

数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

中国人寿H股利源结构

由于H股准则下不存在新单亏损, 因此H股准则下的利源与精算的利源更加吻合, 我们发现如果排除新单亏损, 死费差收益一直对利润有一个正贡献, 随保费收入而增长或因结构调整而增长。

表17: H股利源占比

单位: 亿元	2007	2008	2009H
利差收益	402	130	152
死费差及退保益	49	96	80
H股准则下根据利源算出的利润	451	226	231

数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

表18: H股利源推演

	2007	2008	2009H
投资收益	816	313	329
因预定利率增加的准备金	(139)	(166)	(98)
保户红利支出	(275)	(17)	(80)
死费差收益	49	96	80
其他收入	3	2	4
税前利润	453.95	228.04	235.28
H股报表的税前利润	453.91	228.04	234.28

数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

表19: 中国人寿盈利预测表 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	281294	341074	395737	456017	532377
已赚保费	195440	294939	333281	386606	448463
投资收益	91377	53339	61199	67953	82223
公允价值变动损益	(6388)	(8316)			
汇兑损失	(1032)	(907)	(1025)	(1189)	(1379)
其他业务收入	1897	2019	2281	2647	3070
二、营业支出	(246475)	(333169)	(360344)	(415614)	(485022)
退保金	(43661)	(39131)	(38740)	(44938)	(52128)
赔付支出	(69406)	(79235)	(89536)	(103861)	(120479)
减: 摊回赔付支出	488	77	87	101	117
提取保险责任准备金	(67185)	(155911)	(176898)	(201472)	(234921)
减: 摊回保险责任准备金	(36)	(134)	(151)	(176)	(204)
保单红利支出	(27473)	(1671)	(6045)	(8357)	(11390)
分保费用	(4)				
营业税金及附加	(2982)	(1026)	(1159)	(1345)	(1560)
手续费及佣金支出	(16056)	(24200)	(27346)	(31721)	(36797)
业务及管理费	(16323)	(17340)	(19594)	(22729)	(26366)
减: 摊回分保费用	130	49	55	64	75
其他业务成本	(538)	(900)	(1017)	(1180)	(1368)
资产减值损失	(3429)	(13747)			
三、营业利润	34819	7905	35393	40403	47355
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	34794	7859	35341	40342	47285
减: 所得税费用	(6497)	2346	(6599)	(6883)	(7039)
五、净利润	28297	10205	28742	33459	40246
六、利润归属					
公司股东	28116	10068	28356	33010	39706
少数股东	181	137	386	449	540
七、每股收益(元)	0.99	0.36	1.00	1.17	1.40

数据来源: 公司报表, 广发证券发展研究中心

表20: 每股新业务价值变动

单位: 元	年报数据	09 年增长	分红险提升利差	所得税差异提升	2009 年	2010 年
中国人寿	0.49	37.8%	15.34%	7%	0.83	0.97
中国平安	1.16	35%	?	0%	1.57	1.82

数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

表21: 2010年中国人寿估值

内含价值	12.55 元
新业务价值	0.97 元
新业务倍数	25.91 倍
无高利率保单的估值溢价	5 元
估值	42.73 元

数据来源: 广发证券发展研究中心

风险因素

利率风险中国人寿的寿险保费收入, 对公司来说是可以认为是一项长期负债, 从行业平均水平来看平均期限在15年以上, 由于国内金融市场长期金融产品不足, 资产负债匹配难度大, 加大了中国人寿在利率下调时的风险, 要警惕未来可能出现的长期保持低利率的情况发生, 并充分考虑因此而出现的保险公司业绩下降的风险。

重大灾害风险在缴纳保费一定的情况下, 如果疾病, 死亡, 灾害出现的较少, 中国人寿当期的盈利就会增加。如果遇到重大灾害(包括台风、暴雨、洪水、地震、海啸等自然灾害以及恐怖主义活动、重大人为灾害、战争等对整个社会的经济活动和金融体系会造成重大危害的事件), 中国人寿的各项金融业务特别是保险业务也会受到重大影响, 带来的巨额赔偿会对公司的财务状况和经营成果带来不利影响。

资本市场波动风险股权型资产价格取决于市场, 市场的大幅波动会对公司业绩有较大影响。

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。

中国人寿(601628)行情走势



相关研究报告

中国人寿(601628.sh)	曹恒乾	2009-04-21
中国人寿(601628.sh)	曹恒乾	2009-04-07

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。