

中国人寿(601628.sh)

新准则影响符合预期，公司着重发展分红险

曹恒乾 研究员

电话: 020-87555888-419

eMail: chg@gf.com.cn

净资产增长超预期，分红大手笔

中国人寿 2009 年净资产增加 437 亿，合每股 1.55 元（不含准则变更的提升，由于准则变更增加净资产 390 亿元），可供出售金融资产未实现浮盈增加至 206 亿。公司宣布每股分红 0.7 元，共分红 198 亿元，占 09 年利润的 60%，股息率达到 2.4%。

业绩与净资产符合预期，与 H 股旧准则下类似

中国人寿新 2009 年净利润 329 亿，每股收益 1.16 元（总投资收益率 5.78%），与我们之前做出的业绩弹性基本吻合。2009 年公司净资产 2111 亿元，每股净资产 7.47 元，和我们的预计基本相符。从净资产的增长推算，公司 2009 年实际投资收益率接近 8%，而公司在四季度公司隐藏了浮盈，把投资收益率平滑到 5.78%（接近计算内含价值所假设的长期投资收益率），避免了当年投资收益率过高带来的第二年业绩负增长，确保了 2010 年业绩的增长。

保费拆分，内涵价值，符合预期

按新准则拆分后中国人寿保费约下降 10%，与我们之前预期的相符。中国人寿产品结构以分红险为主，09 年保费收入中分红险占比约 74%，传统险约 26%，首年新单中约 95% 是分红险。内含价值也和之前所预期的一致，不采用新准则，09 年每股内涵价值 10.09 元，同比增长 18.8%，每股新业务价值 0.63 元，同比增长 27%。

用 PE 估值的公信力提升

新准则更能揭示保险公司的实际盈利能力，而内含价值目前还是基于旧准则来计算，降低了内含价值估值的公信力，使得采用 PE 估值的公信力提升。特别是中国人寿把投资收益率平滑到接近长期假设后，我们认为从长期看，投资收益率 5%-6% 是可以确保实现的，这样的投资收益率对应的业绩的具有较高的可信度，是可持续发展的。

投资建议与风险提示

我们预计在投资收益率 5.78% 对应的 2010 年业绩为 1.32 元，现价隐含 2010 年 22 倍 PE，维持买入评级，评估价值 39.6 元，对应 2010 年每股收益 30 倍 PE。利率风险，重大灾害风险，资本市场波动风险可能会对保险公司经营产生重大影响。

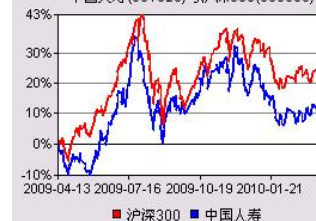
公司评级

买入

当前价格(元)	29.28
目标价格(元)	39.60
前次评级	买入

股价走势

中国人寿(601628)与沪深300(000300)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	1.70%	-3.31%	18.42%
沪深 300	3.13%	-2.95%	30.19%

股票数据

总股本(万股)	2,826,470
流通 A 股(万股)	2,082,353
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	73.67%

财务比率

ROE	15.58%
ROA	3.77%
资产负债率	82.65%
每股净资产(元)	7.47

2009 年报数据。

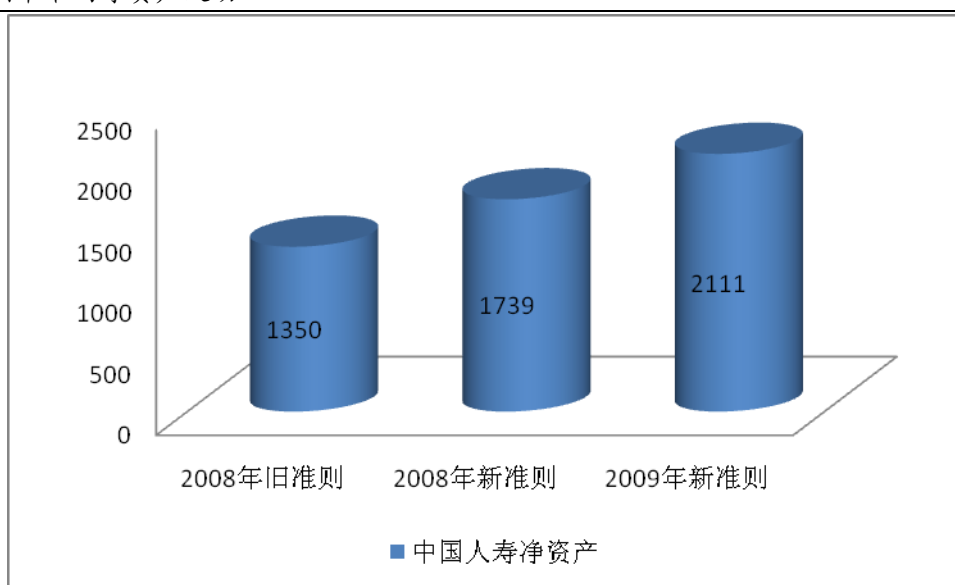
净资产增长超预期，分红大手笔

中国人寿2009年新准则下净资产相比2008年年报旧准则下净资产增加827亿，其中由于准则变更一次性增加净资产390亿元，**由于公司运营产生利润增加净资产437亿，合每股1.55元。**

每股净资产的增加高于利润主要是由于四季度可供出售金融资产未实现浮盈增加了110亿（而前三季度供出售浮盈减少了2亿）至206亿。

公司宣布每股分红0.7元，共分红198亿元，占09年利润的60%，股息率达到2.4%。

图1：新准则带来的净资产变动



数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

业绩与净资产符合预期，与H股旧准则下类似

人寿公布新准则下2009年净利润329亿，每股收益1.16元（总投资收益率5.78%），与我们之前做出的业绩弹性基本吻合（我们3月21日报告中预计投资收益率5.5%时对应2009年每股收益1.1元，投资收益率5.78%时对应2009年每股收益1.15元，投资收益率6.38%时对应2009年每股收益1.28元）。

2009年公司净资产2111亿元，每股净资产7.47元，和我们的预计基本相符（我们之前预计09年每股收益1.16元时对应的净资产7.45元，09年每股收益1.28元时对应的净资产7.57元）。

我们基于H股准则下对2009年新准则下业绩和净资产的预测都得到了验证，也证实了我们之前关于新准则下业绩和净资产接近H股旧准则的判断。从新准则下追溯的2007年和2008年的数据来看，和H股旧准则比有高有低，但相差不大。**也就是说，由于准则的变更，中国人寿新准则下业**

绩和净资产比A股旧准则下有30%左右的上升。

根据我们的预测，2010年中国人寿投资收益率每提升100个基点，对中国人寿税前每股收益提升0.26元，业绩弹性如下。

表1: 新准则下中国人寿业绩预测 (单位: 元)

投资收益率	2010E(税前)	2010E (税后)
4.5%	1.20	1.08
5%	1.33	1.17
5.5%	1.45	1.27
5.78%	1.52	1.32
6%	1.58	1.36
7.5%	1.96	1.65

*假设2010年的免税收入分别为200亿元

数据来源: 广发证券发展研究中心

保费拆分, 内涵价值, 符合预期

按新准则拆分后中国人寿保费约下降10%, 与我们之前预期的相符。这是由于中国主要销售分红险, 因此在三家上市保险公司拆分后保费下降的幅度最小。

中国人寿产品结构以分红险为主, 分红险在保费收入中的占比近几年都在70%左右, 09年保费收入中分红险占比约74%, 传统险约26%, 首年新单中约95%是分红险。

下表2004-2008年是未拆分的保费, 只有2009年是根据新准则拆分后的保费。

表2: 中国人寿各项保费 (单位: 亿元)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009 (拆分后)
首年期缴保费	197	217	245	280	354	397
趸缴保费	875	822	880	926	1755	1308
续期保费	426	570	713	779	869	1054
合计	1498	1609	1838	1984	2978	2759

数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

期缴保费占比恢复在2007年的最高值, 说明中国人寿已经恢复了到2008年趸缴保费高速增长前的保费结构。

表3: 中国人寿各项保费占比 (单位: 亿元)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009 (拆分后)
首年期缴保费	13%	13%	13%	14%	12%	14%
趸缴保费	58%	51%	48%	47%	59%	47%
续期保费	28%	35%	39%	39%	29%	38%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源: 广发证券发展研究中心

趸缴保费出现了大幅的下降,是由于2009年保费计算中拆分了部分趸缴保费,我们预计2008年1755亿趸缴保费按新准则拆分后下降为1433亿,同一口径下2009年趸缴保费下降了9%。

表4: 中国人寿各项保费增长(单位: 亿元)

	2005	2006	2007	2008	2009(拆分后)
首年期缴保费收入	10%	13%	14%	27%	12%
趸缴保费收入	-6%	7%	5%	90%	-25%
续期保费收入	34%	25%	9%	12%	21%
合计	7%	14%	8%	50%	-7%

数据来源: 广发证券发展研究中心

内含价值也和之前所预期的一致,不采用新准则,09年每股内涵价值10.09元,同比增长18.8%,每股新业务价值0.63元,同比增长27%。

用PE估值的公信度提升

新准则是近半年来影响股价最主要的因素之一,而内含价值目前还是基于旧准则来计算,一定程度上降低了内含价值的说服力。

新准则矫正了保费收入与利润的关系,更能揭示保险公司的实际盈利能力,并且公司将接近8%的实际投资收益率(从净资产的增长推算)平滑到5.78%(接近长期投资收益率假设),抹平了由于投资带来的业绩波动,避免了由于2009年投资收益率过高带来第二年业绩负增长,确保了2010年业绩的增长,我们认为投资收益率5.78%对应的业绩具有较高的安全边际。

此外,新准则下,计提准备金的评估利率上限在5%-5.5%之间,使业绩中来源于利差收益大幅度减少,而费差收益和死差收益显著增加,这一部分利润会随着保费收入的增长而显著增长,一定程度上也能提升业绩。

投资建议

我们预计在投资收益率5.78%对应的2010年业绩为1.32元,现价隐含2010年22倍PE,维持买入评级,评估价值39.6元,对应2010年每股收益30倍PE。

风险提示

利率风险: 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,加大了保险公司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。

重大自然灾害风险: 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。

资产负债表简表		单位：亿元			
报表项目	2009	2009E	2010E	2011E	
货币资金	362	416	478	550	
交易性金融资产	91	105	120	138	
应收利息	142	163	188	216	
应收款项	77	88	101	116	
保户质押贷款	138	159	183	210	
债券计划投资	93	106	122	141	
其他应收款	19	22	25	29	
可供出售金融资产	5175	5951	6844	7871	
持有至到期投资	2351	2704	3109	3576	
长期股权投资	85	97	112	129	
存出资本保证金	62	71	81	94	
固定资产	170	196	225	259	
无形资产	34	39	45	52	
定期存款	3450	3967	4562	5247	
其他资产	15	17	20	23	
资产总计	12263	14102	16217	18650	
卖出回购金融资产款	336	386	444	510	
预收保费	18	21	24	27	
应付手续费及佣金	13	15	17	20	
应付分保帐款	0	0	0	0	
应付职工薪酬	44	51	59	68	
应交税费	42	48	56	64	
应付赔付款	57	66	76	87	
应付保单红利	546	628	722	830	
其他应付款	31	35	41	47	
保户储金及投资款	673	774	890	1023	
未到期责任准备金	89	103	118	136	
寿险责任准备金	8029	9377	10841	12624	
长期健康险责任准备金	63	73	84	96	
递延所得税负债	164	188	216	249	
其他负债	29	34	39	45	
负债合计	10135	11799	13626	15827	
股本	283	283	283	283	
资本公积	747	747	747	747	
盈余公积	185	222	265	315	
一般风险准备	96	134	177	226	
未分配利润	800	900	1101	1233	
少数股东权益	17	18	19	20	
负债股东权益总计	12263	14102	16217	18650	
每股净资产(元)	7.47	8.09	9.11	10.36	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：亿元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
已赚保费	2751	3218	3766	4406	
投资净收益	628	758	911	1089	
公允价值变动净收益	16	18	21	24	
其他业务收入	25	29	34	39	
营业收入合计	3420	4024	4731	5558	
退保金	233	268	308	355	
赔付净支出	592	681	783	900	
提取保险责任准备金	1545	1873	2257	2712	
保户红利支出	145	167	192	220	
营业税金及附加	12	14	16	18	
手续费及佣金支出	229	264	303	349	
管理费用	192	221	254	292	
其他业务成本	31	36	41	47	
资产减值损失	22	25	29	33	
营业支出合计	3001	3547	4183	4927	
营业利润	419	477	548	631	
利润总额	417	475	546	629	
净利润	330	375	432	497	
归属于母公司净利润	329	373	430	495	
少数股东损益	2	2	2	2	
EPS(元)	1.16	1.32	1.52	1.75	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

保费分类简表		单位：亿元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
首年期缴保费	397	477	572	686	
趸缴保费	1308	1504	1730	1989	
续期保费	1054	1238	1464	1730	
合计	2759	3218	3766	4406	
首年期缴保费占比	14%	15%	15%	16%	
趸缴保费占比	47%	47%	46%	45%	
续期保费占比	38%	38%	39%	39%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

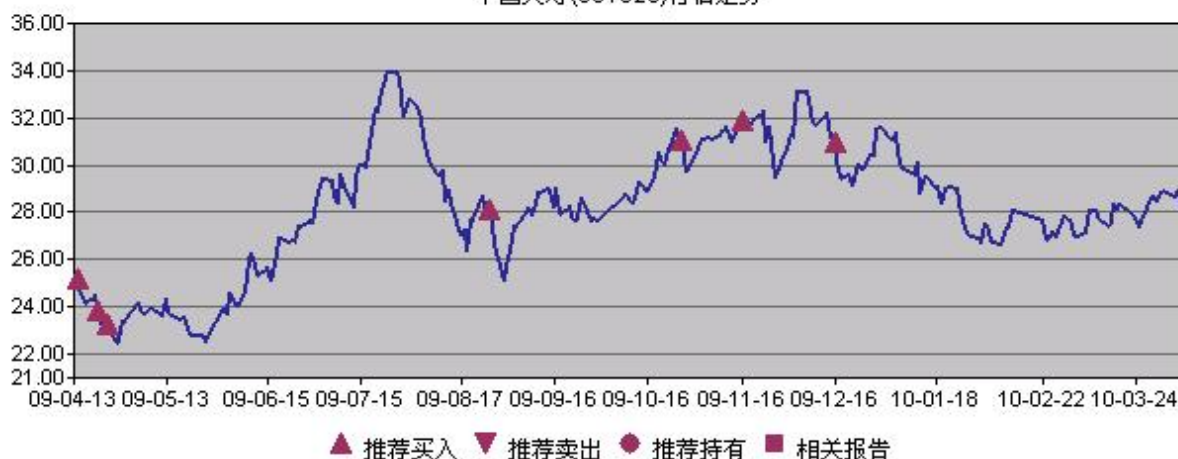
主要估值指标					
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E	
每股内含价值(元)	10.09	10.95	12.24	13.80	
每股新业务价值(元)	0.63	0.76	0.91	1.09	
PE	25	22	19	17	
PB	3.9	3.6	3.2	2.8	
P/EV	2.9	2.7	2.4	2.1	
隐含新业务价值倍数	30	24	19	14	

数据来源：公司年报、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。

中国人寿(601628)行情走势



相关研究报告

中国人寿(601628.sh)	曹恒乾	2009-03-31
中国人寿(601628.sh)	曹恒乾	2008-09-18

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市深南东路 5045 号 深业中心 20 楼	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518010	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

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。