

中国人寿 (601628)

盈利超预期，期待业务增长带动价值提升

——国寿 2010 年中报点评

	彭玉龙	董乐
	021-38676683	021-38676650
	pengyulong@gtjas.com	dongle@gtjas.com
	S0880209040414	S0880108063472

本报告导读：

国寿中期每股收益 0.64 元超预期，但净资产和内含价值因分红而下降，业务增长缓慢对价值提升构成阻碍，全年每股收益预计提高至 1.12 元，维持谨慎增持评级和 29 元目标价。

投资要点：

盈利超预期，净资产实未降。净利润 180.34 亿元，每股收益 0.64 元，同比增长 7.4%；每股净资产 6.78 元，比年初下降 9.2%，剔除 197.85 亿高额现金分红的影响，净资产基本没有变动。盈利超出我们预期，净资产略好于预期。

准备金和所得税下降是盈利超预期的主因。盈利好于我们预期的主要因素有两个：一是保险业务支出下降，主要是折现率提高导致准备金少提 32.2 亿；二是实际所得税率从 21.9% 下降到 16.1%，因此节约 12 亿左右。

寿险规模缓行，期限结构继续优化。13% 的已赚保费增速远低于 33.7% 的行业增速，但缴费结构还在持续改善：首年保费增长 9.5%，其中期缴保费增长了 24.2%，首年保费中的期缴占比提升了 3 个百分点。

重仓金融，减值不少，仍有浮盈，权益投资降低 4 个百分点至 11.2%。前五大金融股当期账面损失 102.4 亿，全部可供出售金融资产账面损失 266.9 亿，减少股东净资产 175.96 亿，虽如此，仍有 32.45 亿的累计净浮盈。投资结构有调整，权益投资由年初的 15.3% 下降 4 个百分点至 11.2%。

内含价值：净资产带动下的下降，价值提升有赖于业务加速。内含价值比年初下降了 2.4%，主要是净资产的下降引起的，上半年实现新业务价值 10.9%，略高于首年保费 9.5% 的增速，意味着新业务利润率略有上升，与预期一致，价值提升有赖于业务加速。

提升盈利预测，维持谨慎增持评级。下半年投资环境将好于上半年，保费增速也有望适当上升，将全年的盈利预测提升至 317 亿元，每股收益 1.12 元，比去年略降 3.6%。新业务价值增速与预期一致，内含价值的下降可由下半年净资产的回升弥补，维持 29 元目标价和谨慎增持评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	10,068	32,881	31,702	40,483	49,941
(+/-)%	-64.2%	226.6%	-3.6%	27.7%	23.4%
总资产	990,164	1,226,257	1,502,062	1,791,001	2,154,331
(+/-)%	10.7%	23.8%	22.5%	19.2%	20.3%
净资产	134,957	211,072	234,577	282,760	335,411
(+/-)%	-20.7%	56.4%	11.1%	20.5%	18.6%

关键估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
每股内含价值	8.49	10.09	11.71	13.56	15.60
每股收益	0.36	1.16	1.12	1.43	1.77
每股净资产	4.77	7.47	8.30	10.00	11.87
P/EV	2.7	2.3	2.0	1.7	1.5
市盈率	65.1	20.0	20.7	16.2	13.1
市净率	4.9	3.1	2.8	2.3	2.0

评级：谨慎增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：29.00

上次预测：29.00

当前价格：23.26

2010.08.26

交易数据

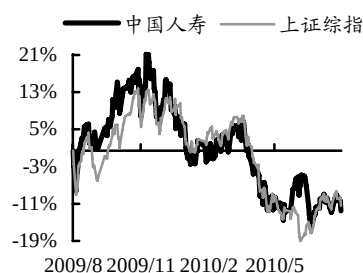
52 周内股价区间 (元)	22.03-33.48
总市值 (百万元)	657,437
总股本/流通 A 股 (百万股)	28,265/20,8
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/7,441
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	18
日均成交值 (百万元)	425

资产负债表摘要 (12/09)

总资产 (百万元)	1,226,257
股东权益 (百万元)	212,776
每股净资产	7.47
杠杆倍数	5.8

EPS (元)	2008A	2009A
Q1	0.12	0.19
Q2	0.26	0.30
Q3	0.08	0.21
Q4	-0.10	0.46
全年	0.36	1.16

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-1%	0%	-15%
相对指数	-2%	1%	-2%

相关报告

《保费增速回升，净资产开始增长》	2010.08.14
《增速再次低于 10%，突破有待银保扩张》	2010.05.18
《权益投资减仓，盈利实现高增长》	2010.04.28
《财务业绩双重提升，内涵价值不受影响》	2010.04.08
《国寿 09 年业绩修正至增长 200% 以上》	2010.03.09

模型更新时间: 2010.08.26

股票研究

金融

保险

中国人寿 (601628)

评级: **谨慎增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **29.00**

上次预测: 29.00

当前价格: 23.26

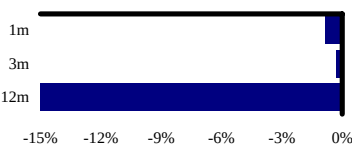
公司网址

www.e-chinalife.com

公司简介

公司是中国最大的人寿保险公司,在内地寿险市场保持领先地位。公司遍布全国的分销网络由个人代理人、直销人员以及专业和兼业代理机构组成,向广大客户提供个人人寿保险、团体人寿保险、意外险和健康险等产品与服务。公司下属的人寿资产管理公司是中国最大的保险资产管理者,并已成为中国最大的机构投资者之一。在世界品牌实验室的评选中,公司 06 年的品牌价值已达 487 亿元,是我国保险行业的第一品牌,并位列我国最具价值品牌前十名。公司为目前中国唯一一家同时在内地、香港和美国证券市场上上市的保险公司。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

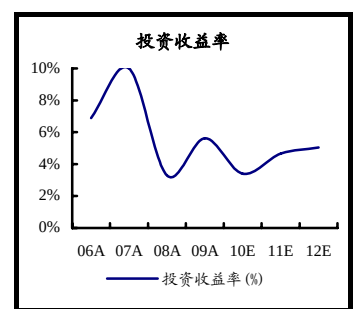
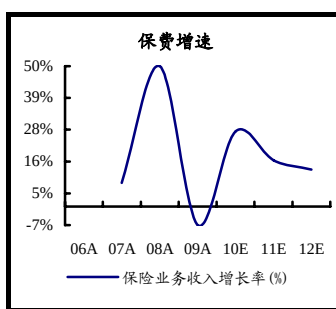
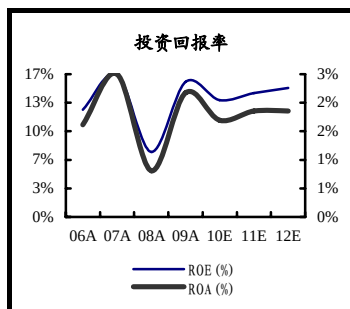
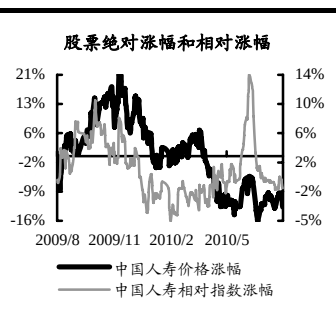
22.03-33.48

市值 (百万)

657,437

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	228,220	281,294	341,074	342,026	395,293	477,427	548,573
已赚保费	179,749	195,440	294,939	275,077	349,073	406,844	460,955
投资收益	47,036	84,989	45,023	64,443	43,722	68,090	85,131
营业支出	210,842	246,475	333,169	300,164	368,183	442,841	505,934
提取保险责任准备金	113,220	67,185	155,911	154,531	167,555	201,388	228,172
赔付支出	24,377	69,406	79,235	59,308	80,287	101,711	119,848
业务及管理费	13,211	16,323	17,340	19,238	24,936	29,063	32,929
营业利润	17,378	34,819	7,905	41,862	27,110	34,586	42,639
利润总额	17,289	34,794	7,859	41,745	26,993	34,469	42,522
所得税	2,810	6,497	-2,346	8,709	-4,859	-6,205	-7,654
净利润	14,384	28,116	10,068	32,881	31,702	40,483	49,941
资产负债表							
货币资金	50,213	25,317	34,085	36,176	13,250	15,325	0
交易性金融资产	37,369	25,110	14,099	9,102	29,309	33,899	39,110
买入反售金融资产	0	5,053	0	0	3,892	4,502	5,194
可供出售金融资产	239,463	417,513	424,634	517,499	621,801	719,184	829,724
持有至到期投资	176,559	195,703	211,929	235,099	300,571	347,645	401,079
资产合计	727,085	894,604	990,164	1,226,25	1,502,06	1,791,00	2,154,33
应付保单红利	30,491	64,473	3,501	54,587	54,587	54,587	54,587
准备金	551,722	619,901	771,750	828,528	974,947	1,075,08	1,150,86
负债合计	610,988	723,515	854,283	1,013,48	1,265,59	1,505,95	1,816,21
股东权益	116,097	171,089	135,881	212,776	236,470	285,042	338,119
投资结构							
债券投资	54%	52%	61%	50%	55%	55%	55%
定期存款	27%	20%	24%	29%	27%	27%	27%
股票投资	8%	15%	4%	9%	8%	8%	8%
基金投资	10%	9%	4%	7%	6%	6%	6%
基础设施与非上市股权投资	0%	0%	0%	0%	2%	2%	2%
物业投资	0%	0%	0%	0%	1%	1%	2%
其他	1%	5%	6%	5%	1%	1%	0%
财务指标							
成长性							
1 年新业务价值增速		14.9%	15.6%	27.2%	22.5%	21.0%	13.3%
保险业务收入增长率		8.5%	50.3%	-6.6%	26.9%	16.6%	13.3%
寿险保费增长率		8.5%	50.3%	-6.6%	26.9%	16.6%	13.3%
产险保费增长率							
投资收益增长率		195.2%	-41.6%	17.8%	-30.4%	55.7%	25.0%
营业利润增长率		100.4%	-77.3%	429.6%	-35.2%	27.6%	23.3%
净利润增长率		95.4%	-63.9%	223.7%	-3.6%	27.7%	23.4%
总投资增长率		30.9%	9.0%	25.1%	13.0%	15.7%	15.4%
盈利及费用指标							
总资产收益率	2.0%	3.1%	1.0%	2.7%	2.1%	2.3%	2.3%
净资产收益率 (ROE)	12.4%	16.5%	7.5%	15.6%	13.5%	14.3%	14.9%
投资收益率	7.1%	10.3%	3.4%	5.8%	3.5%	4.8%	5.2%
退保率		8%	6%	3%	4%	4%	4%
综合赔付率							
综合成本率							
内涵价值估值							
调整后净资产	117,700	168,175	137,816	159,948	177,760	214,272	254,171
调整后寿险业务净资产	117,700	168,175	137,816	159,948	177,760	214,272	254,171
有效业务价值	64,290	84,393	102,271	125,282	153,272	169,055	186,767
内涵价值 (EV)	181,990	252,568	240,087	285,230	331,031	383,327	440,938
寿险业务内涵价值	181,990	252,568	240,087	285,230	331,031	383,327	440,938
1 年新业务价值	10,482	12,047	13,924	17,713	21,699	26,265	29,759
调整后每股净资产	4.16	5.95	4.88	5.66	6.29	7.58	8.99
调整后每股寿险业务净资产	4.16	5.95	4.88	5.66	6.29	7.58	8.99
每股有效业务价值	2.27	2.99	3.62	4.43	5.42	5.98	6.61
每股内涵价值	6.44	8.94	8.49	10.09	11.71	13.56	15.60
寿险业务每股内涵价值	6.44	8.94	8.49	10.09	11.71	13.56	15.60
每股新业务价值	0.37	0.43	0.49	0.63	0.77	0.93	1.05
新业务价值倍数					24		
每股新业务估值					17		
寿险每股评估价值 (元)					29		
产险业务每股价值 (元)					0		
其他业务每股价值					0		
每股价值					29		



1. 财务业绩：盈利超预期，净资产实未降

1.1. 盈利增长 7.4%，净资产名降实未降

上半年归属于公司股东的净利润 180.34 亿元，每股收益 0.64 元，同比增长 7.4%；ROE 为 8.53%，年化达到 17.1%，是近年来的高点。

归属于公司股东的净资产 1917.39 亿，每股净资产 6.78 元，均比年初的 2110.72 亿和 7.47 元下降 9.2%。净资产的较大下降，主要是由于对 2009 年利润实行了高达 60% 的现金分红，分红金额达 197.85 亿元，剔除现金分红的影响，经营活动引起的净资产基本没有变动。

事实上，公司期间所获得的利润，基本相当于资本市场给股票和基金投资带来的净损失。从报表项目看也很清楚，其他综合收益项为 175.82 亿元，与 180.34 亿净利润基本相当。

考虑到上半年的资本市场环境以及国寿较高的权益投资比例，盈利好于我们的预期，净资产也比我们预期稍好。

1.2. 准备金和所得税下降是盈利超预期的主因

在资本市场大幅下跌的情况下，总投资收益并未有下降很多，这并未超出我们预期，因为公司年初有较多浮盈，并且可获得在去年分红收益也不少。盈利好于我们预期的主要因素有两个：一是保险业务支出下降，已赚保费增长了 13.3%，而相关的保险支出却只增长了 10.3%，其中一个重要原因是折现率提高导致准备金少提 32.2 亿，相应增加了税前利润，此外，保单红利支出下降，业务和管理费支出也仅有少量增加，总体上，保险业务支出下降贡献了近 54 亿的税前利润；二是实际所得税率从 21.9% 下降到 16.1%，导致所得税同比下降 26.2%，主要原因是非应税收入增加，所得税变化对净利的贡献在 12 亿左右。

表 1：折现率估计改变导致准备金减少 32.2 亿，相应增加税前利润

折现率假设	未来保险利益受对应资产组合 投资收益影响的保险合同	未来保险利益不受对应资产 组合投资收益影响的保 险合同
2010 年 6 月 30 日	4.40%~5.00%	2.62%~5.49%
2009 年 6 月 30 日	3.50%~5.00%	2.64%~5.07%

数据来源：公司报告，国泰君安证券。

表 2：保险业务支出和所得税是业绩超预期的主要原因

单位：百万元	2010 年 1-6 月	2009 年 1-6 月	增长
已赚保费	183,589	161,993	13.33%
保险支出	195,059	176,852	10.30%
总投资收益	32,753	35,347	-7.34%
总利润	21,603	21,585	0.08%
所得税	3488	4728	-26.23%
净利润	21,568	21,538	0.14%

数据来源：公司报告，国泰君安证券。

表 3: 总利润业务分布

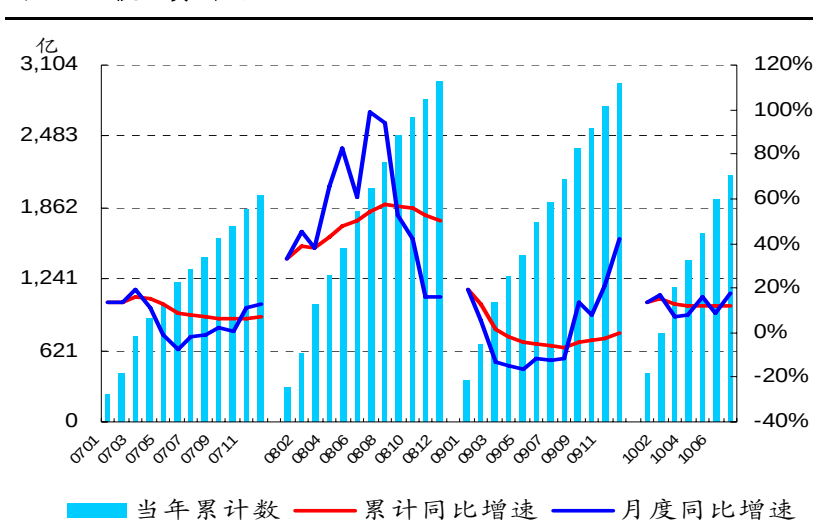
单位: 百万元	2010 年 1-6 月	2009 年 1-6 月	增长
个人业务	19,144	19,845	-3.53%
团体业务	210	282	-25.53%
短期险业务	773	780	-0.90%
其他业务	1,476	678	117.70%
合计	21,603	21,585	0.08%

数据来源: 公司报告, 国泰君安证券。

2. 寿险业务: 规模缓行, 优化期限结构

上半年规模保费 1930 亿, 增长 11.7%; 已赚保费 1835.9 亿, 增长 13%, 其中主要是个人业务 1755 亿, 占 95.6%; 团险只有 2.83 亿, 且绝大部分为趸缴, 但增长很快, 增速达 128.5%; 短期意外和健康险 78 亿, 增长 17.9%。

从增速来看, 寿险业务并不出色, 远低于 33.7% 的行业增速, 但缴费结构还在持续改善。上半年首年保费增长 9.5%, 其中, 期缴保费增长了 24.2%, 首年保费中的期缴占比提升了 3 个百分点。

图 1: 规模保费增速


数据来源: 公司报告, 国泰君安证券。

表 4: 保费期限结构优化

单位: 百万元	2010. 1H	2009. 1H	2010. 1H 占比	2009. 1H 占比	增长
首年保费	111,576	101,898	60.77%	62.72%	9.50%
期缴	28,863	23,233	25.87%	22.80%	24.23%
趸缴	82,713	78,665	74.13%	77.20%	5.15%
续期保费	72,038	60,562	39.23%	37.28%	18.95%
合计	183,614	162,460	100.00%	100.00%	13.02%

数据来源: 公司报告, 国泰君安证券。

3. 投资业务：重仓金融，减值不少，仍有浮盈

虽然进行了减仓，实现了部分浮盈收益，但由于权益投资比例总体偏大，且重仓金融股，跌幅较大，资产损失不少。可供出售金融资产中，前五大均为金融股，分别是中信证券、民生银行、建设银行、工商银行、招商银行，这五大金融股产生的账面损失就达 102.4 亿元。可供出售金融资产账面损失总额 266.9 亿元(抵消债券投资利得后)，扣除已经实现的、所得税影响以及应由投保人承担的部分，减少股东净资产 175.96 亿元。

不过，由于购入时间较早，特别是第一重仓股中信证券的成本低，虽然账面价值减损很大，但仍高于投资成本，尚有适度浮盈，前五大金融股的浮盈为 38.8 亿，全部可供出售金融资产净浮盈为 32.45 亿(扣除所得税以及归属于投保人的部分后)。

截止 6 月末，总投资资产 12428.6 亿元，较年初增长 6.0%，结构有所调整，与平安类似，调高了固定收益投资比例，降低了权益投资比例，但在固定收益投资的内部配置方面，做法与平安相反，国寿更偏向于定期存款，由 29.4%提升至 33.9%，债券由 49.7%微降至 48.5%；权益投资由 15.3%降 4 个百分点至 11.2%。

表 5：投资结构

单位：百万元	2010 年 6 月 30 日		2009 年 12 月 31 日	
	账面值	占比	账面值	占比
股票	72,975	5.9%	103,018	8.8%
基金	65,606	5.3%	76,386	6.5%
权益类资产合计	138,581	11.2%	179,404	15.3%
债券	602,268	48.5%	582,285	49.7%
定期存款	421,194	33.9%	344,983	29.4%
现金及其他	80,819	6.5%	65,421	5.6%
合计	1,242,862	100%	1,172,093	100%

数据来源：公司报告，国泰君安证券。

表 6：前五大证券投资是金融股，期间累计资产损失 102.4 亿元（单位：百万元）

序号	证券简称	初始投资金额	占该公司股权比例	期末账面值	报告期损益	报告期所有者权益变动
1	中信证券	3,027.37	5.44%	6,321.07	180.09	-5,121.69
2	民生银行	5,448.00	3.47%	5,615.61	46.41	-1,726.45
3	建设银行	2,241.25	0.40%	1,875.19	100.16	-538.46
	建设银行 (H 股)	1,894.43		2,825.45	1,048.17	-1,243.58
4	工商银行	2,957.03	0.22%	3,036.72	148.15	-990.49
	工商银行 (H 股)	3.08		2.75	-1.6	-0.54
5	招商银行	2,454.14	0.79%	2,228.94	7.43	-615.88
合计		18,025.30		21,905.73	1,528.81	-10,237.09

数据来源：公司报告，国泰君安证券。注：未包括交易性金融资产。

4. 内含价值：提升有赖于业务加速

内含价值假设没有变动,公司内含价值 2784.4 亿元,比年初下降了 2.4%,每股内含价值 9.85 元。内含价值的下降主要是净资产的下降引起的,有效业务价值增长了 12.4%。

上半年实现新业务价值 115.48 亿元,比去年同期的 104.11 亿元增长了 10.9%,略高于首年保费 9.5%的增速,意味着新业务利润率略有上升,这与期缴比例相呼应。虽然这一增速在意料之中,但仍稍慢于规模保费增速,主要是由于银保比例有所上升而代理人渠道保费未有大的增长。

表 7: 内含价值构成及增长率

单位: 百万元	2010 年 6 月 30 日	2010 年 12 月 31 日	增长率	每股价值(元)
经调整的净资产价值	137,661	159,948	-13.93%	4.87
扣除偿付能力额度成本之前的有效业务价值	167,352	149,387	12.03%	5.92
偿付能力额度成本	-26,572	-24,106	10.23%	-0.94
扣除偿付能力额度成本之后的有效业务价值	140,779	125,282	12.37%	4.98
内含价值	278,440	285,229	-2.38%	9.85
扣除偿付能力额度成本之前的一年新业务价值	22,532	21,352	5.53%	0.80
偿付能力额度成本	-3,682	-3,638	1.21%	-0.13
扣除偿付能力额度成本之后的一年新业务价值	18,850	17,713	6.42%	0.67

数据来源: 公司报告, 国泰君安证券。

5. 维持谨慎增持评级和 29 元目标价

市场的下跌并未完全消耗掉公司的浮盈,并且我们预计下半年投资环境将好于上半年,保费增速也有望适当上升,因此将全年的盈利预测提升至 317 亿元,每股收益 1.12 元,比去年略降 3.6%。

由于 10.9%的新业务价值增速与我们预期一致,同时我们预期下半年净资产的回升可以弥补上半年因分红导致的内含价值下降,因此维持 29 元目标价和谨慎增持评级。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		