

中国人寿(601628)中报点评

谨慎推荐

——业务结构继续改善，新业务价值持续增长

维持评级

金融/保险

发布时间：2010年8月26日

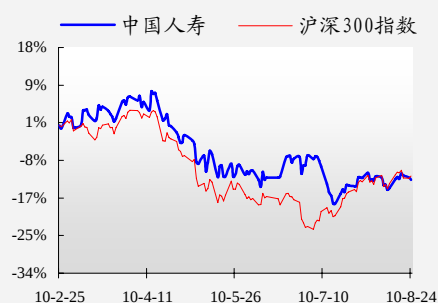
投资要点：

- 从中国人寿的总保费收入状况来看，2010年上半年，公司已赚保费达人民币1,835.89亿元，同比增长13.3%；首年保费同比增长9.4%，首年期交保费同比增长24.2%。对于个险，公司重点发展10年以上的期缴业务。对于银保业务，提高银保期缴率，期缴率达到了11%，银保首年期缴保费增长幅度较大。公司首年期交保费占首年保费比重由2009年同期的24.50%提升至27.82%；10年期及以上首年期交保费的比重达到27%。10年以上期交保费的大幅度增加，提高了产品的毛利率。
- 从产品结构上来说，中国人寿保费收入的增长主要来自于分红产品。个险渠道的主推品种是国寿福禄双喜两全保险，银保渠道的主推品种是国寿瑞鑫两全保险、国寿鸿富两全保险和国寿鸿盈两全保险。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。
- 2010年，公司继续加强业务结构调整力度，大力推广长期限保单，销售以分红险为主导的产品，期缴率提高，产品利润率增加。因此，今年上半年公司的新业务价值增长幅度较大，同比增长了10.9%。
- 我们假设新业务的增长速度为25%，在30倍新业务倍数的假设下，公司估值为35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 (%)
2009	34,202,600	9.25	3,288,100	71.82	1.16		20.1	
2010E	45,567,412	33.2	3,987,504	20.7	1.39		16.7	
2011E	47,671,282	4.6	3,844,568	-3.6	1.34		17.4	
2012E	64,942,674	36.2	4,193,585	9.1	1.46		15.9	

走势图



市场数据

2010-8-25

收盘价：	23.26 元
52 周最高价：	33.48 元
52 周最低价：	22.03 元
平均持仓成本：	27.24 元

基本数据

2010Q2

总股本（万股）：	2,826,471
流通 A 股（万股）：	2,082,353
每股收益（元）：	0.64
每股净资产（元）：	6.78
每股经营现金流（元）：	3.69
市净率：	3.43

分析师：赵新安

执业证书编号：S0550209030096

TEL: (8621)6336 7000--258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxinan@sina.com

地址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编：200002

一、总体经营状况

2010 年上半年，中国人寿实现营业收入 2167 亿元，同比增长 9.2%，实现营业利润 216.1 亿元，同比减少 0.1%，实现归属于母公司股东的净利润 180.3 亿元，同比增长 7.4%。每股收益 0.64 元。上半年每股净资产为 6.78 元，净资产与上年末相比有所下降。

表 1、赢利状况同比与环比变动

单位：百万元

	2010 年 1-6 月	2009 年 1-6 月	同比
一、营业收入	216,660	198,469	9.2%
已赚保费	183,589	161,993	13.3%
保险业务收入	183,614	162,460	13.0%
投资收益	32,371	33,824	-4.3%
公允价值变动损益	-382	1,523	-125.1%
汇兑损失	-79	-12	558.3%
其他业务收入	1,161	1,141	1.8%
二、营业支出	-195,059	-176,852	10.3%
退保金	-12,810	-13,309	-3.7%
赔付支出	-27,945	-39,297	-28.9%
提取保险责任准备金	-122,619	-91,186	34.5%
保单红利支出	-6,195	-7,996	-22.5%
营业税金及附加	-723	-588	23.0%
手续费及佣金支出	-13,962	-12,289	13.6%
业务及管理费	-8,762	-8,431	3.9%
其他业务成本	-1,800	-1,488	21.0%
资产减值损失	-320	-2,285	-86.0%
三、营业利润	21,601	21,617	-0.1%
加：营业外收入	29	13	123.1%
减：营业外支出	-27	-45	-40.0%
四、利润总额	21,603	21,585	0.1%
减：所得税费用	-3,488	-4,728	-26.2%
五、净利润	18,115	16,857	7.5%
归属母公司股东净利润	18,034	16,795	7.4%
七、每股收益（元）	0.64	0.59 元	8.5%

资料来源：公司公告

表 2、净资产变化

单位：百万元

	2010 年 6 月	2009 年 12 月	比上年末增减
资产总计	1,320,354	1,226,257	7.7%
其中：投资资产	1,242,862	1,172,093	6.0%
归属于公司股东的股东权益	191,739	211,072	-9.2%
归属于公司股东的每股净资产（元/股）	6.78	7.47	-9.2%

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，2010 年上半年，公司已赚保费达人民币 1,835.89 亿元，同比增长 13.3%；首年保费同比增长 9.4%，首年期交保费同比增长 24.2%。

对于个险，公司重点发展 10 年以上的期缴业务。对于银保业务，提高银保期缴率，期缴率达到了 11%，银保首年期缴保费增长幅度较大。公司首年期交保费占首年保费比重由 2009 年同期的 24.50% 提升至 27.82%；10 年期及以上首年期交保费的比重达到 27%。10 年以上期交保费的大幅度增加，提高了产品的毛利率。

表 3、分渠道保费收入增长速度

单位：百万元

保险业务收入	2010 年 1-6 月	2009 年 1-6 月	同比
个人业务	175,520	155,263	13.0%
首年业务	103,486	94,707	9.3%
趸交	74,624	71,478	4.4%
首年期交	28,862	23,229	24.2%
续期业务	72,034	60,556	19.0%
团体业务	283	123	130.1%
首年业务	279	117	138.5%
趸交	278	113	146.0%
首年期交	1	4	-75.0%
续期业务	4	6	-33.3%
短期险业务	7,811	7,074	10.4%
短期意外险业务	4,162	3,590	15.9%
短期健康险业务	3,649	3,484	4.7%
合计	183,614	162,460	13.0%

资料来源：公司公告

从产品结构上来说，中国人寿保费收入的增长主要来自于分红产品。个险渠道的主推品种是国寿福禄双喜两全保险，银保渠道的主推品种是国寿瑞鑫两全保险、国寿鸿富两全保险和国寿鸿盈两全保险。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 4、产品结构

渠道	产品结构	占比
个险	传统	9%
	分红	91%
	万能	0.15%
银保	分红	95%
	万能	6%

资料来源：东北证券研究所

三、投资收益

2010 年上半年，由于股市转入震荡格局，中国人寿的投资收益降低。总投资收益额为 319.9 亿元，同比减少 9.5%，总投资收益率为 2.51%，同比减少 0.7 个百分点。

表 5、投资收益变动

单位：百万元

	2010 年 1-6 月	2009 年 1-6 月	同比
投资收益	32,371	33,824	-4.30%
公允价值变动损益	-382	1,523	-125.10%
合计	31,989	35,347	-9.5%

资料来源：公司公告

四、资产配置状况

截至 2010 年上半年，股票投资额度为 729.8 亿元，比年初降低 29.2%，基金投资额度为 656.06 亿元，比年初降低 14.1%。目前权益类投资占比为 11.2%，比年初降低 4.1 个百分点。

表 6、资产配置状况

单位：百万

	2010 年 6 月 30 日		2009 年 12 月 31 日		同比
	金额	占比	金额	占比	
货币资金	44,690	3.6%	36,176	3.1%	23.5%
定期存款	421,194	33.9%	344,983	29.4%	22.1%
债券	602,268	48.5%	582,285	49.7%	3.4%
基金	65,606	5.3%	76,386	6.5%	-14.1%
股票	72,975	5.9%	103,018	8.8%	-29.2%
其他方式	36,129	2.9%	29,245	2.5%	23.5%
债权计划投资	10,820		9,250		17.0%
长期股权投资	17,174		8,470		102.8%
合计	1,242,862	100.0%	1,172,093	100.0%	6.0%

资料来源：公司公告

在债权投资方面，截止 2010 年中期，公司的债权计划投资达到 108.2 亿元，比年初增长 17.0%，占投资资产的比重为 0.87%，相对于不超过上季末 1 总资产 10% 的投资额度，尚有较大差距。由于在项目选择方面监管门槛较高，这方面的资产配置速度不会太快。自 2007 年以来，国寿资产管理公司共发行了 3 个产品，投资额度只有 150 多亿元。

表 7、债权计划发行情况

产品名称	项目方	担保	托管行	期限	日期	额度	收益率
国寿申通债权投资计划	上海申通地铁集团	工商银行上海分行	工商银行上海分行	10 年	2007.8	25 亿	6.05%

国寿天津 城投	天津城投 集团	建设银行	建设银行	12 年	2008.9	100 亿	
国寿-浦东 机场北通 道	浦东建设	浦东发展 集团	浦发银行	5.2 年	2010.4	30 亿元	浮动利率 的 87%

资料来源：东北证券研究所

在股权投资方面，公司的投资额度到达 171.7 亿元，比年初提高 102.8%，公司在股权投资方面的速度迈步比较大。

表 8、中国人寿股权投资明细

单位：百万元

	初始投资金额	期末持数量 (百万股)	占比	期末账面值	股份来源
广发银行	5,671	2,396	20%	8,168	购入
人寿财险	1,600	1,600	40%	901	发起设立
渤海产业基金	5	5	3%	5	发起设立
中国银联	300	50	2%	300	购入
杭州银行	650	50	3%	650	购入
合计	8,226	/	/	10,024	/

资料来源：公司公告

五、内含价值同比增长

2010 年，公司继续加强业务结构调整力度，大力推广长期限保单，销售以分红险为主导的产品，期缴率提高，产品利润率增加。因此，今年上半年公司的新业务价值增长幅度较大，同比增长了 10.9%。

五、估值水平

我们假设新业务的增长速度为 25%，在 30 倍新业务倍数的假设下，公司估值为 35 元。维持“谨慎推荐”评级。

表 9、中国人寿估值水平

单位：百万元

	2008 年	2009 年	2010 年 E
调整净资产价值	137,816	159,948	175942.8
有效业务价值	102,271	125,282	150338.4
内含价值	240,087	285,230	326281.2
股数	28264.7	28264.7	28264.7
每股内含价值（元）	8.5	10.1	11.5
新业务价值（元）	13,924	17,713	22141.3
每股新业务价值（元）	0.49	0.63	0.78
新业务倍数	20.5	34	30
评估价值（元）	18.6	31.69	35.0

表 10、盈利预测

单位：元

中国人寿				
保险公司 - 利润表 (单位: 元)	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
一、营业收入	342026000000	455674120000	476712820000	649426744800
已赚保费	275077000000	420978370000	424399740000	576188432800
保费业务收入	275970000000	422677970000	449280080000	611020908800
减: 提取未到期责任准备金	735000000	1297800000	1112400000	1557360000
投资净收益	62807000000	29336450000	24535940000	34350316000
公允价值变动净收益	1636000000	831600000	831600000	1164240000
汇兑净收益	-28000000	-453500000	-1088400000	-1523760000
其他业务收入	2534000000	2422800000	2422800000	3391920000
二、营业支出	300164000000	402500403600	425444910000	593502484400
退保金	23320000000	42261480000	45000650000	63000910000
赔付支出	59308000000	87158500000	91120250000	127568350000
减: 摊回赔付支出	107000000	-88550000	-88550000	-123970000
提取保险责任准备金	154531000000	187093200000	212038960000	294734154400
减: 摊回保险责任准备金	14000000	-154100000	-154100000	-215740000
保户红利支出	14487000000	1921650000	2339400000	3275160000
营业税金及附加	1188000000	13670223600	1179900000	1651860000
手续费及佣金支出	22936000000	31460000000	36300000000	50820000000
管理费用	19238000000	20808000000	20808000000	29131200000
其他业务成本	3093000000	1125000000	1035000000	1449000000
三、营业利润	41862000000	53173716400	51267910000	55924260400
加: 营业外收入	96000000	98000000	98000000	137200000
减: 营业外支出	213000000	105000000	105000000	147000000
四、利润总额	41745000000	53166716400	51260910000	55914460400
减: 所得税	8709000000	13291679100	12815227500	13978615100
五、净利润	33036000000	39875037300	38445682500	41935845300
减: 少数股东损益	155000000	535314073	516125282	567737810
归属母公司所有者净利润	32881000000	39339723227	37929557218	41368107490
六、每股收益	1.16	1.39	1.34	1.46

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。