

2010-08-26

人寿与健康保险

中国人寿 601628.SH

结构调整仍是主旋律，业绩符合预期

分析师:肖超虎 (执业证书编号: S0930210010237)

联系人: 唐圣波, 北美精算师 021-22169078 tangsb@ebsecn.com

◇事件: 公司公布半年报

◆业绩符合预期

公司 2010 年上半年实现净利润 181.2 亿, 同比增长 7.5%, 每股净利润 EPS 为 0.64 元。资本变动前净资产相比年初增长 0.2%, 每股净资产 BPS 为 6.8 元。每股内涵价值 EVPS 为 9.9 元, 相比年初下滑 2.4%, 如果剔除资本变动的影响则为增加 4.6%。上半年每股新业务价值 NBVPS 为 0.41 元, 同比增长 10.9%。我们认为, 中报业绩符合市场预期, 公司面临的挑战仍然是业务结构调整的持续改善。

◆结构调整持续推进

自 2008 年以来, 公司业务结构持续改善, 继 2009 年取得显著成效后, 2010 年上半年持续推进, 新单业务期缴保费同比增长 24.2%, 而趸缴保费则仅为 4.6%; 期缴业务占首年保费的比率从去年底的 23.3% 上升至上半年末的 25.9%。

值得关注的是, 公司新业务价值占标准保费的比率相比上年末的 27.1% 下降 1 个百分点至 26.1%。我们认为, 新业务价值贡献率下降主要是由于价值贡献较大的个险业务增速放缓, 而价值贡献较小的银保业务增长较高造成的。公司在业务的渠道结构调整上仍然具有较大的改进空间。

◆准备金评估假设调整, 部分抵消投资不佳带来的业绩压力

公司于 2010 年 6 月 30 日根据当前信息重新厘定准备金评估有关假设, 假设的变更所形成的相关保险合同准备金的变动计入本期利润表。此项会计估计变更减少 2010 年 6 月 30 日寿险责任准备金人民币 3,230 百万元, 减少长期健康险责任准备金人民币 143 百万元, 增加税前利润合计人民币 3,373 百万元。如果剔除此部分准备金调整的影响, 公司上半年净利润同比下滑 8.1%, 资本变动前净资产环比下降 1%, 符合我们之前的预期。

◆投资建议

公司业绩复合预期, 我们维持中国人寿增持的投资评级, 目标价 26 元。

精算评估与业绩预测	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
每股净利润 (元)	0.68	1.16	1.08	1.31	1.51
每股净资产 (元)	6.15	7.47	7.74	8.49	9.35
每股内含价值 (元)	8.49	10.09	11.26	12.15	13.30
每股新业务价值 (元)	0.49	0.63	0.70	0.77	0.86
P/E	34	20	21	18	15
P/B	3.8	3.1	3.0	2.7	2.5
P/EV	2.7	2.3	2.1	1.9	1.7
隐含新业务价值倍数	30.0	21.0	17.2	14.4	11.6
股息收益率	1.0%	3.0%	2.3%	2.8%	3.3%
内涵价值增长率	-1.8%	22.2%	8.8%	7.9%	9.5%
新业务价值增长率	12.6%	29.2%	11.3%	10.8%	11.1%
标准保费增长率	25.1%	6.3%	11.3%	11.9%	12.2%

业绩符合预期

公司 2010 年上半年实现净利润 181.2 亿, 同比增长 7.5%, 每股净利润 EPS 为 0.64 元。资本变动前净资产相比年初增长 0.2%, 每股净资产 BPS 为 6.8 元。每股内涵价值 EVPS 为 9.9 元, 相比年初下滑 2.4%, 如果剔除资本变动的影响则为增加 4.6%。上半年每股新业务价值 NBVPS 为 0.41 元, 同比增长 10.9%。我们认为, 中报业绩符合市场预期, 公司面临的挑战仍然是业务结构调整的持续改善。

图表 1: 每股业绩指标 (单位: 元)

	200912	201006	变化 (+/-)
每股净资产(BPS)	7.5	6.8	-9.2%
每股内涵价值(EVPS)	10.1	9.9	-2.4%
	2009H1	2010H1	变化 (+/-)
每股净利润(EPS)	0.59	0.64	8.5%
每股新业务价值(NBVPS)	0.37	0.41	10.9%

资料来源: 公司数据, 光大证券研究所

图表 2: 净资产变动情况 (单位: 百万元)

	2009H1	2009H2	2010H1	2010Q1	2010Q2
期初净资产	174,871	195,386	212,776	212,776	219,166
净利润	16,857	16,179	18,115	10,252	7,863
净利润同比增速			7.5%	66.6%	-26.5%
综合收益	26,400	17,390	519	6,390	(5,871)
资本变动前净资产	201,271	212,776	213,295	219,166	213,295
利润分配	(6,605)	-	(19,896)		(19,896)
资本注入	720	-	-		-
其他	-	-	-	-	-
期末净资产	195,386	212,776	193,399	219,166	193,399
资本变动前环比增速	15.1%	8.9%	0.2%	3.0%	-2.7%
上证指数变动	62.5%	10.7%	-26.8%	-5.1%	-22.9%

资料来源: 公司数据, 光大证券研究所

图表 3: 内涵价值变动情况 (单位: 百万元)

	200906	200912	201006
期初内涵价值	240,087	267,320	285,230
评估假设和贴现率差异调整	(962)	(193)	31
期初内涵价值 (相同口径)	239,125	267,127	285,261
资本变动前内涵价值	273,205	285,982	298,336
期末内涵价值	267,320	285,230	278,440
相同口径下资本变动前增速	14.3%	7.1%	4.6%

资料来源: 公司数据, 光大证券研究所

结构调整持续推进

自 2008 年以来，公司业务结构持续改善，继 2009 年取得显著成效后，2010 年上半年持续推进，新单业务期缴保费同比增长 24.2%，而趸缴保费则仅为 4.6%；期缴业务占首年保费的比率从去年底的 23.3% 上升至上半年末的 25.9%。

值得关注的是，公司新业务价值占标准保费的比率相比上年末的 27.1% 下降 1 个百分点至 26.1%。我们认为，新业务价值贡献率下降主要是由于价值贡献较大的个险业务增速放缓，而价值贡献较小的银保业务增长较高造成的。公司在业务的渠道结构调整上仍然具有较大的改进空间。

图表 4：业务结构及价值贡献率情况（单位：百万元）

	2006	2007	2008	2009	2010H1
金额					
首年保费	112,502	120,558	178,740	170,541	111,576
期缴保费	24,477	27,976	35,393	39,711	28,863
趸缴保费	88,025	92,582	130,161	116,765	74,902
短期险保费	11,176	12,011	13,186	14,065	7,811
APE	44,456	49,245	61,595	65,453	44,164
续期保费	68,671	76,068	86,916	105,429	72,038
合计	181,173	196,626	265,656	275,970	183,614
增速					
首年保费		7.2%	48.3%	-4.6%	9.5%
期缴保费		14.3%	26.5%	12.2%	24.2%
趸缴保费		5.2%	40.6%	-10.3%	4.6%
短期险保费		7.5%	9.8%	6.7%	10.4%
标准保费(APE)		10.8%	25.1%	6.3%	17.9%
续期保费		10.8%	14.3%	21.3%	18.9%
合计		8.5%	35.1%	3.9%	13.0%
结构					
首年保费/总保费	62.1%	61.3%	67.3%	61.8%	60.8%
期缴保费/首年保费	21.8%	23.2%	19.8%	23.3%	25.9%
趸缴保费/首年保费	78.2%	76.8%	72.8%	68.5%	67.1%
短期险保费/首年保费	9.9%	10.0%	7.4%	8.2%	7.0%
业务价值					
一年(半年)新业务价值	10,481	12,047	13,924	17,713	11,548
新业务价值/APE	23.6%	24.5%	22.6%	27.1%	26.1%

资料来源：公司数据，光大证券研究所

图表 5：新业务价值变动和价值贡献率情况（单位：百万元）

	2009H1	2010H1	变化 (+/-)
半年新业务价值	10,411	11,548	10.9%
标准保费(APE)	37,466	44,164	17.9%
半年新业务价值/APE	27.8%	26.1%	-1.6%

资料来源：公司数据，光大证券研究所

准备金评估假设调整，部分抵消投资不佳带来的业绩压力

公司于2010年6月30日根据当前信息重新厘定准备金评估有关假设，假设的变更所形成的相关保险合同准备金的变动计入本期利润表。此项会计估计变更减少2010年6月30日寿险责任准备金人民币3,230百万元，减少长期健康险责任准备金人民币143百万元，增加税前利润合计人民币3,373百万元。如果剔除此部分准备金调整的影响，公司上半年净利润同比下滑8.1%，资本变动前净资产环比下降1%，符合我们之前的预期。

图表 6：准备金评估假设调整的影响分析（单位：百万元）

	2010H1	2010Q2
净利润	18,115	7,863
准备金假设调整的影响	税前3373，税后2631	
剔除假设调整影响后的净利润	15,484	5,232
同比增速	-8.1%	-51.1%
剔除假设调整影响后的资本变动前净资产	210,664	210,664
资本变动前环比增速	-1.0%	-3.9%

资料来源：公司数据，光大证券研究所

图表 7：投资资产投资收益情况（单位：百万元）

	2008A	2009H1	2009A	2010H1
净投资收益	44,050	18,977	38,779	24,715
净已实现及未实现的投资收益	(13,812)	13,620	22,693	5,897
投资资产减值损失	(13,721)	(2,284)	(2,150)	(313)
其他	15,215	2,750	2,971	1,377
总投资收益	31,732	33,063	62,293	31,676
可供出售金融资产浮动盈亏	(33,704)	9,589	10,815	(17,374)
综合投资收益	(1,972)	42,652	73,108	14,302
净投资收益率	4.9%	3.8%	3.6%	4.1%
总投资收益率	3.5%	6.6%	5.9%	5.2%
综合投资收益率	-0.2%	8.5%	6.9%	2.3%

资料来源：公司数据，光大证券研究所（注：采用加权平均计算投资收益率，简单年化）

图表 8：权益投资资产收益情况（单位：百万元）

	2008A	2009H1	2009A	2010H1
净投资收益	10,097	1,380	3,146	4,022
净已实现及未实现的投资收益	(8,923)	9,893	17,898	5,830
投资资产减值损失	(7,583)	1,604	1,726	(501)
其他				
总投资收益	(6,409)	12,877	22,770	9,351
可供出售金融资产浮动盈亏	(33,704)	9,543	10,815	(17,596)
综合投资收益	(40,113)	22,420	33,585	(8,245)
净投资收益率	7.5%	2.7%	2.5%	5.1%
总投资收益率	-4.7%	25.5%	17.9%	11.8%
综合投资收益率	-29.7%	44.3%	26.4%	-10.4%

资料来源：公司数据，光大证券研究所（注：采用加权平均计算投资收益率，简单年化）

图表 9: 投资资产配置情况 (单位: 百万元)

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010H1
金额					
固定类投资	533,374	611,775	804,143	927,268	1,023,462
定期存款	175,476	168,594	228,272	344,983	421,194
债券投资	357,898	443,181	575,871	582,285	602,268
权益类投资	95,436	195,118	75,089	179,404	138,581
股权投资	50,185	125,349	41,119	103,018	72,975
证券投资基金投资	45,251	69,769	33,970	76,386	65,606
现金及现金等价物	50,213	25,317	34,074	36,176	44,690
其他投资	7,781	17,997	24,084	29,245	36,129
合计	686,804	850,207	937,390	1,172,093	1,242,862
结构					
固定类投资	77.7%	72.0%	85.8%	79.1%	82.3%
定期存款	25.5%	19.8%	24.4%	29.4%	33.9%
债券投资	52.1%	52.1%	61.4%	49.7%	48.5%
权益类投资	13.9%	22.9%	8.0%	15.3%	11.2%
股权投资	7.3%	14.7%	4.4%	8.8%	5.9%
证券投资基金投资	6.6%	8.2%	3.6%	6.5%	5.3%
现金及现金等价物	7.3%	3.0%	3.6%	3.1%	3.6%
其他投资	1.1%	2.1%	2.6%	2.5%	2.9%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源: 公司数据, 光大证券研究所

投资建议

公司业绩复合预期，我们维持中国人寿增持的投资评级，目标价 26 元。

图表 10：估值（单位：元）

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
调整后净资产	4.88	5.66	5.22	5.28	5.22
有效业务价值	3.62	4.43	5.33	6.32	7.42
内涵价值	8.49	10.09	10.55	11.60	12.64
一年期新业务价值	0.49	0.63	0.70	0.77	0.86
新业务价值倍数(NBVM)	35.3	25.2	22.0	18.5	15.4
估值	25.9	25.9	25.9	25.9	25.9
P/EV	3.05	2.57	2.46	2.23	2.05

资料来源：公司数据，光大证券研究所

图表 11：精算评估与业绩预测（单位：元）

精算评估与业绩预测	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
每股净利润（元）	0.68	1.16	1.08	1.31	1.51
每股净资产（元）	6.15	7.47	7.74	8.49	9.35
每股内含价值（元）	8.49	10.09	11.26	12.15	13.30
每股新业务价值（元）	0.49	0.63	0.70	0.77	0.86
P/E	34	20	21	18	15
P/B	3.8	3.1	3.0	2.7	2.5
P/EV	2.7	2.3	2.1	1.9	1.7
隐含新业务价值倍数	30.0	21.0	17.2	14.4	11.6
股息收益率	1.0%	3.0%	2.3%	2.8%	3.3%
内涵价值增长率	-1.8%	22.2%	8.8%	7.9%	9.5%
新业务价值增长率	12.6%	29.2%	11.3%	10.8%	11.1%
标准保费增长率	25.1%	6.3%	11.3%	11.9%	12.2%

资料来源：公司数据，光大证券研究所(内涵价值以及新业务价值增长率已调整至相同口径)

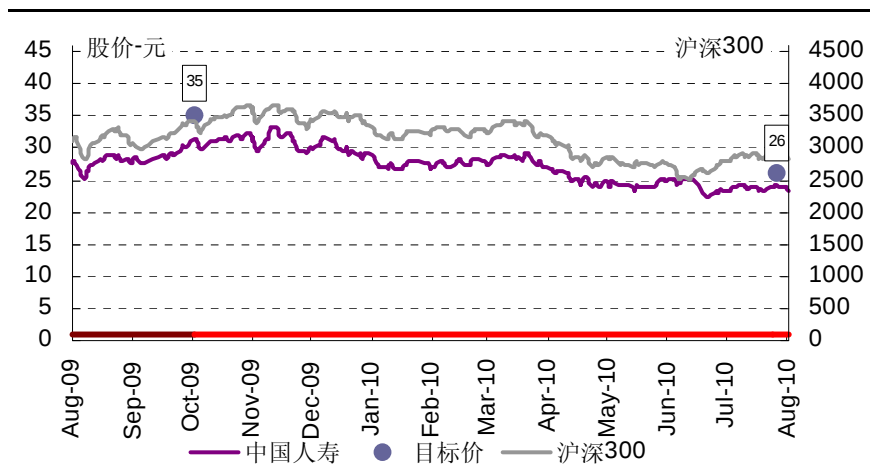
分析师介绍

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

中国人寿（601628）



日期	股价	目标	评级
2010-08-19	23.86	26.00	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 - 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 - 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 - 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 - 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
- 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。