

中国人寿(601628.sh)

关注“投资属性”，保费收入与股价上涨空间最大

曹恒乾 保险业 分析师
 电话: 020-87555888-419
 eMail: chq@gf.com.cn
 SAC执业证书编号: S0260210020062

本轮保险股行情取决于行业高贝塔特性

本轮上涨前后，保险公司的基本面并没有出现太大的变化，导致保险股大幅上涨的主要是由于投资者预期保险公司在本轮上涨，能够获得更大的利差收益，是从“投资属性”角度看利好保险股。从股价的历史表现来看，保险股具有高贝塔的特性，贝塔值达到 1.2。

指数上涨提升中国人寿投资收益，重点关注“投资属性”

中国人寿的投资资产中，权益类资产的仓位最重，而且以大盘蓝筹与指数型基金为主，在本轮上涨中受益明显。测算出中国人寿持有的权益类资产在本轮上涨中，可以为公司增厚 0.28 元每股净资产。

而加息对中国人寿的投资收益影响有限，假设持有债券平均贴现率上升 25BP，测算出加息对中国人寿每股净资产的影响幅度为-0.07元。

下半年保费收入与股价表现，中国人寿空间最大

中国人寿在09年下半年的保费收入和新业务价值基数较低，10年下半年有望获得同比高增长。而且也是三家上市保险公司里面，唯一一家保费收入累计同比增速保持上升的公司。另外，在三家保险公司中，中国人寿目前股价离前期高点距离最远，理应有较大的补涨空间。

投资建议与风险提示

我们预测 2010-2012 年中国人寿 EPS 分别为 1.28、1.46 和 1.65 元，目标价 36.5 元，给予买入评级。未来存在重大灾害风险以及资本市场大幅波动的风险。

预测及评估

单位: 亿元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
已赚保费	2652	2751	3108	3512	3969
营业收入	3131	3420	3745	4232	4782
净利润	191	329	361	414	468
净利润增长率	-64%	72%	10%	15%	13%
每股收益 (元)	0.68	1.16	1.28	1.46	1.65
市盈率	40.4	23.7	21.5	18.8	16.6
市净率	4.5	3.7	3.5	3.3	3.2
P/BV	3.2	2.7	2.5	2.3	2.2
每股红利(元)	0.23	0.70	0.57	0.66	0.74
股息率 (%)	1%	3%	2%	2%	3%

数据来源: 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)	25.67
目标价格(元)	36.50
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	17.74%	6.02%	-12.75%
沪深 300	15.14%	17.82%	3.04%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	28,264.71/20,823.53
主要股东:	中国人寿保险(集团)公司
主要股东持股比例	68.37%

财务比率

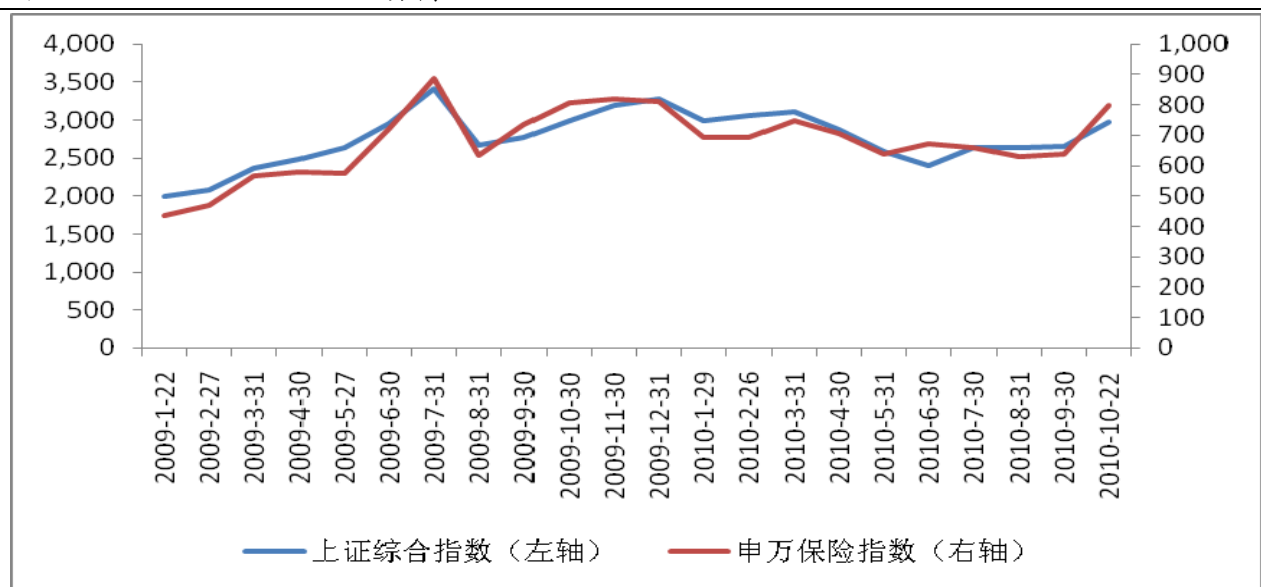
ROE	15.58%
ROA	3.77%
资产负债率	82.65%
每股净资产(元)	7.47
2009 年报数据	

本轮保险股行情取决于行业高贝塔特性

我们在之前的报告中多次提到，保险公司的收益主要来自于两方面，一个是保险资金的利差收益，对应于保险股的“投资属性”；另一个是承保利润，对应于保险股的“消费属性”。而本轮上涨前后，保险公司的基本面并没有出现太大的变化，导致保险股大幅上涨的主要原因是因为投资者认为保险公司在本轮上涨中，能够获得更大的利差收益，是从“投资属性”角度看好保险股的。

我们从保险股指数的历史表现与指数的关系也可以看出，保险股具有高贝塔的特性，贝塔值达到1.2。

图1：保险股指数与上证指数走势高度一致



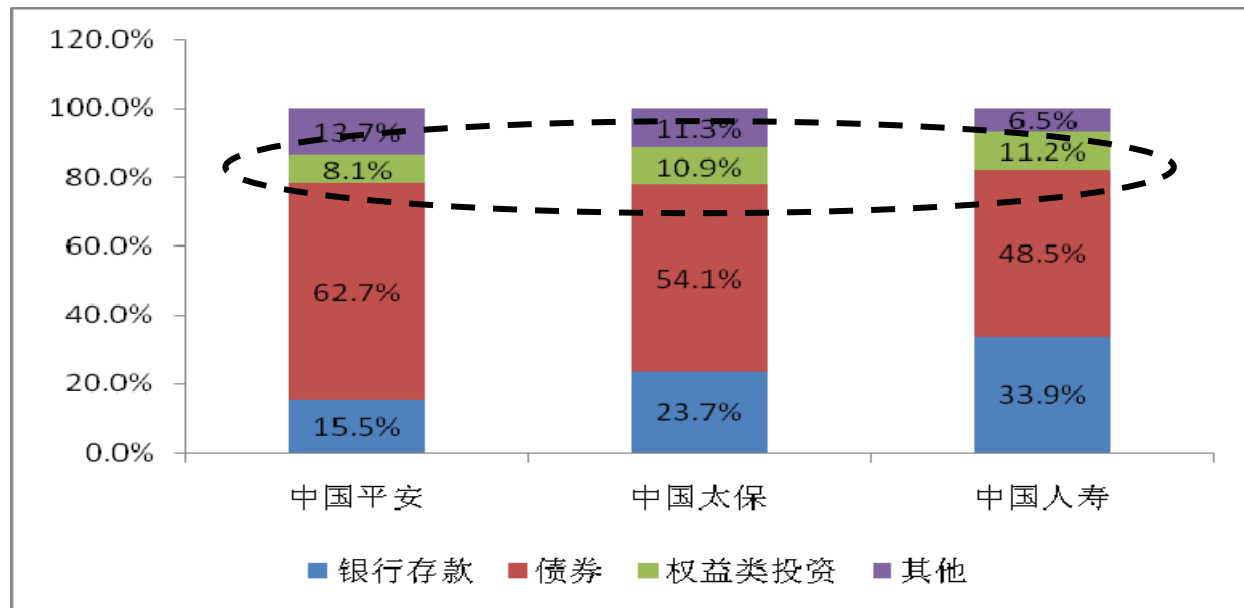
数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

指数上涨提升中国人寿投资收益，重点关注“投资属性”

1. 指数上涨，中国人寿受益明显

根据三家保险公司半年报公布的数据显示，中国人寿的投资资产中，权益类资产的仓位最重，占比达到11.2%，而且持有的权益类资产中以大盘蓝筹与指数型基金为主，在本轮上涨中受益明显。

图2：中国人寿权益类资产仓位最重



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表 1：中国人寿 2010 年上半年的主要持股情况（百万元）

证券简称	初始投资金额	期末账面值	会计核算类型
民生银行	748	1413	交易性金融资产
中信证券	23	102	交易性金融资产
保利地产	22	20	交易性金融资产
太龙药业	8.6	6	交易性金融资产
天音控股	5.7	5.8	交易性金融资产
国电南瑞	0.9	1.5	交易性金融资产
中信证券	3027	6321	可供出售金融资产
民生银行	5448	5616	可供出售金融资产
建设银行	2241	1875	可供出售金融资产
工商银行	2957	3037	可供出售金融资产
招商银行	2454	2229	可供出售金融资产
中国建筑	2249	1834	可供出售金融资产
贵州茅台	1839	1814	可供出售金融资产
深发展 A	2105	1664	可供出售金融资产
大秦铁路	1609	1426	可供出售金融资产
中兴通讯	1405	1387	可供出售金融资产

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

由于在保险资产的投资帐户中，自有资金与传统险的超额收益是不需要与客户进行分成的，而分红险的分成比例为7：3，万能险的分成比例假设为5：5。根据上半年中国人寿各帐户投资资产的占比来看，自有资金，传统险和分红险的占比分别为15%，24%和61%，那么中国人寿能够获得的投资收益分成比例应该为：
 $15\% + 24\% + 61\% \times 0.3 = 57\%$ 。

目前上证指数已经在3000点附近，相比9月底2655点以来，上证指数上涨了13%，我们假设中国人寿的持有的权益类投资资产也跟随指数上涨13%。根据以下

计算公式：

$\text{投资资产} \times \text{权益类资产占比} \times 13\% \times \text{公司承担比例} \times \text{所得税率} / \text{股本}$

测算出中国人寿持有的权益类资产在本轮上涨中，可以为公司带来**0.30元**的每股净资产增长。

按照同样的算法，我们测算了本轮上涨从2655点到3000点，对中国平安和中国太保的每股净资产影响。

表 2：指数从 2655 点上涨到 3000 点，对保险公司权益类资产投资收益的影响测算

保险公司	权益类资产占比	BVPS 增长（元）	相对上半年 BVPS 比重
中国人寿	11.20%	0.30	4%
中国太保	10.90%	0.25	3%
中国平安	8.10%	0.43	3%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

以三季度末上证指数2655点为基准，假设指数上涨到3300点，3600点，对应的每股净资产增长情况的敏感性分析如下表：

表 3：四季度指数上涨对保险公司净资产增长幅度的敏感性分析（元）

上证指数	中国人寿		中国平安		中国太保	
	BVPS 增长	相比上半年	BVPS 增长	相比上半年	BVPS 增长	相比上半年
3000	0.30	4%	0.25	3%	0.43	3%
3300	0.56	8%	0.47	5%	0.80	6%
3600	0.82	12%	0.68	8%	1.17	8%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

2.加息对投资收益整体影响不大

央行在10月19日宣布加息25个BP，由于贴现率的相应上浮，对于保险公司持有的债券类资产而言，净价会出现一定的下跌。不过我们可以看到，上半年中国人寿持有的债券类资产中，其中有20%为持有至到期投资，这部分资产的收益率不会受净价的影响，真正对其投资收益有影响的比例在28.5%左右。我们根据以下公式来计算加息对投资收益的影响：

$\text{投资资产} \times \text{债券可供出售资产占比} \times \text{净价下跌} \times \text{公司承担比例} \times \text{所得税率} / \text{股本}$

至于加息对债券净价下跌幅度的影响，我们通过贴现模型进行测算。根据这几年收益率的情况，中国人寿持有的债券资产平均收益率为4.5%左右，我们假设所持有的债券平均期限为6年，加息25个BP对贴现率的影响幅度在15BP~35BP之间。一张面值为100元，期限为6年的债券，假设原来的票面利率与市场贴现率均为4.50%，那么理论价格也为100元，在加息影响下，市场贴现率上升幅度在15BP~35BP之间，净价的变动幅度以及对应BVPS变动如下：

表4：加息对票面利率4.5%的6年期债券净价的影响测算（元）

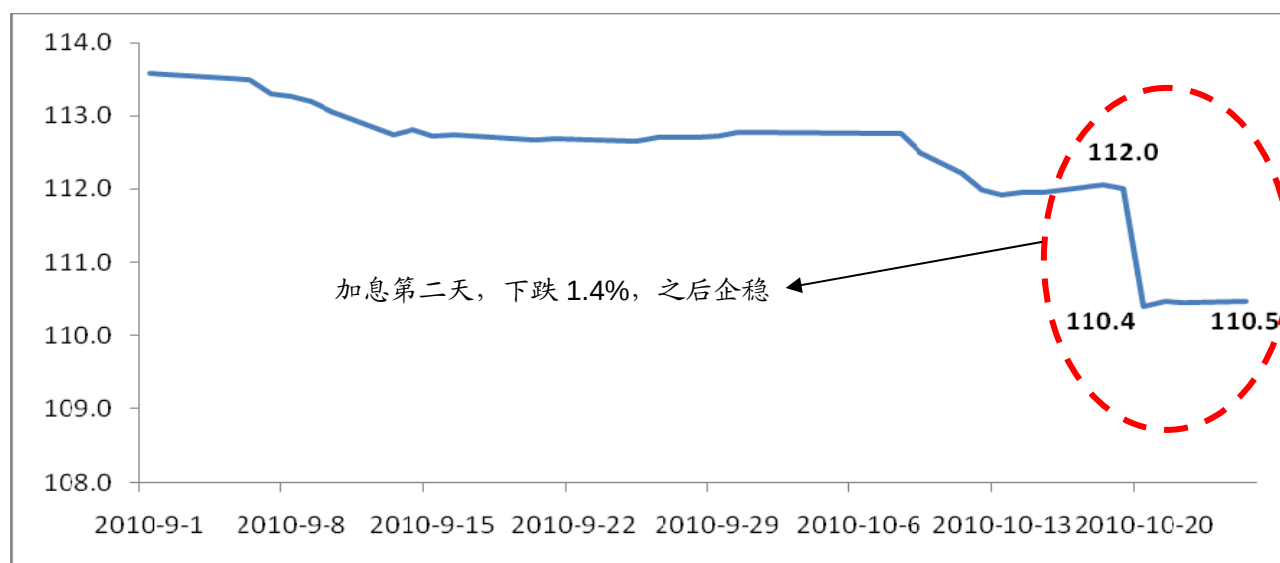
贴现率变动	净价	净价变动幅度	对应BVPS变动
+15BP	99.2	-0.8%	-0.05
+20BP	99.0	-1.0%	-0.06
+25BP	98.7	-1.3%	-0.07
+35BP	98.2	-1.8%	-0.10
+50BP	97.5	-2.5%	-0.15
+80BP	96.0	-4.0%	-0.24
+100BP	95.0	-5.0%	-0.29

数据来源：广发证券发展研究中心

如果贴现率假设取+25BP，测算出加息对中国人寿每股净资产的影响幅度为-0.07元，影响十分有限。

另外，从市场的反映来看，中债长期债券净价指数仅在宣布后的第二天下跌了1.4%，之后便企稳甚至略有回升。同时，新进入债市的保险资金能够享受高利率的回报，综合来看，加息对保险公司的净资产影响不大。

图 3：中债长期债券净价指数加息后仅小幅下跌



数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

表5：加息对保险公司净资产影响的敏感性分析（元）

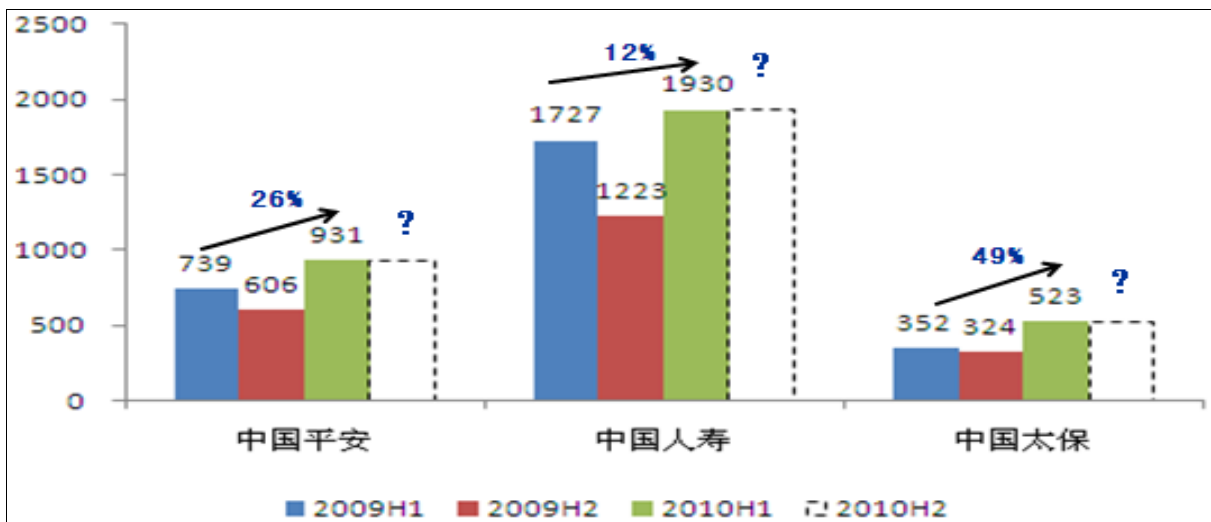
贴现率变动	中国人寿	中国太保	中国平安
+15BP	-0.05	-0.03	-0.07
+20BP	-0.06	-0.03	-0.10
+25BP	-0.07	-0.04	-0.12
+35BP	-0.09	-0.05	-0.15
+50BP	-0.10	-0.06	-0.17
+80BP	-0.15	-0.08	-0.24
+100BP	-0.24	-0.13	-0.38

数据来源：广发证券发展研究中心

下半年保费收入与股价表现，人寿空间最大

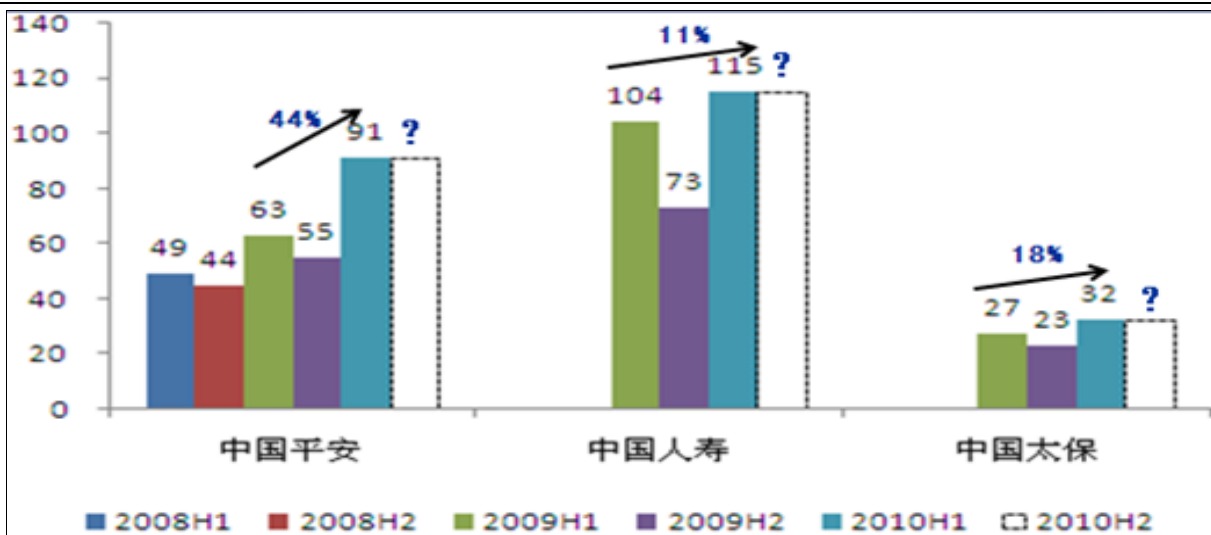
中国人寿在09年下半年的保费收入和新业务价值基数较低，10年下半年有望获得同比高增长。

图 4：中国人寿保费收入 09 下半年基数较低，下半年增速有望加快（亿元）



数据来源：保监会网站、广发证券发展研究中心

图 5：中国人寿新业务价值 09 下半年基数较低，增速有望加快（亿元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

实际上，中国人寿在前8月的保费收入累计增速达到13%，已经高于之前月份12%的累计同比增速，而且也是三家上市保险公司里面，唯一一家保费收入累计同比增速保持上升的公司。

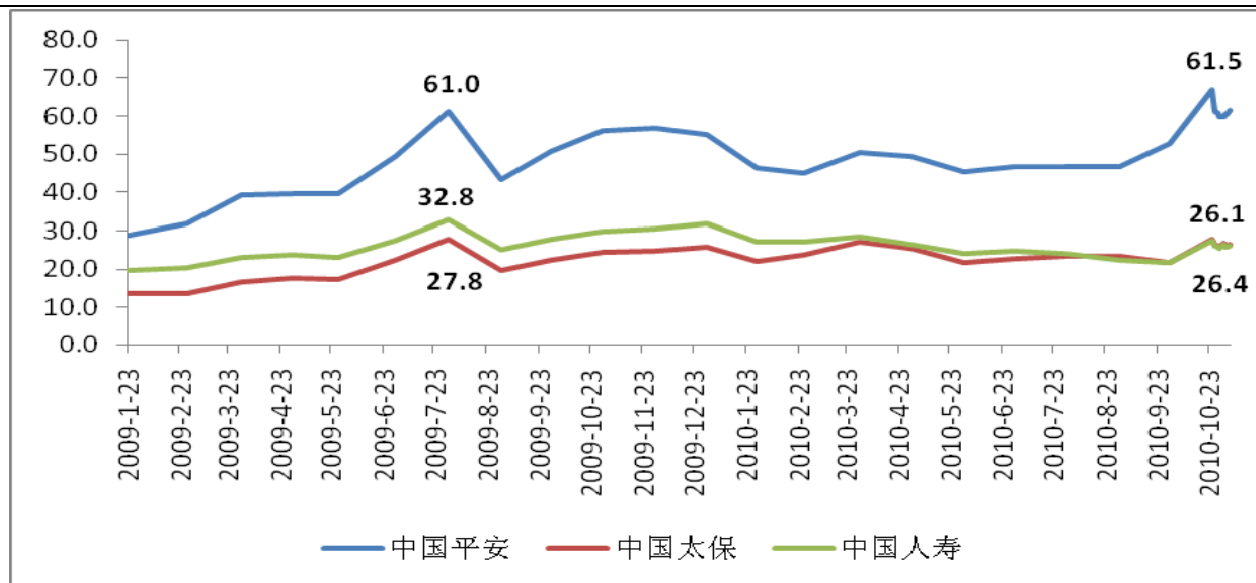
图 6：中国人寿保费收入情况（亿元）



数据来源：保监会网站、公司公告、广发证券发展研究中心

从历史股价的情况来看，中国人寿目前26.1元的价格，离保险股前期高点09年7月份时32.8元的股价偏离最远，而平安和太保都已经超过或接近前期高点，从这个意义上说，中国人寿理应有较大的补涨空间。

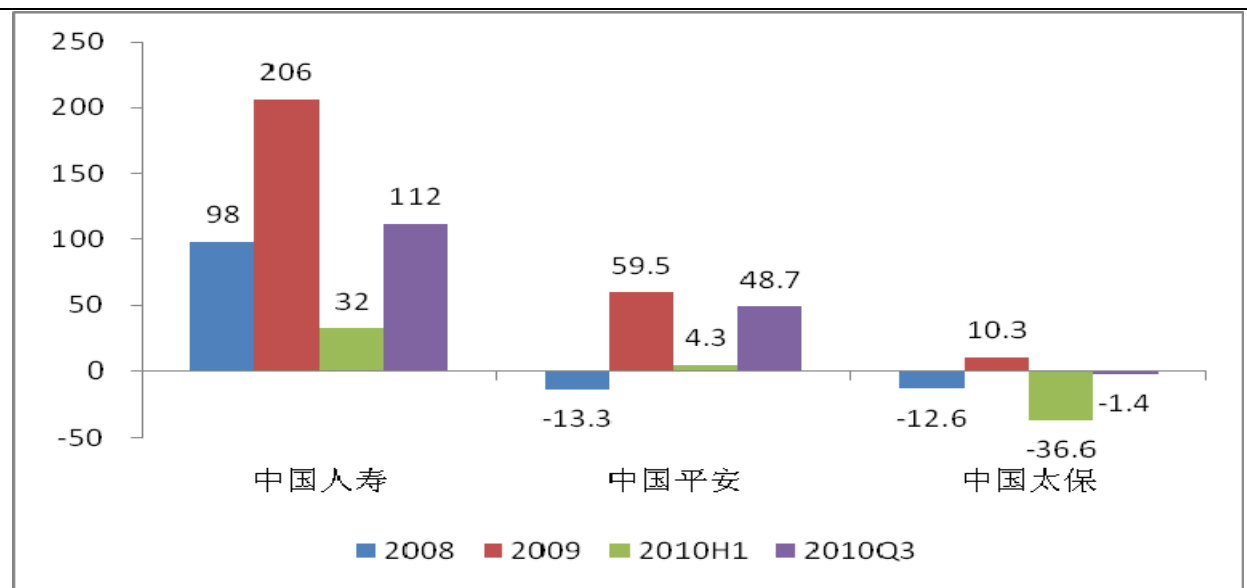
图 7：中国人寿股价离前期高点最远



数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

另外我们从累计浮盈的角度来看，中国人寿由于在09年累计了大量浮盈，加上三季度指数反弹，截止到三季度末，中国人寿的累计税后浮盈依然有112亿元之多，如果全部释放，对应税后EPS达到0.40元。

图 8：上市保险公司累计税后浮盈（亿元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

我们预测2010-2012年中国人寿EPS分别为1.28、1.46和1.65元，目标价36.5元，给予买入评级。

未来存在重大灾害风险以及资本市场大幅波动的风险。

资产负债简表
单位：亿元

报表项目	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	362	383	384	419
交易性金融资产	91	109	117	123
应收利息	142	200	214	225
应收款项	68	130	139	146
买入返售金融资产	8	9	9	10
发放贷款及垫款	138	200	214	225
可供出售金融资产	93	110	118	124
持有至到期投资	3450	4300	4601	4831
长期股权投资	5175	5485	5869	6163
存出资本保证金	2351	2492	2666	2800
固定资产	85	177	189	199
无形资产	62	65	70	73
定期存款	135	170	182	191
其他资产	34	36	39	41
独立账户资产	69	90	96	101
资产总计	12263	13957	14908	15669
同业存放款项	336	356	381	400
存入保证金	18	18	19	20
卖出回购金融资产款	13	24	26	27
吸收存款	44	50	54	56
代理买卖证券款	42	30	32	34
预收保费	57	89	95	100
应付赔付款	546	500	535	562
应付保单红利	31	25	27	28
应付次级债	673	731	782	821
长期借款	60	63	67	71
保险合同准备金	29	31	33	35
其他应付款	8029	9606	10278	10792
保户储金及投资款	63	75	80	84
独立账户资产	164	130	139	146
其他负债	30	30	32	34
负债合计	10135	11758	12581	13210
股本	283	283	283	283
资本公积	747	700	770	847
盈余公积	185	311	333	349
一般风险准备	96	96	100	104
未分配利润	800	810	842	876
归属母公司股东权益	2111	2200	2328	2459
负债股东权益总计	12263	13957	14908	15669
每股净资产(元)	7.47	7.78	8.24	8.70

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	3108	3512	3969
银行业务利息净收入	628	600	678	766
非保险业务佣金净收入	7	12	14	15
投资净收益	16	10	11	13
公允价值变动净收益	0	0	0	0
其他业务收入	25	27	31	34
营业收入合计	3420	3745	4232	4782
退保金	233	222	250	283
赔付净支出	593	447	505	571
提取保险责任准备金	1545	2005	2258	2552
保户红利支出	145	120	136	153
营业税金及附加	12	13	15	17
手续费及佣金支出	229	251	284	321
管理费用	192	188	213	241
其他业务成本	31	31	35	39
资产减值损失	22	10	11	13
营业支出合计	3002	3287	3707	4189
营业利润	419	458	525	594
利润总额	417	458	525	594
净利润	330	363	416	470
归属于母公司净利润	329	361	414	468
少数股东损益	2	2	2	2
基本每股收益	1.16	1.28	1.46	1.65
稀释每股收益	1.16	1.28	1.46	1.65

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

寿险规模保费分类简表

单位：亿元

报表项目	2009	2010E	2011E	2012E
首年期缴保费	463	559	626	701
趸缴保费	1360	1449	1623	1818
续期保费	1127	1296	1452	1626
合计	2950	3304	3701	4145

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标

指标项目	2009	2010E	2011E	2012E
每股内含价值（元）	10.09	10.93	11.72	12.48
每股新业务价值（元）	0.6	0.71	0.8	1.0
PE	23.7	21.2	18.8	16.6
PB	3.7	3.5	3.3	3.2
P/EV	2.7	2.5	2.3	2.2
隐含新业务价值倍数	27.8	23.4	18.6	14.7

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发非银行金融行业研究小组

曹恒乾，分析师，英国达勒姆大学（University of Durham）金融学硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

缴文超，研究助理，南开大学精算专业硕士，2010 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

中国人寿(601628.sh)_中报点评

曹恒乾

2010-08-26

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。

	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	深圳市民田路华融大厦 2501 室	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	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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。