

中国人寿 (601628.sh)

个险期缴新单增长超预期，2011 年业绩增长确定性强

曹恒乾 分析师

电话: 020-87555888-419

eMail: chq@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511010006

年报业绩符合预期，个险期缴新单增长超预期

2010 年总投资收益率为 5.11%，每股收益 1.19 元，与市场预期基本一致，2010 年每股净资产 7.38 元，由于 10 年每股发放股息 0.7 元，同比减少 1.1%；每股内含价值 10.55 元，同比增加 4.5%，每股新业务价值 0.7 元，同比增加 12%。投资资产 13361 亿元，同比增长 14%，投资资产中定期存款占比 33%，债券占比 46%，基金股票占比 15%。个险期缴新单 521 亿元，同比增长 31%。

我们的观点：

1、2011 年投资收益率提升有望提升业绩。加息后，5 年期定存利率由 3.6% 上升到 5%，协议存款利率达到 5.5%，浮动利率协议存款收益率迅速提升，我们预计 2011 年中国人寿总投资收益率达到 5.5%-5.8%，总收益率提升有望额外提升业绩 6%-10%。

2、业绩比净资产的变动更能反映未来盈利能力。2010 年净资产 7.38 元，同比减少 1.1%，主要是由于 10 年每股发放股息 0.7 元，和去年股市的下跌。根据我们的测算，2010 年扣除发放股息影响，每股净资产增加 0.62 元（对应的投资收益率为 2.84%）。过去四年的数据，牛市中净资产增长高于业绩，熊市中业绩增长高于净资产，两者交替进行，我们认为，相对于由于资本市场波动带来的净资产的剧烈波动，5%-6%之间的投资收益率对应的业绩更能反映保险公司未来特别是 2011 年的盈利能力。

投资建议与风险提示

我们预测 2010-2012 年中国人寿 EPS 分别为 1.48、1.7 和 1.96 元，目标价 29.6 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	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,420	3,888	4,501	5,176	5,978
增长率(%)	9.25%	13.68%	15.76%	15.00%	15.51%
已赚保费	2,751	3,181	3,658	4,207	4,838
净利润	330	336	419	481	554
增长率(%)	71.96%	1.82%	24.70%	14.80%	15.18%
每股收益(元)	1.16	1.19	1.48	1.7	1.96
市盈率	18.22	17.76	14.28	12.44	10.79
市净率	2.83	2.86	2.51	2.17	1.87
隐含新业务价值倍数	17.54	15.13	11.52	8.37	5.65

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

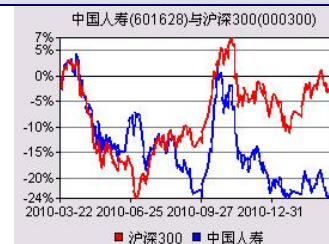
广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易，亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考，并请务必阅读正文之后的免责声明。

公司评级

买入

当前价格(元)	21.14
目标价格(元)	29.60
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	0.00%	-5.24%	-22.57%
沪深 300	1.88%	0.23%	-2.41%

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	

表1: 中国人寿各帐户资金预测

中国人寿投资资产	自有资金	传统险帐户	分红保险帐户	投资资产合计
2008	1663	1989	5722	9374
2009	1895	2680	7146	11721
2010	2057	3163	8141	13362
2011	2277	3800	9480	15557
资金成本	0.00%	2.50%	2.5%+超额收益 70%	

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表2: 中国人寿2009年业绩推演图(单位: 亿元)

2009 年投资收益率	总投资收益	自有资金成本	传统险成本	分红险成本	利差收益
5.8%	610	0	-58	-309	=243
利差收益	承保利润	未考虑准备金调整的寿险业务利润			
243	+94（保费收入乘以 3.19%）		=337		
未考虑准备金调整的寿险业务利润		2009 年准备金调整增厚利润		税前利润	
337		+81		=418	
税前利润		所得税		税后利润	
418		-87		=331	
税后利润(扣除少数股东权益)			2009 年 EPS(元)		
329			1.16		

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表3: 中国人寿2010年业绩推演图(单位: 亿元)

2010 年投资收益率	总投资收益	自有资金成本	传统险成本	分红险成本	利差收益
5.1%	641	0	-73	-331	=237
利差收益	承保利润	未考虑准备金调整的寿险业务利润			
237	+109(保费收入乘以 3.44%)	=347			
未考虑准备金调整的寿险业务利润		2010 年准备金调整增厚利润		税前利润	
347		+64		=410	
税前利润		所得税		税后利润	
410		-72		=338	
税后利润(扣除少数股东权益)			2010 年 EPS (元)		
337			1.19		

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表4：中国人寿2011年业绩预测图(单位：亿元)

2011 年投资收益率	投资收益	自有资金成本	传统险成本	分红险成本	利差收益
5.1%	739	0	-87	-381	=271
5.3%	759	0	-87	-390	=282
5.5%	795	0	-87	-405	=303
5.8%	831	0	-87	-421	=324
6.0%	868	0	-87	-436	=344
6.5%	940	0	-87	-467	=386

2011 年投资收益率	利差收益	承保利润	未考虑准备金调整的寿险业务利润
5.1%	271	+126	=396
5.3%	282	+126	=408
5.5%	303	+126	=429
5.8%	324	+126	=449
6.0%	344	+126	=470
6.5%	386	+126	=512

2011 年投资收益率	未考虑准备金调整的寿险业务利润	准备金调整增厚利润	税前利润
5.1%	396	+81	=477.43
5.3%	408	+81	=489.04
5.5%	429	+81	=509.77
5.8%	449	+81	=530.50
6.0%	470	+81	=551.23
6.5%	512	+81	=592.69

2011 年投资收益率	税前利润	所得税	税后利润
5.1%	477	-81	=396
5.3%	489	-84	=405
5.5%	510	-89	=421
5.8%	530	-94	=436
6.0%	551	-100	=452
6.5%	593	-110	=483

2011 年投资收益率	税后利润(扣除少数股东权益)	2010 年 EPS (元)
5.1%	394	1.39
5.3%	403	1.43
5.5%	418	1.48
5.8%	434	1.53
6.0%	449	1.59
6.5%	480	1.70

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表5：中国人寿2011年内含价值与新业务价值预测（单位：亿元）

2010 年	中国人寿
期初内含价值	2980.99
有效业务价值	1534.44
新业务价值	198.39
调整后净资产	1446.55
有效业务预期增长率	11%
寿险净资产预期增长	5.10%
一年新业务价值增长率	15%
寿险内含价值预期增长	242.6
一年新业务价值	228.1
当期分红	-113.06
2011 年集团内含价值	3338.64
2011 年寿险内含价值	3338.64
2011 年一年新业务价值	228.1
集团内含价值增长率	12.00%
每股内含价值（元）	11.81
每股新业务价值（元）	0.81

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表5：中国人寿2012年内含价值与新业务价值预测（单位：亿元）

2011 年	中国人寿
期初内含价值	3338.64
有效业务价值	1931.37
新业务价值	228.14
调整后净资产	1407.26
有效业务预期增长率	11%
寿险净资产预期增长	5.35%
一年新业务价值增长率	15%
寿险内含价值预期增长	287.7
一年新业务价值	262.4
当期分红	-113.06
2012 年集团内含价值	3775.68
2012 年寿险内含价值	3775.68
2012 年一年新业务价值	262.4
集团内含价值增长率	13.09%
每股内含价值（元）	13.36
每股新业务价值（元）	0.93

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

资产负债简表

单位：亿元

报表项目	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	478	550	633	728
交易性金融资产	97	111	128	147
应收利息	182	209	241	277
应收款项	112	129	149	171
保户质押贷款	240	276	317	365
债权计划投资	126	145	166	191
定期存款	4416	5078	5840	6716
可供出售金融资产	5481	6303	7249	8336
持有至到期投资	2462	2832	3256	3745
长期股权投资	209	240	276	318
存出资本保证金	62	71	81	94
固定资产	165	190	218	251
无形资产	37	43	49	57
其他资产	38	43	50	57
独立账户资产	1	1	1	1
资产总计	14106	16222	18655	21453
卖出回购金融资产款	231	265	305	351
预收保费	19	22	25	29
应付款项	37	43	49	56
应付手续费及佣金	19	22	26	30
应付职工薪酬	50	57	66	76
应付保单红利	528	608	699	803
应付赔付款	83	95	109	126
保户储金及投资款	701	806	927	1066
未到期责任准备金	59	68	78	90
未决赔款准备金	33	38	44	50
寿险责任准备金	10005	11528	13257	15219
长期健康险责任准备金	84	97	103	119
递延所得税负债	118	135	156	179
其他负债	33	38	44	51
独立账户资产	1	1	1	1
负债合计	12001	13823	15889	18246
股本	283	283	283	283
资本公积	585	585	585	585
盈余公积	291	332	380	436
一般风险准备	130	172	220	275
未分配利润	799	1010	1281	1611
归属母公司股东权益	2087	2381	2749	3189
负债股东权益总计	14106	16222	18655	21453
每股净资产(元)	7.38	8.42	9.72	11.28

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	2010	2011E	2012E	2013E
已赚保费	3181	3658	4207	4838
投资收益	683	815	937	1104
公允价值变动损益	2	2	2	3
其他业务收入	23	26	30	34
营业收入合计	3888	4501	5176	5978
退保金	257	296	340	391
赔付净支出	539	620	713	820
提取保险责任准备金	2000	2292	2633	3049
保户红利支出	132	152	175	201
营业税金及附加	16	18	21	24
手续费及佣金支出	273	313	360	415
管理费用	210	241	277	319
其他业务成本	35	40	46	53
资产减值损失	17	20	23	26
营业支出合计	3478	3992	4588	5297
营业利润	410	510	589	682
利润总额	410	510	589	682
净利润	338	421	483	557
归属于母公司净利润	336	419	481	554
少数股东损益	2	2	2	3
基本每股收益	1.19	1.48	1.7	1.96

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	2010	2011E	2012E	2013E
首年期缴保费	521	651	814	1018
趸缴保费	1231	1292	1335	1351
短期险	150	180	216	259
续期保费	1280	1536	1843	2212
合计	3182	3659	4208	4839

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	2010	2011E	2012E	2013E
每股内含价值（元）	10.55	11.81	13.36	15.10
每股新业务价值（元）	0.70	0.81	0.93	1.07
PE	17.76	14.28	12.44	10.79
PB	2.86	2.51	2.17	1.87
P/EV	2.00	1.79	1.58	1.40
隐含新业务价值倍数	15.13	11.52	8.37	5.65

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。

相关研究报告

中国人寿(601628.sh)_公司深度研究报告

曹恒乾

2010-11-11

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。