

业绩表现符合预期，估值处于历史底部

——中国人寿(601628)公司点评

核心观点

2010年公司实现归属于母公司股东净利润336.26亿元，同比增长2.3%，摊薄EPS为1.19元，公司净资产收益率为16%。业绩表现符合预期。

1.首年期缴保费增长较快，但业务结构不如09年。2010年，公司已赚保费达3180.9亿元，同比增15.6%；其中首年保费较09年增长12%，首年期交保费增长31.3%，续期保费增长21.4%；首年期交保费占首年保费比重由09年的25.38%提升至29.76%，续期保费收入占总保费的比重由09年的38.20%提升至40.22%。不过，2010年公司首年期缴保费的业务结构逊于09年，10年期及以上期缴保费收入同比下降10%，新增期缴保费主要为10年以下，其中银报渠道期缴贡献了约220亿。2010年公司一年新业务价值达198.39亿元，同比增12.0%，由于银保期缴占比提升的原因，APE利润率为42.5%，略低于09年。

2.投资表现稳健。2010年公司实现投资收益641.5亿，同比增长13.18%，投资收益率为5.11%，较去年下降66个基点，在上证指数下跌14.3%的市场环境下，公司的投资表现总体较为稳定。期末，公司投资资产达到13361.6亿元，增长14%，其中权益投资占比由去年的15.31%降至14.66%，债券占比为45.51%，定存占比为33.05%。国内经济已经进入新一轮加息周期，这将有利于保险公司扩大固定利息收益，不过保险公司能否取得超预期的投资收益还需要依赖资本市场的表现。

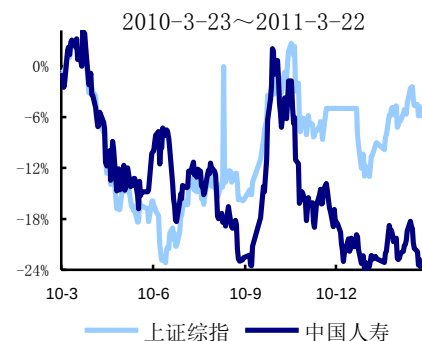
3.可供出售金融资产价值下降拖低内涵价值增长和偿付水平。受可供出售金融资产价值下降和分红增加影响，公司经调整净资产价值较09年下降约153亿，导致内含价值仅增长4.5%。同样是受以上两因素影响，期末公司偿付能力充足率为212%，较09年下降91.6个百分点。不过公司表示未来2-3年，依赖自身盈余积累，公司可以将偿付水平保持在200%的合理水平之上，公司短期无融资压力。

4.投资建议。由于基数较大，公司规模增长弹性较小，而业务结构的改善则是一个渐进的过程，预计2011年公司新业务价值增长12%，净利增6%，EPS为1.26元。目前股价包含1年新业务乘数为11.7倍，对应P/EV为1.78，P/E为16.9倍，估值与08年金融危机底部相当，具有较高安全边际，未来应有绝对收益空间，刺激因素有待资本市场表现，给予推荐-A评级。

财务数据与估值

	2008A	2009E	2010	2011E
主营业务收入(百万)	300385	342,026	388,791	437389.8
同比增速(%)	—	13%	13.67%	12.5%
净利润(百万)	19137	32881	33626	35643.56
同比增速(%)	—	71.8%	2.3%	6%
EPS(元)	0.68	1.16	1.19	1.26
P/E	31	18.24	17.78	16.9

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	2826470.50
流通A股(万股)	2082353.00
52周内股价区间(元)	20.63-29.7
总市值(亿元)	5975.16
总资产(亿元)	0.00
每股净资产(元)	7.38
目标价	6个月 12个月

相关报告

研究员: 邓婷

电话: 010-84183228

Email: dengting@guodu.com

执业证书编号: S0940510120007

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

表 1: 中国人寿估值

	2009	2010	2011E
标准保费	41298	46684.00	52286.08
投资收益率假设	5.35%	5.50%	5.50%
新业务边际贡献率	42.89%	42.50%	42.5%
一年新业务价值	17713	19,839	22222
一年新业务价值增长	27.20%	12.00%	12.01%
风险贴现率	11%	11.00%	11.00%
经调整的净资产价值	159948	144,655	160567.05
扣除偿付能力成本之后的有效业务价值	125282	153,444	175666
内含价值	285,230	298,099	336,233
每股内涵价值	10.08	10.53	11.88
每股新业务价值	0.63	0.70	0.79
当前股价隐含新业务乘数	22.20	15.09	11.76
P/EV (当前收盘价)	2.38	2.01	1.78
合理新业务乘数	20	20	20
每股新业务价值	11.28	12.63	14.15
评估价值(AV)	22.60	24.60	27.60
总股本(百万)	28264.70	28264.70	28264.70

来源: 国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com	王京乐	家用电器、餐饮旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	张婧	建筑建材	zhangjingy@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			