

投资收益率下行拉低盈利预期

中国人寿 (601628.SH)

谨慎推荐 维持评级

分析师: 叶云燕 电话: (8610) 6656 8028 邮箱: yeyunyan@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130207091555
联系人: 唐子佩 电话: (8610) 8357 4030 邮箱: tangzipei@chinastock.com.cn

1. 事件

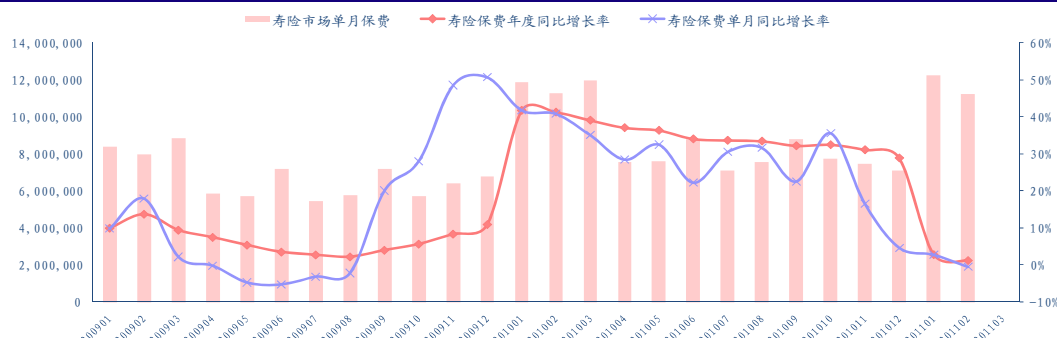
中国人寿 (601628) 2011 年一季度实现营业收入 1400 亿元, 同比增长 9%。实现净利润 321 亿元, 每股收益 2.8 元, 同比下降 22%。加权平均净资产收益率 3.78%, 比较上年同期 4.77% 下降 0.99 个百分点。

2. 我们的分析与判断

(一)、上年高基数影响及代理人增员缓慢将导致 2011 年保费增长放缓

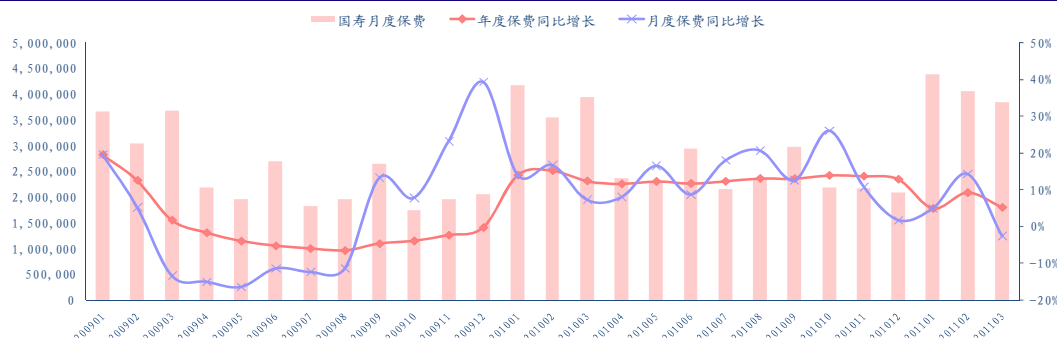
2010 年全行业高增速带来非常高的存量标准, 2011 年若要重现高增长, 难度较大。2010 年前三月保费增速创纪录, 也为 2011 年初开门红带来挑战。

图 1.2011 年以来寿险市场保费单月同比与年度同比剧烈下行



资料来源: 中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

图 2.中国人寿季度同比增速较上年缓慢下滑, 单月同比下滑-2.6%



资料来源: 中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

销售增员不利局面将扩大，保费收入增长较上年显著放缓。4月19日，保监会出台《保险销售从业人员监管规定（征求意见稿）》，首次明确要求销售人员须持有大专以上学历，提高从业门槛。相比较市场平均水平，2010年中国人寿在销售增员表现方面已存在弱势，初步预计增员方面的不利局面将在2011年继续。中国人寿在银保渠道的销售占比较大，受到银保销售限制影响较市场平均更高，而此次学历新规带来的销售增员不利，将进一步拖缓保费增长。

3月以来产品期限结构调整初现成效，保费增长较2前两月相比有改善趋势。中国人寿自2月份起，主要销售3至5年缴费期的分红产品，在短期内可能会对全年保费影响产生积极刺激。但是由于之前销售期缴产品较少，至少在一年内，续期保费动力不足，总保费水平增长乏力。

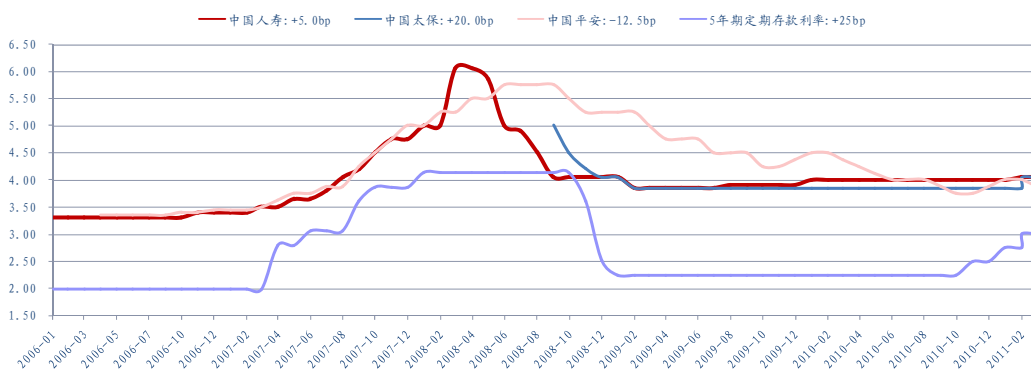
（二）、加权平均净资产收益率 3.78%，投资收益拉低净利润

投资收益率持续低迷是公司净利润同比下滑 22%的主要原因。加权平均净资产收益率 3.78%比较上年同期 4.77%下降 0.99 个百分点；总投资收益率 1.11%，简单年化总投资收益率达 4.5%。

（三）、加息预期下，中国人寿资金成本上升缓慢将扩大利差

2011 年以来万能险结算利率提升不大，保单资金成本相对增长缓慢，利差有望持续扩大。在加息大趋势下，中国人寿仅在 1 月调高结算利率 5 个 bp，之后再无变化，与一般用作机会成本比较基础的 5 年定期存款利率相比，增速远远落后。预期央行在二季度将继续紧缩银根，利差有望持续扩大。

图 3.中国人寿万能险结算利率比上年末提高 5 个 bp，资金成本增加相对缓慢

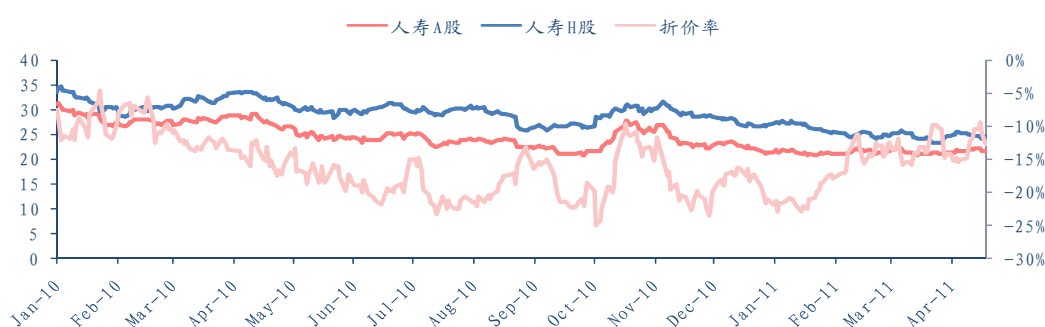


资料来源: Wind 资讯, 中国银河证券研究部

（四）、2011 年以来 AH 股折价缩小，相对估值修复趋势有望持续

2011 年中国人寿 AH 股折价率持续缩小，由年初的-22%下降到现在 13%的水平。在 A 股大盘风格转型的大背景下，我们预期折价率将进一步缩窄，估值修复有望持续。

图 4.2011 年以来 AH 股折价缩小，相对估值修复趋势有望持续



资料来源: Wind 资讯, 中国银河证券研究部

3.投资建议

公司盈利改善乏力，合理估值区间 24-26 元，由于前期估值过低，评级谨慎推荐。

承保端保费增长缺少显著刺激，投资端收益率持续走低，综合两方面因素，我们预期中国人寿在 2011 年盈利能力改善缺乏动力。在 2011 年 19 倍新业务价值倍数下，合理股价估值区间 24-26 元。在 2011-2013 年，每股内含价值估值为 13/14/16 元，EPS 分别为 1.07/1.10/1.26 元，隐含 PE 分别为 20/19/17x。

维持评级谨慎推荐。

表 1: 2011-2013 年中国人寿财务预测 (百万 元)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						资产负债表					
保险业务收入	2,760	3,182	3,469	4,093	4,830	资产总额	12,263	14,106	17,268	19,565	22,745
投资收益	628	683	680	761	878	交易类金融资产	91	97	266	129	149
营业收入	3,420	3,888	5,141	4,886	5,745	可供出售类金融资产	5,175	5,481	5,777	7,290	8,464
提取保险责任准备金	-7	0	0	-7	-8	持有到期类金融资产	2,351	2,462	2,642	3,295	3,826
退保金	-233	-257	-324	-482	-545	投资资产	11,721	13,362	15,823	17,642	20,407
赔款支出	-593	-540	-1,039	-1,085	-1,226	其他非投资资产	542	744	1,445	1,923	2,338
保单红利支出	-145	-132	-189	-325	-368	负债总额	10,135	12,001	14,934	16,918	19,737
业务及管理费用	-192	-209	-212	-278	-328	保险合同准备金	8,182	10,181	12,053	13,621	15,891
营业支出	-3,002	-3,478	-4,774	-4,504	-5,306	应付保单红利	546	528	598	913	1,065
税前利润	417	410	367	382	439	股东权益	2,111	2,087	2,314	2,625	2,982
净利润	330	338	303	305	351	权益合计	2,128	2,105	2,334	2,647	3,008
收入增长						资产/负债增长率					
已赚保费收入增长	3.9%	15.3%	-7.6%	18.0%	18.0%	总资产增长率	24.2%	15.0%	18.3%	18.1%	18.1%
投资收益增长	41.8%	6.2%	1.9%	11.7%	15.4%	投资资产增长率	25.0%	14.0%	16.6%	16.7%	16.7%
营业收入增长	9.3%	13.7%	15.5%	-5.0%	17.6%	总负债增长率	24.7%	18.4%	19.3%	18.9%	18.9%
支出增长						保险合同准备金增长率	23.4%	24.4%	19.3%	18.9%	18.9%
退保金	-8.5%	10.3%	1.3%	48.7%	13.0%	股东权益增长	21.3%	-1.1%	13.4%	13.6%	13.6%
赔款支出	-17.1%	-8.9%	13.4%	4.4%	13.0%	每股数据					
准备金提转差	14.5%	29.4%	33.0%	-26.5%	22.5%	EPS	1.2	1.2	1.1	1.1	1.3
保单红利支出	767.0%	-8.7%	-31.3%	72.2%	13.0%	BVPS	7.5	7.4	8.2	9.3	10.6
佣金及手续费	-5.2%	18.8%	2.2%	6.7%	18.0%	EV	10.1	10.5	12.4	13.8	16.0
业务及管理费用	10.9%	8.7%	-17.0%	31.3%	18.0%	NBV	0.6	0.7	0.8	0.9	1.1
净利润增长	71.4%	2.3%	9.4%	0.7%	15.0%	当期市价	21.4	21.4	21.4	21.4	21.4
盈利能力						市盈率	18.4	18.0	20.0	19.5	16.9
营业净利率	11.9%	10.6%	8.7%	7.6%	7.4%	市净率	2.9	2.9	2.6	2.3	2.0
总资产周转率	22.5%	22.6%	20.1%	20.9%	21.2%	内含价值倍数	2.1	2.0	1.7	1.5	1.3
ROE	15.6%	16.1%	13.1%	11.8%	12.0%	隐含新业务倍数	18.0	15.4	11.8	8.4	5.0
ROA	2.7%	2.4%	1.8%	1.6%	1.6%						

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

叶云燕，金融行业证券分析师。本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。

覆盖股票范围：

A 股：中国人寿（601628.SH）、中国平安（601318.SH）、中国太保（601601.SH）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908