



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011年4月26日

保险业

研究部

毛军华

分析师, SAC 执业证书编号: S0080511020001
maojh@cicc.com.cn

王松柏

分析师, SAC 执业证书编号: S0080207070060
wangsb@cicc.com.cn

下调评级至“中性”

中国人寿 (601628.SH)

投资收益和赔付支出弱于预期

主要财务信息

(人民币百万元)	2009A	2010	2011E	2012E
保险业务收入	275,970	318,229	364,817	418,306
已赚净保费	275,077	318,088	364,643	418,103
净投资收益	62,807	68,280	74,023	91,432
已实现及未实现投资收益/(损失)	22,693	16,121	6,563	10,559
收入总额	339,290	385,838	438,150	508,504
赔款及保户利益	(298,249)	(346,601)	(395,185)	(458,478)
净利润	32,881	33,626	37,145	43,452
(+/-%)	72%	2%	10%	17%
每股净利润 (人民币)	1.16	1.19	1.31	1.54
每股净资产 (人民币)	7.47	7.38	8.46	9.82
平均净资产收益率(%)	15.6%	16.1%	15.5%	15.7%
市盈率-A股(X)	18.4	18.0	16.3	13.9
市净率-A股(X)	2.9	2.9	2.5	2.2
现金分红收益率(%)	1.1%	3.3%	1.9%	2.2%

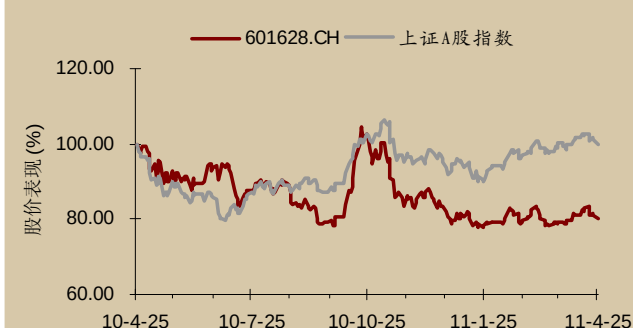
股票信息

H-股	A-股
2628.HK	601628.CH
HK\$ 29.65	RMB 21.39
HK\$ 30.08	-
29.96	12.42
HK\$ 36.95/27.8	RMB 28.39/20.63
750,843	630,760
28,265	28,265
8,941	8,941
主要股东 (持股比例)	中国人寿 (集团) (68.4%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[601628.CH]	-3.99	+0.90	+2.44	+0.42
[SHASHR index]	-3.03	-0.44	+10.75	+5.58
[Insurance index]	-3.49	n.a.	+7.22	-5.04

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

2011年1季度业绩低于预期:

中国人寿2011年1季度实现净利润人民币80.2亿元(折每股收益0.28元), 同比下降22%, 主要原因在于总投资收益率下降和赔付支出弱于预期(图表1)。

正面:

► **投资资产增速接近20%。**尽管已赚保费收入同比增速只有10.9%, 但保费的累积效应推动投资资产增速仍接近20%。

负面:

► **总投资收益率下滑至4.50%。**简单年化后1季度总投资收益率约为4.50%, 低于去年1季度的5.95%和2010年全年的5.11%。我们理解这主要由于:(1)货币资金配置比例增加, 1季度新增资产中约38%配置在了低收益率的货币资金上;(2)在上证指数1季度上涨4.3%的情况下, 股票投资的板块配置没有踏准市场节奏。同时, 在没有股利分配的情况下, 1季度净资产环比增长2.3%, 股东权益增加约48亿, 低于1季度的净利润约30亿, 这意味着可供出售资产出现了浮亏。

► **赔付支出增长较快。**2006年人寿主打的五年期鸿丰两全分红险逐渐进入给付期。2006年-2008年, 该产品的长期保险合同准备金余额从772亿大幅增加到2131亿, 这意味着未来三年赔付支出都将保持在较高水平(图表2), 并在2013年达到高峰。

盈利预测调整:

我们将在与管理层会见后调整2011年和2012年盈利预测。

估值与评级

今年上半年产险业务盈利会好于寿险业务, 但中国人寿不具备分散的业务条线, 盈利增长弱于同业。同时, 其寿险的新业务价值增速只有13%-14%, 但新业务价值倍数为11.8倍, 在同业中并不具备吸引力, 下调评级至中性。

图表 1: 2011 年 1 季度业绩分析

报表分析 (百万元)	10Q1	11Q1	YOY (%)	10Q4	11Q1	QoQ (%)
营业收入	128,733	140,006	8.8%	83,224	140,006	68.2%
保险业务收入	110,299	122,978	11.5%	61,363	122,978	100.4%
减: 分出保费	-28	-57	103.6%	-57	-57	0.0%
减: 提取未到期责任准备金	-281	-897	219.2%	649	-897	-238.2%
已赚净保费	109,990	122,024	10.9%	61,955	122,024	97.0%
证券投资资产	1,151,615	1,365,253	18.6%	1,309,214	1,365,253	4.3%
投资净收益	18,339	17,171	-6.4%	20,877	17,171	-17.8%
公允价值变动净收益	-340	332	-197.6%	35	332	848.6%
投资收入	17,999	17,503	-2.8%	20,912	17,503	-16.3%
投资收益率	1.6%	1.3%		1.6%	1.3%	
其他收入	744	479	-35.6%	357	479	34.2%
营业支出	-116,359	-130,501	12.2%	-72,331	-130,501	80.4%
退保金	-6,090	-8,177	34.3%	-6,494	-8,177	25.9%
赔付支出净额	-14,903	-28,021	88.0%	-13,581	-28,021	106.3%
提取保险责任准备金净额	-77,881	-75,029	-3.7%	-30,998	-75,029	142.0%
保户给付及赔款净额	-98,874	-111,227	12.5%	-51,073	-111,227	117.8%
已赚净保费占比	-89.9%	-91.2%		-82.4%	-91.2%	
保单红利支出	-4,065	-3,293	-19.0%	-4,072	-3,293	-19.1%
已赚净保费占比	-3.7%	-2.7%		-6.6%	-2.7%	
手续费及佣金支出	-7,491	-8,657	15.6%	-7,020	-8,657	23.3%
保险业务收入占比	-6.8%	-7.0%		-11.4%	-7.0%	
业务及管理费	-4,141	-4,574	10.5%	-8,003	-4,574	-42.8%
保险业务收入占比	-3.8%	-3.7%		-13.0%	-3.7%	
其他支出	-1,788	-2,750	53.8%	-2,163	-2,750	27.1%
营业利润	12,374	9,505	-23.2%	10,893	9,505	-12.7%
营业外收入	10	18	80.0%	70	18	-74.3%
营业外支出	-9	-13	44.4%	-77	-13	-83.1%
利润总额	12,375	9,510	-23.2%	10,886	9,510	-12.6%
所得税费用	-2,123	-1,488	-29.9%	-2,161	-1,488	-31.1%
所得税率	-17.2%	-15.6%		-19.9%	-15.6%	
净利润	10,252	8,022	-21.8%	8,725	8,022	-8.1%
少数股东权益	38	51	34.2%	44	51	15.9%
归属于公司股东的净利润	10,214	7,971	-22.0%	8,681	7,971	-8.2%
净利润率	7.9%	5.7%		10.4%	5.7%	
股东权益	219,166	215,336	-1.7%	210,475	215,336	2.3%
少数股东权益	1,742	1,806	3.7%	1,765	1,806	2.3%
归属于公司股东的股东权益合计	217,424	213,530	-1.8%	208,710	213,530	2.3%
净资产收益率	4.7%	3.7%		4.2%	3.7%	
每股收益 (元)	0.36	0.28	-22.0%	0.31	0.28	-8.2%
每股净资产 (元)	7.69	7.55	-1.8%	7.38	7.55	2.3%
投资资产分析 (百万元)	10Q1	11Q1	As %	10Q4	11Q1	QoQ (%)
货币资金	55,632	82,566	5.7%	47,839	82,566	72.6%
交易性金融资产	4,223	16,465	1.1%	9,693	16,465	69.9%
保户质押贷款	15,960	26,159	1.8%	23,977	26,159	9.1%
债权计划投资	9,250	14,180	1.0%	12,566	14,180	12.8%
定期存款	372,508	490,385	33.9%	441,585	490,385	11.1%
可供出售金融资产	485,267	544,433	37.6%	548,121	544,433	-0.7%
持有至到期投资	241,540	246,224	17.0%	246,227	246,224	0.0%
长期股权投资	16,713	21,254	1.5%	20,892	21,254	1.7%
存出资本保证金	6,154	6,153	0.4%	6,153	6,153	0.0%
投资资产总计	1,207,247	1,447,819	100.0%	1,357,053	1,447,819	6.7%
保险合同负债分析 (百万元)	10Q1	11Q1	As %	10Q4	11Q1	QoQ (%)
保户储金及投资款	69,412	70,156	6.0%	70,087	70,156	0.1%
未到期责任准备金	6,254	6,833	0.6%	5,935	6,833	15.1%
未决赔款准备金	2,975	3,147	0.3%	3,304	3,147	-4.8%
寿险责任准备金	880,343	1,074,951	92.3%	1,000,483	1,074,951	7.4%
长期健康险责任准备金	6,717	9,128	0.8%	8,413	9,128	8.5%
保险合同负债合计	965,701	1,164,215	100.0%	1,088,222	1,164,215	7.0%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 2: 2006 年至 2010 年鸿丰两全保险保费收入及准备金

(人民币 百万元)	2006	2007	2008	2009	2010
保费收入	47,742	48,430	105,343	59,229	29,868
长期保险合同准备金	77181	118,584	213,103	265,270	260,896

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 可比公司估值

公司	股价	总股本	流通股	每股收益			每股净资产			每股内含价值			每股新业务价值			总资产收益率		
				2011-04-25	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E
中国人寿H股	29.65	28,265	7,441	1.40	1.55	1.81	8.7	10.0	11.5	12.41	14.02	15.79	0.83	0.94	1.02	2.40	2.20	2.20
中国平安H股	86.50	7,644	2,858	2.66	3.22	3.89	17.2	22.1	25.7	30.93	37.40	44.69	2.39	2.78	3.31	1.50	1.50	1.60
中国太保H股	35.35	8,600	2,313	1.17	1.43	1.66	11.0	12.2	13.5	15.06	18.38	21.10	0.83	1.03	1.18	1.80	1.80	1.80
友邦保险	26.75	12,044	12,044	1.74	1.76	1.97	12.6	15.3	18.3	15.98	18.94	22.30	0.43	0.47	0.53	0.68	0.59	0.58
中国财险	10.72	11,142	11,142	0.55	0.79	0.93	2.6	3.5	4.5							2.58	3.05	2.98
中国人寿A股	21.39	28,265	20,824	1.19	1.31	1.54	7.4	8.5	9.8	10.55	11.92	13.42	0.70	0.80	0.87	2.40	2.20	2.20
中国平安A股	51.68	7,644	4,786	2.26	2.74	3.31	14.7	18.8	21.9	26.29	31.79	37.99	2.03	2.37	2.81	1.50	1.50	1.60
中国太保A股	23.68	8,600	6,208	1.00	1.21	1.41	9.3	10.4	11.5	12.80	15.62	17.94	0.71	0.87	1.00	1.80	1.80	1.80
公司	市值	流通市值	净资产收益率			市盈率 (X)			市净率 (X)			内含价值倍数			一年新业务价值倍数			
中国人寿H股	838,049	220,631	16.1	15.5	15.7	21.2	19.2	16.4	3.4	3.0	2.6	2.4	2.1	1.9	20.9	16.5	13.6	
中国平安H股	661,206	247,194	15.5	14.6	15.1	32.5	26.9	22.2	5.0	3.9	3.4	2.8	2.3	1.9	18.5	13.9	9.8	
中国太保H股	304,010	81,775	10.7	11.7	12.2	30.2	24.7	21.3	3.2	2.9	2.6	2.3	1.9	1.7	15.9	12.2	8.7	
友邦保险	322,177	322,177	11.8	11.1	11.1	15.3	15.2	13.6	2.1	1.7	1.5	1.7	1.4	1.2	25.0	16.7	8.3	
中国财险	119,440	119,440	21.0	22.5	20.5	19.5	13.6	11.5	4.1	3.1	2.4							
中国人寿A股	604,582	445,415	16.1	15.5	15.7	18.0	16.3	13.9	2.9	2.5	2.2	2.0	1.8	1.6	15.4	11.8	9.2	
中国平安A股	395,042	247,362	15.5	14.6	15.1	22.8	18.9	15.6	3.5	2.8	2.4	2.0	1.6	1.4	10.7	7.4	4.3	
中国太保A股	203,648	147,012	10.7	11.7	12.2	23.8	19.5	16.8	2.5	2.3	2.1	1.8	1.5	1.3	10.0	7.2	4.4	

资料来源：彭博资讯，Wind 资讯，公司数据，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED