

中国人寿：低估值的行业龙头

增持维持

投资要点：

- 十二五区域收入增速非对称发展有利于中国人寿
- 法定会计准则下的资产负债表更加公允，理应享受高估值
- 对于高弹性的保险公司，低估值更具吸引力

报告摘要：

- 十二五区域收入增速非对称发展有利于中国人寿。未来保费增长将靠两大动力来驱动：居民可支配收入提高带来的收入效应；人口结构变化带来的边际消费倾向的提高。十二五规划将提升收入分配占比，并且将向中西部地区倾斜，在该地区市场份额占据优势的中国人寿保费增长存在超预期基础。
- 大型寿险公司主导市场的格局将继续维持。银保监管新规对于综合实力雄厚、议价能力较强的大型保险公司来说，反而是利好。从长远来看，大型寿险公司的精算、品牌、投资、服务能力将体现的更加明显，其主导市场的格局很难打破。
- 中国人寿具备无可比拟的规模和品牌优势。在产品同质化、投保人无法现场体验保单这种无形产品、保险服务具备长期和持续性的背景下，品牌是投保人选择公司产品的重要推动力，中国人寿作为中国最大的寿险公司，具备其他中小公司无可比拟的品牌优势。
- 法定会计准则下的资产负债表更加公允，理应享受高估值。上市时已把利差损保单剥离给集团公司的中国人寿的净资产是公允的。所以，在以法定会计准则为基础的“内含价值+新业务价值”估值法下，中国人寿估值高于同业上市公司是合理的，而目前中国人寿对同业公司的估值裂口已被抹平。
- 即使充分考虑2011年经营压力，目前股价对应的2011年中国人寿一年期新业务价值倍数为12倍，估值已经低于2009年初公司估值的历史底部。我们认为，较低的估值为公司股价提供了较好的安全边际，较高的弹性为资产配置提供了吸引力，维持增持评级。

百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
保费收入	275,970	318,229	366,300	406,593	451,318
净利润	33,036	33,811	35,620	49,037	56,698
每股收益(元)	1.16	1.20	1.26	1.73	2.01
每股净资产	7.47	7.38	8.27	9.47	9.39
市盈率	17.96	17.41	16.53	12.01	10.38
市净率	2.79	2.82	2.52	2.20	2.22

非银行金融研究组

分析师：

黄立军 (S1180209070180)

电话：010-88085983

Email：huanglijun@hysec.com

联系人：

邢波

电话：010-88085963

Email：xingbo@hysec.com

孙羽薇

Email：sunyuwei@hysec.com

市场表现



基础数据

总股本(百万股)	28,265
流通A股(百万股)	20,824
流通B股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通A股市值(百万元)	450,205

相关研究

- 保险走势点评：刀刃上的舞蹈 4.18
- 保险二季度策略：具备配置价值 4.7
- 中国平安：新业务价值快速增长 3.30
- 中国太保：评估利率有所上移 3.28
- 保险2月报：估值接近历史底部 2.25
- 保险：影子会计测算和保险估值优化 2.17

目录

一、中国寿险业的现状与发展潜力	4
(一) 寿险行业保持持续快速增长	4
(二) 居民收入增长将开启寿险发展新空间	5
(三) 投资渠道拓展提升中长期投资收益率	6
(四) 大型寿险公司仍将占主导地位	9
二、公司投资亮点	10
(一) 无可比拟的规模优势和品牌优势	10
(二) 中国人寿将是保险区域发展不平衡的最大受益者	11
(三) 无高利率保单，理应享受高估值	12
三、盈利预测与估值	13
(一) 盈利预测的假设与测算	13
(二) 估值与 AH 股折溢价	15

插图

图 1: 2000 年以来寿险保费增速复合增速为 25% (亿, %)	4
图 2: 各社会主体收入增速对比	5
图 3: 保费与人均 GDP 指数关系显示边际消费倾向递增	6
图 4: 美国保险投资资产分布中公司债占比高	7
图 5: 日本寿险投资资产分布	8
图 6: 韩国保险投资资产分布	8
图 7: 韩国保险资金不动产和贷款投资高于总投资收益率	8
图 8: 寿险保费市场份额	10
图 9: 2010 年寿险保费市场份额	10
图 10: 2008 年各公司在三大区域市场份额	12
图 11: 2009 年各公司在三大区域市场份额	12
图 12: 2008 年上市保险公司保费的地区分布	12
图 13: 2009 年上市保险公司保费的地区分布	12
图 14: 中国人寿与另两家公司的估值裂口已接近抹平	13
图 15: 中国人寿新业务价值及其增速	14
图 16: 中国人寿 A/H 折价 14%	16
图 17: 中国人寿新业务价值倍数已达历史新低	16

表格

表 1: 2009 年全球寿险市场份额	4
表 2: 2010 年投资政策	6
表 3: 2010 年 1 季度各城市各物业初始投资回报率	9
表 4: 中国人寿营销网络	11
表 5: 中国人寿盈利预测	15

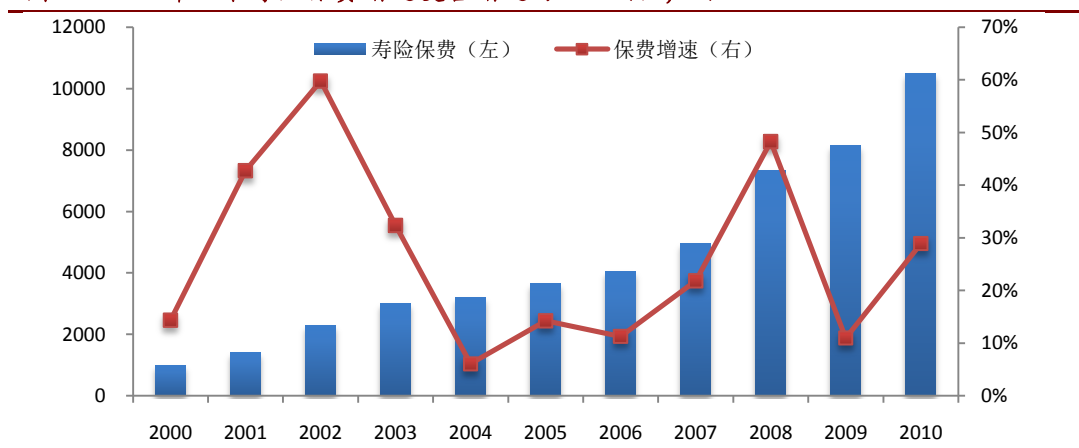
一、中国寿险业的现状与发展潜力

(一) 寿险行业保持持续快速增长

1982 年，我国恢复人身保险业务的经营后，中国人民保险公司是当时唯一的人寿保险企业，初期市场发展较为缓慢。80 年代后期以后，市场主体陆续增多。1988 年，平安保险公司成立；1991 年，太平洋保险公司成立；1992 年，AIG 独资控股的美国友邦保险公司上海分公司成立。1996 年、2004 年，是两拨寿险经营牌照发放的高潮，我国的寿险经营主体迅速增加。伴随着代理人制度的推广和监管制度的完善，中国寿险市场快速增长。

近十年来，我国寿险业保费复合增速为 25%，远超出平均 GDP 增速（约为 10%），寿险保费对 GDP 的弹性为 2.5。2010 年，中国寿险业继续保持快速增长。全年，寿险行业实现规模保费收入 10500 亿，历史上年度保费收入首度突破万亿规模，保费同比增长达到 29%。

图 1：2000 年以来寿险保费增速复合增速为 25%（亿，%）



资料来源：CIRC，宏源证券

从全球范围来看，我国保费增长速度一枝独秀。由于 2010 年全球保费数据尚未发布，我们采用 Sigma2009 年数据。2009 年全球寿险保费收入下降 2%，至 23320 亿美元。受经济危机影响，工业化经济体的保费下跌 2.8%，但新兴市场保费增长依然强劲。2009 年新兴市场寿险保费同比增长 4.2%，其中，中国寿险保费为 958.3 亿美元，扣除通胀影响后同比增长 12.8%，占全球的比重为 4.68%，排名第 7 位。

表 1：2009 年全球寿险市场份额

排名	国家	保费总额 (百万美元)	2009 年扣除通胀后的变化 (%)	2009 年占全球市场的份额 (%)
1	美国	492,345	-14.6	21.12
2	日本	339,100	-0.8	17.12
3	英国	217,681	-11.8	9.34
4	法国	194,077	11.9	8.32
5	意大利	115,290	46.1	4.94
6	德国	111,775	6.8	4.79
7	中国	109,175	12.8	4.68

8	南非	57,436	-5.8	2.46
9	印度	57,114	10.1	2.45
10	台湾	52,204	4.7	2.24

资料来源: Sigma2010 年第 2 期, 宏源证券

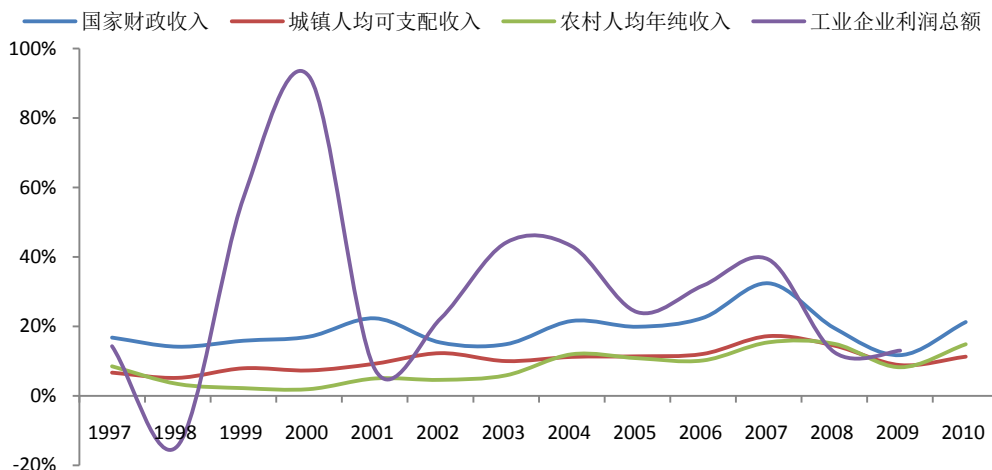
(二) 居民收入增长将开启寿险发展新空间

据 sigma 数据, 2009 年寿险深度(寿险保费/GDP)为 2.3%, 世界排名第 44, 保险密度(保费收入/人口)为 121 美元, 世界排名第 64 位, 领先人均 GDP 全球排名(第 74 位)。也就是说, 我国保险业的发展已逐步追赶上经济发展的步伐。那么一直所公认的中国保险发展潜力巨大体现在哪呢? 我们认为这要从中国保险发展的现状和其内在驱动来观察。

我们认为, 未来保费增长将靠两大动力来驱动: 居民可支配收入提高带来的收入效应; 人口结构变化带来的边际消费倾向的提高。居民收入在社会盈余中占比的提高将增强居民的购买力; 人口红利拐点的将提高现代社会的抚育比, 保险在客观上具备需求。

在我国, 由于分配制度尚不完善, 劳动者报酬在初次分配中占比偏低。消费对 GDP 的贡献不断降低, 其原因在于社会盈余中政府和企业占比过高, 居民收入增速低于社会财富的增长, 如图 2 所示。从绝对数来看, 从 1995 年到 2010 年, 国家财政收入和工业企业利润总额分别增长了 13 倍和 21 倍, 而城镇居民人均可支配收入和农村家庭人均净收入则值分别增长了 4.5 倍和 3.7 倍, 社会三大部门中企业和政府收入占比过高挤出了居民收入, 导致消费增长乏力。

图 2: 各社会主体收入增速对比



资料来源: wind, 宏源证券

居民收入增速偏低导致居民消费不足, 随着中国人口红利拐点的来临, 依赖低成本的出口和政府主导的高投资发展模式难以为继, 消费必须成为经济增长的最重要的引擎。改革和完善中国收入分配制度, 实现国民收入大幅增长是“十二五规划”的重要目标。由于保险是一种强势推销的产品, 居民收入的提高将带来保费增长的新空间。

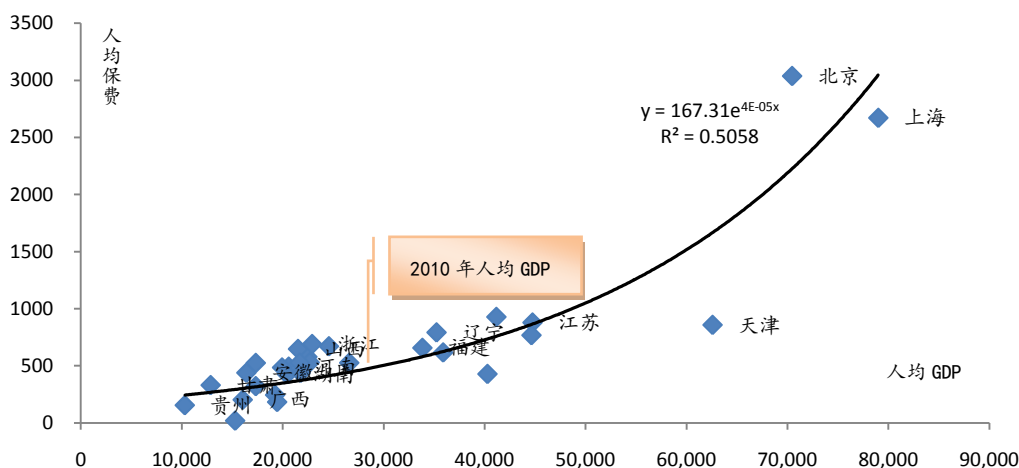
此外, 在消费模式方面, 国际经验表明, 在人均 GDP 处于 1000 美元-3000 美元的特定时期, 人们的消费将超越基本生活需求, 并向长期消费品转移, 同时, 将有一部分家庭

开始负债消费。在资产负债结构发生重大变化的条件下，中国居民的收入和支出将越来越多地暴露在风险之下，尤其是随着老龄化的加速，家庭的总抚养负担系数将逐步提高，保险的消费属性对于家庭来讲将会日益突出。

从我国各区域保险发展经验来看，我们取了 2009 年各地区人均 GDP 和保险密度的横截面数据，希望以横截面数据描画出人均 GDP 与保险密度发展相关性。如图 3 所示，上述自变量和因变量呈现明显的指数相关关系，即在目前经济发展情况下，保险密度对人均 GDP 的弹性呈现递增趋势：保险的边际消费倾向在提高。2010 年，我国的人均 GDP 为 2.9 万人民币，尚处在边际消费提高的起始阶段。（必须指出的是，这样的结论建立在中国其他省区将沿着京沪深等经济发达地区经济增长的轨迹前进的假设上）

所以，综合考虑居民收入占比在社会财富分配中占比的提高，人口结构变迁导致保险的消费倾向提升，保险深度与保险密度明显偏低和区域的非均衡性，以及政府未来或出台税收优惠等多种有利因素，我们预计未来 10 年中国保费收入年复合增长率仍将保持 GDP 增速的两倍，即约为 15%。

图 3：保费与人均 GDP 指数关系显示边际消费倾向递增



资料来源：保险年鉴，宏源证券

（三）投资渠道拓展提升中长期投资收益率

2010 年，保监会出台多项拓宽保险资金运用渠道的措施，最主要的是 2010 年 7 月 30 日的保险资金运用管理暂行办法，主要内容是：将保险资金投资股票和股票型基金的比例上限提高到总资产的 20%，另列 5% 固定收益投资基金额度；提高无担保企业债的投资比例上限至总资产的 20%；允许保险资金投资不动产和未上市企业股权。未来看逐步拓展保险投资渠道是大势所趋，这将有利于保险公司长期投资收益率的改善。

表 2：2010 年投资政策

文件名称	发布时间	主要内容
保险资金运用管理暂行办法	2010 年 7 月 30 日	（一）投资于银行活期存款、政府债券、央行票据、政策性银行债券和货币市场基金等资产的账面余额，不低于上季末总资产的 5%；（二）投资于无担保企业（公司）债券和非金融企业债务融资工具的账面余额，不高于本公司上季末总资产的 20%；（三）投资于股票和股票型基金的账面余额，不高于本公司上季末总资产的 20%；（四）投资于未上市企业股权的账面余额，不高于本公司上季末总资产的 5%；

保险资金投资
股权暂行办法 2010 年 9 月 3 日

投资于未上市企业股权相关金融产品的账面余额，不高于本公司上季末总资产的 4%，两项合计不高于上季末总资产的 5%；（五）投资于不动产的账面余额，不高于本公司上季末总资产的 10%；投资于不动产相关金融产品的账面余额，不高于本公司上季末总资产的 3%，两项合计不高于本公司上季末总资产的 10%；（六）投资于基础设施等债权投资计划的账面余额不高于本公司上季末总资产的 10%等

（一）投资未上市企业股权的账面余额，不高于本公司上季末总资产的 5%；投资股权投资基金等未上市企业股权相关金融产品的账面余额，不高于本公司上季末总资产的 4%，两项合计不高于本公司上季末总资产的 5%；（二）直接投资股权的账面余额，不超过本公司净资产，除重大股权投资外，投资同一企业股权的账面余额，不超过本公司净资产的 30%；（三）投资同一投资基金的账面余额，不超过该基金发行规模的 20%

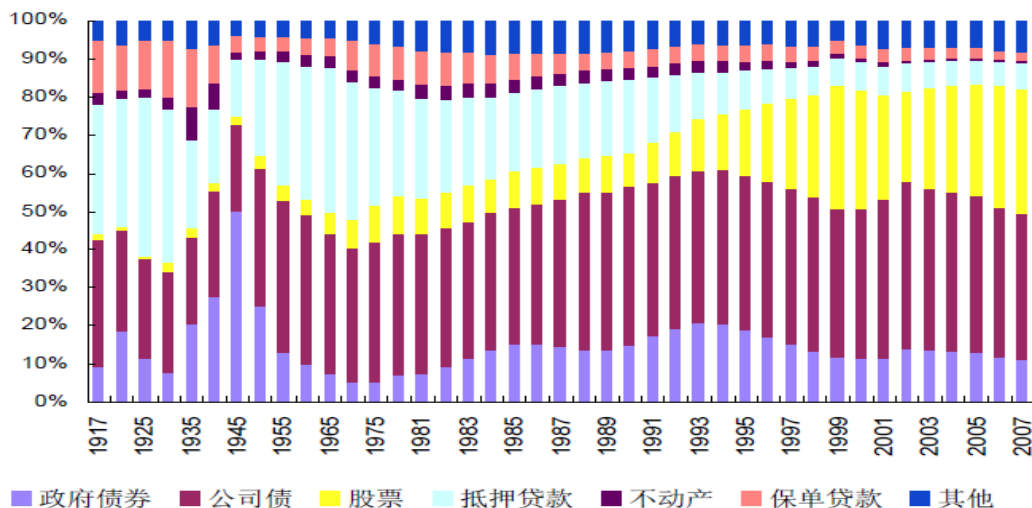
保险资金投资不
动产暂行办法 2010 年 9 月 3 日

投资比例与《保险资金运用管理暂行办法》第 5 条相同，禁止保险公司有下列行为：（一）提供无担保债权融资；（二）以所投资的不动产提供抵押担保；（三）投资开发或者销售商业住宅；（四）直接从事房地产开发建设(包括一级土地开发)；（五）投资设立房地产开发公司，或者投资未上市房地产企业股权(项目公司除外)，或者以投资股票方式控股房地产企业。已投资设立或者已控股房地产企业的，应当限期撤销或者转让退出；（六）运用借贷、发债、回购、拆借等方式筹措的资金投资不动产，中国保监会对发债另有规定的除外；

资料来源：CIRC，宏源证券

从国外情况来看，美国保险资金投资结构与中国相似，债券、股票占比达 80%左右，与中国不同的是，美国保险资金投资中占比达 50%左右的债券中，大约 80%（总量的 40%）为收益率较高的企业债投资，而我国企业债投资比重仅为债券投资比重的 28%，50%的部分配置在国债和政策性银行债上。未来随着企业债市场容量的扩充，保险公司投资收益率的中枢将能够有所抬升。

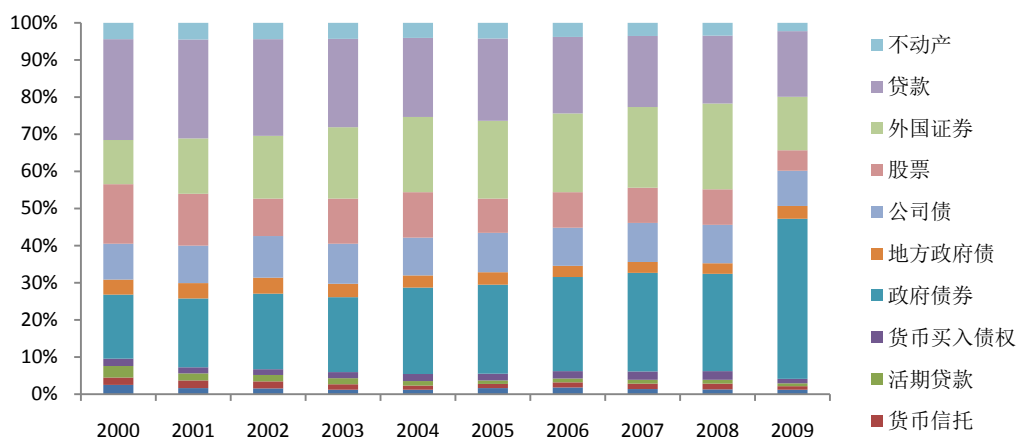
图 4：美国保险投资资产分布中公司债占比高



资料来源：美国保险监督官协会，宏源证券

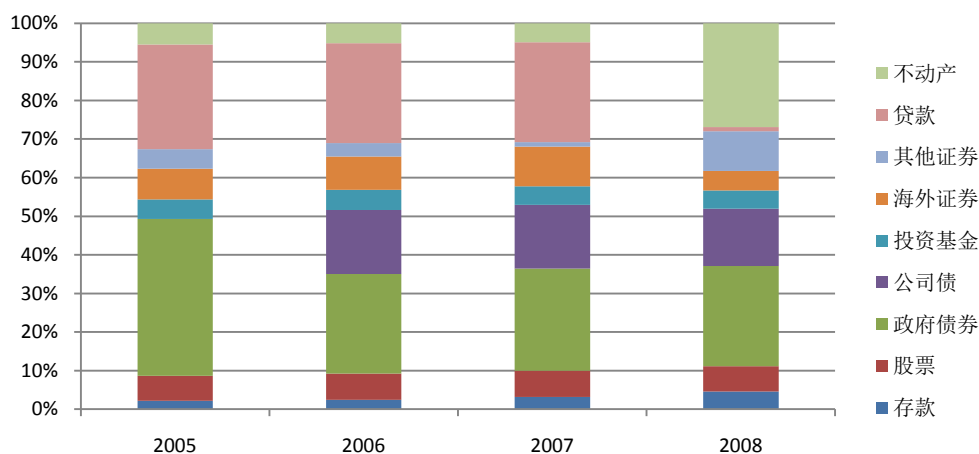
参考日韩的情况，不动产和贷款能够占到投资规模的 20%左右，在债券市场收益率或者容量不能满足保险资金配置条件的情况下，不动产和贷款不失为一种较好的替代方式。如图所示，2005-2008 年，韩国贷款和不动产投资收益分别为 8.7%、7.5%、7.6%、8.6%，均超越当年总投资收益率。

图 5：日本寿险投资资产分布



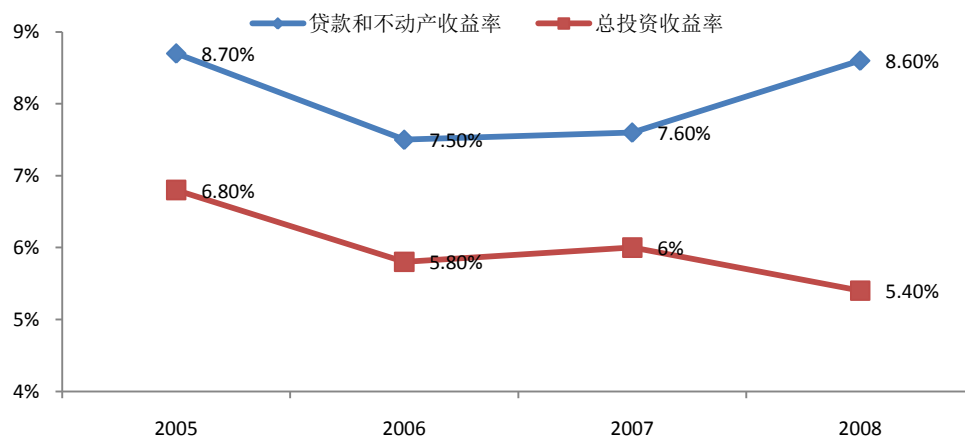
资料来源：日本寿险业协会，宏源证券

图 6：韩国保险投资资产分布



资料来源：韩国寿险协会，宏源证券

图 7：韩国保险资金不动产和贷款投资高于总投资收益率



资料来源：韩国寿险协会，宏源证券

如上文所述，现在中国经济正面临转型，居民收入提高将较快推动消费增长和结构升

级，零售物业将从中受益，另一方面，第三产业特别是高端服务业如金融、事务所的发展将提升写字楼的需求。结合目前各城市物业投资回报率的分析，北京、上海、广州的零售和办公楼投资收益率均高于 5%，超越内含价值对于未来投资收益率的精算假设，基本能够满足保险资金的投资需求。

表 3：2010 年 1 季度各城市各物业初始投资回报率

	办公楼	豪华住宅	零售	工业
北京	7.50%	5%	8.70%	9.20%
上海	5%	4.75%	5%	6.50%
广州	6.50%	3.10%	7%	—

资料来源：CBRE，宏源证券

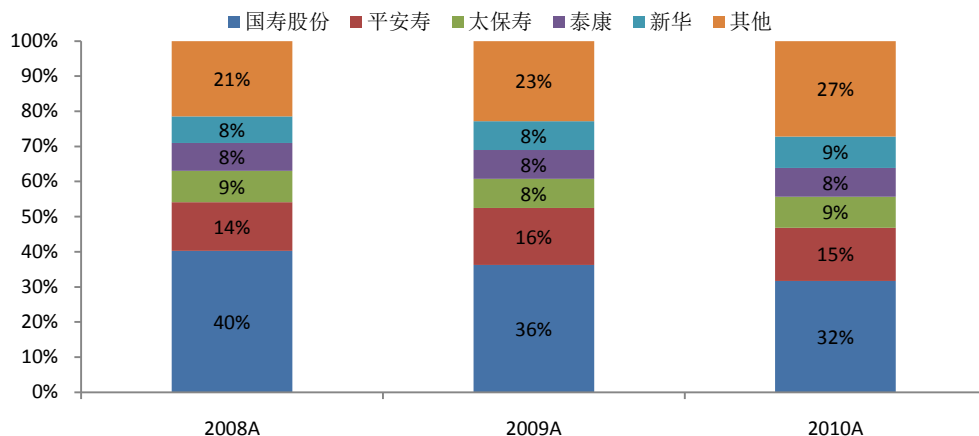
（四）大型寿险公司仍将占主导地位

金融板块是行业监管较为严厉的行业，相对证券、银行仍然存在一定的政策保护，保险行业市场程度较高，竞争也较为激烈。

在行业政策方面，资金成本逐步市场化。1999 年 6 月 10 日，保监会下发《关于调整寿险保单预定利率的紧急通知》，规定寿险保单的预定利率不得超过年复利 2.5%。此规定成为中国寿险业发展的分水岭，使中国寿险业回到健康发展的轨道上来。目前中国寿险业累积的盈利保单基本是在 1999 年 6 月后签发的。《通知》在相当长的时间内为保险公司锁定了资金成本，有效地保证了保险行业的盈利能力。随着金融市场的深入发展和居民投资渠道的拓展，各金融产品之间的挤出效应开始体现。为了保持保险产品对投保人的吸引力，新型保单（分红险、万能险、投连险）的保险利益要视资产组合投资收益率而定，实际上是实现了资金成本的市场化。

在保险公司股权管理方面，保监会规定外资持股保险公司股份可达 50%，并可开展零售业务。截止 2010 年末，中国共有 61 家寿险公司，其中外资公司 28 家，外资独资寿险公司一家，其寿险保费市场份额为 5.6%。

市场竞争方面，寿险市场仍呈现明显的寡头垄断格局。近 3 年来，前五大寿险公司市场份额分别为 78.5%、77.2%、72.8%，市场集中度较高。大公司凭借其强大的品牌效应、庞大的营销网络和完善的后续服务占领了大多数市场份额。尽管中小寿险公司通过渠道营销获得部分市场份额，但其中仍以价值量较低的趸交银保产品为主。在银保新规出台后，每家银行网点代理销售保险产品家数不超过三家，同时保险营销人员不得进入银行网点销售，这导致银行渠道保费增速下降，尤其是对依赖银保渠道的中小寿险公司影响较大。对于综合实力雄厚、议价能力较强的大型保险公司来说，反而是个利好。从长远来看，大型寿险公司的精算、品牌、投资、服务能力将体现的更加明显，其主导市场的格局很难打破。

图 8：寿险保费市场份额


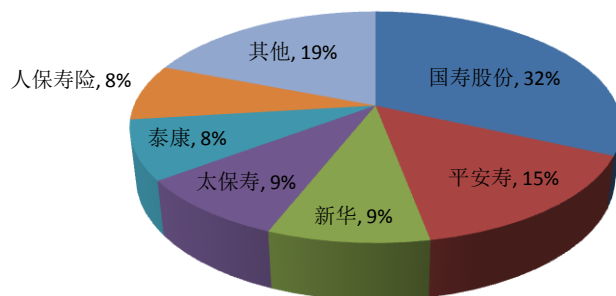
资料来源：CIRC，宏源证券

二、公司投资亮点

（一）无可比拟的规模优势和品牌优势

中国最大的寿险公司

中国人寿是我国最大的人寿保险公司，通过由保险营销员队伍、团险销售队伍以及专业和兼业代理机构组成的遍布全国的广泛分销网络，提供个人人寿保险、团体人寿保险、意外伤害保险和健康保险等产品与服务。2008年至2010年，中国人寿保费收入分别为2956亿、2950亿、3330亿，市场份额分别为40%、36%、32%，市场份额稳居行业第一位。

图 9：2010 年寿险保费市场份额


资料来源：CIRC，宏源证券

拥有中国最大的寿险营销网络和代理人队伍

在渠道为王的时代，中国人寿拥有的业内最庞大的寿险营销网络和代理人队伍将有效的保证其产品的渗透力和增长的持续性。2010年末，中国人寿保险营销员总数达70.6万人；团险销售人员达1.42万人；银行保险渠道销售代理网点达9.7万个，销售人员共计4.4万人。

表 4：中国人寿营销网络

	2006	2007	2008	2009	2010
保险营销员	650,000	638,000	716,000	777,000	706,000
团险营销员	12,000	13,000	12,600	12,700	14,200
银保渠道代理销售网点	87,000	90,000	94,000	97,000	97,000

资料来源：公司年报，宏源证券

寿险营销包括三大渠道，代理人、银邮渠道、团险。近年来，银邮渠道保费占比迅速提升，截止 2010 年末，三大渠道中银邮渠道保费占比已达 50%，超过个险渠道的 41%。然而，银邮渠道产品多以储蓄型为主，价值量不高；银邮渠道的保费收入需要向银行网点支付佣金，进一步降低了利润率；此外，银邮渠道产品多以趸交为主，对于部分保险公司来讲，短期内冲保费规模会十分有效，但续期保费占比低，并不具备发展的持续性。所以，代理人渠道仍是保险公司取得保费最重要的渠道。而代理人营销最大的特点是代理人流动性强，所以累积代理人规模是一个长期过程，而中国人寿通过 30 年的经营，累积了中国最庞大的营销网络。营销网络的规模优势将有效的保证中国人寿的市场地位。

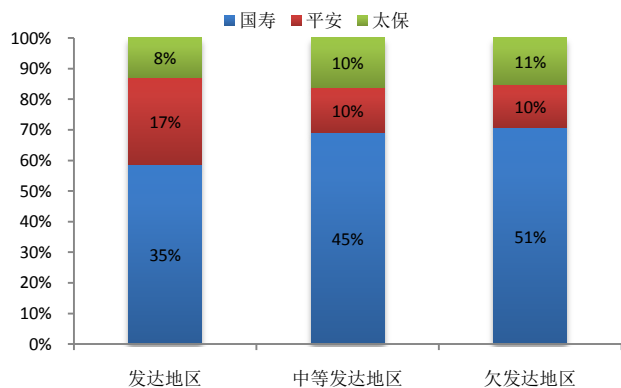
我国家喻户晓的寿险品牌

随着国内保险市场在经营险种、经营区域的完全放开，中国保险将面临更加激烈的竞争，而在产品同质化的背景下，品牌以其难以模仿、复制的特征将逐步成为保险公司提升核心竞争力的重要手段。保单作为无形资产，投保人无法通过现场体现而感受其品质，所以投保人会选择那些他们认为值得信赖的品牌的品牌的产品。此外，保单的服务具有长期性，短则五年十年，长则覆盖被保险人一生，所以保险公司对客户的服务必须具备长期性和持续性。所以长期以来家喻户晓的品牌将成为新增客户选择公司产品的重要推动力。

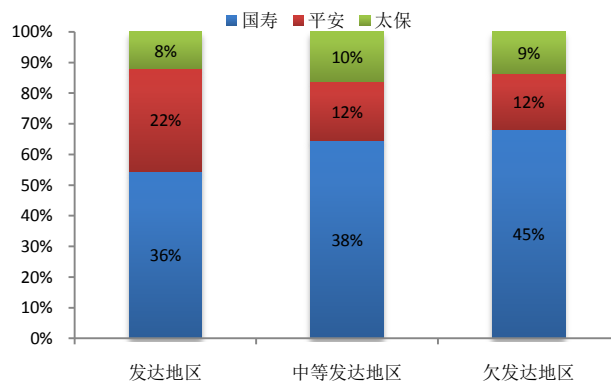
中国人寿是我国最知名的寿险品牌之一。在由世界品牌实验室发布的 2010 年《中国 500 最具价值品牌排行榜》中，中国人寿品牌价值由 2009 年的人民币 824.37 亿元上升至 2010 年的人民币 853.68 亿元，品牌价值提升了 29.31 亿元，位居 2010 年中国 500 最具价值品牌排行榜的第 5 位。据美国《财富》杂志公布的 2010 年“全球 500 强”排行榜显示，中国人寿已连续第 8 次榜上有名，今年位列第 118 位，较去年上升了 15 位。在入选的所有 54 家中国企业中排名第 8 位，在入选的 4 家中国保险企业中，中国人寿排名第一。相对其他中小寿险公司和合资寿险公司而言，中国人寿具备无可比拟的品牌优势。

（二）中国人寿将是保险区域发展不平衡的最大受益者

由于中国人寿的历史渊源，公司营销网点几乎遍布除西藏外的所有县级地区。从区域来看，中国人寿在中等发达地区和欠发达地区的市场份额优势更加明显。2009 年中国人寿在中等发达地区和欠发达地区和市场份额分别达到了 38%和 45%，而中国平安仅为 12%。

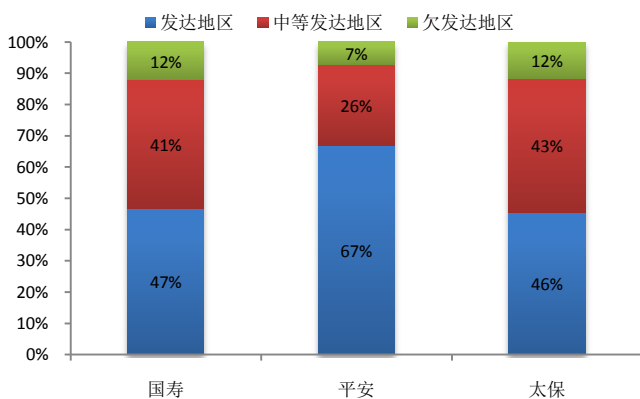
图 10：2008 年各公司在三大区域市场份额


资料来源：保险年鉴，宏源证券

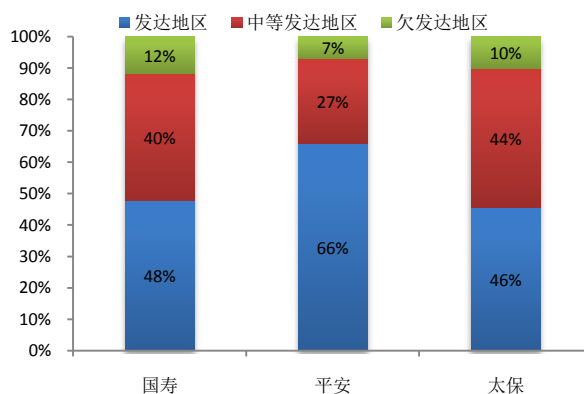
图 11：2009 年各公司在三大区域市场份额


资料来源：保险年鉴，宏源证券

对于保险经营来说，地区的机构建设和代理人队伍建设优势是保持其市场份额、阻挡后来者的有效门槛。我们认为，随着国民经济的转型，居民收入的提高，保险行业将迎来发展的黄金时机，未来十二五收入规划对中西部地区的倾斜将显著提升该地区的保费增速，而在中等发达地区和欠发达地区有布局优势的中国人寿是这一过程的最大受益者。

图 12：2008 年上市保险公司保费的地区分布


资料来源：保险年鉴，宏源证券

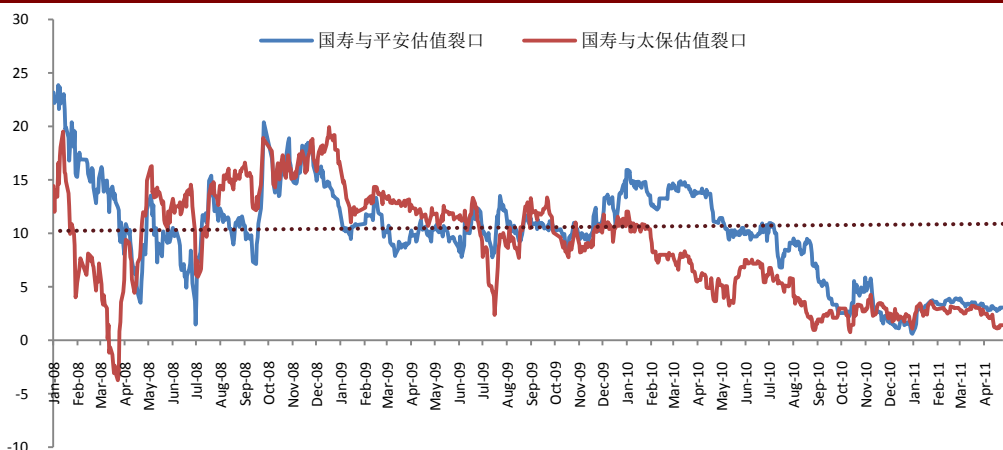
图 13：2009 年上市保险公司保费的地区分布


资料来源：保险年鉴，宏源证券

（三）无高利率保单，理应享受高估值

从估值角度看，目前中国人寿与中国平安、中国太保的估值裂口正在逐步抹平。按照内含价值和新业务价值估值法，目前中国人寿一年期新业务价值倍数为 12X（详见第三章）。横向来看，中国平安和中国太保目前股价对应的一年期新业务价值分别为 9 倍和 11 倍，与中国人寿估值相差 3X 和 1X。从历史来看，2010 年中期之前，国寿新业务价值倍数基本高于平安和太保 10X 左右，2010 年中期之后，这一估值裂口逐步收窄。

图 14：中国人寿与另两家公司的估值裂口已接近抹平



资料来源：wind，宏源证券

探究个中缘由，时间序列上国寿估值高于太保和平安是因为历史上的高利率保单和监管层对准备评估利率的规定。1996 年前后，由于国内的高利率，保险公司销售了大量定价利率超过 6%甚至达 10%的高利率保单。由于保险公司投资收益达不到预定利率，这些利差损保险成为中国寿险业沉重的历史包袱。1999 年后，保监会规定保险预定利率不得超过 2.5%，有效地锁定了寿险公司的资金成本，提高了寿险行业的盈利能力，目前寿险行业最有价值的资产就是 1999 年 6 月后销售的这批保单。

目前上市保险公司内含价值报告仍遵循法定会计准则，对于法定会计准则下的寿险责任准备金计量，保监会规定对于 1999 年以前的高预定利息率的保单，最高评估利息率不高于保监会每年公布的未到期责任准备金评估利息率(目前为 7.5%)，而对于 1999 年 6 月后开发的产品，预定利息率不高于 2.5%。评估利率越高，保险公司准备金提取越少，这意味着，为了缓解高利率保单对保险公司的压力，保监会默许保险公司可以不把利差损保单的负面影响体现进利润表和资产负债表。**这就是说法定会计准则下的中国平安和中国太保的净资产并不严格公允，而上市时已把利差损保单剥离给集团公司的中国人寿的净资产是公允客观的。所以，在以法定会计准则为基础的内含价值+新业务价值估值法下，中国人寿估值高于中国平安和中国太保是合理的。2010 年中期前这一估值差距在 10 左右，而目前已基本抹平。所以，从这个角度看，对于三家公司相差无几的估值，中国人寿比估值已处历史低位的中国平安、中国太保更便宜。**

三、盈利预测与估值

(一) 盈利预测的假设与测算

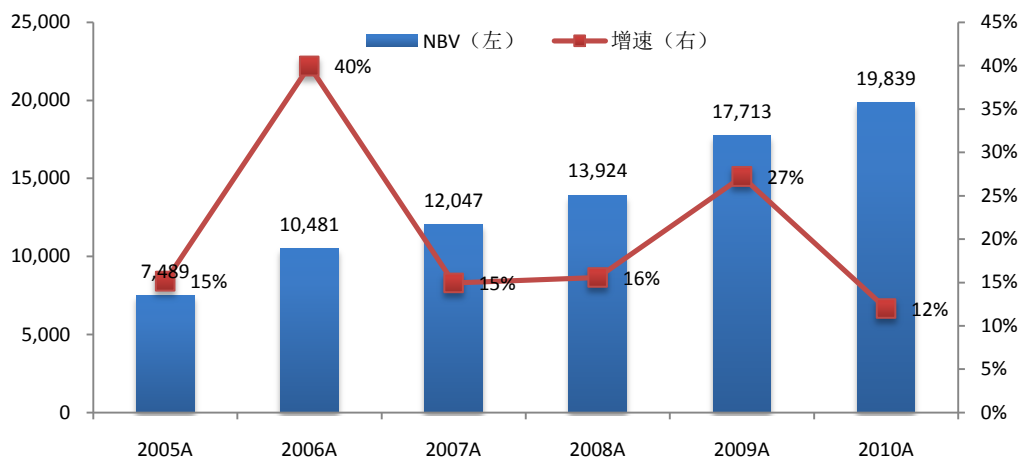
对于 2011 年的盈利预测，我们有如下假设：

(1) 规模保费增速谨慎估计为 10%

由于银保新规的实施，银保渠道保费增速下滑；同时，作为保险资金成本标杆的银行存款利率不断上调，保单吸引力下降，2011 年寿险行业保费增长压力较大。对于中国人寿，我们预测其规模保费增速为 10%，同时谨慎估计其首年标准保费同比增长 10%达 874 亿，新业务价值利润率维持在 24%，得其每股首年新业务价值为 0.74 元，与 2010 年相比

增长 5.7%。如图 15 所示，这一增速从历史来看也是很低的，具备较好的安全性。

图 15：中国人寿新业务价值及其增速



资料来源：公司财报，宏源证券

（2）假设全年投资收益率为 4.7%

2010 年末上证综指的收盘指数为 2808，根据宏源证券策略组的观点，这已经是 2011 年大盘运行区间的下限，也就是说保险公司即使复制指数，其下跌空间也很小。所以我们假定权益投资收益率为 9% 是极为安全的。按照固息类历史平均的 4% 的投资收益率，我们同样假定 2011 年其收益率为 4%。在各类资产比例方面，假定权益类资产占比为 14%，我们可得 2011 年的投资收益率为 4.7%。

在上述假设下，中国人寿 2011 年净利润为 356 亿，同比增长 6%，内含价值为 3488 亿，同比增长 17%（此处假定股东分红为净利润的 30%，而 2008、2009 年分红占当年净利润的比例分别为 65%、60%，所以净资产略高）

表 5：中国人寿盈利预测

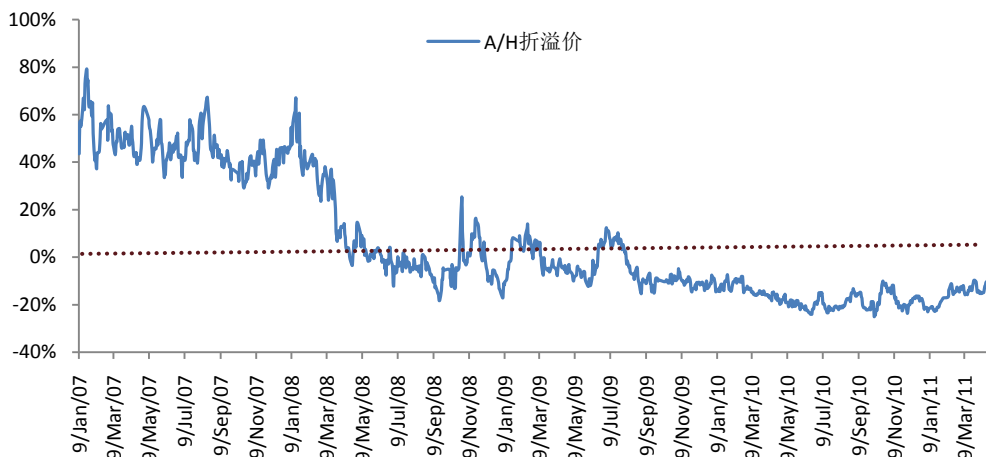
利润表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	313,067	342,026	388,791	436,383	499,533	558,085
已赚保费	265,177	275,077	318,088	366,080	406,349	451,047
提取未到期责任准备金	-323	-735	36	-1,099	-1,220	-1,354
投资收益及公允价值变动	45,453	64,443	68,448	67,739	90,337	103,878
其他收入	2,437	2,506	2,255	3,663	4,066	4,513
营业支出	-293,062	-300,164	-347,780	-394,376	-441,742	-491,281
退保金	-25,485	-23,320	-25,714	-36,630	-40,659	-45,132
赔付支出	-71,581	-59,308	-54,016	-87,912	-97,582	-108,316
提取保险责任准备金	-135,005	-154,531	-200,033	-197,802	-219,560	-243,712
保单红利支出	-1,671	-14,487	-13,224	-13,548	-18,067	-20,776
手续费及佣金支出	-24,200	-22,936	-27,256	-29,670	-32,934	-36,557
业务及管理费	-17,340	-19,238	-20,917	-24,001	-27,474	-30,695
其他支出	-17,780	-6,344	-6,620	-4,813	-5,464	-6,094
利润总额	19,959	41,745	41,008	41,906	57,691	66,704
所得税费用	-685	-8,709	-7,197	-6,286	-8,654	-10,006
净利润	19,274	33,036	33,811	35,620	49,037	56,698
内含价值(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经调整净资产	137,816	159,948	144,655	164,787	202,302	202,302
有效业务价值	122,898	149,387	183,008	219,610	263,532	316,238
调整后有效业务价值	102,271	125,282	153,444	184,033	220,839	265,007
内含价值	240,087	285,229	298,099	348,819	423,141	467,309
一年新业务价值	17,528	21,352	23,726	26,402	28,559	32,167
调整后一年新业务价值	13,924	17,713	19,839	20,974	22,687	25,553

资料来源：宏源证券

(二) 估值与 AH 股折溢价

从 A/H 折溢价来看，目前中国人寿 A 股价格相对 H 股价格折价 14%。客观的讲，AH 股的折溢价反映了国内和国外的定价差异，我们无法判定谁对谁错、孰优孰劣。但是，H 股价格高于 A 股价格反映了境外投资者对中国人寿的价值评估高于 A 股市场的投资者。

图 16: 中国人寿 A/H 折价 14%



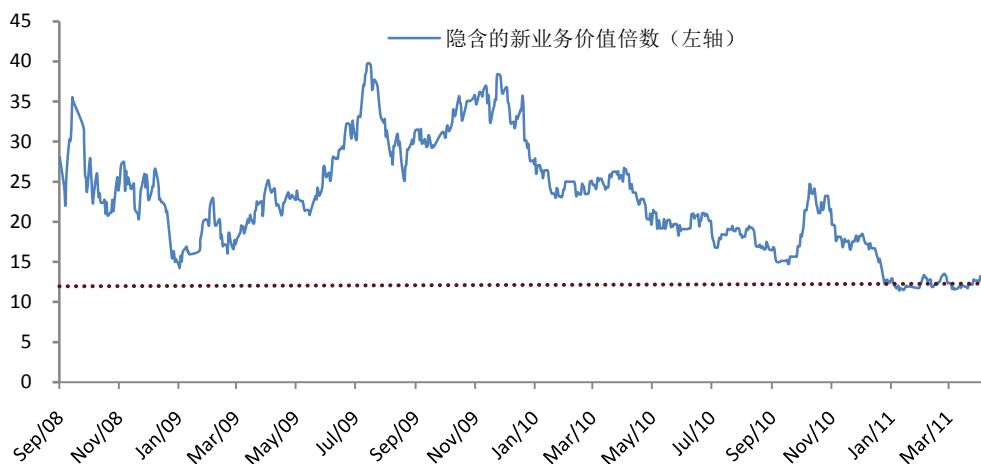
资料来源: wind, 宏源证券

按照:

$$\text{新业务价值倍数} = \frac{\text{股价} - \text{每股内含价值}}{\text{每股新业务价值}}$$

目前股价对应的 2011 年中国人寿一年期新业务价值倍数为 12 倍, 估值已经低于 2009 年初公司估值的历史底部。我们认为, 较低的估值为公司股价提供了较好的安全边际, 未来下跌空间有限, 维持增持评级。从长期来看, 保险行业具备拥有政策优惠预期、持续发展潜力, 并且作为高弹性行业, 在市場上涨时将享受投资收益提高和估值提高双重利好, 建议投资者长期持有。

图 17: 中国人寿新业务价值倍数已达历史新低



资料来源: wind, 宏源证券

分析师简介:

黄立军，宏源证券研究所非银行金融行业研究员，中国人民银行研究生院金融硕士，2009 年加盟宏源证券研究所。2008 年新财富非银行金融行业最佳分析师第三名。2009 年今日投资非银行金融行业第一名。

主要研究覆盖公司：中国人寿、中国太保、中国平安、中信证券、海通证券、招商证券、光大证券、东北证券、长江证券等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张琚 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。