

中国人寿(601628.sh)

银保业务影响寿险增速，但单月保费优于同业

曹恒乾 分析师

电话：020-87555888-419

eMail: chq@gf.com.cn

SAC执业证书编号：S0260511010006

事件：

按照《保险合同相关会计处理规定》调整后，中国人寿 2011 年 1-4 月期间的累计原保险业务收入分别为 1454 亿元。

点评：

- 1-4 月份累计保费增长率为 9.4%，增速放慢，单月保费 224 亿，同比下降 0.9%，但优于同业。按照新规定调整后，中国人寿 2011 年 1-4 月累计原保险业务收入为 1454 亿元，同比增长 9.4%，增速放缓（1-3 月累计收入同比增长 11.5%）；4 月份单月保费收入 224 亿元，同比下降 0.9%。虽然保费收入的增速放慢，但好于同业（中国太保 4 月份单月保费同比下降 1.5%，预计中国平安 4 月份单月规模保费下降 15.5%）
- 受保监会和银监会联合发布《商业银行代理保险业务监管指引》的影响，取消驻点后，占寿险保费过半的银保增速下降，使寿险保费收入增速下降，但银保产品以趸缴为主，新业务价值利润率较低，银保增速下降对公司影响有限，我们 维持 2011 年新业务价值增长 10% 的预测。
- 由于加息，去年以万能险为主打产品的保险公司今年都转向销售对利率不敏感的分红险产品，使市场竞争加剧，也影响了中国人寿的保费增长。

投资建议与风险提示

我们预测 2011-2012 年中国人寿 EPS 分别为 1.32、1.52 和 1.75 元，目标价 26.4 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

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,420	3,888	4,457	5,125	5,894
增长率(%)	9.30%	13.68%	15%	15.00%	15.00%
已赚保费	2,751	3,181	3,658	4,207	4,838
净利润	330	336	373	429	493
增长率(%)	21.30%	1.82%	11%	15.00%	15.00%
每股收益(元)	1.16	1.19	1.32	1.52	1.75
市盈率	16.99	16.56	14.93	12.97	11.26
市净率	2.64	2.67	2.37	2.09	1.83
隐含新业务价值倍数	15.35	13.09	9.75	6.83	4.31

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

公司评级

买入

当前价格(元)	19.71
目标价格(元)	26.4
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	-10.77%	-7.77%	-20.85%
沪深 300	-8.02%	-0.62%	7.44%

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	16.11%
ROA	3.11%
资产负债率	85.08%
每股净资产(元)	7.38
2010 年报数据	

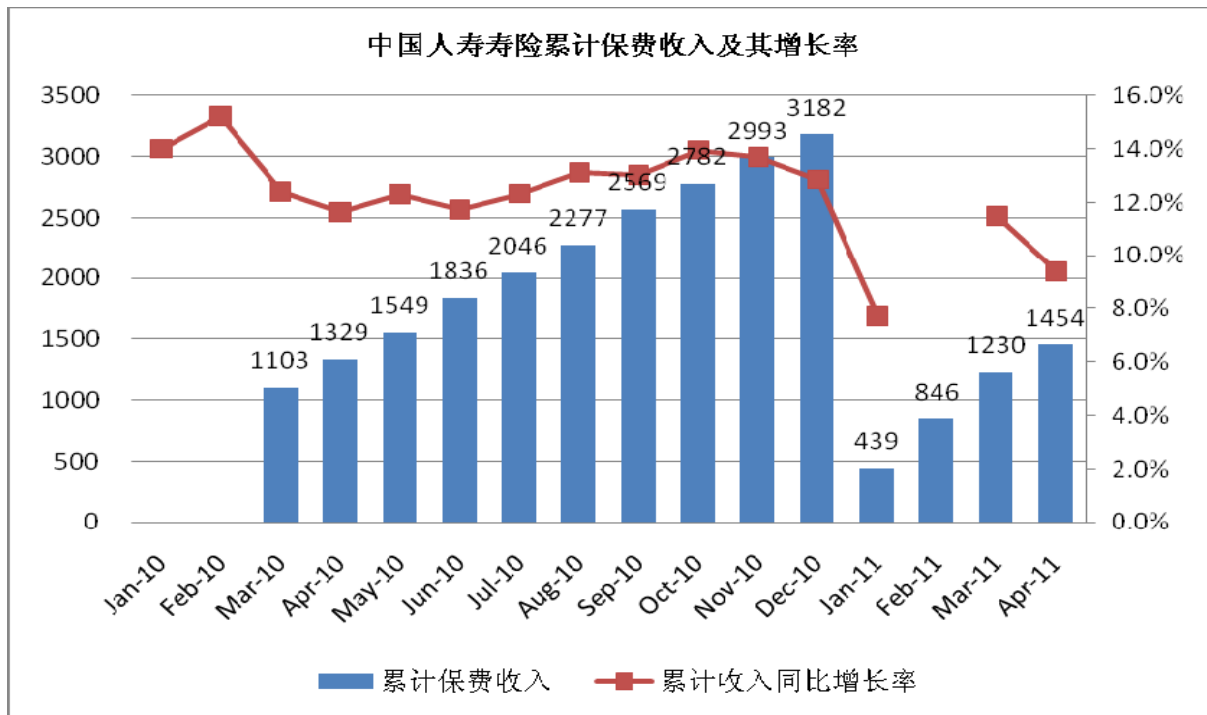
表1：中国平安寿险累计规模保费保费收入及其增长率

中国人寿	寿险累计保费收入(亿元)	同比增长率	寿险当月保费收入(亿元)	同比增长率
2010年1月	/	14.0%	/	14.0%
2010年2月	/	15.2%	/	16.7%
2010年3月	1103	12.4%	/	7.3%
2010年4月	1329	11.6%	226	8.0%
2010年5月	1549	12.3%	220	16.5%
2010年6月	1836	11.7%	287	8.7%
2010年7月	2046	12.3%	210	17.9%
2010年8月	2277	13.1%	231	20.9%
2010年9月	2569	13.0%	292	12.3%
2010年10月	2782	14.0%	213	26.4%
2010年11月	2993	13.7%	211	10.3%
2010年12月	3182	12.9%	189	1.8%
2011年1月	439	7.7%	439	7.7%
2011年2月	846	/	407	/
2011年3月	1230	11.5%	384	/
2011年4月	1454	9.4%	224	-0.9%

数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

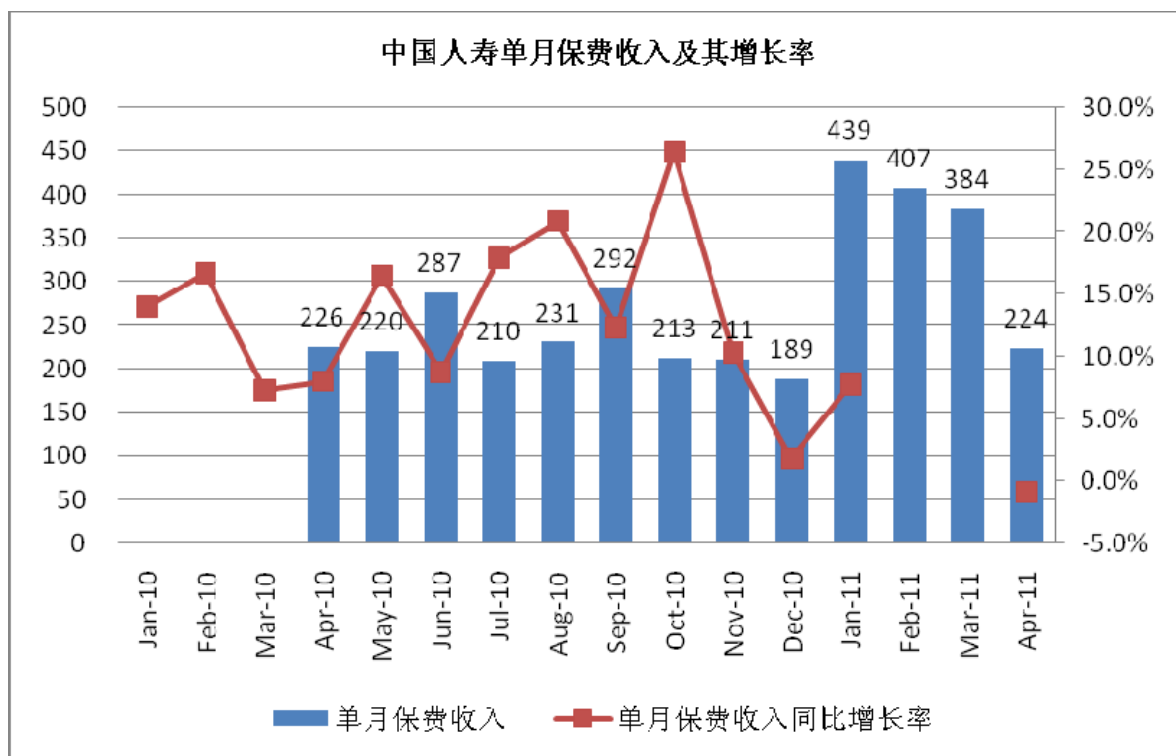
注：表中灰色覆盖的数据是用规模保费计算所得，由于中国人寿保费确认率在 90%以上，所以这些数据基本能反映新规定下保费的增速。

图1：中国人寿累计保费收入及其增长率



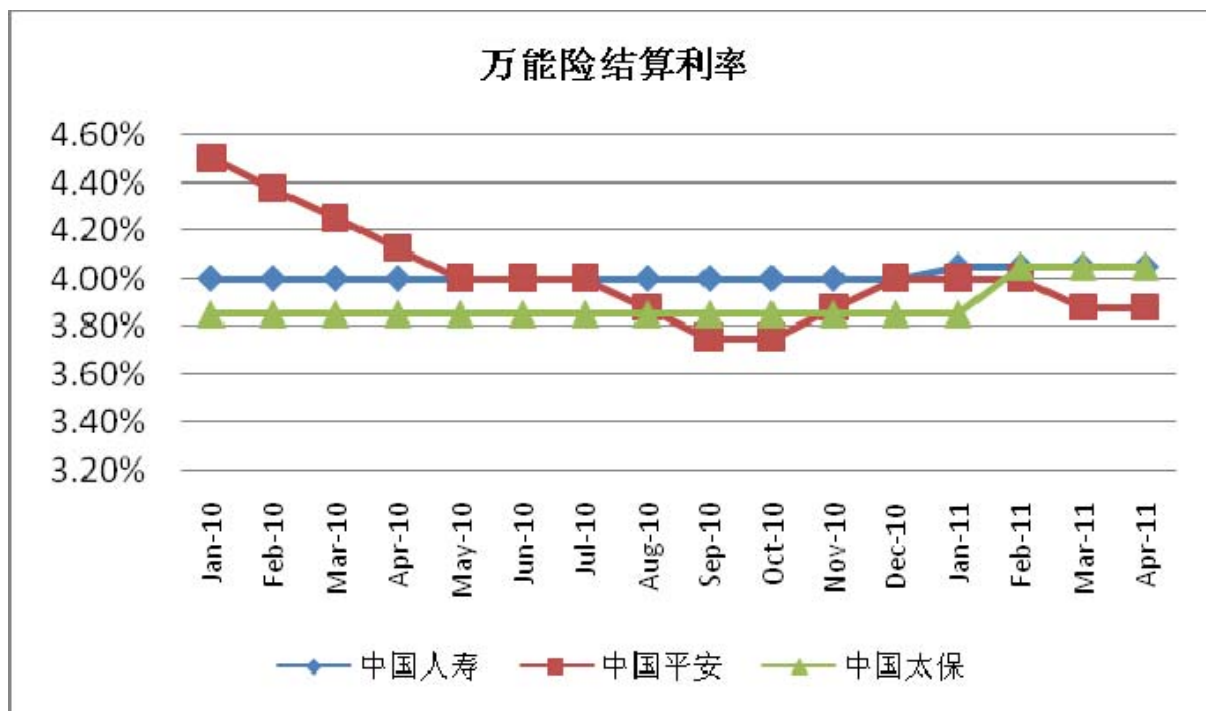
数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

图2：中国人寿单月保费收入及其增长率



数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

图3：保险业三公司的万能险结算利率（中国人寿2011年4月份万能险结算利率为4.05%）



数据来源：保监会、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	11562	13342	15363
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	13857	15974	18390
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	976	1196	1467
归属母公司股东权益	2087	2347	2664	3045
负债股东权益总计	14106	16222	18655	21453
每股净资产(元)	7.38	8.30	9.42	10.77

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润表

单位：亿元

报表项目	2010	2011E	2012E	2012E
已赚保费	3181	3658	4207	4838
投资收益	683	771	887	1020
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	4457	5125	5894
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	2311	2648	3045
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	4011	4603	5293
营业利润	410	447	523	602
利润总额	410	447	523	602
净利润	338	375	431	496
归属于母公司净利润	336	373	429	493
少数股东损益	2	2	2	3
基本每股收益	1.19	1.32	1.52	1.75

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	2012E
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	2012E
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	16.56	14.93	12.97	11.26
PB	2.67	2.37	2.09	1.83
P/EV	1.87	1.67	1.48	1.31
隐含新业务价值倍数	13.09	9.75	6.83	4.31

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)_公司调研简报	曹恒乾	2011-03-23
中国人寿(601628.sh)_年报点评	曹恒乾	2011-03-23
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。