

证券研究报告

中国人寿 (601628)

保险业

个险业务质升量减、银保增速持续下滑

推荐 (维持)

--7月保费收入公告点评

证券分析师

龚泽云

S1060210090001
0755-22625902
Liuyh1@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

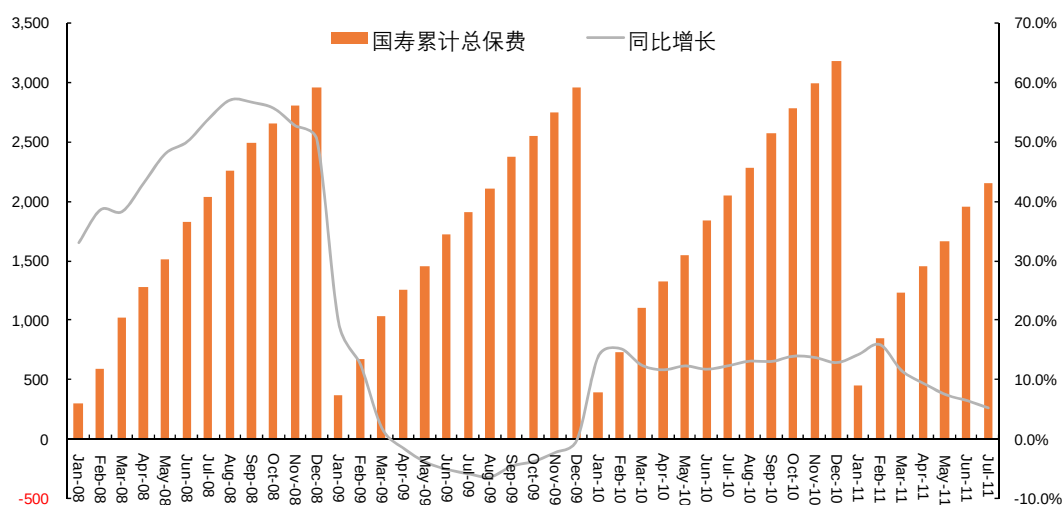
事项:

8月16日，中国人寿发布2011年7月保费收入公告。公司于2011年1月1日至2011年7月31日期间累计原保险保费收入约为人民币2153亿元。

平安观点:

- **业务增速持续下降，本月未见改善迹象。**2011年7月当月保费收入198亿元，同比下降5.7%；累计保费2153亿元，同比增长5.2%。个险和银保业务持续下滑，本月仍未见改善迹象，公司业务复苏情况低于预期。
- **个险业务质升量减，期待后期好转。**中国人寿个险业务持续下滑主要原因有：1、个险业务结构调整，关注期交和价值，虽然利润率有提升，但规模保费增速下滑；2、个险续期业务受短交产品交费期满的影响增速下降。以上因素影响会延续至下半年。公司更换管理层后，需要时间进行管理架构的调整和发展战略的制定，待公司稳定后，预计业务情况会有好转。
- **银保业务拖累总保费增速，但对盈利影响较小。**目前5年定存利率大幅高于当前保险公司的分红水平和万能结算利率，而禁止“驻点销售”后银保展业模式也迟迟未有突破，银保产品销售能力下降，银保渠道保费增速持续下滑。中国人寿总保费总银保占比较高，今年银保业务增速同比大幅下滑，使得总保费增速受较大影响。
- **股价已反映悲观预期，维持公司“推荐”评级。**公司近期遇到业务与盈利增速双双下滑的困境，目前股价已反映市场悲观预期。我们预计公司2011-2012年EPS为1.25元和1.55元，对应PE分别为13和11倍，P/EV为1.4倍。保险行业长期发展前景看好，中国人寿作为国有保险龙头企业可实现长远平稳发展，维持公司“推荐”评级。

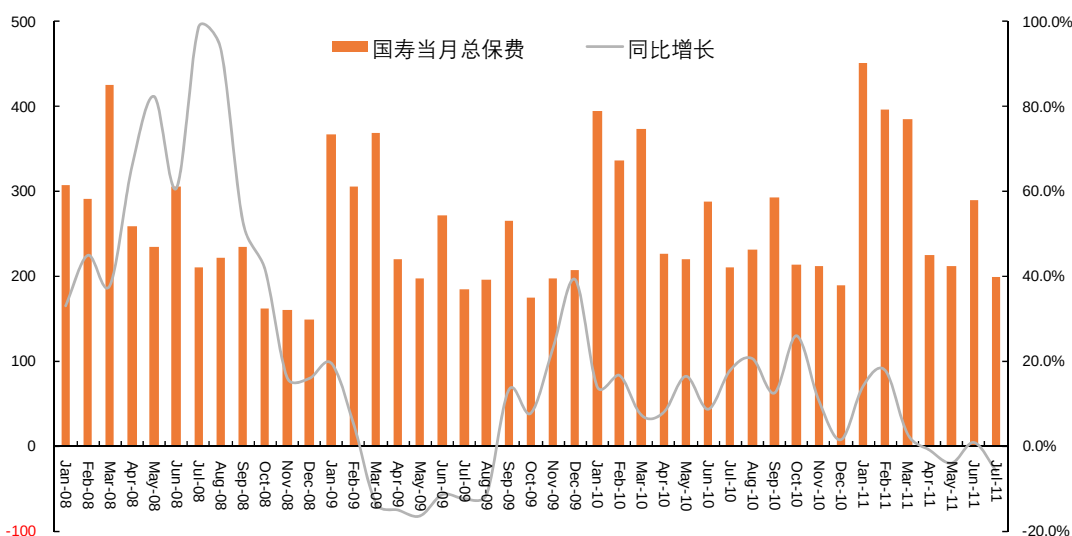
图表1 中国人寿累计保费收入



资料来源：公司数据，平安证券研究所

注：2010 年、2011 年保费为新会计准则下保费收入

图表2 中国人寿月度保费收入



资料来源：公司数据，平安证券研究所

注：2010 年、2011 年保费为新会计准则下保费收入

图表3 中国人寿财务预测表

单位: 亿元人民币	2009A	2010A	2011E	2012E		2009A	2010A	2011E	2012E
利润表					YoY				
总规模保费	2,759.7	3,182.3	3,503.5	4,074.9	总规模保费	-11.4%	15.3%	10.1%	16.3%
已赚保费	2,750.8	3,180.2	3,496.2	4,067.1	已赚保费	-6.7%	15.6%	9.9%	16.3%
投资收益	644.2	680.6	803.6	1,008.6	投资收益	46.0%	5.7%	18.1%	25.5%
退保金	233.2	257.1	302.5	344.5	退保金	-40.4%	10.3%	17.6%	13.9%
净赔付支出	592.0	539.0	694.1	793.1	净赔付支出	-25.2%	-8.9%	28.8%	14.3%
提取保险责任准备金	1,545.2	2,000.1	2,133.9	2,525.4	提取保险责任准备金	-1.0%	29.4%	6.7%	18.3%
保户红利支出	144.9	132.2	165.3	228.3	保户红利支出	767.0%	-8.7%	25.0%	38.1%
营业税金及附加	11.9	15.7	17.3	20.2	营业税金及附加	15.8%	32.5%	10.1%	16.3%
手续费及佣金支出	229.4	272.6	303.1	355.7	手续费及佣金支出	-5.2%	18.8%	11.2%	17.3%
管理费用	192.6	208.8	229.9	267.4	管理费用	11.4%	8.5%	10.1%	16.3%
营业利润	418.6	409.4	430.2	532.6	营业利润	429.6%	-2.2%	5.1%	23.8%
减: 所得税费用	87.1	72.0	77.4	95.9	净利润	223.7%	2.1%	4.5%	23.8%
净利润	330.4	337.4	352.7	436.7	资产总计	23.8%	15.0%	19.1%	18.3%
减: 少数股东损益	1.6	1.9	1.9	2.4	负债合计	18.6%	18.4%	20.5%	19.4%
归属股东净利润	328.8	335.5	350.8	434.3	股东权益	56.6%	-1.1%	11.2%	11.3%
资产负债表					成长性指标				
货币资金	362.2	478.3	558.7	660.8	寿险总规模保费增长率	-11.4%	15.3%	10.1%	16.3%
定期存款	3,449.5	4,416.0	5,587.1	5,852.8	寿险首年趸交保费	-28.2%	5.4%	0.0%	5.0%
债券	5,823.0	6,080.9	7,183.4	9,062.4	寿险首年期交保费	12.2%	31.3%	16.8%	19.2%
权益投资	1,794.5	1,958.8	2,075.2	2,643.2	NBEV	21.8%	11.1%	12.2%	15.9%
其他方式	291.9	427.6	558.7	660.8	EV	18.8%	4.5%	15.1%	13.8%
投资资产合计	11,720.9	13,361.6	15,963.2	18,879.9	AV	12.9%	6.9%	11.3%	10.5%
总资产	12,262.6	14,105.8	16,803.4	19,873.6	盈利性指标				
保险合同准备金	8,181.6	10,181.4	12,298.7	14,806.8	净资产收益率 (ROE)	19.0%	15.9%	15.9%	17.7%
非保险合同准备金	673.3	701.7	718.6	736.0	总资产回报率 (ROA)	3.5%	3.0%	2.7%	2.8%
负债合计	10,134.8	12,001.0	14,463.7	17,269.7	净利润/总资产	2.7%	2.4%	2.1%	2.2%
股东权益	2,127.8	2,104.8	2,339.7	2,603.8	净利润/总准备金	3.7%	3.1%	2.7%	2.8%
每股指标					总投资收益率	5.8%	5.1%	5.2%	5.5%
EPS	1.17	1.19	1.25	1.55	NBEV/FYP	13.4%	13.3%	14.2%	15.0%
DPS	0.23	0.70	0.40	0.50	资本实力				
BVPS	7.5	7.4	8.2	9.1	偿付能力充足率	303.6%	212.0%	211.6%	202.9%
EVPS	10.1	10.5	12.1	13.8	股东权益/总资产	17.4%	14.9%	13.9%	13.1%
NBEVPS	0.8	0.8	0.9	1.1	股东权益/准备金	24.0%	19.3%	18.0%	16.8%
AVPS	23.3	24.9	27.7	30.6					

资料来源: 公司数据, 平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755)82449257