



保险/金融

中国人寿 (601628)

业绩低于预期，个险产能提升

——中国人寿 2011 年中报分析

彭玉龙
021-38676683
pengyulong@gtjas.com
编号 S0880511010025

本报告导读：

盈利下降 28%，净资产下降 5.5%，新业务价值增长 5.5%，低于预期。营销员产能和质量提升是中报亮点，预计 2011-2012 年 EPS 分别为 1.00 元和 1.31 元，调整目标价到 21 元，估值已触底，维持增持评级。

投资要点：

业绩低于预期。净利 129.64 亿元，EPS 0.46 元，同比降 28.1%；其他综合损失 133.41 亿，浮亏超过净利 2.67 亿，加上现金分红 113.64 亿元，导致净资产下降 5.6%，每股净资产下降 0.41 元。上半年新业务价值增长 5.5%，一年新业务价值增长 3.4%。

平安寿险盈利为什么能增长 3%，差异何在？一是平安寿险已赚保费高达 37%，远高于国寿的 6%，续期保费的利润贡献开始体现；二平安寿险去年上半年的总投资收益率只有 3.7%，而国寿有 5%，因此平安寿险的投资收益上升了 44%而国寿只上升了 2.3%，这受投资收益实现方式的影响。

导致利润下降的两个主要原因：计提 36 亿资产减值准备，增提寿险责任准备金 16 亿。这两项对利润增长的负面影响达 81 亿。

下半年投资收益压力虽好于同行，但仍很大。上半年总投资收益率 4.5%，由于去年上半年与下半年的投资收益分布比较均匀，今年下半年投资收益相对同行的压力要小，但年中累计浮亏已达 86.46 亿，投资收益的压力依然会很大。

去年准备金基数是减提的，四季度折现率上行带来的有利影响被对冲。国寿在去年下半年降低了风险边际，导致准备金在下半年也下降的（31.6 亿元），而不是像其他公司一样是增提的，因而折现率上行带来的有利影响很大程度上被对冲。

营销员数量下降，但产能和质量提升，这是中报中难得的一个亮点。个险营销员比年初减少 4 万人（去年已减少 7.1 万人），但人均首年保费从 2125 元每月上升至 2876 元每月，上升了 35%，且增长的是期缴保费，首年期缴上升了 22%，而趸缴下降 31%。全年盈利预计下降 15%，2011-2012 年每股收益 1.00 元和 1.31 元，估值已触底，但由于首年保费增长乏力，资本市场和投资收益持续低迷导致寿险未来增长不确定性增大，我们将新业务价值倍数下调为 13 倍，目标价相应下调至 21 元，维持增持评级，寿险增长触底回升或权益投资好转很可能成为股价的重要触发因素。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
净利润	10,068	32,881	33,626	28,400	36,948
(+/-)%	-64.2%	226.6%	2.3%	-15.5%	30.1%
总资产	990,164	1,226,257	1,410,579	1,594,592	1,855,495
(+/-)%	10.7%	23.8%	15.0%	13.0%	16.4%
净资产	134,957	211,072	208,710	210,401	260,436
(+/-)%	-20.7%	56.4%	-1.1%	0.8%	23.8%

关键估值指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
每股内涵价值	8.49	10.09	10.55	11.15	12.75
每股收益	0.36	1.16	1.19	1.00	1.31
每股净资产	4.77	7.47	7.38	7.44	9.21
P/EV	1.9	1.6	1.5	1.4	1.3
市盈率	45.4	13.9	13.6	16.1	12.4
市净率	2.4	2.2	2.2	2.2	1.9

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：21.00

上次预测：30.00

当前价格：16.17

2011.08.24

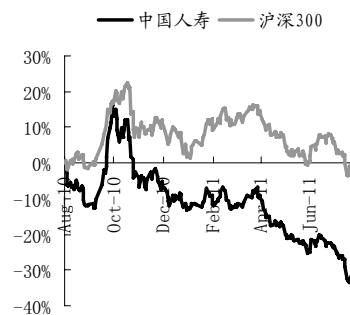
交易数据

52 周内股价区间 (元)	15.53-28.39
总市值 (百万元)	457,040
总股本/流通 A 股 (百万股)	28,265/20,8
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/7,441
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	8
日均成交值 (百万元)	145

资产负债表摘要 (03/11)

总资产 (百万元)	1,514,206
股东权益 (百万元)	215,336
每股净资产	7.55
杠杆倍数	7.03

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.36	0.28
Q2	0.28	0.18
Q3	0.24	0.35
Q4	0.31	0.19
全年	1.19	1.00



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-12%	-14%	-31%
相对指数	-4%	-6%	-27%

相关报告

《保险业务短期仍是低迷期，估值足够安全》	2011.05.17
《投资业绩低于预期》	2011.04.25
《2010 年度业绩发布会纪要》	2011.03.23
《10 年保盈利增长，11 年看投资改善》	2011.03.23
《增速低位，估值低位》	2011.02.18

模型更新时间: 2011.08.23

股票研究

金融

保险

中国人寿 (601628)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 21.00

上次预测: 31.00

当前价格: 16.17

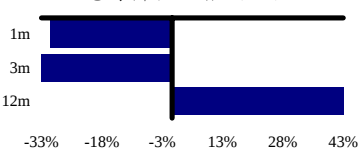
公司网址

www.e-chinalife.com

公司简介

公司是中国最大的人寿保险公司,在内地寿险市场保持领先地位。公司遍布全国的分销网络由个人代理人、直销人员以及专业和兼业代理机构组成,向广大客户提供个人人寿保险、团体人寿保险、意外险和健康险等产品与服务。公司下属的人寿资产管理公司是中国最大的保险资产管理者,并已成为中国最大的机构投资者之一。在世界品牌实验室的评选中,公司 06 年的品牌价值已达 487 亿元,是我国保险行业的第一品牌,并位列我国最具价值品牌前十名。公司为目前中国唯一一家同时在内地、香港和美国证券市场上上市的保险公司。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

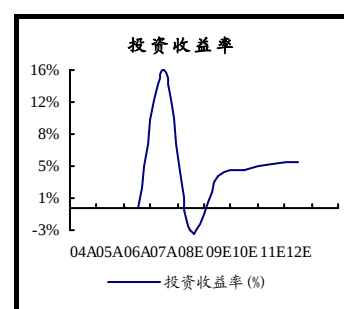
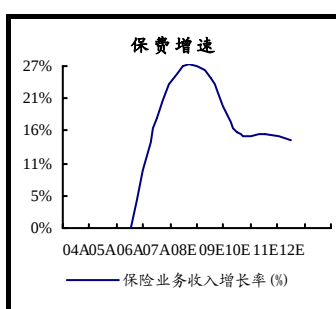
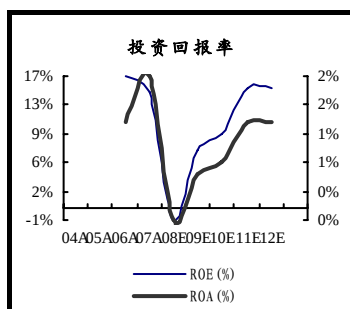
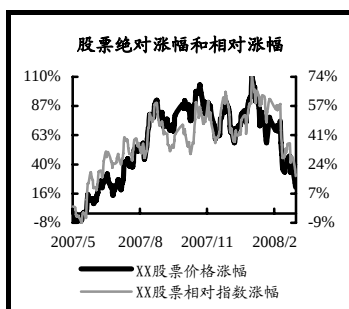
15.53-28.39

市值 (百万)

457,040

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	228,220	281,294	341,074	342,026	388,791	406,654	492,556
已赚保费	179,749	195,440	294,939	275,077	318,088	341,850	409,081
投资收益	47,036	84,989	45,023	64,443	68,448	62,578	81,333
营业支出	210,842	246,475	333,169	300,164	347,780	382,451	461,069
提取保险责任准备金	113,220	67,185	155,911	154,531	200,033	190,068	227,449
赔付支出	24,377	69,406	79,235	59,308	54,016	85,462	106,361
业务及管理费	13,211	16,323	17,340	19,238	20,917	22,548	26,982
营业利润	17,378	34,819	7,905	41,862	41,011	24,203	31,487
利润总额	17,289	34,794	7,859	41,745	41,008	24,200	31,484
所得税	2,810	6,497	-2,346	8,709	7,197	-4,356	-5,667
净利润	14,384	28,116	10,068	32,881	33,626	28,400	36,948
资产负债表							
货币资金	50,213	25,317	34,085	36,176	47,839	57,042	48,799
交易性金融资产	37,369	25,110	14,099	9,102	9,693	33,413	38,879
买入反售金融资产	0	5,053	0	0	0	4,437	5,163
可供出售金融资产	239,463	417,513	424,634	517,499	548,121	708,854	824,835
持有至到期投资	176,559	195,703	211,929	235,099	246,227	342,652	398,716
资产合计	726,944	894,604	990,164	1,226,25	1,410,57	1,594,59	1,855,49
应付保单红利	30,491	64,473	3,501	54,587	52,828	52,828	52,828
准备金	551,722	619,901	771,750	828,528	1,023,97	1,197,24	1,310,44
负债合计	610,988	723,515	854,283	1,013,48	1,200,10	1,382,41	1,592,85
股东权益	116,097	171,089	135,881	212,776	210,475	212,180	262,639
投资结构							
债券投资	54%	52%	61%	50%	46%	46%	46%
定期存款	27%	20%	24%	29%	33%	33%	33%
股票投资	8%	15%	4%	9%	7%	7%	7%
基金投资	10%	9%	4%	7%	7%	7%	7%
基础设施与非上市股权投资	0%	0%	0%	0%	2%	2%	2%
物业投资	0%	0%	0%	0%	1%	1%	2%
其他	1%	5%	6%	5%	4%	4%	3%
财务指标							
成长性							
1 年新业务价值增速		14.9%	15.6%	27.2%	12.0%	6.2%	19.3%
保险业务收入增长率		8.5%	50.3%	-6.6%	15.3%	7.5%	19.7%
寿险保费增长率		8.5%	50.3%	-6.6%	15.3%	7.5%	19.7%
产险保费增长率							
投资收益增长率		195.2%	-41.6%	17.8%	8.7%	-8.4%	30.0%
营业利润增长率		100.4%	-77.3%	429.6%	-2.0%	-41.0%	30.1%
净利润增长率		95.4%	-63.9%	223.7%	2.3%	-15.5%	30.1%
总投资增长率		30.9%	9.0%	25.1%	14.0%	13.0%	16.4%
盈利及费用指标							
总资产收益率		2.0%	3.1%	1.0%	2.7%	1.8%	2.0%
净资产收益率 (ROE)		12.4%	16.5%	7.5%	15.6%	16.1%	14.2%
投资收益率		7.1%	10.3%	3.4%	5.8%	5.4%	5.0%
退保率			8%	6%	3%	3%	3%
综合赔付率							
综合成本率							
内涵价值估值							
调整后净资产	117,700	168,175	137,816	159,948	144,655	134,354	166,304
调整后寿险业务净资产	117,700	168,175	137,816	159,948	144,655	134,354	166,304
有效业务价值	64,290	84,393	102,271	125,282	153,444	180,918	194,010
内涵价值 (EV)	181,990	252,568	240,087	285,230	298,099	315,272	360,315
寿险业务内涵价值	181,990	252,568	240,087	285,230	298,099	315,272	360,315
1 年新业务价值	10,482	12,047	13,924	17,713	19,839	21,077	25,139
调整后每股净资产	4.16	5.95	4.88	5.66	5.12	4.75	5.88
调整后每股寿险业务净资产	4.16	5.95	4.88	5.66	5.12	4.75	5.88
每股有效业务价值	2.27	2.99	3.62	4.43	5.43	6.40	6.86
每股内涵价值	6.44	8.94	8.49	10.09	10.55	11.15	12.75
寿险业务每股内涵价值	6.44	8.94	8.49	10.09	10.55	11.15	12.75
每股新业务价值	0.37	0.43	0.49	0.63	0.70	0.75	0.89
新业务价值倍数						25	
每股新业务估值						10	
寿险每股评估价值 (元)						21	
产险业务每股价值 (元)						0	
其他业务每股价值						0	
每股价值						21	



目 录

1. 中期业绩低于预期、预计全年业绩依然负增长	4
1.1. 净利降 28%，净资产降 5.6%，低于预期	4
1.2. 盈利为什么大降：与平安寿险的比较	4
1.3. 下半年判断与投资建议	5
2. 承保：增速不振，个险业务质量提升	6
2.1. 保费增长低迷，营销员产能和期缴提升	6
2.2. 准备金折现率四季度向上，但公司去年底已调高风险折现率， 从基数上对冲了有利影响	7
3. 投资：权益减仓，浮亏严重，下半年投资压力不小	9
4. 内涵价值：利润率提升，无奈新单负增	10
5. 偿付能力：分红和市值下跌影响大，次级债补充	11

1. 中期业绩低于预期、预计全年业绩依然负增长

1.1. 净利降 28%，净资产降 5.6%，低于预期

2011 上半年归属于公司股东的净利润 129.64 亿元，每股收益 0.46 元，同比下降 28.1%，在一季度同比下降 22% 的基础上降幅进一步扩大；ROE 为 6.22%，比去年同期下降 2.3 个百分点。

其他综合损失 133.41 亿，其他综合损失已经超过净利润，产生综合损失 2.67 亿，到 2011 年 6 月底累积浮亏 86.46 亿。

浮亏超过净利 2.67 亿，意味着经营活动导致的净资产减少 2.67 亿，同时由于现金分红 113.64 亿元，导致期末归属于公司股东的净资产下降 5.6%，由年初的 1970.51 亿下降至年中的 2087.10 亿。每股净资产 6.97 元，下降 0.41 元。

表 1：中国人寿 2011 年上半年业绩与预期比较

单位：亿元人民币，每股为元	预期值	实际值	差异	说明
总资产	16,000	15,469	-531	保费增长低预期，浮亏超预期
投资资产	15,000	14,544	-456	保费增长低预期，浮亏超预期
归属公司股东的股东权益	2,066	1,971	-95	浮亏超预期
偿付能力充足率	190%	164%	-26%	浮亏超预期
总保费收入	1,950	1,948	-2	
总投资收益	320	313	-7	
净投资收益	340	359	19	
归属股东净利润	158	130	-28	准备金增提超预期
净资产收益率	7.70%	6.22%	-1.5%	净利润低于预期
一年新业务价值	209	205	-4	首年保费增速低于预期
内含价值	3,087	2,965	-122	净资产低于预期
每股收益	0.56	0.46	-0.10	
每股净资产	7.31	6.97	-0.34	
每股内涵价值	10.92	10.49	-0.43	
每股一年新业务价值	0.74	0.73	-0.01	

数据来源：公司报告，国泰君安证券。

1.2. 盈利为什么大降：与平安寿险的比较

虽说上半年寿险行业盈利都不乐观，但同为寿险，平安寿险盈利增长了 3%，国寿盈利为什么出现这么大的降幅呢？有两个主要趋动因素：

- 平安寿险的已赚保费高达 37%，而国寿保有 6%，平安寿险续期保费的利润贡献开始体现；
- 平安寿险的投资收益上升了 44%，而国寿只上升了 2.3%，这主要受投资收益实现方式的影响。事实上，今年上半年国寿 4.5% 的总投资收益率比平安的 4.2% 要高（各公司计算口径可能略有差异），但平安去年上半年实现的投资收益比较少，总投资收益率只有 3.7%，而国寿去年同期的总投资收益率在 5% 左右。

从国寿本身而言，导致利润下降的两个主要原因是：计提 36 亿资产减值准备，增提寿险责任准备金 16 亿。从同比的角度而言，这两项对利润增长的负面影响达到 81 亿，因为去年同期准备金减提了 32 亿，只提了 3.2 亿的减值损失。

类似的，平安寿险去年上半年准备金少提 9.63 亿，今年多提 4.71；今年资产减值损失 9.09 亿，去年上增年资产减值 0.89 亿；这两项对利润增长的影响也达 22.5 亿。

这也是上半年寿险行业利润总体增长不行的原因。

表 2：国寿与平安寿险业绩比较

单位：百万元	中国人寿			平安寿险		
	2011H1	2010H1	增长	2011H1	2010H1	增长
已赚保费	194849	183589	6.1%	73957	53822	37.4%
总投资收益	31298	30599	2.3%	13617	9441	44.2%
保险支出	-186170	-169510	9.8%	-63452	-42782	48.3%
总利润	14927	21603	-30.9%	8440	7878	7.1%
所得税	-1853	-3488	-46.9%	-1678	-1327	26.5%
净利润	13074	18115	-27.8%	6762	6551	3.2%

数据来源：公司报告，国泰君安证券。

表 3：总利润业务分布

单位：百万元	2011 年 1-6 月	2010 年 1-6 月	增长
个人业务	12,340	19,144	-35.50%
团体业务	268	210	27.60%
短期险业务	870	773	12.50%
其他业务	1,449	1,476	-1.80%
合计	14,927	21,603	-30.90%

数据来源：公司报告，国泰君安证券。

1.3. 下半年判断与投资建议

保费短期仍承压，四季末进入新的年度周期。由于 2010 年三季度保费增长基数不低，短期内保费增长仍有压力。但四季末进入本轮较低的增长周期，基数效应消失，增速有望回升。

去年准备金基数是减提的，四季度折现率上行带来的有利影响被对冲。影响上增年寿险利润的重要因素——准备金折现率，将在四季度将上行，而去年同期是下行的，这对寿险盈利的提升会有明显影响，但是，由于国寿去年前的风险边际相对较高，因而在去年下半年降低了风险边际，导致准备金在下半年也下降的（31.6 亿元），由于国寿去年下半年准备金基数不像其他公司一样是增提的，因而折现率上行带来的有利影响很大程度上被对冲。

投资收益压力大，比同行压力相对要小。虽然国寿去年上半年与下半年的投资收益分布比较均匀，下半年的投资收益只要略比上半年高就可与去年持平，相对同行的压力要小，但上半年浮亏净增加 131.94 亿，年中累计浮亏达 86.46 亿，下半年的投资压力显然很大。

全年盈利预计下降 15%，2011-2012 年每股收益 1.00 元和 1.31 元，估值已触底，但由于首年保费增长乏力，资本市场和投资收益持续低迷导致寿险未来增长不确定性增大，我们将新业务价值倍数下调为 13 倍，目标价相应下调至 21 元，维持增持评级，寿险增长触底回升或权益投资好转很可能成为股价的重要触发因素。

表 4: 中国人寿估值水平表 (股价=16.17)

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
每股内涵价值	8.94	8.49	10.09	10.55	11.15	12.75
每股新业务价值	0.43	0.49	0.63	0.70	0.75	0.89
每股收益	0.99	0.36	1.16	1.19	1.00	1.31
每股净资产	6.02	4.77	7.47	7.38	7.44	9.21
P/EV	1.81	1.90	1.60	1.53	1.45	1.27
新业务价值倍数	16.97	15.58	9.70	8.01	6.73	3.85
市盈率	16.33	45.40	13.94	13.59	16.09	12.37
市净率	2.69	3.39	2.17	2.19	2.17	1.75

数据来源: 公司报告, 国泰君安证券。

2. 承保: 增速不振, 个险业务质量提升

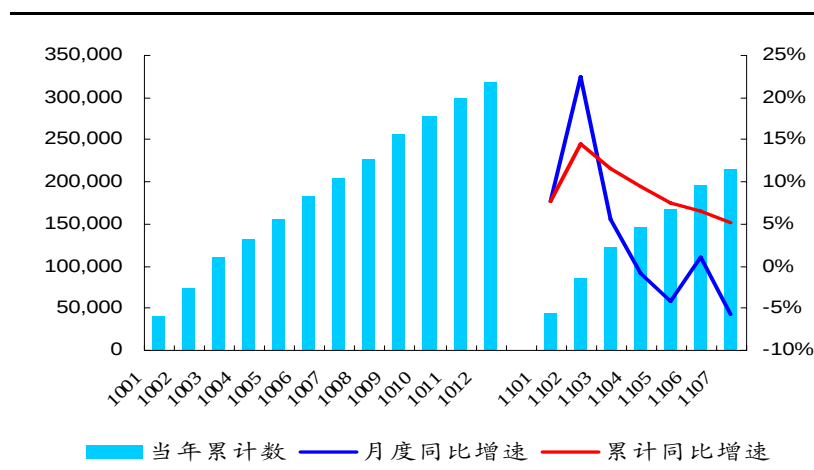
2.1. 保费增长低迷, 营销员产能和期缴提升

上半年保费收入 1955 亿, 增长 6.5%, 慢于寿险行业平均 11.4% 的增速, 也慢于去年同期的 11.8%。从月度数据来看, 4 月保费开始出现下降, 7 月降幅扩大至 5.7%。其中: 个险保费增长 10%, 占比 47%; 银保保费增长 3.5%, 占比 48%; 团险增长 3.4%, 占 5%。

个险营销员数量呈现连续下降趋势, 在 2010 年已减少 7.1 万人的基础上, 上半年再次减少 4 万人, 由年初的 70.6 万下降到 66.2 万。虽然人数下降, 但个险保费上升 10%, 因为营销员产能上升, 人均首年保费从 2125 元每月上升至 2876 元每月, 上升了 35%。并且增长的是期缴保费, 首年期缴上升了 22%, 而趸缴下降 31%。

银保受新政影响, 首年保费下降 5.8%, 但续期保费增长了 112%, 从而拉动银保整体增长 3.5%。团险业务增长了 3.4%, 占比不到 5%。

图 1: 保费增速 (新口径)



数据来源: 公司报告, 国泰君安证券。

表 5: 保费渠道结构

单位: 百万元	2010. 6	2011. 6	占比	增长
保费合计	183614	195490	100.0%	6.5%
个险渠道	83,644	92,012	47.1%	10.0%
首年保费	18,727	22,787	24.8%	21.7%
首年趸缴保费	261	180	0.8%	-31.0%
首年期缴保费	18,466	22,607	99.2%	22.4%
续期保费	64,878	69,164	75.2%	6.6%
短期险	39	61	0.1%	56.4%
团险渠道	8,759	9,057	4.6%	3.4%
首年保费	983	784	8.7%	-20.2%
首年趸缴保费	982	783	99.9%	-20.3%
首年期缴保费	1	1	0.1%	0.0%
续期保费	4	1	0.0%	-75.0%
短期险	7,772	8,272	91.3%	6.4%
银保渠道	91,211	94,421	48.3%	3.5%
首年保费	84,055	79,199	83.9%	-5.8%
首年趸缴保费	73,659	69,832	88.2%	-5.2%
首年期缴保费	10,396	9,367	11.8%	-9.9%
续期保费	7,156	15,222	16.1%	112.7%
短期险	-	-	-	-

数据来源: 公司报告, 国泰君安证券。

由于个险质量提高, 虽然首年保费较去年同期下降了 1.0%, 但首年期交保费同比增长了 10.8%, 10 年期及以上期交保费同比增长 26.2%。首年期交保费占首年保费比重由 2010 年同期的 25.87% 提升至 28.78%, 10 年期及以上首年期交保费占首年期交保费比重由 2010 年同期的 27.09% 提升至 30.85%,

续保业务有所下滑, 保单持续率 (14 个月及 26 个月) 分别达 92.54% 和 87.00%, 比上年同期下降了 2.09 和 0.81 个百分点; 退保率为 1.47%, 较 2010 年同期提高了 0.17 个百分点。

表 6: 保费期限结构

亿元	2010. 1H	2011. 1H	2010. 1H 占比	2011. 1H 占比	增长
首年保费	111,576	111,103	60.77%	56.83%	-0.42%
期缴	28,863	31,975	25.87%	28.78%	10.78%
趸缴	82,713	79,128	74.13%	71.22%	-4.33%
续期保费	72,038	84,387	39.23%	43.17%	17.14%
合计	183,614	195,490	100.00%	100.00%	6.47%

数据来源: 公司报告, 国泰君安证券。

2.2. 准备金折现率四季度向上, 但公司去年底已调高风险折现率, 从基数上对冲了有利影响

影响上增年寿险利润的重要因素——准备金折现率, 将在四季度将上行, 而去年同期是下行的, 这对寿险盈利的提升会有明显影响, 但是, 由于国寿去年前的风险边际相对较高, 因而在去年下半年降低了风险边际, 导致准备金在去年下半年少提了 31.6 亿元。

由于国寿去年下半年准备金基数不像其他公司一样是增提的，因而折现率上行带来的有利影响很大程度上被对冲。

表 7: 折现率变化

折现率假设	未来保险利益受对应资产组合 投资收益影响的保险合同	未来保险利益不受对应资产 组合投资收益影响的保 险合同
2010 年 6 月 30 日	4.75%~5.00%	2.56%~5.67%
2010 年 12 月 31 日	4.58%~5.00%	2.61%~5.66%
2010 年 6 月 30 日	4.40%~5.00%	2.62%~5.49%
2009 年 12 月 31 日	4.40%~5.00%	2.69%~5.32%
2009 年 6 月 30 日	3.50%~5.00%	2.64%~5.07%

数据来源：公司报告，国泰君安证券。

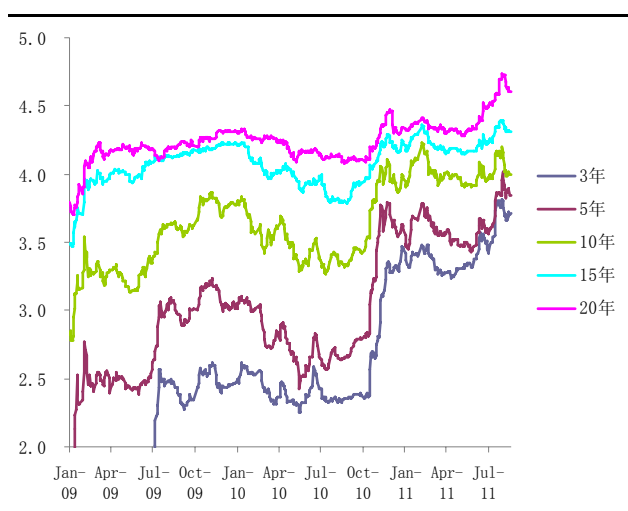
假设年内国债收益率维持当前水平，则三季度移动平均收益率曲线总体还有所下行，但下行幅度小于 2010 年同期，四季度将出现较大幅度的上升。以 15 年期国债为例，三季度仍下降 3 个 BP，但比去年少降近 2 个 BP，四季度上升 7 个 BP，比去年同期多增 8 个 BP。

表 8: 15 年期国债移动平均收益率曲线变化

	2010.1H	2010.3Q	2010.4Q	2011.1Q	2011.1H	2011.3Q
2010.3Q	-7.83					
2010.4Q	-12.81	-4.98				
2011.1Q	-14.08	-6.26	-1.28			
2011.1H	-16.42	-8.60	-3.62	-2.34		
2011.3Q	-19.59	-11.76	-6.79	-5.51	-3.17	
2011.2H	-12.89	-5.06	-0.08	1.20	3.54	6.70

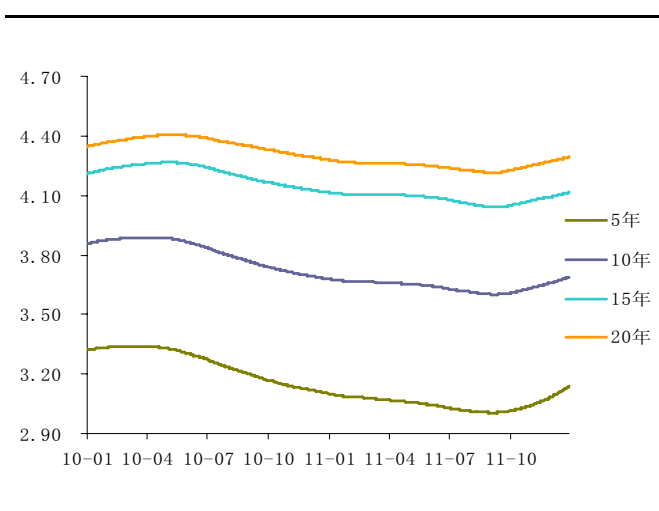
数据来源：中债网，WIND，国泰君安证券。

图 2: 国债收益率



数据来源：WIND，国泰君安证券。

图 3: 国债 750 天移动平均收益率



数据来源：WIND，国泰君安证券。

3. 投资：权益减仓，浮亏严重，下半年投资压力不小

截止 6 月末，总投资资产 14,543.81 亿元，较 2010 年底增长 8.8%。降低了权益投资的比例，从年初的 14.7% 下降至 13.4%，与行业平均水平接近 (13.2%)；债券配置有所下降，由年初的 45.5% 降低至 43.2%；而定期存款比例有所上升，由年初的 33.1% 提升至 34.3%。

总投资收益率 4.5%，高于行业的 4.2%，但低于去年同期的 5%。

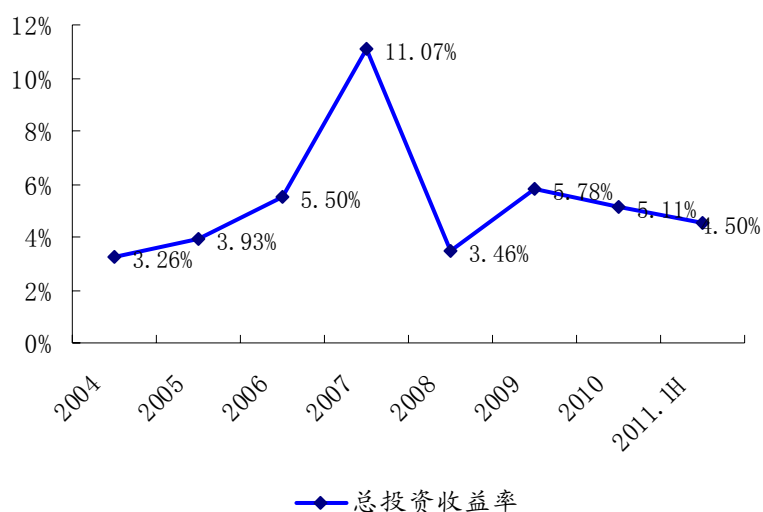
虽然国寿去年上半年与下半年的投资收益分布比较均匀，下半年的投资收益只要略比上半年高就可与去年持平，但上半年浮亏净增加 131.94 亿，年中累计浮亏达 86.46 亿，下半年的投资收益压力还是很大。

表 9：投资结构

单位：百万元	2010 年 6 月 30 日		2009 年 12 月 31 日	
	账面值	占比	账面值	占比
股票	72,975	5.9%	103,018	8.8%
基金	65,606	5.3%	76,386	6.5%
权益类资产合计	138,581	11.2%	179,404	15.3%
债券	602,268	48.5%	582,285	49.7%
定期存款	421,194	33.9%	344,983	29.4%
现金及其他	80,819	6.5%	65,421	5.6%
合计	1,242,862	100%	1,172,093	100%

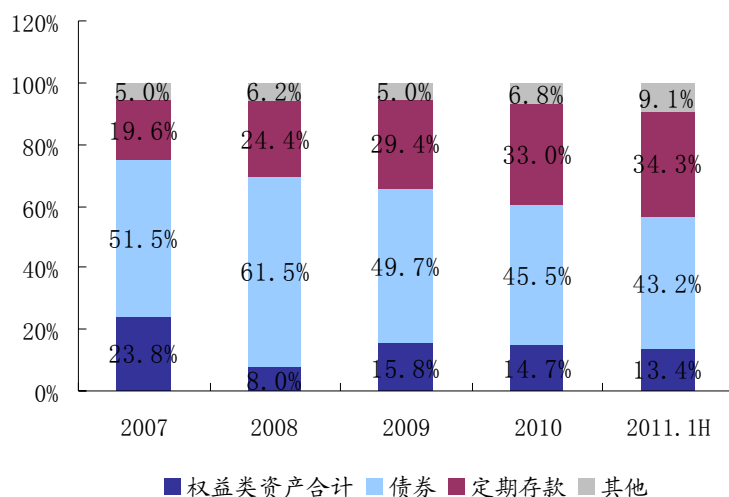
数据来源：公司报告，国泰君安证券。

图 4：中国人寿总投资收益率



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 5: 中国人寿资产配置结构



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

表 10: 投资收益分布对业绩增长有影响

	2010 年上半年	2011 年上半年	2010 年下半年	2011 年下半年
上证综指	-26.82%	-1.64%	17.08%	-9.05%
中国人寿投资收益	31,669	31,298	33,274	比半年增加 20 亿便宜可与去年持平
中国平安投资收益	10,628	15,836	18,644	需比上半年增加 28 亿才能与去年持平
中国太保投资收益	9,044	尚未公布	11,539	

4. 内涵价值: 利润率提升, 无奈新单负增

内含价值假设没有变动, 公司内含价值 2964.93 亿元, 比年初下降了 0.5%, 每股内含价值 10.49 元。内含价值的下降主要是净资产的下降引起的, 有效业务价值增长了 6%。截至 2011 年 6 月 30 日的一年新业务价值为 205.06 亿, 每股新业务价值 0.73 元, 增长 3.4%。

在首年保费负增长 1% 的情况下, 上半年实现新业务价值 121.86 亿元, 比去年同期的 115.48 亿元增长 5.5%, 主要是因为期限结构延长, 导致利润率提高, 但数量增长太低, 纵使质量上升, 价值增速也有限。

表 11: 内含价值构成及增长率

单位: 百万元	2010 年 12 月 31 日	2011 年 6 月 30 日	增长率	每股价值(元)
经调整的净资产价值	144,655	125,829	-13.0%	4.45
扣除偿付能力额度成本之前的有效业务价值	183,008	202,352	10.6%	7.16
偿付能力额度成本	-29,564	-31,688	7.2%	-1.12
扣除偿付能力额度成本之后的有效业务价值	153,444	170,664	11.2%	6.04
内含价值	298,099	296,493	-0.5%	10.49
扣除偿付能力额度成本之前的一年新业务价值	23,726	24,437	3.0%	0.86
偿付能力额度成本	-3,887	-3,931	1.1%	-0.14
扣除偿付能力额度成本之后的一年新业务价值	19,839	20,506	3.4%	0.73

数据来源: 公司报告, 国泰君安证券。

5. 偿付能力：分红和市值下跌影响大，次级债补充

半年时间，国寿的偿付能力从 212%急速下跌至 164%，而在去年初，偿付能力充足率尚高达 304%。

偿付能力的快速下降，主要是国寿行了大比例的现金分红，一年半内现金分红了 313 亿，另一个重要原因是金融资产市值快速下降，这与国寿将近 60%的债券分类为可供出售也有关系，上半年股市和债市齐跌，未计入损失的市值下降就超过 130 亿。

公司已经申明近期将发行次级债补充资本。

表 12：中国人寿偿付能力变化

单位：百万元	2007	2008	2009	2010	2011.1H
实际资本	168,357	124,561	147,119	123,769	104,553
最低资本	32,054	40,154	48,459	58,385	63,672
偿付能力充足率	525.23%	310.21%	303.59%	211.99%	164.21%

数据来源：公司报告，国泰君安证券。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		