



新业务价值增长乏力

增持维持

投资要点:

- 新业务价值增速低于预期
- 投资业绩不佳与基准评估利率下行导致净资产增长乏力

报告摘要:

- **净利润同比大幅下降。**2011 年上半年, 中国人寿实现营业收入 2138.94 亿, 同比增长 7%, 实现归属母公司股东的净利润 129.64 亿, 同比下降 28.1%, 每股净利润为 0.46 元, 不考虑分红影响, 上半年公司净资产与年初持平。公司业绩同比大幅下滑主要是由于投资环境不佳以及基准评估利率下降导致准备金计提增加。
- **公司寿险业务发展遭遇瓶颈。**由于劳动力成本上升, 保险公司增员困难; 银行存款利率快速上升, 保险产品回报率缺乏吸引力; 银保新规禁止保险营销员驻点营销, 影响银保渠道规模保费, 公司寿险发展增速回落。各种不利因素叠加, 导致新业务价值增速回落明显, 上半年同比增长仅 5.52%。
- **权益投资收益浮亏严重。**期末公司投资资产达 14544 亿, 其中权益和债券投资占比均有所下降, 分别为 13.38% 和 43.23%, 定期存款占比创历史新高, 达 34.32%。上半年公司实现包含影子会计调整在内的真实投资收益 145.89 亿, 投资收益率为 1.04%, 低于中国平安的 1.47%。期末公司 AFS 浮亏 86.5 亿, 其中本期浮亏 131.9 亿。
- **偿付能力不足压力显现。**由于上半年公司对股东分红 113.6 亿以及公司会计利润增速较低, 公司实际偿付能力下降, 偿付能力充足率压力显现。截止 2011 年中期公司偿付能力充足率为 164%, 已经逼近 150% 偿付能力充足率 II 类的红线, 未来公司将采取发行次级债等方式补充偿付能力。
- **目前寿险行业面临利差收窄、投资环境恶劣双重不利影响, 盈利与估值双双低位运行。**目前公司股价对应的 2011 年一年期新业务价值倍数为 6 倍, 长期看估值具备安全边际, 维持增持评级。短期内公司股价上扬的内生动力不足, 唯有依赖股票市场好转。

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	32,507	45,581	52,862
每股收益(元)	1.16	1.20	1.15	1.61	1.87
市盈率	13.94	13.52	14.06	10.03	8.65

分析师

黄立军 (S1180209070180)

电话: 010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

联系人

邢波

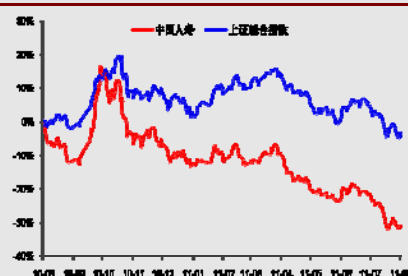
电话: 010-88085963

Email: xingbo@hysec.com

孙羽薇

Email: sunyuwei@hysec.com

市场表现



相关研究

保险 6 月报: 单月债券托管量显著增加 7.24

保费点评: 6 月承保依然低迷 7.19

保险中期策略: 相对收益有限, 绝对收益可期 6.24

保险五月报: 寿险承保压力显现 5.23

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 4.8

资产负债表(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	36,176	47,839	41,751	39,182	44,991
交易性金融资产	9,102	9,693	12,431	16,655	956
债券计划投资	9,250	12,566	16,927	20,312	44,687
保户质押贷款	13,831	23,977	23,195	17,810	20,451
定期存款	344,983	441,585	386,583	445,253	511,265
可供出售金融资产	517,499	548,121	680,385	801,456	940,729
持有到期投资	235,099	246,227	386,583	445,253	511,265
长期股权投资	8,470	20,892	11,849	14,219	31,281
存出资本保证金	6,153	6,153	6,153	6,153	6,153
固定资产	13,511	16,498	16,927	20,312	44,687
资产总计	1,226,257	1,410,579	1,692,695	2,031,234	4,468,714
卖出回购金融资产款	33,553	23,065	33,854	40,625	89,374
应付保单红利	54,587	52,828	93,098	111,718	245,779
保户投资款代理业务负债	67,274	70,087	101,562	121,874	268,123
未到期责任准备金	5,997	5,935	8,463	10,156	22,344
未决赔款准备金	2,944	3,304	4,524	5,429	11,943
寿险责任准备金	802,895	1,000,483	1,151,032	1,381,239	3,038,726
长期健康险责任准备金	6,328	8,413	13,542	16,250	35,750
负债合计	1,013,481	1,200,104	1,459,465	1,766,097	4,203,578
股本	28,265	28,265	28,265	28,265	28,265
资本公积	74,662	58,460	101,562	121,874	268,123
盈余公积	18,490	29,050	25,390	30,469	67,031
归属母公司所有者权益	211,072	208,710	231,572	263,148	260,761
股东权益合计	212,776	210,475	233,230	265,137	265,137
负债和股东权益合计	1,226,257	1,410,579	1,692,695	2,031,234	4,468,714
每股数据	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
每股净资产	7.47	7.38	8.19	9.31	9.23
每股盈利	1.16	1.20	1.15	1.61	1.87
每股内涵价值	10.09	10.55	11.73	14.59	15.95

利润表(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	342,026	388,791	436,383	499,533	558,085
已赚保费	275,077	318,088	366,080	406,349	451,047
提取未到期责任准备金	-735	36	-1,099	-1,220	-1,354
投资收益及公允价值变动	64,443	68,448	67,739	90,337	103,878
其他收入	2,506	2,255	3,663	4,066	4,513
营业支出	-300,164	-347,780	-398,039	-445,808	-495,794
退保金	-23,320	-25,714	-36,630	-40,659	-45,132
赔付支出	-59,308	-54,016	-87,912	-97,582	-108,316
提取保险责任准备金	-154,531	-200,033	-201,465	-223,626	-248,225
保单红利支出	-14,487	-13,224	-13,548	-18,067	-20,776
手续费及佣金支出	-22,936	-27,256	-29,670	-32,934	-36,557
业务及管理费	-19,238	-20,917	-24,001	-27,474	-30,695
其他支出	-6,344	-6,620	-4,813	-5,464	-6,094
利润总额	41,745	41,008	38,243	53,625	62,190
所得税费用	-8,709	-7,197	-5,737	-8,044	-9,329
净利润	33,036	33,811	32,507	45,581	52,862
内含价值(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
经调整净资产	159,948	144,655	150,522	198,852	198,852
有效业务价值	149,387	183,008	215,949	254,820	300,688
调整后有效业务价值	125,282	153,444	180,966	213,539	251,977
内含价值	285,229	298,099	331,488	412,392	450,829
一年新业务价值	21,352	23,726	26,402	28,559	32,167
调整后一年新业务价值	17,713	19,839	20,974	22,687	25,553
新业务倍数	30	30	20	20	22
每股评估价值(元)					
估值水平	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
P/B	2.17	2.19	1.97	1.74	1.75
P/E	13.94	13.52	14.06	10.03	8.65
P/EVPS	1.90	1.60	1.53	1.38	1.11

分析师姓名：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	张璐 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。