

中国人寿 (601628) 2011 年半年报点评:

推荐 (维持)

多重因素制约, 业绩滑入低谷

市场数据

报告日期	2011-8-24
收盘价 (元)	16.17
总股本 (百万股)	28264.71
流通股本 (百万股)	28264.71
总市值 (百万元)	457040
流通市值 (百万元)	336716
净资产 (百万元)	197051
总资产 (百万元)	1546891
每股净资产	6.97

相关报告

《2011 年一季报点评——净利负增长: 源于投资收益下降和满期给付激增》2011-4-26
 《2010 年年报点评: 投资表现欠佳及营业成本上升导致利润增长缓慢》2011-3-23
 《2011 年 2 月保费点评: 产品销售策略调整, 环比增势有所改善》2011-3-15

分析师 张颖
 021-38565970
 SAC: S0190511070001

联系人: 曾素芬
 021-38565598
 zengsf@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	3,887.91	4,195.23	4,687.38	5,220.90
同比增长 (%)	13.67	7.90	11.73	11.38
净利润 (亿元)	336.26	284.56	367.12	443.63
同比增长 (%)	2.27	-15.38	29.01	20.84
每股收益 (元)	1.19	1.01	1.30	1.57
每股净资产 (元)	7.38	7.75	8.84	10.09
每股一年新业务价值	0.70	0.76	0.84	0.93
每股内含价值 (元)	10.55	11.43	12.78	14.22
净资产收益率 (%)	16.12	12.99	14.70	15.55

投资要点

事件:

中国人寿公布 2011 年半年报, 营业收入 2318.9 亿元, 同比增长 7.0%, 净利润 129.64 亿元, 同比下降 28.1%, 每股收益 0.46 元。

点评:

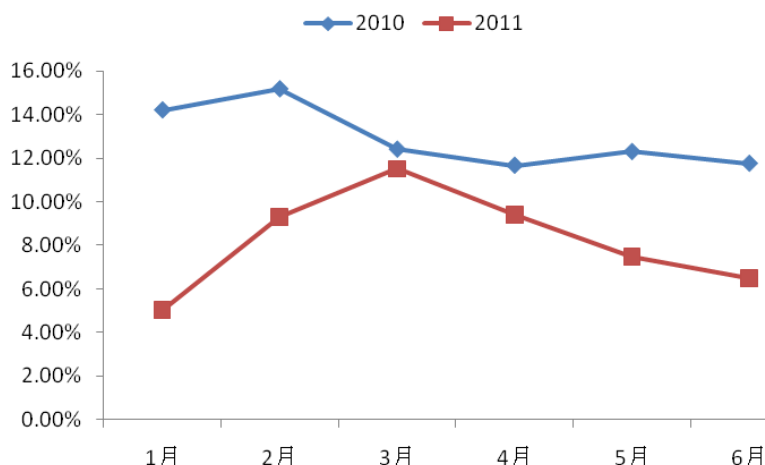
- **业绩增速同比下降 28.1%。**上半年中国人寿净利润为 129.64 亿元, 同比下降 28.1%, 二季度单季净利润 49.93 亿元, 同比下降 36.2%, 环比下降 37.4%。
- **保费增速显现颓势, 业务结构持续向好。**受银保新政和银行储蓄等分流影响, 2011 年上半年中国人寿累计保费增长 6.5%, 较去年同期下降 5.3 个百分点。从业务结构来看, 首年期缴保费同比增长 10.8%, 占新业务保费之比为 31.1%, 较去年同期有所提升, 反映出良好稳定的业务结构。
- **投资: 年化收益率 4.5%, 较上年同期下降 0.56 个百分点。**截止到 2011 年上半年, 中国人寿投资资产 14543.81 亿元, 投资收益 358.66 亿元, 年化投资收益率 4.5%, 较去年同期下降 0.56 个百分点, 主要由于资本市场波动造成可供出售金融资产投资收益下降 9.3%, 同时, 可供出售金融资产减值导致当期减值损失大幅增加至 36 亿。
- **保单集中到期致寿险给付支出大幅增加。**根据中报显示, 2011 年上半年, 中国人寿给付支出 458.99 亿元, 同比增长 64.2%, 从赔付支出的构成来看, 死亡和伤残给付支出相对稳定, 主要是由于大量 3 年左右期限保单的集中到期导致满期及年金给付增加 83.9%所致。

- **准备金评估利率走低导致业绩雪上加霜。**由于传统寿险和长期健康险准备金评估基准利率曲线-银行间固定利率国债收益率 750 天移动平均曲线下行，导致增提责任准备金 16.22 亿元，使原本遭受保费增速放缓、投资收益不佳、满期给付激增的中国人寿上半年业绩雪上加霜。
- **偿付能力：将发行次级债补充资本金。**受资本市场波动、2010 年度股息分配以及业务发展影响，中国人寿 2011 年上半年偿付能力充足率由 2010 年底的 211.99%下降 164.21%。为了维持公司业务后续发展的需要，公司将通过发行次级债来补充资本金，根据我们测算，公司发行 300 亿次级债，将使偿付能力充足率提升到 200%左右。
- **投资建议：**保费增速下降、投资环境不佳、准备金评估利率下降等因素制约了寿险公司业绩的增长，作为国内最大的寿险公司，中国人寿业务受到的冲击较大，我们下调盈利预测，预计 2011-2013 年 EPS 分别为 1.01 元、1.30 元和 1.57 元，但鉴于当前极低的估值水平，维持推荐的投资评级。

一、保费增速放缓，业务结构向好

受银保新政以及其他储蓄产品分流影响，中国人寿上半年保费增长 6.5%，增速较去年同期下降 5.3 个百分点。

图 1、中国人寿 2010 及 2011 年 1-6 月保费增速



注：图中 2010 年数据为旧会计准则下规模保费增速，2011 年数据为新会计准则下保费收入增速，由于中国人寿险种结构相对较为稳定，保费确认率变动不大，因此新旧会计准则下保费增速数据具有可比性。

数据来源：公司公告、兴业证券研究所

从业务结构来看，2011 年上半年首年保费较上年同期略下降，但首年期缴保费较上年同期增长 10.8%，期缴保费占长期业务首年保费之比由上年的 27.8% 上升到 31.1%，续期业务占比较上年提升 4 个百分点。总体而言，在业务增速放缓的同时，公司业务结构仍然向着稳定健康的方向进行调整。

表 1、中国人寿保费收入构成

	2010H1		2011H1	
	金额 (亿)	占比 (%)	金额 (亿)	占比 (%)
新业务	1037.65	56.51	1027.7	52.57
期缴	288.63	27.82	319.75	31.11
趸交	749.02	72.18	707.95	68.89
续期业务	720.38	39.23	843.87	43.17
短险业务	78.11	4.25	83.33	4.26

资料来源：公司公告、兴业证券研究所

二、投资收益依然不尽如人意

截止到 2011 年上半年，中国人寿投资资产 14543.8 亿元，较年初增长 8.8%，实现投资收益 358.66 亿元，同比增长 10.8%，年化投资收益率为 4.5%，较去年同期下降 0.56 个百分点。

从投资资产构成来看，2011 年上半年固定收益类资产占比为 77.55%，其中定期存款占比为 34.32%，债券占比为 43.23%；权益类资产占比为 13.38%，其中基金为

6.32%，股票为 7.06%，权益类资产占比较上年同期提升 2.23 个百分点。

表 2、中国人寿投资资产构成

	2010H1		2011H1	
	金额（亿）	占比（%）	金额（亿）	占比（%）
现金及现金等价物	446.9	3.59	795.15	5.46
定期存款	4211.94	33.89	4991.25	34.32
债券	6022.68	48.46	6286.76	43.23
基金	656.06	5.28	919.04	6.32
股票	729.75	5.87	1027.12	7.06
其他	361.29	2.91	524.49	3.61

资料来源：公司公告、兴业证券研究所

从投资收益构成情况来看，由于资本市场波动导致可供出售金融资产收益较上年同期下降了 9.3%，从而导致年化总投资收益率从去年同期的 5.06% 下降到 4.5%。

除投资收益率下降之外，资本市场的波动导致可供出售资产公允价值变动，从而使投资资产减值计提增加，2011 年上半年资产减值损失达到 36 亿元，其中可供出售金融资产减值损失高达 35.78 亿元，较上年同期增长 10.4 倍，成为公司上半年业绩下滑的一个重要原因。

表 3、中国人寿投资收益构成

	2011H1	2010H1	变动比率
交易性金融资产收益	4.06	0.58	600.00%
可供出售金融资产收益	162.49	179.14	-9.30%
持有至到期投资收益	53.03	51.84	2.30%
银行存款类利息	115.73	73.75	56.90%
保户质押贷款利息	6.74	3.78	78.30%
债权计划投资利息	4.46	3.18	40.30%
其他类收益	12.15	11.44	6.20%
小计	358.66	323.71	10.80%

资料来源：公司公告、兴业证券研究所

三、保单集中到期导致满期给付激增

2011 年上半年，中国人寿赔付支出 458.99 亿元，同比增长 64.2%，2011 年上半年满期及年金给付同比增加了 83.9%，由此可知给付支出大幅增加的主要原因在于 2008 年前后公司推出的三年保险产品面临集中到期从而导致满期给付金增加所致。

表 4、中国人寿给付支出构成

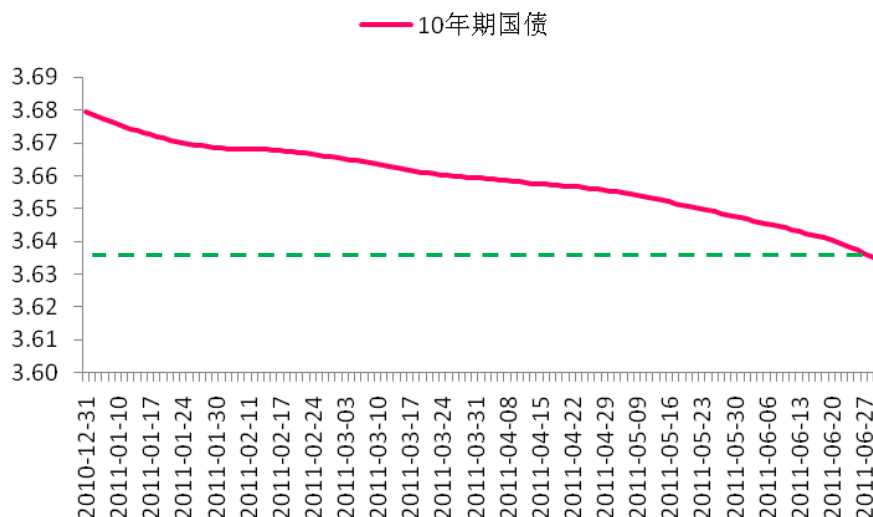
	2010H1		2011H1	
	金额（亿）	同比增长（%）	金额（亿）	同比增长（%）
赔付支出	279.45	-28.9	458.99	64.2
其中：赔款支出	42.66	8.9	41.14	-3.6
其中：死亡医疗给付	26.57	17.6	31.17	17.3
其中：满期及年金给付	210.22	-36.5	386.68	83.9

资料来源：公司公告、兴业证券研究所

四、准备金评估利率曲线走低致业绩雪上加霜

根据中报披露，到 2011 年上半年，评估准备金采用的贴现率分别为：传统型险种 2.56%-5.67%，投资型险种 4.75%-5.00%，由于传统寿险和长期健康险准备金评估基准利率曲线-银行间固定利率国债收益率 750 天移动平均曲线下行，导致增提责任准备金 16.22 亿元，使原本遭受保费增速放缓、投资收益不佳、满期给付激增的中国人寿上半年业绩雪上加霜。

图 2、2011 上半年 750 天移动平均银行间国债收益率（10 年期）曲线走势



数据来源：WIND、兴业证券研究所

五、偿付能力显著下降，将发行次级债补充资本

根据中报披露，由于资本市场波动、2010 年度股息分配以及业务发展的影响，中国人寿 2011 年上半年偿付能力充足率由 2010 年底的 211.99% 下降 164.21%。为了维持公司业务后续发展的需要，公司将通过发行次级债来补充资本金，根据我们测算，公司发行 300 亿次级债，将使偿付能力充足率提升到 200% 左右。

表 5、中国人寿偿付能力充足率情况

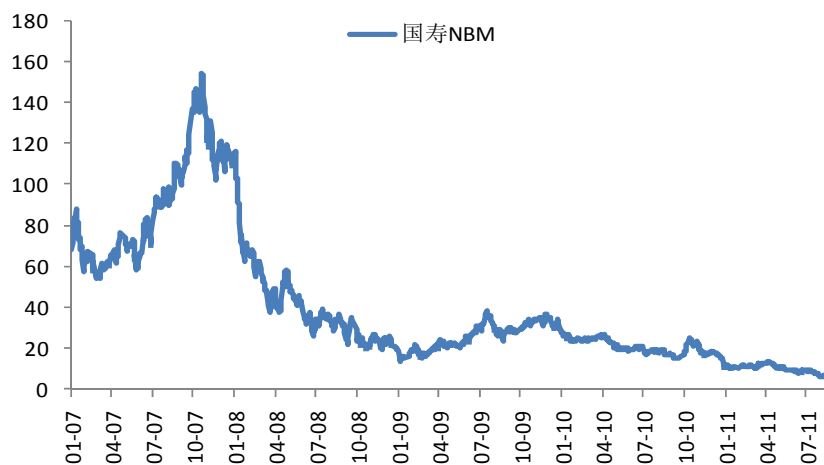
	2010 年底	2011 年中
实际资本（亿元）	1237.69	1045.53
最低资本（亿元）	583.85	636.72
偿付能力充足率（%）	211.99	164.21

资料来源：公司公告、兴业证券研究所

投资建议

今年以来，保费增速下降、投资环境不佳、准备金评估利率下降等因素制约了寿险公司业绩的增长，作为国内最大的寿险公司，中国人寿业务受到的冲击较大，我们下调盈利预测，预计 2011-2013 年 EPS 分别为 1.01 元、1.30 元和 1.57 元，但鉴于当前极低的估值水平（股价隐含 2011 新业务价值倍数仅为 12 倍，动态 PE 为 16 倍），维持推荐的投资评级。

图 3、中国人寿新业务价值倍数



数据来源：WIND、兴业证券研究所

附表

资产负债表

单位: 亿元	2010	2011E	2012E	2013E
资产:				
货币资金	478.39	559.72	651.16	733.77
交易性金融资产	96.93	157.67	186.05	215.81
保户质押贷款	239.77	252.27	297.68	345.30
可供出售金融资产	5,481.21	6,306.68	7,441.88	8,632.58
持有至到期投资	2,462.27	3,311.01	4,093.04	4,963.74
存出资本保证金	61.53	78.83	93.02	107.91
定期存款	4,415.85	5,045.34	5,767.46	6,474.44
长期股权投资	208.92	227.72	248.22	270.56
固定资产	164.98	176.62	186.83	197.46
资产合计	14,105.79	16,469.08	19,202.29	22,190.33
负债:				
未到期责任准备金	59.35	85.92	94.51	103.97
未决赔款准备金	33.04	34.37	37.81	41.59
寿险责任准备金	10,004.83	12,042.92	14,227.35	16,581.52
长期健康险责任准备金	84.13	120.49	156.29	192.10
负债合计	12,001.04	14,277.93	16,704.83	19,337.42
所有者权益:				
股本	282.65	282.65	282.65	282.65
资本公积金	584.60	496.91	546.60	601.26
盈余公积金	290.50	319.08	355.96	400.53
未分配利润	799.33	914.95	1,096.15	1,305.80
少数股东权益	17.65	18.94	20.60	22.60
归属母公司所有者权益	2,087.10	2,172.22	2,476.86	2,830.31
股东权益合计	2,104.75	2,191.15	2,497.46	2,852.91
负债与股东权益合计	14,105.79	16,469.08	19,202.29	22,190.33

利润表

单位: 亿元	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	3,887.91	4,195.23	4,687.38	5,220.90
已赚保费	3,180.88	3,408.58	3,770.08	4,147.09
投资收益	682.80	766.20	894.68	1,048.93
其他收入	26.47	20.45	22.62	24.88
二、营业支出	3,477.80	3,846.04	4,237.33	4,676.99
退保金	257.14	238.60	263.91	290.30
赔付支出	540.16	794.20	897.28	1,028.48
提取保险责任准备金	2,000.33	2,075.78	2,223.67	2,393.77
保单红利支出	132.24	153.24	178.94	209.79
营业税及附加	15.74	14.68	16.41	18.27
手续费及佣金支出	272.56	306.77	339.31	373.24
业务及管理费	209.17	209.76	257.81	287.15
其他业务成本	34.76	34.09	37.70	41.47
资产减值损失	17.34	18.92	22.33	34.53
三、营业利润	410.11	349.19	450.05	543.91
四、利润总额	410.08	348.59	449.73	543.45
所得税费用	71.97	62.75	80.95	97.82
五、净利润	336.26	284.56	367.12	443.63
每股收益	1.19	1.01	1.30	1.57

估值表

	2011E	2012E	2013E
每股内含价值	11.43	12.78	14.22
每股一年新业务价值	0.76	0.84	0.93
新业务价值乘数	15.95	13.52	11.43
每股未来新业务价值	12.17	11.41	10.65
每股评估价值	23.60	24.19	24.87
股价隐含新业务价值倍数	6.22	4.01	2.10
P/EVPS	1.42	1.27	1.14

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与

定期报告点评

本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。