

# 中国人寿 (601628.sh)

## 保费增速放缓

曹恒乾 分析师

电话: 020-87555888-8419

eMail: chq@gf.com.cn

执业编号: 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 1-8 月期间的累计原保险业务收入分别为 2370 亿元。

### 点评:

- 1、1-8 月份累计保费增长率为 4.1%。按照新规定调整后, 中国人寿 2011 年 1-8 月累计原保险业务收入为 2370 亿元; 8 月份当月保费收入 217 亿元, 同比增长-6.1%, 增速低于上期 (7 月份当月同比增长率为-5.7%)。
- 2、银保保费收入增长缓慢。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, 保险公司对银保渠道的掌控能力变弱, 导致占寿险收入过半的银保保费增速大幅减小, 从而影响到了寿险保费收入。预计未来银行会逐渐培训自己的销售队伍, 银保渠道保费收入增速减缓的现状有望改变。

### 投资建议与风险提示

我们预测 2011-2012 年中国人寿 EPS 分别为 1.05、1.18 和 1.30 元, 目标价 20.05 元, 维持持有评级。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 | 4,171  | 4,628 | 5,136 |
| 增长率 (%)   | 9.3%  | 13.7% | 7.3%   | 11.0% | 11.0% |
| 已赚保费      | 2,751 | 3,181 | 3,372  | 3,709 | 4,080 |
| 净利润       | 330   | 336   | 297    | 332   | 367   |
| 增长率 (%)   | 21.3% | 1.8%  | -11.7% | 12.0% | 10.5% |
| 每股收益 (元)  | 1.16  | 1.19  | 1.05   | 1.18  | 1.30  |
| 市盈率       | 13.49 | 13.15 | 14.90  | 13.26 | 12.04 |
| 市净率       | 2.10  | 2.12  | 2.08   | 1.88  | 1.70  |
| 隐含新业务价值倍数 | 8.87  | 7.29  | 6.26   | 3.80  | 1.65  |

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

持有

|      |         |
|------|---------|
| 当前价格 | 16.13 元 |
| 合理价值 | 20.05 元 |
| 前次评级 | 持有      |

### 股价走势



| 市场表现   | 1 个月  | 3 个月   | 12 个月  |
|--------|-------|--------|--------|
| 股价涨幅   | -3.30 | -13.09 | -24.77 |
| 沪深 300 | -6.47 | -7.90  | -6.32  |

### 股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

28265/20824

主要股东:

中国人寿保险(集团)公司

主要股东持股比例 68.37%

流通 A 股比例 73.67%

### 财务比率

|       |        |
|-------|--------|
| ROE   | 16.11% |
| ROA   | 2.55%  |
| 资产负债率 | 85.08% |

2010 年报数据

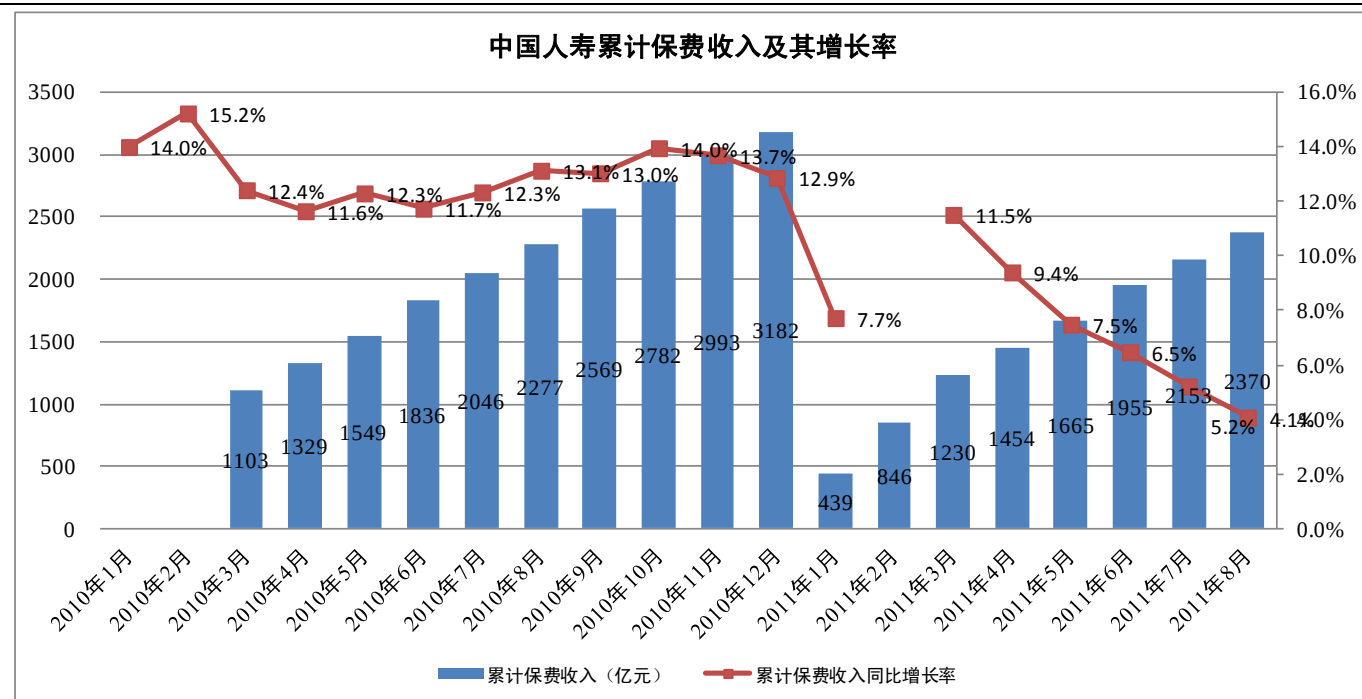
表1：中国人寿累计计费收入及其增长率

| 中国人寿     | 寿险保费       |       |          |       |
|----------|------------|-------|----------|-------|
|          | 年度累计收入（亿元） | 同比增长率 | 当月收入（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% |
| 2011年5月  | 1665       | 7.5%  | 211      | -4.1% |
| 2011年6月  | 1955       | 6.5%  | 290      | 1.0%  |
| 2011年7月  | 2153       | 5.2%  | 198      | -5.7% |
| 2011年8月  | 2370       | 4.1%  | 217      | -6.1% |

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。

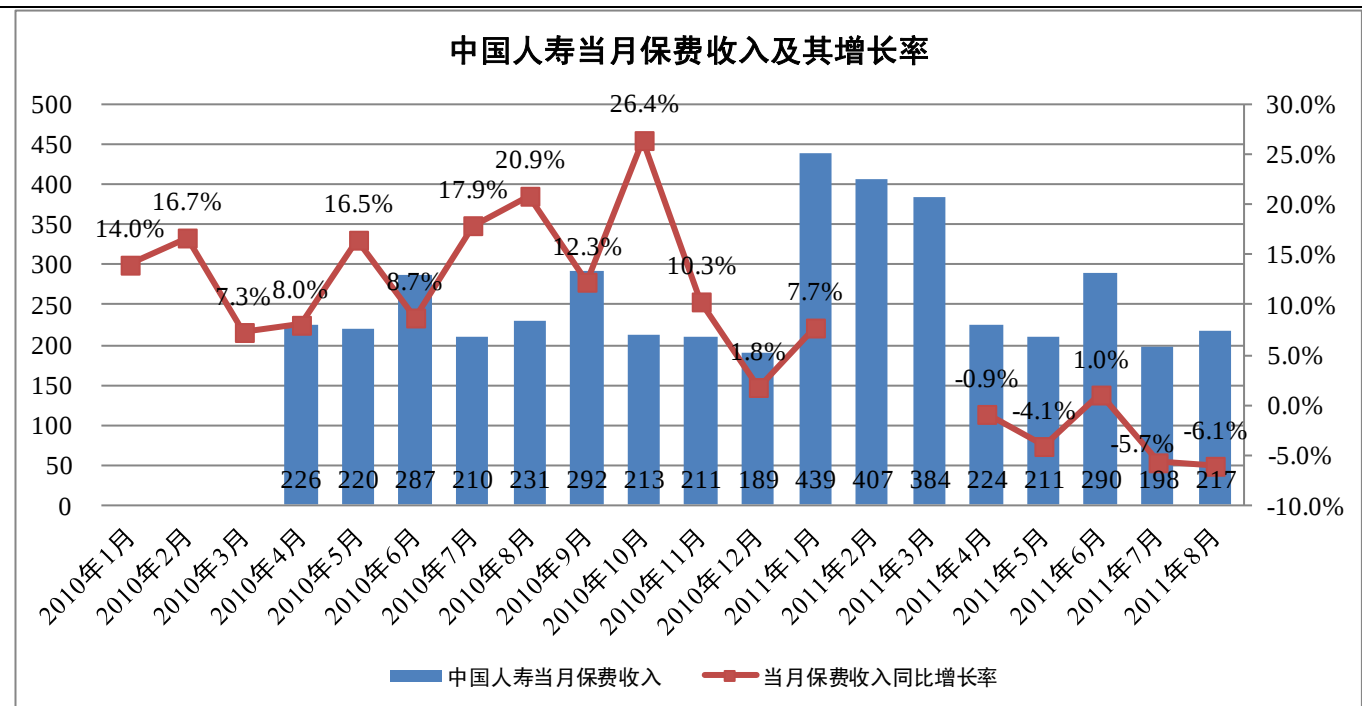
图1：中国人寿累计保费收入及其增长率



数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

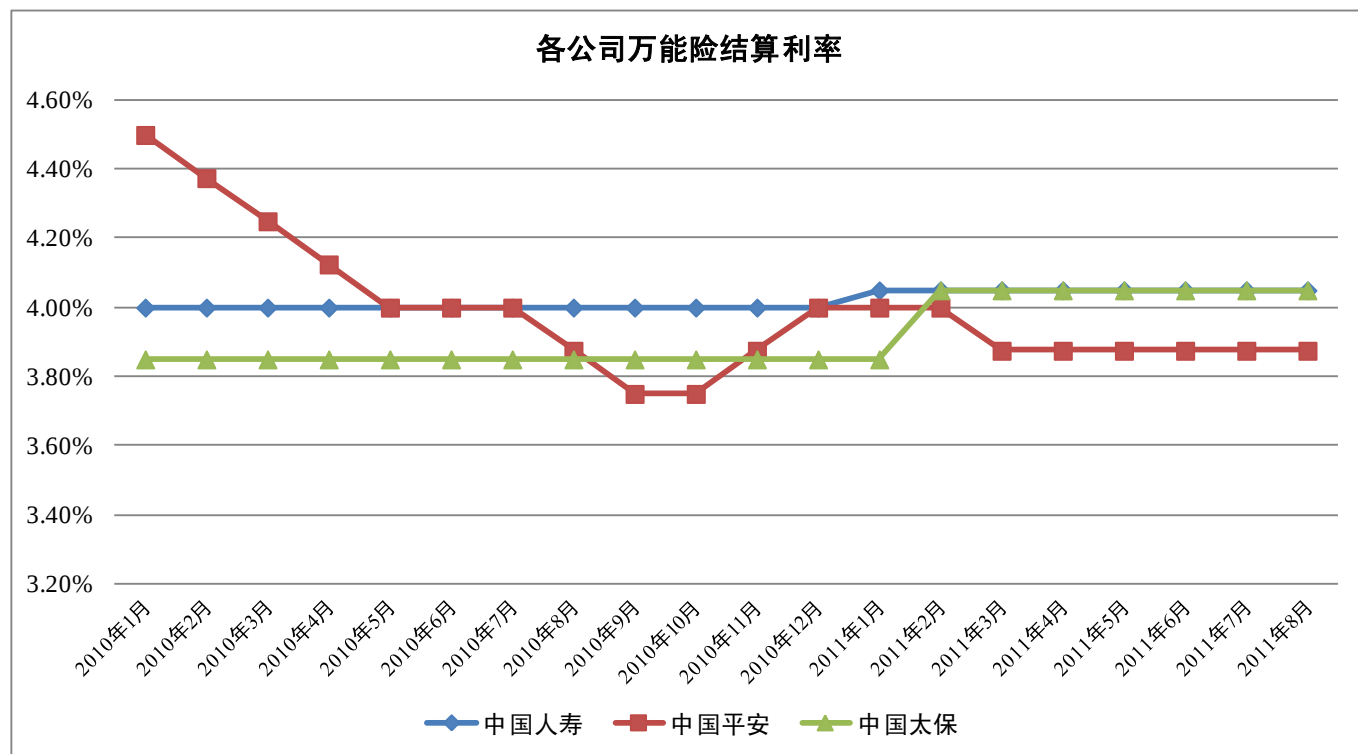
注：2010 年度各月累计保费同比增长率的数据是用规模保费计算所得，由于中国人寿保费确认率在 90%以上，所以这些数据基本能反映新规定下保费的增速。

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8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            |
| <b>资产总计</b>     | <b>14106</b> | <b>16222</b> | <b>18655</b> | <b>21453</b> |
| 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            |
| <b>负债合计</b>     | <b>12001</b> | <b>13857</b> | <b>15974</b> | <b>18390</b> |
| 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          | 761          | 882          | 1026         |
| 归属母公司股东权益       | 2087         | 2132         | 2350         | 2604         |
| <b>负债股东权益总计</b> | <b>14106</b> | <b>16007</b> | <b>18341</b> | <b>21012</b> |
| <b>每股净资产(元)</b> | <b>7.38</b>  | <b>7.54</b>  | <b>8.31</b>  | <b>9.21</b>  |

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          | 2010A       | 2011E       | 2012E       | 2013E       |
|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 已赚保费          | 3181        | 3372        | 3709        | 4080        |
| 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          |
| <b>营业收入合计</b> | <b>3888</b> | <b>4171</b> | <b>4628</b> | <b>5136</b> |
| 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        | 2109        | 2267        | 2440        |
| 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          |
| <b>营业支出合计</b> | <b>3478</b> | <b>3809</b> | <b>4222</b> | <b>4688</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>410</b>  | <b>362</b>  | <b>406</b>  | <b>449</b>  |
| <b>利润总额</b>   | <b>410</b>  | <b>362</b>  | <b>406</b>  | <b>448</b>  |
| <b>净利润</b>    | <b>338</b>  | <b>299</b>  | <b>335</b>  | <b>370</b>  |
| 归属于母公司净利润     | 336         | 297         | 332         | 367         |
| 少数股东损益        | 2           | 2           | 2           | 3           |
| <b>基本每股收益</b> | <b>1.19</b> | <b>1.05</b> | <b>1.18</b> | <b>1.30</b> |

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

## 寿险保费分类简表

单位：亿元

| 报表项目   | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|--------|------|-------|-------|-------|
| 首年期缴保费 | 521  | 578   | 642   | 713   |
| 趸缴保费   | 1231 | 1125  | 1156  | 1179  |
| 短期险    | 150  | 173   | 190   | 209   |
| 续期保费   | 1280 | 1498  | 1722  | 1981  |
| 合计     | 3182 | 3373  | 3710  | 4081  |

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 | 2013E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 每股内含价值（元）  | 10.55 | 11.02 | 12.42 | 14.05 |
| 每股新业务价值（元） | 0.70  | 0.74  | 0.85  | 0.97  |
| PE         | 13.15 | 14.90 | 13.26 | 12.04 |
| PB         | 2.12  | 2.08  | 1.88  | 1.70  |
| P/EV       | 1.48  | 1.42  | 1.26  | 1.11  |
| 隐含新业务价值倍数  | 7.29  | 6.26  | 3.80  | 1.65  |

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。

温重伟，研究助理，华南理工大学管理学硕士，2011 年加入广发证券发展研究中心。联系方式：wcw@gf.com.cn, 020-87555888-8089

## 相关研究报告

|                                       |     |            |
|---------------------------------------|-----|------------|
| 中国人寿(601628.sh): 当月保费增速略微回升           | 曹恒乾 | 2011-07-14 |
| 中国人寿(601628.sh): 保费增速放缓               | 曹恒乾 | 2011-06-19 |
| 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 | 2011-05-15 |

## 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。

|      | 广州市                        | 深圳市                        | 北京市                         | 上海市                            |
|------|----------------------------|----------------------------|-----------------------------|--------------------------------|
| 地址   | 广州市天河北路 183 号<br>大都会广场 5 楼 | 深圳市福田区民田路 178<br>号华融大厦 9 楼 | 北京市西城区月坛北街 2 号<br>月坛大厦 18 层 | 上海市浦东南路 528 号<br>上海证券大厦北塔 17 楼 |
| 邮政编码 | 510075                     | 518026                     | 100045                      | 200120                         |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn             |                            |                             |                                |
| 服务热线 | 020-87555888-8612          |                            |                             |                                |

## 免责声明

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。

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，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。