

中国人寿 (601628.sh)

保费增长虽缓慢, 但更受益债券市场反弹

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 1-10 月期间的累计原保险业务收入分别为 2821 亿元。

点评:

- 1、1-10 月份累计保费增长率为 1.4%。按照新规定调整后, 中国人寿 2011 年 1-10 月累计原保险业务收入为 2821 亿元; 10 月份当月保费收入 179 亿元, 同比增长-16.0%, 保费增速出现减缓迹象(9 月份当月同比增长率为-6.8%)。
- 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

中国人寿资产分类中归属于可供出售金融资产的债券比例较高, 我们预计为 3748 亿, 占投资资产比重 27%, 而中国太保、中国平安归属与可供出售金融资产的债券占投资资产的比重 13%, 15% (原因是这两家债券主要归属于持有到期金融资产)。预计当沪深 300 指数从三季度末反弹 10%, 债券价格自三季度末反弹 3%, 中国人寿净资产回升 12%, 而在相同假设下中国太保、中国平安净资产分别回升 8%、7%。我们预测 2011-2012 年中国人寿 EPS 分别为 0.86、1.06 和 1.17 元, 目标价 20.06 元, 给予持有评级。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	4061	4671	5397
增长率 (%)	9.3%	13.7%	4.5%	15.0%	15.6%
已赚保费	3224	3708	4264	3224	3708
净利润	330	245	302	334	245
增长率 (%)	21.3%	1.8%	-27.6%	23.1%	10.6%
每股收益 (元)	1.16	1.19	0.86	1.06	1.17
市盈率	15.04	14.66	20.29	16.46	14.91
市净率	2.34	2.36	2.16	1.95	1.78
隐含新业务价值倍数	11.74	9.86	8.69	5.92	3.51

公司评级

持有

当前价格	17.45 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

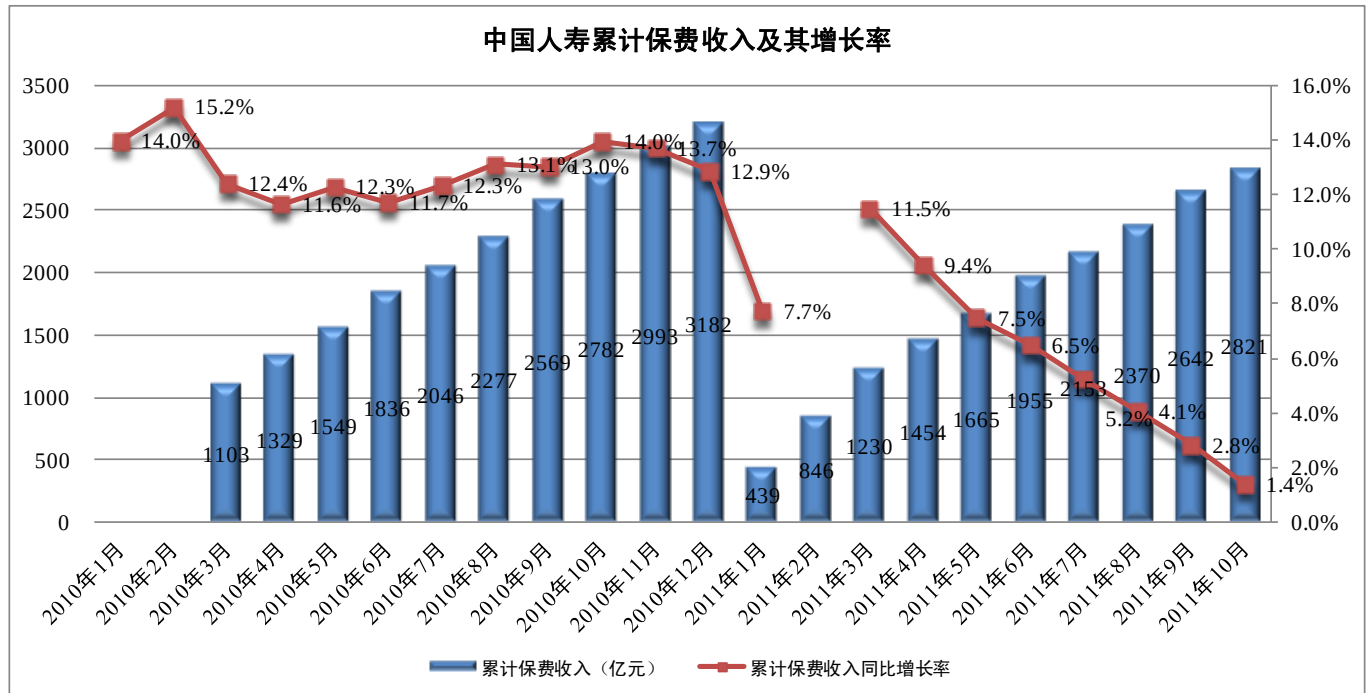
表1：中国人寿累计保费收入及其增长率

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%
2011年9月	2642	2.8%	272	-6.8%
2011年10月	2821	1.4%	179	-16%

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。

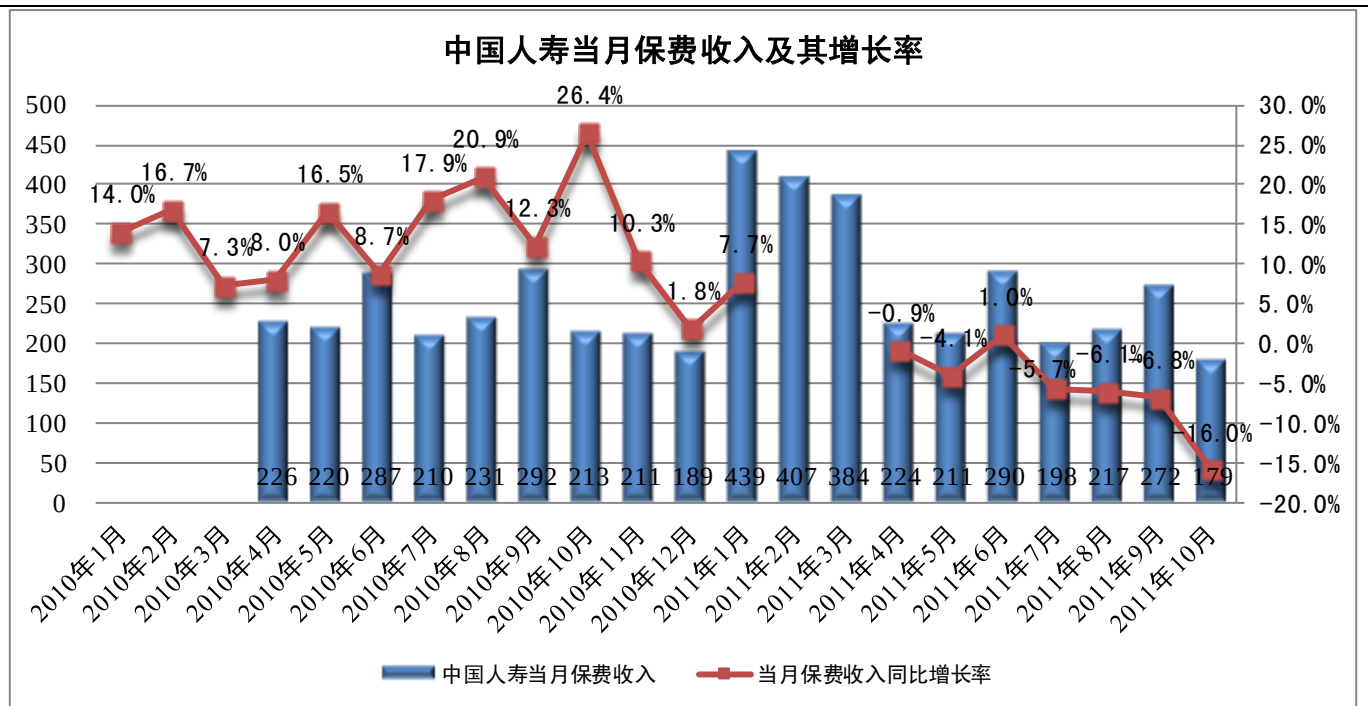
图1：中国人寿累计保费收入及其增长率



数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

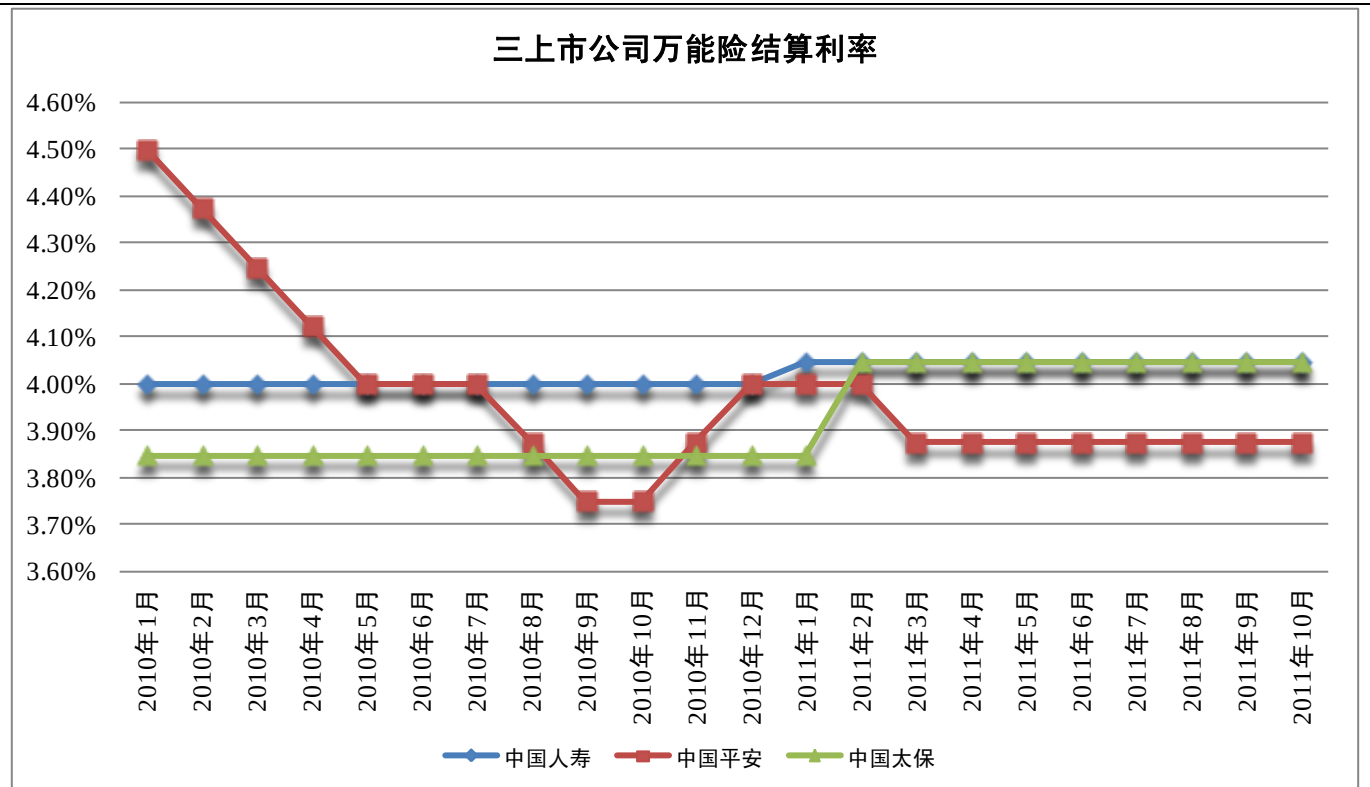
注：2010 年度各月累计保费同比增长率的数据是用规模保费计算所得，由于中国人寿保费确认率在 90%以上，所以这些数据基本能反映新规定下保费的增速。

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10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
资产总计	14106	16222	18655	21453
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	11528	13257	15219
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
负债合计	12001	13823	15889	18246
股本	283	283	283	283
资本公积	585	585	585	585
盈余公积	291	315	345	378
一般风险准备	130	154	184	217
未分配利润	799	951	1135	1314
归属母公司股东权益	2087	2288	2531	2777
负债股东权益总计	14106	16129	18437	21040
每股净资产(元)	7.38	8.09	8.95	9.82

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	3224	3708	4264
投资收益	683	813	934	1101
公允价值变动损益	2	2	2	2
其他业务收入	23	23	26	30
营业收入合计	3888	4061	4671	5397
退保金	257	261	300	345
赔付净支出	539	546	628	723
提取保险责任准备金	2000	2292	2601	3032
保户红利支出	132	134	154	177
营业税金及附加	16	16	18	21
手续费及佣金支出	273	276	318	365
管理费用	210	212	244	281
其他业务成本	35	35	41	47
资产减值损失	17	18	20	23
营业支出合计	3478	3791	4324	5013
营业利润	410	272	347	385
利润总额	410	272	347	385
净利润	338	245	302	334
归属于母公司净利润	336	243	300	331
少数股东损益	2	2	2	3
基本每股收益	1.19	0.86	1.06	1.17

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	14.66	20.29	16.46	14.91
PB	2.36	2.16	1.95	1.78
P/EV	1.65	1.58	1.40	1.24
隐含新业务价值倍数	9.86	8.69	5.92	3.51

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：wcv@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 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 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。