

中国人寿 2011 年 11 月保费点评： 个险新单好转但对全年业绩拉动有限

中国人寿 (601628.SH)

谨慎推荐 维持评级

投资要点：

一、事件

中国人寿晚间发布 11 月保费公告，公司于 2011 年 1 月 1 日至 2011 年 11 月 30 日期间累计原保险保费收入约为人民币 3102 亿元，同比增长 3.6%，与前十月 1.4% 的增幅相比有所回升，11 月单月保费收入为 281 亿元，单月同比上升 33.2%。

二、我们的分析与判断

中国人寿今年前十一月按照《保险合同相关会计处理规定》处理后的寿险保费达到人民币 3102 亿元，与去年同期的 2993 亿元相比增长 3.6%，单月保费同比大涨 33.2%。从收入渠道上来看，估测个险新单出现单月增幅超过 30%，可能是下半年以来的第一次单月正增幅。在此拉动下，前 11 个月个险新单可能略有回头。但是由于 11 月是寿险销售的传统淡季，单月基数较小限制了对全年业绩的拉动。其次，银保渠道占比仍高企，渠道新业务价值预期压力加大。综合考虑全年新业务价值增长仍将承压。

市场占有率方面，今年前十月，寿险市场集中度一路下行，主要也可归因于人寿版图拓张不力。

三、投资建议

预计在未来三年，EPS 将达到 0.9/1.2/1.3 元，在 2011 年 8 倍新业务价值倍数假设下，合理估值区间 18-19 元。在 2011-2013 年，每股内含价值估值为 11.6/13.1/15.0 元，隐含 PE 分别为 19.1/14.3/12.6x。维持之前作出的谨慎推荐评级。

分析师

马勇

☎：(8610) 6656 8238

✉：mayong@chinastock.com.cn

执业证书编号：S 0130511070005

特此鸣谢

唐子佩 (8610) 6656 4030

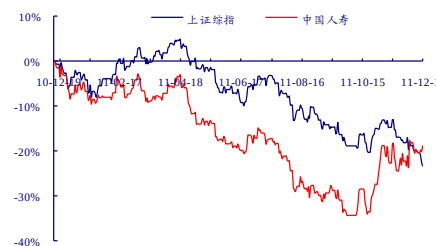
(tangzipei@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2011.12.15

A 股收盘价(元)	16.61
A 股一年内最高价(元)	23.38
A 股一年内最低价(元)	14.71
上证指数	2,180.90
市净率	2.25
市盈率	13.96
总股本(万股)	2826471
实际流通 A 股(万股)	2082353
限售的流通 A 股(万股)	0
流通 A 股市值(亿元)	3458.79

股价走势



资料来源：中国银河证券研究部，Wind 数据库

一、事件背景

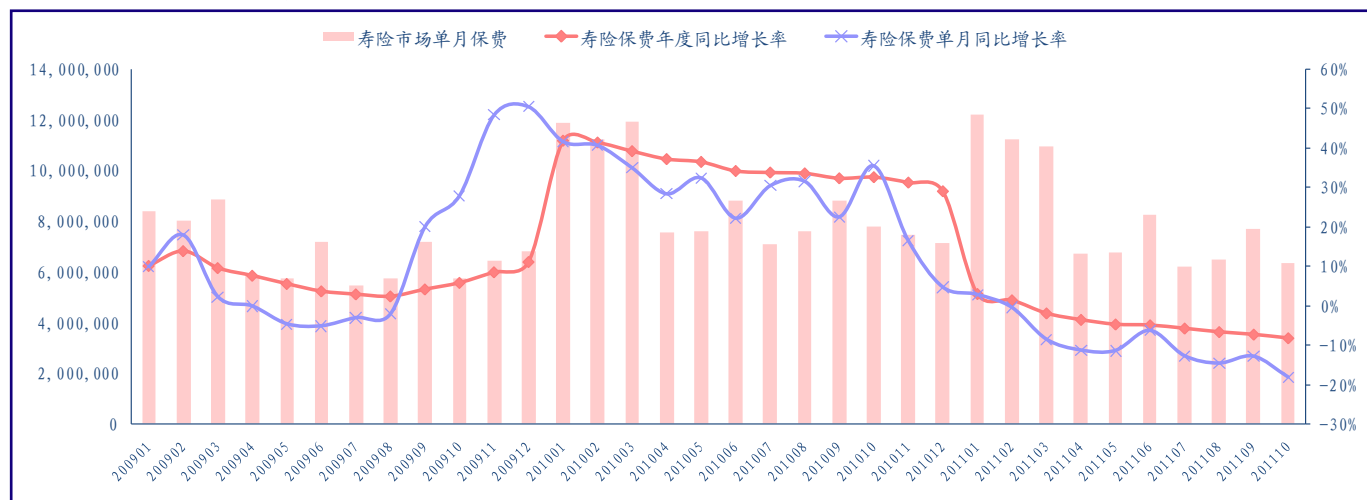
中国人寿晚间发布 11 月保费公告，公司于 2011 年 1 月 1 日至 2011 年 11 月 30 日期间累计原保险保费收入约为人民币 3102 亿元，同比增长 3.6%，与前十月 1.4% 的增幅相比有所回升，11 月单月保费收入为 281 亿元，单月同比上升 33.2%。

二、我们的分析判断

中国人寿今年前十一月按照《保险合同相关会计处理规定》处理后的寿险保费达到人民币 3102 亿元，与去年同期的 2993 亿元相比增长 3.6%，单月保费同比大涨 33.2%。从收入渠道上来看，估测个险新单出现单月增幅超过 30%，可能是下半年以来的第一次单月正增幅。在此拉动下，前 11 个月险新单可能略有回头。但是由于 11 月是寿险销售的传统淡季，单月基数较小限制了对全年业绩的拉动。其次，银保渠道占比仍高企，渠道新业务价值预期压力加大。综合考虑全年新业务价值增长仍将承压。

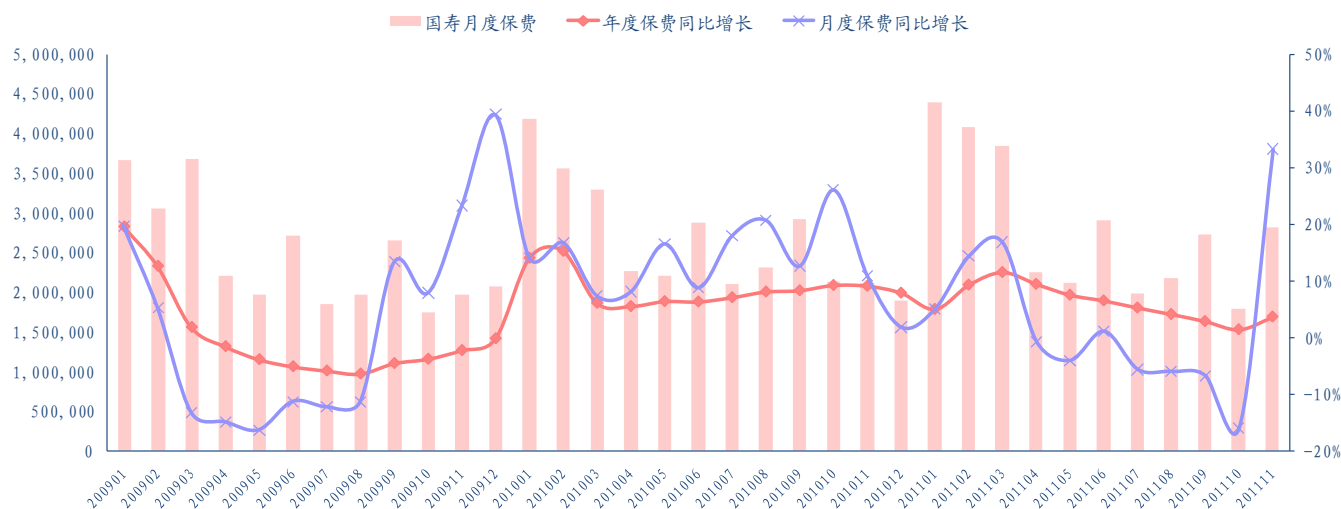
市场占有率方面，今年前十月，寿险市场集中度一路下行，主要也可归因于人寿版图拓张不力。

图 1：尽管高基数效应逐渐淡化，全国寿险市场下滑趋势进一步强化



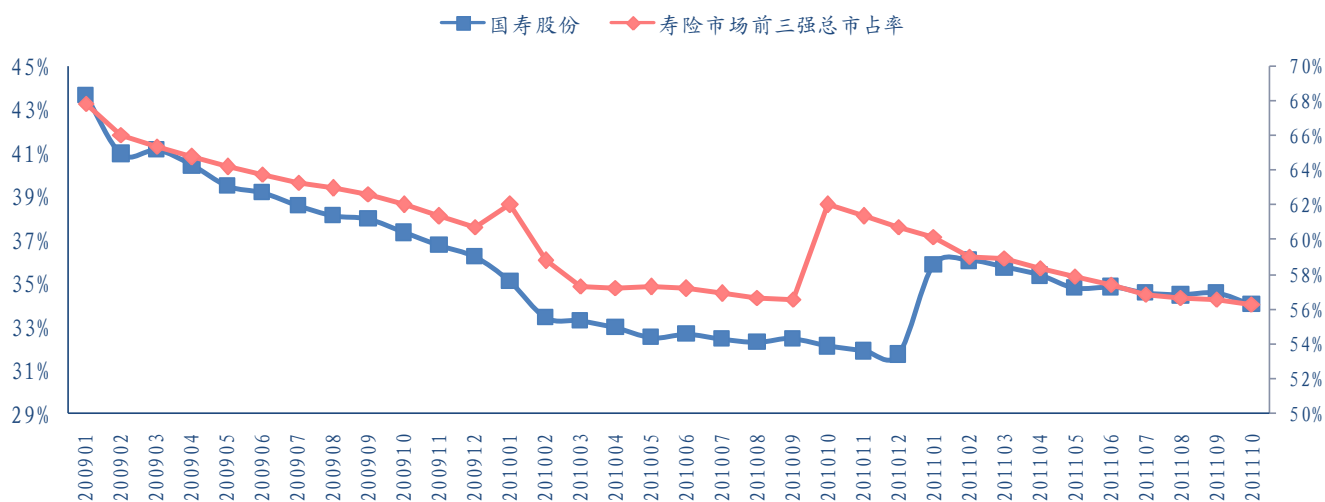
资料来源：中国银河证券研究部，中国保监会

图 2. 中国人寿前十一月寿险保费达到 3102 亿元，与去年同期的 2993 亿元相比增长 3.6%



资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

图 3. 寿险市场集中度降至年内新低，国寿市场占有率亦降至年内新低



资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

三、投资建议

预计在未来三年，EPS 将达到 0.9/1.2/1.3 元，在 2011 年 8 倍新业务价值倍数假设下，合理估值区间 18-19 元。在 2011-2013 年，每股内含价值估值为 11.6/13.1/15.0 元，隐含 PE 分别为 19.1/14.3/12.6x。维持之前作出的谨慎推荐评级。

表 1. 中国人寿主要指标预测 (百万元 人民币)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						资产负债表					
保险业务收入	275,970	318,229	320,896	325,101	330,860	资产总额	1,226,257	1,410,579	1,607,418	1,837,565	2,015,098
投资收益	62,807	68,280	67,463	74,265	81,503	交易类金融资产	9,102	9,693	15,175	12,307	13,492
营业收入	342,026	388,791	429,976	402,377	415,412	可供出售类金融资产	517,499	548,121	594,825	697,839	765,059
提取保险责任准备	-735	36	39	-45	-62	持有到期类金融资产	235,099	246,227	256,307	315,418	345,801
退保金	-23,320	-25,714	-34,919	-48,214	-51,611	投资资产	1,172,093	1,336,161	1,480,490	1,688,303	1,842,971
赔款支出	-59,308	-54,016	-85,390	-108,481	-116,126	其他非投资资产	54,164	74,418	126,928	149,261	172,127
保单红利支出	-14,487	-13,224	-16,138	-32,544	-34,838	负债总额	1,013,481	1,200,104	1,405,229	1,602,533	1,742,548
业务及管理费用	-19,238	-20,917	-21,397	-22,107	-22,499	保险合同准备金	818,164	1,018,135	1,205,345	1,290,284	1,403,018
营业支出	-300,164	-347,780	-400,628	-361,815	-369,352	应付保单红利	54,587	52,828	61,288	86,449	94,002
税前利润	41,745	41,008	29,338	40,562	46,060	股东权益	211,072	208,710	200,295	233,060	270,265
净利润	33,036	33,811	24,595	32,449	36,848	权益合计	212,776	210,475	202,189	235,031	272,550
	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入增长						资产/负债增长率					
已赚保费收入增长	3.9%	15.3%	-14.5%	1.3%	1.8%	总资产增长率	24.2%	15.0%	18.3%	18.1%	18.1%
投资收益增长	41.8%	6.2%	1.2%	9.8%	9.7%	投资资产增长率	25.0%	14.0%	16.6%	16.7%	16.7%
营业收入增长	9.3%	13.7%	-3.4%	-6.4%	3.2%	总负债增长率	24.7%	18.4%	19.3%	18.9%	18.9%
支出增长						保险合同准备金增	23.4%	24.4%	19.3%	18.9%	18.9%
退保金	-8.5%	10.3%	9.1%	38.1%	7.0%	股东权益增长	21.3%	-1.1%	13.4%	13.6%	13.6%
赔款支出	-17.1%	-8.9%	-6.8%	27.0%	7.0%	每股数据					
准备金提转差	14.5%	29.4%	4.3%	-42.7%	-5.9%	股本	28,265	28,265	28,265	28,265	28,265
保单红利支出	767.0%	-8.7%	-41.3%	101.7%	7.0%	EPS	1.16	1.19	0.87	1.16	1.32
佣金及手续费	-5.2%	18.8%	-9.6%	-4.3%	1.8%	BVPS	7.47	7.38	7.09	8.25	9.56
业务及管理费用	10.9%	8.7%	-16.2%	3.3%	1.8%	EV	10.09	10.55	11.56	13.09	15.00
净利润增长	71.4%	2.3%	-11.3%	31.9%	13.6%	NBV	0.63	0.70	0.57	0.68	0.69
盈利能力						当期市价					
营业净利率	11.91%	10.57%	7.6%	10.1%	11.2%	市盈率	14.3	14.0	19.1	14.3	12.6
总资产周转率	22.51%	22.56%	20.0%	17.7%	16.4%	市净率	2.2	2.2	2.3	2.0	1.7
ROE	15.58%	16.11%	12.2%	14.1%	13.8%	内含价值倍数	1.6	1.6	1.4	1.3	1.1
ROA	2.68%	2.38%	1.5%	1.8%	1.8%	隐含新业务倍数	10.4	8.6	8.9	5.2	2.3
ROAE	17.08%	16.02%	11.5%	15.1%	14.8%						
ROAA	2.97%	2.55%	1.5%	1.9%	1.9%						
杠杆	580.97%	675.86%	8.0	7.9	7.5						

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

马勇，非银行金融行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：中国平安（601318.SH）、中国人寿（601628.SH）、中国太保（601601.SH）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄	010-83574171	fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：于淼	021-20257811	yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn