



保险/金融

中国人寿 (601628)

三季度预亏 21 亿，9 月保费快增 24%

——中国人寿业绩预减及 9 月保费公告点评

	彭玉龙 (分析师)	熊林 (研究助理)
	021-38676683	021-38674924
	pengyulong@gtjas.com	xionglin010833@gtjas.com
证书编号	S0880511010025	S0880111090083

本报告导读:

虽然三季度亏损 21 亿，但减值计提不影响公司价值，净资产变化与预期差不多，保费增长拉动价值增长，维持增持评级和 22 元目标价。

事件:

- 国寿发布业绩预减公告，2012 年 1-3 季度净利下降 55% 左右；
- 1-9 月保费 2631 亿，9 月同比增长 24%，三季度同比上升 13.1%。

评论:

- **预计三季度亏损 21 亿。**2012 年 1-3 季度净利下降 55% 左右（上半年同比降 25.7%），估计 1-3 季度累计净利 75.23 亿（去年同期 167.17 亿），三季度亏损 21 亿元左右（去年同期盈利 37.53 亿）。
- **亏损是由于三季度股债双杀导致大幅计提减值。**三季度沪深 300 下跌 6.85%，债市下跌 1.19%，估计新增浮亏 160 亿，再加上年中累计浮亏约 11 亿（归属于母公司股东 8.46 亿），至三季末累计浮亏达 171 亿（归属于母公司股东净浮亏 128 亿），若按 80%（以股债合计为基数的比例）的减值比例计提，三季度减值近 140 亿。
- **三季度净资产预计下降 4.3% 左右，四季度股债市平稳的话，预计全年净资产增长 10% 左右。**三季度由于股债双杀导致净资产下降 5.6%，若剔除掉减值因素之后，我们估计由于净息收入、准备金变化和承保亏损等贡献净利约 28 亿左右，综合考虑股债市变动和盈利的影响后，预计三季度净资产下降 4.3% 左右，若四季度股债股债持平，则全年预计净资产增长 10% 左右。
- **仍是基于四季度股债市场平稳，全年净利降幅有望收窄至 17%。**考虑国债收益率曲线下降导致准备金需多计提 12 个亿，在市场平稳的前提下预计四季度盈利 76 亿，年全年净利 152 亿，同比下降 17.3%。去年四季度计提减值 69 亿，净利 16 亿，只占去年全年净利的 8.8%。
- **9 月保费快速增长，在“价值与规模并重”战略调整下，保费连续两月快速增长，9 月保费增速达到 24%（8 月增长 19.8%），导致三季度保费增速升至 13.1%；上半年负增长 5.17%，1-3 季度累计增速 0.42%。**我们预计一年新业务价值增速升至 5% 左右。
- **减值计提不影响公司价值，净资产变化与预期差不多，保费增长拉动价值增长，维持增持评级和 22 元目标价。**预计公司 12 14 年 EPS 为 0.54/0.72/0.96 元，目前 P/EV1.59 倍，隐含新业务价值倍数 8.8 倍。
- **风险提示：**市场持续下行致净资产和业绩不断下探；保费增速难持续。

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 22.00

上次预测: 22.00

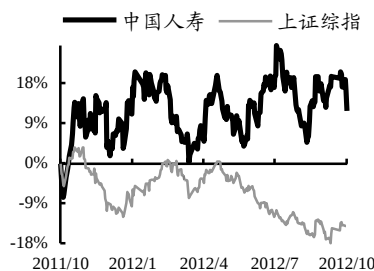
当前价格: 17.68

2012.10.18

交易数据

52 周内股价区间 (元)	14.75-20.36
总市值 (百万元)	499,720
总股本/流通 A 股 (百万股)	28,265/20,8
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/7,441
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	0
日均成交值 (百万元)	190

52 周内股价走势图



相关报告

《未来 2-3 年内相对行业增速将上拐》
2012.08.29

《浮亏基本消化，寿险趋势向好》2012.08.29

《新产品、新战略、新投资》2012.06.28

《浮亏已消化，业绩拐点出现》2012.04.26

《中国人寿 2011 年业绩发布会议纪要》
2012.03.27

表 1: 预计国寿 12 年盈利下降 17.3%

	一季度		二季度		三季度		四季度		1-3 季度		全年	
	净利	EPS	净利	EPS	净利	EPS	净利	EPS	净利	EPS	净利	EPS
2012	56.25	0.20	40.1	0.14	-21.12	-0.07	76.36	0.27	75.23	0.27	151.59	0.54
2011	79.71	0.28	50.52	0.18	37.53	0.13	16.14	0.06	167.17	0.59	183.31	0.65
增长	-29.4%	-29.4%	-20.6%	-20.6%	-156.3%	-156.3%	373.1%	373.1%	-55.0%	-55.0%	-17.3%	-17.3%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表 2: 三季度净资产变动预测

单位: 亿元	国寿	太保	新华
浮盈浮亏归属于股东的比例	75.0%	75.0%	44%
2012 年中投资资产	16,616	5,866	4,529
权益占比	9.9%	9.6%	7.4%
按市价计量债券的占比	22.9%	11.4%	12.2%
三季度股债市涨跌幅			
股市变动	-6.8%	-6.8%	-6.8%
债市变动	-1.2%	-1.2%	-1.2%
权益资产浮盈 (亏)	-114	-39	-23
债券浮盈 (亏)	-46	-8	-7
股债市变动产生的净资产变动	-120	-35	-13
2012 年中净资产	2,135	817	349
股债市变化引起的净资产变化	-5.6%	-4.3%	-3.8%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究。除了股债市影响之外, 若综合考虑盈利等其他因素, 估计三季度国寿净资产下降 4.3%。

表 3: 国寿关键估值指标

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
每股内涵价值	8.94	8.49	10.09	10.55	10.36	11.09	12.03	13.15
每股新业务价值	0.43	0.49	0.63	0.70	0.71	0.75	0.86	0.99
每股收益	0.99	0.36	1.16	1.19	0.65	0.54	0.72	0.96
每股净资产	6.02	4.77	7.47	7.38	6.78	7.48	8.48	9.79
P/EV	1.98	2.08	1.75	1.68	1.71	1.59	1.47	1.34
新业务价值倍数	20.52	18.65	12.11	10.16	10.24	8.80	6.56	4.58
市盈率	17.86	49.64	15.24	14.86	27.26	33.03	24.43	18.42
市净率	2.94	3.70	2.37	2.39	2.61	2.36	2.08	1.81

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		