

中国人寿(601628)年报点评

谨慎推荐

——新会计准则下净资产增长幅度大

维持评级

金融/保险

发布时间：2010年4月8日

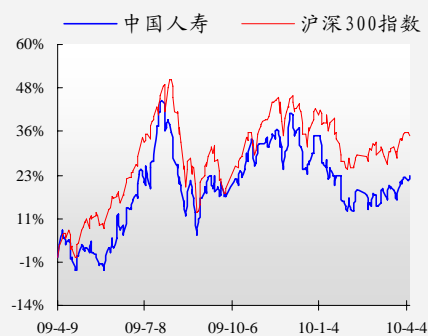
投资要点:

- 2009年,中国人寿实现营业收入3420.3亿元,同比增长0.3%,实现归属于母公司的净利润328.8亿元,同比增长227%。在新会计准则下,由于保险公司首年费用可以隐性递延,因此,利润大幅度上升。另外,由于准备金计提发生变化,准备金计提减少,导致公司净资产大幅度增加,2009年,公司每股净资产7.47亿元,比2008年增长56.6%。
- 截至2009年底,股票投资额度为1030亿元,比年初提高150%,基金投资额度为763.8亿元,比年初提高125%。目前权益类投资占比为15.3%,比年初提高7.3个百分点,比2009年中期提高1.9个百分点。
- 在总保费收入下降的情况下,公司大力加强结构调整,期缴业务结构持续改善,产品利润率增加。公司10年期及以上首年期交保费占首年期交保费的比重由2008年同期的38.32%提升至49.71%。10年以上期交保费的大幅度增加,提高了产品的毛利率。因此,在首年年化保费增长幅度较小的情况下,公司的一年新业务价值增长幅度较大,同比增长了27.2%。
- 我们假设新业务的增长速度为25%,在30倍新业务倍数的假设下,公司估值为35元。维持“谨慎推荐”评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	34,202,600	9.25	3,288,100	71.8	1.16		24.4	
2010E	45,567,412	33.2	3,987,504	20.7	1.39		20.4	
2011E	47,671,282	4.6	3,844,568	-3.6	1.34		21.1	
2012E	64,942,674	36.2	4,193,585	9.1	1.46		19.4	

走势图



市场数据

2010-4-8

收盘价:	28.32元
52周最高价:	34.68元
52周最低价:	22.40元
平均持仓成本:	29.12元

基本数据

2009Q4

总股本(万股):	2,826,471
流通A股(万股):	2,082,353
每股收益(元):	1.16
每股净资产(元):	7.47
每股经营现金流(元):	5.30
市净率:	3.79

分析师: 赵新安

执业证书编号: S0550209030096

TEL: (8621)63367000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxinan@sina.com

地址: 上海市延安东路45号20楼

邮编: 200002

一、总体经营状况

2009年，中国人寿实现营业收入3420.3亿元，同比增长0.3%，实现营业利润418.6亿元，同比增长430%，实现归属于母公司的净利润328.8亿元，同比增长227%。每股收益1.16元，同比增长222%。

在新会计准则下，由于保险公司首年费用可以隐性递延，利润实现时点前移，营业支出同比减少，因此，利润大幅度上升。

另外，由于准备金计提发生变化，准备金计提减少，公司负债下降，导致公司净资产大幅度增加，2009年，公司每股净资产7.47亿元，比2008年增长56.6%。

表1、赢利状况同比与环比变动

单位：元

	2008-12-31	2009-12-31	同比
一、营业收入	341,074,000,000.00	342,026,000,000.00	0.3%
已赚保费	294,939,000,000.00	275,077,000,000.00	-7%
保费业务收入	295,579,000,000.00	275,970,000,000.00	-7%
投资净收益	53,339,000,000.00	62,807,000,000.00	18%
公允价值变动净收益	-8,316,000,000.00	1,636,000,000.00	120%
二、营业支出	333,169,000,000	300,164,000,000	-10%
退保金	39,131,000,000	23,320,000,000	-40%
赔付支出	79,235,000,000	59,308,000,000	-25%
提取保险责任准备金	155,911,000,000	154,531,000,000	-1%
保户红利支出	1,671,000,000	14,487,000,000	767%
营业税金及附加	1,026,000,000	1,188,000,000	16%
手续费及佣金支出	24,200,000,000	22,936,000,000	-5%
管理费用	17,340,000,000	19,238,000,000	11%
其他业务成本	900,000,000	3,093,000,000	244%
三、营业利润	7,905,000,000	41,862,000,000	430%
四、利润总额	7,859,000,000	41,745,000,000	431%
减：所得税	-2,346,000,000	8,709,000,000	-471%
五、净利润	10,205,000,000	33,036,000,000	224%
归属于母公司所有者的净利润	10,068,000,000	32,881,000,000	227%
六、每股收益	0.36	1.16	222%

资料来源：公司公告

表2、会计准则调整使赢利时点前移

单位：百万元

	2009年	2008年		
		调整后	调整前	调整前后变动
营业收入	342,026	313,067	341,074	-8.2%
其中：已赚保费	275,077	265,177	294,939	-10.1%

营业支出	300,164	293,062	333,169	-12.0%
其中：赔付支出	59,308	71,581	79,235	-9.7%
营业利润	41,862	20,005	7,905	153.1%
利润总额	41,745	19,959	7,859	154.0%
归属于公司股东的净利润	32,881	19,137	10,068	90.1%
扣除非经常性损益后的净利润	32,969	19,172	10,102	89.8%
资产总计	1,226,257	987,493	990,164	-0.3%
其中：投资资产	1,172,093	937,390	937,098	0.0%
负债合计	1,013,481	812,622	854,283	-4.9%
归属于公司股东的股东权益	211,072	173,947	134,957	28.9%
每股计（元/股）				
每股收益（基本与稀释）	1.16	0.68	0.36	
扣除非经常性损益后的基本每股收益	1.17	0.68	0.36	
归属于公司股东的每股净资产	7.47	6.15	4.77	

资料来源：公司公告

2009年，适时调整投资资产布局，降低固定收益品种配置比例，提高权益类资产配置比例。2009年，公司实现总投资收益644亿元，其中公允价值变动收益为16.36亿元。投资收益加公允价值变动收益同比增长33.2%，也是推动业绩增长的主要动力。

二、保费收入分析

从中国人寿的总保费收入状况来看，2009年，总保费收入同比下降0.18%。在总保费收入下降的情况下，公司大力加强结构调整，对于个险，重点发展10年以上的期缴业务，期缴业务结构持续改善。对于银保业务，提高银保期缴率，银保长险首年期缴保费增长幅度较大。公司首年期交保费占长险首年保费比重由2008年同期的21.39%提升至25.42%，10年期及以上首年期交保费占首年期交保费的比重由2008年同期的38.32%提升至49.71%。10年以上期交保费的大幅度增加，提高了产品的毛利率。

从产品结构上来说，中国人寿保费收入的增长主要来自于传产品和分红产品。个险渠道的分红和传统产品以及银保渠道的分红产品占绝对比重。分红产品由于保障成分高，产品透明程度低，同业竞争程度低，边际利润率高，因此成为公司的主打产品。

表3、产品结构

个险	险种	占比
	传统	44%
银保	分红	55%
	万能	0.3%
	传统	0.01%
	分红	94%
	万能	6%
	投连	0.03%

资料来源：东北证券研究所

三、投资收益

2009年，由于投资环境向好，中国人寿及时调整投资资产布局，降低固定收益品种配置比例，提高权益类资产配置比例。总投资收益额为644.4亿元，投资收益加公允价值变动收益同比增长43.1%，总投资收益率为5.78%，同比提高了2.3个百分点。

表4、投资收益变动

单位：元

	2008年	2009年	同比
投资净收益	53,339,000,000	62,807,000,000	17.8%
公允价值变动净收益	-8,316,000,000	1,636,000,000	119.7%
合计	45,023,000,000	64,443,000,000	43.1%

资料来源：公司公告

四、资产配置状况

截至2009年底，股票投资额度为1030亿元，比年初提高150%，基金投资额度为763.8亿元，比年初提高125%。目前权益类投资占比为15.3%，比年初提高7.3个百分点，比2009年中期提高1.9个百分点。

表5、资产配置状况

单位：百万

	2009年12月		2009年6月		2008年12月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	36,176	3.1%	61,279	5.87%	34,074	3.64%
定期存款	344,983	29.4%	276,438	26.50%	228,272	24.35%
债券	582,285	49.7%	537,260	51.51%	575,871	61.43%
基金	76,386	6.5%	57,628	5.52%	33,970	3.62%
股票	103,018	8.8%	82,221	7.88%	41,119	4.39%
其他方式	29,245	2.5%	28,234	2.71%	24,084	2.57%
合计	1,172,093	100.0%	1,043,060	100%	937,390	100.00%

资料来源：公司公告

由于利率维持低位，公司债券投资比例有所降低，而现金及现金等价物

等占比提高速度较快，说明公司在在固定资产配置方面买入速度较慢，低利率局面影响了固定收益资产的配置，使资产与负债的久期更加不匹配。

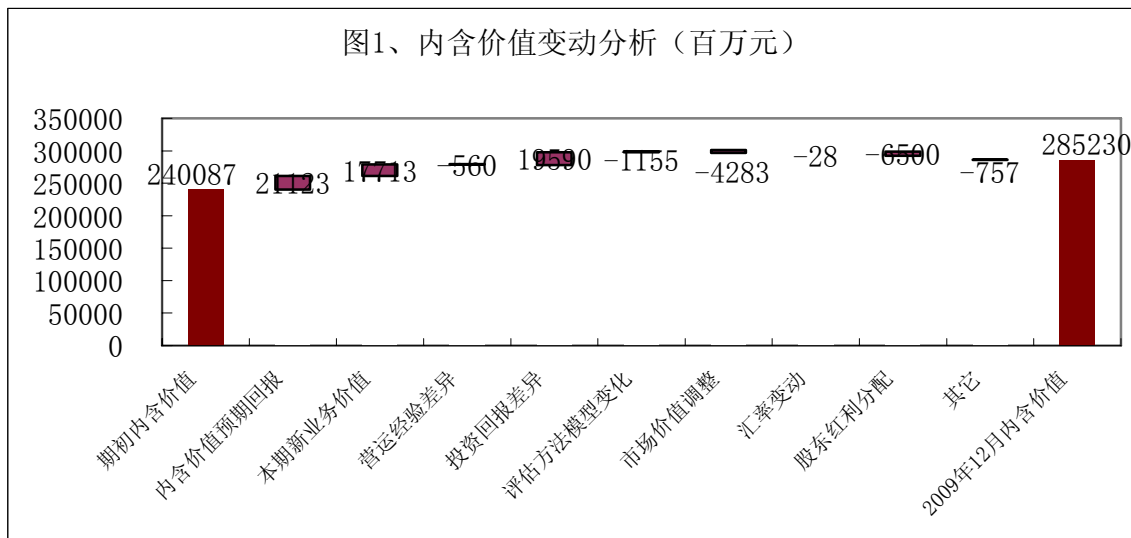
五、内含价值同比增长

在总保费收入下降的情况下，公司大力加强结构调整，期缴业务结构持续改善，产品利润率增加。公司 10 年期及以上首年期交保费占首年期交保费的比重由 2008 年同期的 38.32%提升至 49.71%。10 年以上期交保费的大幅度增加，提高了产品的毛利率。因此，在首年年化保费增长幅度较小的情况下，公司的一年新业务价值增长幅度较大，同比增长了 27.2%。

表 6、内含价值及一年新业务价值变动

	2009 年	2008 年	同比
首年年化保费	527.12	505.74	4.2%
一年新业务价值	177	139	27.2%
内含价值	2852	2401	18.8%

资料来源：公司公告



资料来源：公司公告

五、估值水平

我们假设新业务的增长速度为 25%，在 30 倍新业务倍数的假设下，公司估值为 35 元。维持“谨慎推荐”评级。

表 7、中国人寿估值水平

单位：百万元

	2008 年	2009 年	2010 年 E
调整净资产价值	137,816	159,948	175942.8
有效业务价值	102,271	125,282	150338.4
内含价值	240,087	285,230	326281.2
股数	28264.7	28264.7	28264.7
每股内含价值(元)	8.5	10.1	11.5
新业务价值(元)	13,924	17,713	22141.3
每股新业务价值(元)	0.49	0.63	0.78
新业务倍数	20.5	34	30
评估价值(元)	18.6	31.69	35.0

表 8、盈利预测

单位：元

中国人寿				
保险公司 - 利润表 (单位：元)	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
一、营业收入	342026000000	455674120000	476712820000	649426744800
已赚保费	275077000000	420978370000	424399740000	576188432800
保费业务收入	275970000000	422677970000	449280080000	611020908800
减：分出保费	158000000	-401800000	-344400000	-482160000
减：提取未到期责任准备金	735000000	1297800000	1112400000	1557360000
投资净收益	62807000000	29336450000	24535940000	34350316000
公允价值变动净收益	1636000000	831600000	831600000	1164240000
汇兑净收益	-28000000	-453500000	-1088400000	-1523760000
其他业务收入	2534000000	2422800000	2422800000	3391920000
二、营业支出	300164000000	402500403600	425444910000	593502484400
退保金	23320000000	42261480000	45000650000	63000910000
赔付支出	59308000000	87158500000	91120250000	127568350000
减：摊回赔付支出	107000000	-88550000	-88550000	-123970000
提取保险责任准备金	154531000000	187093200000	212038960000	294734154400
减：摊回保险责任准备金	14000000	-154100000	-154100000	-215740000
保户红利支出	14487000000	1921650000	2339400000	3275160000
营业税金及附加	1188000000	13670223600	1179900000	1651860000
手续费及佣金支出	22936000000	31460000000	36300000000	50820000000
管理费用	19238000000	20808000000	20808000000	29131200000
减：摊回分保费用	-17000000	61250000	56350000	78890000
其他业务成本	3093000000	1125000000	1035000000	1449000000
资产减值损失	2167000000	17183750000	15809050000	22132670000
三、营业利润	41862000000	53173716400	51267910000	55924260400
加：营业外收入	96000000	98000000	98000000	137200000
减：营业外支出	213000000	105000000	105000000	147000000
四、利润总额	41745000000	53166716400	51260910000	55914460400

减：所得税	8709000000	13291679100	12815227500	13978615100
五、净利润	33036000000	39875037300	38445682500	41935845300
减：少数股东损益	1550000000	535314073	516125282	567737810
归属母公司所有者净利润	32881000000	39339723227	37929557218	41368107490
六、每股收益	1.16	1.39	1.34	1.46

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。