

中性 维持

中国人寿 (601628)

2008 年 12 月 31 日

中国人寿续展关联交易点评

保险行业分析师: 潘洪文
panhw@htsec.com
021-23219389

中国人寿 12 月 31 日公告续展保险业务代理协议及委托投资管理协议。本公司与集团公司于 2008 年 12 月 30 日订立确认书, 据此, 双方确认将保险业务代理协议延期至 2011 年 12 月 31 日。另外, 资产管理公司分别与本公司和集团公司于 2008 年 12 月 30 日订立续展本公司保险资金委托投资管理协议及续展集团公司委托投资管理协议, 续展期分别为一年和三年。

点评:

本公司、集团公司和资产管理公司三者关系及代理保险业务历史说明。集团公司是本公司的控股股东, 持有本公司 68.37% 的股权。资产管理公司是本公司持有 60% 股权的子公司, 且集团公司持有剩余 40% 股权。根据本公司和集团公司于 2003 年 9 月 30 日订立的《重组协议》和《避免同业竞争及优先交易权协议》, 集团公司保留了非转移保单项下的保险业务, 并与本公司签订《保险业务代理协议》委托本公司对非转移保单项下的业务进行代理。中国人寿 1999 年前出售的高利率保单均属于非转移保单业务。

续展保险业务代理协议符合我们预期, 既避免了本公司和集团公司间的同业竞争, 公司又能取得稳定费差而不承担投资风险和死亡风险。代理集团保险业的服务费计算方式等于以下两项之和: (1) 截至该期间最后一日仍有效的非转移保单的数量乘以人民币 8.0 元; (2) 相关计费期间当期实收保费的 2.5%。同时, 本公司作为服务供货商不享有或承担非转移保单项下的保险人的权利和义务。可见, 本公司代理非转移保单但并不承担相应投资和死亡风险, 只赚取稳定的费差, 这有助于更好利用公司现有的资源。

尽管实收保费的 2.5% 作为服务费看似低于目前新单所收取的续期费用, 但新单在保单开始前几年由于较高保单获取成本, 费差其实很小, 而代理保单业务不存在获取成本, 因此利用公司现有保单服务能力赚取稳定费差对公司是较有利的, 有利于达到规模效应从而节省成本。

从历史数据来看, 2006-1H2008 集团公司根据保险业务代理协议向本公司支付服务费分别为 15.55 亿、14.26 亿和 6.47 亿。考虑到部分保单逐渐结束缴费期以及满期或赔付, 历史服务费还是较为平稳, 并未出现较大下降。

续展本公司保险资金委托投资管理协议一年及续展集团公司委托投资管理协议三年, 总体对公司有利。一方面, 由于续展集团公司委托投资管理协议, 因此资产管理公司管理费收入增加, 从而导致持有资产管理公司 60% 股权的上市公司管理费收入增加。另一方面, 由于保险资产管理公司、集团公司和本公司是关联方, 因此续展相关协议时我们需关注是否保持相关利益人之间的公平性, 使得股份公司股东利益不受侵害。

资产管理公司管理本公司资金收取的服务费由两部分组成: 固定服务费和浮动服务费。固定服务费按月支付, 其计算方法是参照每类被管理资产的资产净值和各方预先公平确定的适用管理费率。浮动服务费按年支付, 其计算方法是参照每年的固定服务费和本公司对资产管理公司的年度考核结果。

资产管理公司管理集团公司资金收取的服务费每年按照 0.05% 的费率以现金向资产管理公司支付服务费。服务费按月计算, 用某月初和月末受委托管理资产的资产净值平均值 (扣除正回购融入资金及利息后) 乘以 0.05% 的费率, 再除以 12。

从历史数据来看, 本公司 2006-1H2008 支付投资管理服务费分别为 2.83 亿、3.90 亿和 1.95 亿, 而集团公司 2006-1H2008 支付投资管理服务费分别为 0.84 亿、1.04 亿和 1.89 亿。从该数据可以看出集团公司 2008 年上半年支付管理服务费用突然大幅增长, 而本公司支付服务费 2008 年上半年基本与去年同期持平。

由于两种收费方法完全不同，因此我们无法比较两种收费标准孰高孰低，从历史数据中我们也看不出本公司支付更高投资管理费。

投资建议。中国人寿经营依然非常稳健，相比中国平安和中国太保具备三方面优势：（1）没有高利率保单，资金成本相对最低；（2）每股浮亏相对最低；（3）债券投资的久期显著长于同业，更易应对持续较长的低利率环境。但从估值来看，公司股价明显偏贵。

在 5%投资收益率、15 倍新业务倍数和 11.5%贴现率假设下，中国人寿对应 2008 年底估值为 15.7 元。目前公司股价为 18.58 元，对应 4.2 倍 PB 和 20.6 倍隐含新业务倍数，显著高于主要竞争对手，我们仍维持“中性”投资评级。

主要风险。主要风险包括较低的年报业绩（对应非常高的 P/E）风险、明年继续大幅减息对保险股利空、一季度保费很可能出现大幅负增长。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

潘洪文：金融保险行业

重点研究上市公司：中国人寿、中国平安、中国太保。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。