

保险 III



田辉

非银行金融行业研究员

021-3856 5945

tianhui@xyzq.com.cn

中国人寿 (601628)

坚定战略调整 迎接行业变革

中性 (维持)

2009 年 9 月 8 日

投资要点

- 公司寿险业务坚持业务结构改善, 大力发展长期期缴业务, 其中分红险业务仍是重点。公司业务结构调整方向为提升期缴业务、尤其是长期期缴业务的比重。3 年期期缴产品促进公司 08 年期缴业务增长, 而 09 年公司着力提升 5 年以上的期缴产品的销售力度, 其中“美满一生”产品中 12 年期缴产品和瑞鑫的期缴产品也取得较快增长; 公司 10 年以上期缴产品增长 44%, 银保期缴上升 197%。业务结构改善, 公司在趸缴下降的情况下个险只下降 1%, 09 年上半年新业务价值同比增长 38%。
- 个险渠道建设是公司规模稳定增长的基础, 因为目前对行业而言, 太平人寿的银保业务模式不易复制。①公司营销队伍建设的总的原则是: 适度增员, 强化培训。目前公司个险代理人达到 74 万人, 比年初增加 2.4 万人。目前公司个险代理人留存率为: 1 年内 61%, 1-3 年 73%, 3-5 年 80%, 5 年以上 88%, 整体上处于较高水平。除了公司的营销队伍建设取得成效外, 公司目前在农村市场渠道的独占性也是影响因素之一。②提高代理人产能是目前的重中之重。目前台湾代理人占人口比重为 0.1%, 而我国寿险代理人已达 270.75 万人, 占人口的比重为 0.2%。延税型险种推出对个险产能提高是关键推动因素。
- 作为寿险公司, 业务价值的提升由规模增长和利润率共同决定。目前行业规模有效增长的最主要的预期是延税型年金在上海试点的推出, 该险种将更大程度上满足个人的综合理财需求, 个人年金业务将成为公司未来规模增长的推动力。
- 财务报表变更将在年底对公司财务结果产生一定影响。保险公司 AH 会计报告的并轨仍在进行之中。目前预计对公司内含价值影响不大, 但是对净资产和准备金将产生一定影响。同时, 综合收益表的推出可能会改变公司投资资产划分, 而公司目前交易性金融资产占比较少。
- 公司将加大 PE 投资的力度, 提升长期投资收益水平。一是低利率导致固定收益类投资久期缩短, 比重下降, 公司不得不加大股权投资比重, 以提升收益和久期; 二是公司权益投资维持较高仓位, 相对二级市场投资的高波动性对, 一级市场股权投资仍存在较大价值。公司 PE 投资的重点仍是金融行业, 如国开行、农行等优质资源均成为公司 PE 的目标。此外, 公司此前投资的广发行业务也步入良性发展阶段。
- 我们预计公司 2009 年、2010 年和 2011 年每股收益分别为 0.9 元、1.08 元和 0.93 元, 合理估值区间为 25.43 - 29.05 元。维持“中性”的投资评级。

附表

资产负债表

单位: 十亿元	2008A	2009E	2010E	2011E
流动资产				
现金及现金等价物	44.56	98.44	114.94	133.44
债券	575.89	408.16	407.16	418.16
定期存款	228.27	263.26	345.76	385.76
权益投资	74.78	200.28	226.68	319.18
存出资本保证金	6.15	6.15	6.15	6.15
保单质押贷款	8.68	32.00	47.00	76.60
长期股权投资	8.22	10.00	20.00	30.00
其他资产	49.10	156.39	234.08	268.27
资产合计	990.16	1174.6	1401.7	1637.5
未到期责任准备金	6.64	6.58	6.91	7.26
未决赔款准备金	2.63	2.02	2.12	2.23
寿险责任准备金	761.35	920.01	1111.4	1315.5
长期健康险责任准备金	7.77	4.88	5.37	5.91
其他负债	75.89	79.69	83.67	87.85
负债合计	854.28	1013.1	1209.5	1418.8
股本	134.96	160.30	190.76	217.11
归属母公司所有者权益	0.92	1.22	1.45	1.65
少数股东权益	135.88	161.52	192.21	218.76
股东权益合计	990.16	1174.6	1401.7	1637.5
负债与股东权益合计				

估值表

	A	2009E	2010E	2011E
期初内含价值	240.09	267.10	297.92	
内含价值的预期回报	17.91	20.24	23.77	
本期内新业务的价值	9.10	10.57	12.30	
营运经验的差异	0.00	0.00	0.00	
投资回报的差异	0.00	0.00	0.00	
假设和模型的变化	0.00	0.00	0.00	
市场价值调整	0.00	0.00	0.00	
融资	0.00	0.00	0.00	
其它	0.00	0.00	0.00	
假设调整	0.00	0.00	0.00	
期末内含价值	267.10	297.92	333.99	
新业务乘数	0.03	0.03	0.03	
未来新业务价值	318.32	369.61	430.15	
评估价值	585.42	667.53	764.14	
股本	28.27	28.27	28.27	
每股价值	20.71	23.62	27.03	

利润表

单位: 十亿元	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	341.07	384.17	422.53	449.51
已赚保费	294.94	296.97	326.22	353.58
投资收益及公允价值变动	45.02	89.00	98.42	98.42
其他收入	-7.20	-1.49	-1.78	-2.14
二、营业支出	-333.1	-352.5	-383.4	-414.5
退保金	-39.13	-39.13	-40.95	-42.43
赔付支出	-79.24	-92.52	-93.33	-104.2
提取保险责任准备金	-155.9	-167.9	-192.4	-205.0
保单红利支出	-1.67	-4.86	-5.78	-6.81
营业税及附加	-1.03	-0.85	-0.93	-0.94
手续费及佣金支出	-24.20	-24.47	-27.60	-31.07
业务及管理费	-17.34	-19.54	-21.39	-23.08
其他业务成本	-0.90	-0.60	-0.60	-0.60
减值准备	-13.75	-2.24	0.00	0.00
三、营业利润	7.91	31.60	39.12	34.93
营业外收支	-0.05	0.00	0.00	0.00
四、利润总额	7.86	31.60	39.12	34.93
所得税费用	2.35	-6.40	-8.84	-8.73
五、净利润	10.21	25.20	30.29	26.20
六、归属股东净利	10.07	25.34	30.46	26.36
每股收益	0.36	0.90	1.08	0.93

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元戩

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。