

2010-09-10
人寿与健康保险

中国人寿 601628.SH

企业责任 VS 股东利益：中国人寿的优先选择？

分析师：肖超虎（执业证书编号：S0930210010237）

联系人：唐圣波，北美精算师 021-22169078

tangsb@ebscn.com

◇事件：2010年中国人寿全球分析师/投资者开放日会议纪要

会议先由公司副总裁苏恒轩先生介绍中国人寿销售策略，然后是品牌宣传部总经理王义杰先生介绍公司履行社会责任的情况，接着是副总裁刘家德先生解读新会计准则对中国人寿的影响。最后董事长杨超先生、总裁万峰先生以及总精算师邵慧中女士也参与问答环节。

问答部分的会议纪要根据业务职能模块整理归类如下：

◆销售

1、保险营销体制改革以及代理人人力成本上升带来的挑战

公司管理层：公司与个人代理人签订代理合同，不同于一般劳动合同。营销员人力成本对公司的压力主要来自固定成本部分，而固定成本占个人营销员薪水的比重很低，营销员薪水主要靠销售业绩提成。管理层认为，公司可以通过加强代理人管理，包括提升产能、有效增员等来缓解代理人成本上升的压力。另外，公司高度关注监管部门对营销员制度改革的指导意见和措施，将根据监管规定积极应对。

2、人均产能提升和增员速度放缓的原因

公司管理层：代理人产能受多种因素的影响，同业不具备可比性。因素包括公司发展策略、产品类型、业务区域等。中国人寿以保障性的传统业务和分红险业务为主，件均保费低于储蓄性的万能险和投连险；中国人寿农村区域的业务占比高于市场，也是导致件均保费低于同业的原因之一。另外，公司2010年上半年营销员人力下降主要是由于公司加强了新修订基本法的推广力度，加强了代理人素质管理和业绩考核，主动淘汰地结果。公司有效人力和13月留存率都维持在较高水平。

3、电子商务销售渠道的定位与规划

公司管理层：电子商务渠道特别是电销渠道，去年开始增长迅猛，但是由于基数低，渠道业务占比仍然非常低，1%都不到。公司研究欧美等国际市场的新渠道发展情况，电销都没有成为主流渠道。寿险方面的主流渠道还是个代渠道以及银保渠道。公司去年开始也与中国移动、中国联通以及淘宝网等电子商务合作商商谈过，但由于保险产品的复杂性，难以通过电话或者网络销售。公司比较重视简易、短期以及简单标准化产品的电子商务销售渠道建设，但目前仍以个人与银保渠道作为主要发展渠道。

◆产品

1、企业年金的进展情况以及政策期待

公司管理层：公司目前企业年金业务主要来自国有大型企业，中小型企业客户相对很少。我国商

业补充养老保险具有很大的发展空间，潜力巨大。对于上海、天津和深圳均有提到的个税递延养老金业务，公司已经在产品和系统等方面做好充分的准备，只等监管政策的放行。

2、农村保险产品的发展情况以及利润情况

公司管理层：近期公司刚在陕西召开了小额农村保险的会议，保监会也对此非常重视。农村保险现在基数小、潜力大；产品小，规模可以做大。公司在农村保险市场具有先发优势，拥有广大的网络基础和销售队伍。公司利用退休农村干部作为农村保险的销售管理人员，充分利用他们对农民保险需求的了解，以及在农民中的信任度来推进农民保险的发展。同时，公司在政府的授权下，积极与地方政府合作，开展新农保养老金的托管工作，利用管理和发放法定养老金的机会，建立农村保险客户信息，抢占农村保险市场，为今后发展商业农村保险打下坚实的基础。另外，从公司现有经验数据来看，小额农业保险类似于团险销售的方式，一村一村的进行销售，费用率低，有一定利润。

3、中国保险市场消费者的需求与公司的产品定位

公司管理层：中国保险业处于初级市场阶段，是卖方市场，就是保险公司卖什么客户就买什么，主导性在保险公司，消费者鉴别能力较弱。所以保险的发展策略决定了产品供给结构，也就决定了市场产品结构。由于不同保险公司采取不同的发展战略，在产品结构上就存在较大的差异。虽然市场其他主体以吸收资金为目的，大力发展储蓄型和投资型产品，但中国人寿顺应政府的号召以及客户的需求，致力于提供以保障性为主的产品。

◆财务

1、《国际财务报告准则第 4 号—保险合同》第二阶段征求意见稿的影响

背景资料：征求意见稿在履约现金流、贴现率、风险调整、剩余边际、获取成本、分红特征、列报和披露、再保险等 19 个方面提出了近 50 个问题以广泛征求意见。征求意见稿提出按照“汇总边际法”（Summarized margin approach）采用利源的方式来列示利润表，应至少列示剩余边际的摊销、风险调整的变动、首日损失或利得、经验调整、假设变化、投资收益与保险负债利息成本分开列示等。

公司管理层：现行新准则下的财务结果是基于利源分析的利差、死差和费差得到，只是没有按照利源分析来展示财务结果。而详细披露利源分析结果、剩余边际和风险边际的逐年摊销情况是国际会计准则发展的大方向。

2、新业务价值增长情况与下半年计划

公司管理层认为，2009 年上半年新业务价值同比 30%以上的高速增长是不可持续的，只是公司管理层短期业务结构调整的结果。公司在正常情况下的业务节奏是上半年注重规模发展，而下半年则注重效益和价值，但是 2009 年公司采用了不同的业务政策改变了业务节奏，2009 年上半年注重业务价值的发展，下半年主抓规模发展。2010 年公司业务节奏回到正常轨道。节奏的变化导致 2010 年上半年新业务价值增速放缓，但下半年新业务价值增速将有所回升。另外，2010 年上半年公司基于现金流折现的新业务价值边际利润率是上升的，与采用简单算法得到的 APE Margin 下滑结论相反。公司已将内涵价值的稳步增长目标放入公司“十一五”规划，强调公司以业务价值为导向的发展政策。

3、折现率变动对财务结果的影响

公司管理层：由于 2007-2008 年国债收益率处于最高峰，如果今年下半年国债收益率维持现有低位水平，按照 750 天移动平均国债收益率加上流动性溢价来计算的准备金评估利率在年底大概会下降 10bp，影响税前利润 50 亿，税后利润 30 多亿。公司采用的流动性溢价平均在 30bp，低于 100bp 同业水平，70bp 的差异影响公司税前利润约 400 亿左右。中国人寿准备金评估相比同业还是非常保守的。公司是否调整流动性溢价主要取决于①同业比较②负债的流动性，例如当传统账户的久期变长时，就会考虑增加流动性溢价③国际会计准则修订后实施的会计准则要求。国际会计准则预计明年年终定稿，2013 年有望正式出台。

◆战略

1、集团综合金融战略，特别是发展银行业务的计划

公司管理层：集团定位是，资源配置合理，综合优势明显，主业特强，适度多元。寿险、产险、养老险等保险业务是中国人寿的核心主业，而银行、证券、基金、信托等非保险业务，属于适度多元的范畴。发展适度多元业务以服务核心主业为主。中国人寿作为财务投资者，目前持有广发银行和民生银行部分股权。未来可能控股一家银行，但中国人寿发展银行业务的核心原则是看是否有利于中国人寿整体战略以及与主业发展的互动，不会仅仅为了控股银行而进行并购。

◆其他

管理层对分析师关注保费/利润/内涵价值（EV）/产能等指标的分析思路提出了如下建议：

1、保费/利润

公司管理层：分析师在关注保费的同时，还应该关注保额和保单件数指标。保额代表公司承担的风险，承担的社会责任；件数也是反映销售能力的重要指标。应该结合这些指标来判断一个公司的销售能力。保费是对公司角度来看的，利润是从股东角度来看的，而保额则是从社会责任角度来看。

2、内涵价值（EV）

公司管理层：内涵价值是专门被用来对寿险业务进行估值的方法，但并不是寿险公司从事的所有业务都应该纳入 EV 估值的范畴。新准则下进入财务报表的保障型保险业务才适合用内涵价值来估值，而投资型的非保险合同则应该分离开来，采用 PE 或者 PB 进行估值。如果仅仅对比传统和分红业务的内涵价值和新业务价值增长情况，中国人寿肯定不会低于同业，这才具有可比性。

3、产能

公司管理层：建议分析师对公司的产能提升不要期望过高，因为在销售人员发展成熟之后，人力资源是固定维护的，产能基本处于饱和状态，如果就人均首年保费产能指标来看，取得每年 10-20%的持续提升是非常困难的。所以现在公司发展业务的策略主要还是通过人力的增长来拓展保费规模。

◆投资建议

我们维持中国人寿目标价 26 元，增持的投资评级。我们认为，公司投资价值主要来自于我国保险业的巨大发展潜力。公司最大的优势在于强大的政府背景，最大的潜在发展机遇来自于与政府政策高度相关的农村保险业务。考虑到公司商业保险市场份额提升空间有限、管理体制的市场应变能力存在缺陷、以及企业社会责任的重大政治意义高于股东经济利益的特性，我们保险股的推荐顺序仍然是中国平安（买入）>中国太保（买入）>中国人寿（增持）

图表 1: 精算评估与业绩预测 (单位: 元)

精算评估与业绩预测	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
每股净利润 (元)	0.68	1.16	1.11	1.34	1.54
每股净资产 (元)	6.15	7.47	7.53	8.29	9.17
每股内含价值 (元)	8.49	10.09	11.42	12.30	13.42
每股新业务价值 (元)	0.49	0.63	0.70	0.76	0.84
P/E	33	19	20	17	14
P/B	3.6	3.0	2.9	2.7	2.4
P/EV	2.6	2.2	1.9	1.8	1.6
隐含新业务价值倍数	27.6	19.2	15.4	12.9	10.3
股息收益率	1.0%	3.2%	2.5%	3.0%	3.5%
净资产 (资本变动前) 增速	-7.1%	25.0%	10.3%	17.6%	18.6%
内涵价值增长率(调整)	-1.8%	22.2%	10.3%	7.7%	9.1%
新业务价值增长率(调整)	12.6%	29.2%	11.0%	9.4%	10.4%
标准保费增长率	25.1%	6.3%	15.1%	10.6%	11.5%

资料来源: 公司数据, 光大证券研究所(内涵价值以及新业务价值增长率已调整至相同口径)

图表 2: 估值 (单位: 元)

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
调整后净资产	4.88	5.66	5.37	5.35	5.19
有效业务价值	3.62	4.43	5.34	6.32	7.40
内涵价值	8.49	10.09	10.70	11.67	12.59
一年期新业务价值	0.49	0.63	0.70	0.76	0.84
新业务价值倍数(NBVM)	35.6	25.4	22.0	18.8	16.0
估值	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0
P/EV	3.06	2.58	2.43	2.23	2.07

资料来源: 公司数据, 光大证券研究所

图表 3: 投资收益预测 (单位: 百万元)

	2008A	2009A	1H10A	2010E	2011E	2012E
总投资收益						
现金及存款	12,074	11,977	8,071	16,173	18,160	20,316
债权投资	25,382	26,828	13,116	28,419	32,524	38,190
股权投资	(6,409)	22,770	9,351	9,418	17,812	22,259
其他投资	685	718	1,138	961	1,543	2,349
投资资产合计	31,732	62,293	31,676	54,971	70,039	83,114
总投资收益率						
现金及存款	5.3%	3.7%	1.9%	4.0%	4.0%	4.0%
债权投资	5.0%	4.6%	2.2%	4.6%	4.6%	4.6%
股权投资	-4.7%	17.9%	5.9%	5.0%	8.0%	8.0%
其他投资	2.4%	2.1%	2.5%	2.3%	2.9%	3.3%
投资资产合计	3.5%	5.9%	2.6%	4.4%	4.9%	4.9%

资料来源: 公司数据, 光大证券研究所

图表 4: 财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
规模保费	295,579	295,041	325,354	364,397	408,124
保费收入	265,656	275,970	309,086	346,177	387,718
自留保费	265,500	275,812	308,909	345,979	387,496
已赚保费	265,177	275,077	308,095	345,066	386,474
投资收益	31,732	62,293	54,971	70,039	83,114
其他营业收入	2,437	2,506	2,838	3,179	3,560
营业收入合计	299,346	339,876	365,905	418,284	473,149
赔付及保户利益	(235,553)	(253,673)	(276,316)	(314,604)	(355,337)
综合费用	(43,788)	(44,341)	(48,152)	(53,930)	(60,401)
营业支出合计	(279,341)	(298,014)	(324,468)	(368,534)	(415,738)
营业外利润	(46)	(117)	-	-	-
税前利润	19,959	41,745	41,437	49,750	57,410
所得税	(685)	(8,709)	(7,459)	(8,955)	(10,334)
净利润	19,274	33,036	33,978	40,795	47,076
归属母公司净利润	19,137	32,881	33,819	40,604	46,856
股息支出	(0.05)	(0.14)	(0.42)	(0.23)	(0.70)
综合收益	26,434	58,812	(14,220)	43,790	24,383
归属母公司综合收益	26,316	58,610	(14,316)	43,626	24,292
资产负债表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
投资资产	945,281	1,180,563	1,315,403	1,549,975	1,814,603
其他资产	42,212	45,694	50,913	59,992	70,235
分布资产	987,493	1,226,257	1,366,317	1,609,967	1,884,838
属于保单持有人负债	727,915	885,438	1,073,541	1,286,213	1,525,951
其他负债	84,707	128,043	75,718	83,274	91,799
分布负债	812,622	1,013,481	1,149,259	1,369,487	1,617,749
股本	28,265	28,265	28,265	28,265	28,265
资本公积	63,917	74,662	65,067	64,875	65,033
留存收益及其他	82,689	109,849	123,725	147,341	173,790
股东权益	174,871	212,776	217,057	240,481	267,089
归属母公司权益	173,947	211,072	215,319	238,555	264,950
内涵价值 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
调整后净资产	137,816	159,948	151,728	151,800	147,960
有效业务价值	102,271	125,282	150,821	178,648	209,263
内涵价值	240,087	285,230	302,549	330,448	357,224
一年新业务价值	13,924	17,713	19,663	21,521	23,750

资料来源: 公司数据, 光大证券研究所

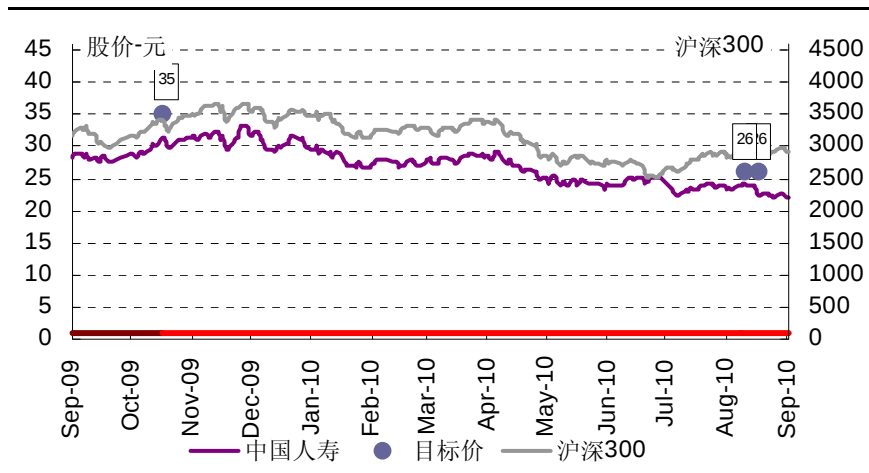
分析师介绍

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

中国人寿（601628）



日期	股价	目标	评级
2010-08-19	23.86	26.00	增持
2010-08-26	23.26	26.00	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。