

证券研究报告—动态报告/公司快评

金融

非银行金融

中国人寿 (601628)

2010 年业绩发布会简报

谨慎推荐

(维持评级)

2011 年 3 月 24 日

业务结构调整效果渐弱

证券分析师: 邵子钦 0755-82130468 shaozq@guosen.com.cn

证券分析师: 童成墩 0755-82130513 tongcd@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书

编码: S0980510120052

证券投资咨询执业资格证书

编码: S0980510120043

事项:

中国人寿举行了 2010 年业绩发布会, 并回答了分析师和投资者提问。

评论:

■ 我们的观点如下:

结构调整效果正在弱化。公司新单首年保费 (FYP) 及标准保费 (APE) 分别同比增长 11.6% 和 21.4%, 而一年新业务价值仅同比增长 12%, 说明期缴占比提升并没有对新业务价值增长带来额外贡献。我们认为原因包括:

① 公司个险业务结构改善空间不大, 预计个险新单期缴占比已经接近平安寿险水平;

② 预计 2010 年保费结构改善主要来自银保, 初步估计银保期缴占公司银保新单保费的 15% 左右。而银保期缴占比提升对利润率的影响远小于个险。

合理估值是 20 倍新业务倍数, 股价明显低估。在未来 5 年 10% 复合增长率, 永续增长率 3%, 贴息率 10% 的保守假设下, 公司合理新业务倍数是 20 倍, 而目前股价隐含的 2011 年、2012 年新业务倍数分别仅为 10.9 倍、6.8 倍, 股价明显低估。维持公司 “谨慎推荐” 投资评级。

问答:

■ Q1:NBEV/APE 下降原因? 银保渠道新规影响? 银保占 NBEV 比重?

去年 NBEV 上半年增长 10.9%, 全年增长 12%, 下半年增速在上升。NBEV/APE 下降原因是银保期缴较多, 增长 80%, 导致 APE 迅速增长。NBEV/新业务保费现值指标是上升的, 因为个险产品利润率在提高, 银保期缴占比大幅提升。

银保渠道是去年业务主要增长因素之一。监管政策对去年没有影响, 今年 1-2 月份开始影响, 程度不好评估。从银行中间业务收入、业务发展本身来看, 看好银保发展前景。去年银保期缴大幅增长, 保费 220 亿。银保在 NBEV 占

比提升。

去年银监 90 号文，今年保监 10 号文，淡化了 1 对 3 的合作方式，但强化了合作门槛，对长远发展有利。

■ **Q2:公司增员困难原因及对策？传统险评估利率中溢价上调 20BP 依据？**

去年整个行业增员减缓，前 7 大公司减少 15 万人。原因是劳动力增速减缓，代理人收入下降。同时，中国人寿加大考核力度，改善队伍质量。公司将积极贯彻增员政策，积极提升人力和队伍能力。

传统险折现率，需要反应负债的现金流，同时考虑目前利率和未来加息情况。750 日移动平均国债收益率曲线 2010 年底同比平均下降 13BP，而当日国债收益率同比上升 27BP。750 日均线反应滞后，因此公司改变了风险溢价。分红险折现率保持了原来的收益率曲线，但因为时间往后走了一年，短端略有提升，长期回报率没有改变。

■ **Q3:内含价值变化中，去年上半年营运经营差异 30 亿，下半年变成负数，是什么原因？**

上半年支出进度慢于下半年。另外，公司去年合并了 3 大渠道的销售费用和运营费用，销售费用反应了市场竞争态势，有一定增加，而运营管控一直比较有效。另外公司主动控制薪酬，同时也受到主管部门的约束。

■ **Q4:通货膨胀背景下，保单利率上行可能行？代理人收入下降的原因？**

保单定价利率由监管部门决定，主要看监管态度。分红险收益率可以反应一些通胀的好处，去年公司投资收益率 5.1%，分红险收益率略低于这个水平。

代理人收入决定因素包括个人素质和技能、公司的平台支持、产品形态、件均保费等。公司的代理人收入在行业中处于中游偏上，公司覆盖地域广泛，包括农村地区，拉低了 FYC。而在同一个区域内，公司营销员收入不比同行低。公司品牌、发展前景、实力等因素有利于稳定队伍。公司将有效增员，提高投入。

■ **Q5:分红险分红率和内含价值假设是否有差别？**

公司分红险按 7-3 比例分成，目前将保持这个原则，将于 4 月 30 日发放。

■ **Q6:新业务价值预期？去年准备金释放 64 亿，由哪些因素构成？**

中国市场新业务中 70%是银保，70%是趸缴，波动非常大。NBIV 和保费增长难同步。目前市场逐渐成熟，竞争激烈，成本增加，未来经营更加困难，监管更加严格，未来预期比较难。另外受资本市场波动，难以预测。

63 亿准备金，主要来自退保经营优于假设，不完全来自收益率曲线变动。750 日均线下降 13BP，通过调整溢价冲销了部分。

■ **Q7:1-2 月份，公司业务情况？**

公司前 2 个月新业务保费保持 2 位数增长，下个月公布 1 季报。

■ **Q8:偿付能力充足率目标？**

公司 2010 年偿付能力充足率下降至 212%，原因包括：派息 198 亿，业务继续增长，资本市场波动。目前资本非常充足，未来 2-3 年可以保持充足水平。公司的原则是资本有效利用，不闲置和浪费，充足率保持在监管最低限度，200%是比较合理水平。

■ **Q9:去年保费增长 15%，而利润增长为 2.3%，利润增速低于保费原因？**

去年资本市场 U 型震荡，总体投资收益率虽处于稳定水平，但同比略有下降。另外因为市场竞争因素，手续费和佣金增长幅度高于保费 4 个百分点，运营费用增幅低于保费 6-7 个百分点。在未来基础建设、队伍建设方面增加投入。

■ Q10:资产配置策略？2-3 线城市劳动力成本提升很快，在产品设计上费用是否调整？

考虑安全、收益、流动、匹配四个原则，公司固定收益类基本上稳定在 80%左右，权益类资产根据市场灵活配置。协议存款和货币政策密切相关，去年需求上升，利率上涨，今年需求有所下降，但仍然旺盛。

代理人佣金政策考虑因素：公司、客户、代理商等的利益分配关系，并符合监管规定。公司重视产品创新和研发，开发适合不同人群和区域产品。

佣金在监管上有上限。主要对策是提高产能，提高件均保费。公司新推出的附录满堂养老金，可以按 5%比例增加养老，抵御通胀。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示:

本报告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。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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。