

中国人寿 (601628)

风险出清、队伍重塑的纯寿险公司

2014年11月9日

事项:

- 中国人寿正在推动组织机构改革以促进个险业务发展。具体包括: ①裁撤部分非一线部门; ②将非业务部门人员下放至业务部门挂职锻炼; ③调整组织架构、加强个险部门力量等。(资料来源:《中国人寿的“瘦身革命”——企业观察报》)

评论:

- 更换管理层: 组织变革, 培养新队伍。**今年1季度, 公司原总裁万峰辞任中国人寿职务, 由原副总裁林岱仁接任。随着高管团队调整到位, 公司开启了一轮组织机构改革, 其中调整幅度最大的是个险销售部。体现在: ①新设立了收展规划发展处、收展人员管理处、县域发展处、综合开拓处和销售系统管理处。②将过去个险、团险和银保并驾齐驱的排序, 改为以个险团险为主, 银保、电销、健康险为辅的结构。通过发展区拓队伍, 希望解决人员老化问题。过去10年, 中国人寿代理人队伍维持在65万左右, 队伍年龄以50-60岁为主。最近半年通过新设区拓业务, 获得了新生人力。
- 资产风险最小、负债成本最低的纯寿险公司。**我们认为判断寿险公司风险的四个维度: 资产风险、负债成本、杠杆、流动性(2014下半年策略: 寻找穿越周期的保险公司)。四家上市保险公司中, 从资产风险来看, 人寿非标资产占比最低, 截至2014年中报占比仅5.9%, 远低于行业水平。从负债成本看, 人寿没有高利率保单, 也没有大力推动预定利率在3.5-4.0%的新型传统险。从杠杆水平和经营性净现金流来看, 人寿受益于偿二代改革和给付高峰下行, 具备业务改善的基础。
- 2015年0.92倍P/EV, 上调评级至“买入”。**理由: 承保端保单需求改善, 组织变革推动中国人寿走出低谷; 投资端非标资产投资补课, 投资结构拉升投资收益; 资产质量因风格保守, 质量最优; 潜在利好因素: 偿二代改革和个税递延养老保险政策。
- 风险因素:** 经济下行导致股市和利率大幅下跌、退保率上升、代理人队伍脱落、分红和万能险利率改革。

公司盈利预测及估值

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
估值(倍)					
NBM	5.4	5.0	1.1	-1.6	-4.2
P/EV	1.33	1.31	1.06	0.92	0.80
PE	40.6	18.1	14.0	12.3	10.8
PB	2.0	2.0	1.6	1.5	1.3
每股数据(元)					
NBEVPS	0.74	0.75	0.81	0.87	0.95
EVPS	11.94	12.11	15.03	17.29	19.82
EPS	0.39	0.88	1.14	1.29	1.47
BVPS	7.82	7.80	9.66	10.77	12.04

 资料来源: Wind, 中信证券研究部预测
 属于母公司股东的净利润

注: 股价为2014年11月7日收盘价, 净利润为归属



买入 (上调)

当前价: 15.78 元

目标价: 元

中信证券研究部

邵子钦

电话: 0755-23835408

邮件: shaoziqin@citics.com

执业证书编号: S1010513110004

童成墩

电话: 0755-23835416

邮件: tongchengdun@citics.com

执业证书编号: S1010513110006

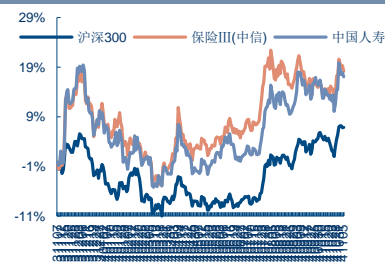
田良

电话: 0755-23835415

邮件: tianliang@citics.com

执业证书编号: S1010513110005

相对指数表现



资料来源: 中信数量化投资分析系统

主要数据

沪深300指数	2506.07 点
总股本/流通股本	28264.7 / 20823.5 百万股
近12月最高/最低价	16.46 元 / 13.07 元
近1月绝对涨幅	1.48%
近6月绝对涨幅	19.33%
今年以来绝对涨幅	6.57%
12个月日均成交额	211.44 百万元

相关研究

- 中国人寿(601628)2014年中报点评——保守的投资策略有望穿越周期(2014-08-28)
- 中国人寿(601628)2014年一季报点评——一个险发展困境具有行业代表性(2014-04-28)

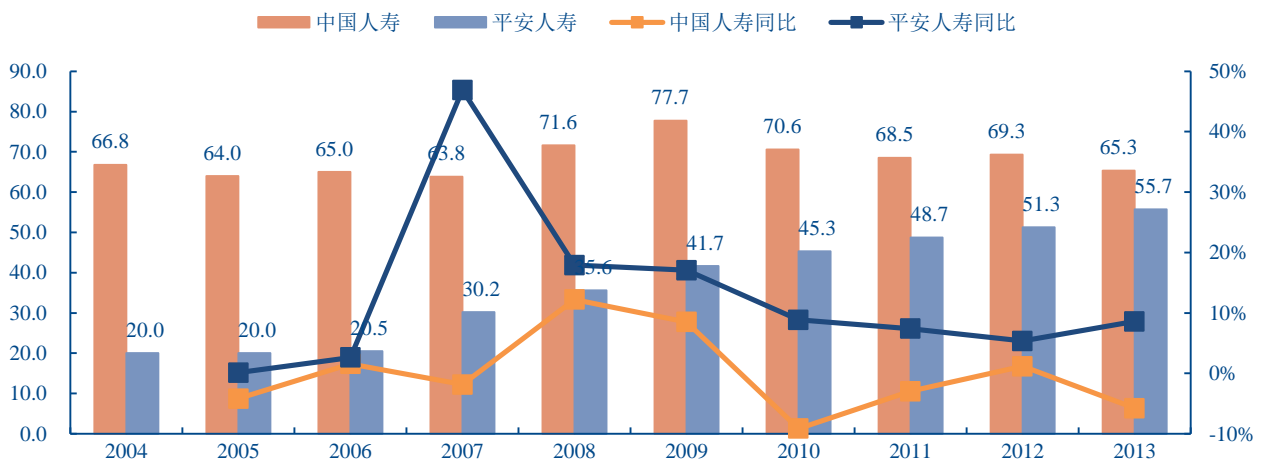
更换管理层：组织变革，培养新队伍

新领导推动组织变革，重点发展个险销售部。今年 1 季度，公司原总裁万峰辞任中国人寿职务，由原副总裁林岱仁接任。随着高管团队调整到位，公司开启了一轮组织机构改革，具体包括：①裁撤部分非一线部门；②将非业务部门人员下放至业务部门挂职锻炼；③调整组织架构、加强个险部门力量等。

其中调整幅度最大的是个险销售部。体现在：①新设立了收展规划发展处、收展人员管理处、县域发展处、综合开拓处和销售系统管理处。其中，“收展规划”是指对离职业务员留下的孤儿保单的续期保费缴收，同时可以销售新保单。②将过去个险、团险和银保并驾齐驱的排序，改为以个险团险为主，银保、电销、健康险为辅的结构。

通过发展区拓队伍，希望解决人员老化问题。过去 10 年，中国人寿代理人队伍维持在 65 万左右的规模，发展基本停滞，而平安则从 04 年的 20 万人发展至今年中报的 60.8 万人。人寿队伍发展停滞的主要原因是：队伍年龄以 50-60 岁为主，具有很强的销售能力，但很难接受公司的考勤、培训管理，新人留存和培养机制欠缺。此轮改革通过压缩非一线部门，支持个险队伍发展；通过新设区拓队伍，获得新生人力。最近半年来，公司区拓队伍正在迅速获得人力增长。原因包括：①通过维护孤儿保单，帮助新人接触客户；②通过固定保底工资，帮助新人留存；③通过新设收展规划发展处和收展人员管理处，对区拓队伍独立管理，减少渠道冲突。如果新队伍发展壮大，不排除从个险部独立出来，成为一个独立部门。

图 1：中国人寿代理人队伍发展 10 年停滞，单位：万人



资料来源：公司年报、中信证券研究部

资产风险最小、负债成本最低的纯寿险公司

判断寿险公司风险的四个维度：资产风险、负债成本、杠杆、流动性。通过伯克希尔的经验和 AIG、日本寿险的教训，我们认为关注保险公司风险的四个维度分别为：资产风险、负债成本、杠杆、流动性（详见报告《中信保险行业 2014 下半年投资策略：寻找穿越周期的保险公司》）。流动性管理和低风险运营是伯克希尔穿越周期的有利武器。高资产流动性、经营净现金流持续正增长，支持伯克希尔逆周期投资 Wrigley、高盛和 GE。低财务杠杆（2.1-2.4 倍）、低负债成本（GEICO 零成本）帮助公司减低金融危机的冲击。相反，AIG

因旗下规模最小的机构购买和发行 CDO，并介入 CDS 而遭遇灭顶之灾。90 年代日本寿险公司也曾因介入资产泡沫和卖高利率保单而经历行业破产潮。

中国人寿是风险最小的寿险公司。四家上市保险公司中，从资产风险来看，人寿非标资产占比最低，截至 2014 年中报占比仅 5.9%，远低于行业水平。从负债成本看，人寿没有高利率保单，也没有大力推动预定利率在 3.5-4.0% 的新型传统险。从杠杆水平和经营性净现金流来看，人寿受益于偿二代改革和给付高峰下行，具备业务改善的基础。

表 1：中国人寿是风险最小的寿险公司

主要指标	结论	依据
资产风险	人寿和太保较小。	截至 2013 年保险行业非标资产占比 16.9%。新华占比 14.1%，平安占比 11.1%，太保占比 7.5%，人寿占比 3.2%。
负债成本	人寿和新华较低。	由于平安和太保都有 1999 年以前出售的预定利率 5% 以上的高利率保单，因此负债成本相对较高。
杠杆水平	太保和人寿较小。	2013 年剔除次级债后的偿付能力充足率分别为：太保 234%、人寿 135%、平安 138.3%、新华 97%。
流动性	平安和人寿为优。	由于长期期缴业务的续期保费滚动效应和长久期保单给付高峰滞后，未来 2-3 年平安保险经营现金流有望稳步增长。人寿因未来 2-3 年给付高峰回落，而现金流将有所改善。新华和太保则因 2009-2010 年银保跨越式发展，预计导致未来 2-3 年面临给付高峰，现金流恶化。

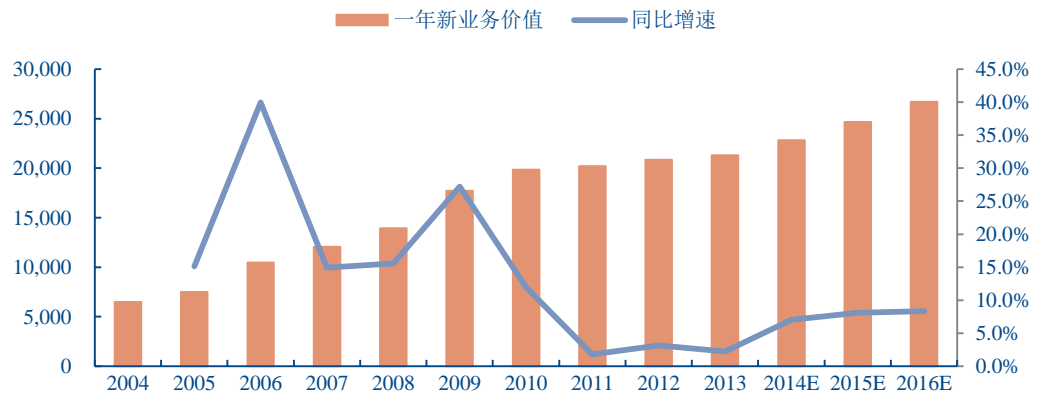
资料来源：《中信保险行业 2014 下半年投资策略：寻找穿越周期的保险公司》、中信证券研究部

2015 年 0.92 倍 P/EV, 调升中国人寿评级至“买入”

目前公司股价隐含的 2014 年/2015 年 P/EV 分别为 1.06 倍和 0.92 倍，调升中国人寿评级至“买入”。理由包括：

①承保端：保单需求有望持续改善，组织变革助推中国人寿走出低谷。余额宝等互联网和银行理财产品收益率下行，对寿险类理财产品分流压力减弱。而 50-59 岁人口持续增长，健康险、传统型保障产品步入刚需增长周期。预计 2015 年寿险行业保单销售继续改善，而组织变革将助推中国人寿新业务价值增速走出低谷。

图 2：中国人寿一年新业务价值增速有望改善



资料来源：公司年报、中信证券研究部

②投资端：公司非标资产占比较低，适当加大非标配置有望提升净投资收益率。2013 年以来，寿险行业新增资产主要配置类贷款业务、优先股等另类资产。截至 2014 年 3 季度末，保险行业包括基础设施债权计划、不动产投资、股权投资在内的另类投资占比为 20.9%。在债券收益率下行的背景下，保险资金再投资和新增资金配置与债市关联性下降。即便债券

收益率下行，由于实体经济对中长期资金需求刚性，2015 年保险行业净投资收益率仍然有望维持在 2014 年水平。

表 2：中国人寿非标资产占比最低

单位:百万	中国平安			中国太保			新华保险			中国人寿		
	2013H/2 01312	2014H/2 01406	同比 变化	2013H/2 01312	2014H/2 01406	同比 变化	2013H/2 01312	2014H/2 01406	同比 变化	2013H/2 01312	2014H/2 01406	同比 变化
净投资收益率	4.8%	5.0%	0.2%	5.0%	4.9%	-0.1%	4.5%	5.1%	0.6%	4.4%	4.8%	0.3%
总投资收益率	4.9%	4.3%	-0.6%	4.8%	4.4%	-0.4%	4.3%	5.1%	0.8%	5.1%	4.8%	-0.3%
综合投资收益率	4.0%	4.8%	0.8%	3.9%	5.6%	1.7%	3.9%	5.6%	1.6%	4.2%	6.1%	1.9%
投资资产	1,230,367	1,356,631	10.3%	666,799	756,454	13.4%	549,596	594,762	8.2%	1,848,744	1,973,208	6.7%
非标资产	136,436	199,589	46.3%	53,122	73,274	37.9%	57,390	98,387	71.4%	76,250	117,096	53.6%
非标占比	11.1%	14.7%	3.6%	8.0%	9.7%	1.7%	10.4%	16.5%	6.1%	4.1%	5.9%	1.8%
股票+基金	120,497	119,278	-1.0%	64,727	67,076	3.6%	32,185	30,430	-5.5%	138,723	103,796	-25.2%
股票+基金占比	9.8%	8.8%	-1.0%	9.7%	8.9%	-0.8%	5.9%	5.1%	-0.7%	7.5%	5.3%	-2.2%

资料来源：公司年报、中信证券研究部

③资产质量：利率下行，系统性风险担忧下降；同时，公司发展非标业务较晚，预计 2015 年尚难有风险暴露。

④其他可能利好因素：偿二代改革和个税递延养老险政策推出。中国人寿因资产风险低、传统险占比较多，偿二代改革有望提升杠杆空间。个税递延养老险有望为寿险行业带来业务增量，提升行业估值。

风险因素：

经济下行导致股市和利率大幅下跌、退保率上升、代理人队伍脱落、分红和万能险预定利率改革。

表 3：中国人寿盈利预测与估值

单位：百万	2013	2014E	2015E	2016E	单位：倍/元	2013	2014E	2015E	2016E
内含价值					估值				
调整后净资产	107,522	160,264	191,535	227,541	NBM	5.0	1.1	-1.6	-4.2
寿险调整后净资产					P/EV	1.31	1.06	0.92	0.80
有效业务价值	234,702	264,547	297,135	332,760	PE	18.1	14.0	12.3	10.8
内含价值	342,224	424,811	488,670	560,301	PB	2.0	1.6	1.5	1.3
寿险内含价值					每股数据				
一年新业务价值	21,300	22,804	24,652	26,710	NBEVPS	0.75	0.81	0.87	0.95
APE	68,345	76,013	82,173	89,035	EVPS	12.11	15.03	17.29	19.82
FYP	135,563	136,139	142,299	149,161	EPS	0.88	1.14	1.29	1.47
期缴首年保费	40,306	44,713	48,196	52,027	BVPS	7.80	9.66	10.77	12.04
趸缴保费	74,687	66,807	66,807	66,807	主要财务指标				
短期意外和健康险	20,570	24,619	27,296	30,327	ROA	1.27%	1.48%	1.49%	1.50%
NBEV/APE	31.2%	30.0%	30.0%	30.0%	ROE	11.2%	11.9%	12.1%	12.3%
NBEV/FYP	15.7%	16.8%	17.3%	17.9%	寿险				
财务报表					产险				
总资产	1,972,941	2,205,604	2,499,804	2,816,423	银行				
	1,788,965	2,032,959	2,304,130	2,595,965	证券				
总负债	1,750,356	1,929,737	2,192,346	2,472,591	总部及其他				
股本	28,265	28,265	28,265	28,265	资产负债率	88.7%	87.5%	87.7%	87.8%
净资产	222,585	275,867	307,457	343,832	权益资产占比	8.7%	9.1%	9.5%	9.9%
寿险					成长性				
产险					EV	1.4%	24.1%	15.0%	14.7%
银行					NBEV	2.2%	7.1%	8.1%	8.4%
证券					归属于股东净资产	-0.3%	23.9%	11.5%	11.8%
总部及其他					归属于股东净利润	123.9%	29.6%	13.6%	13.9%
归属于股东净资产	220,331	273,073	304,344	340,350	总资产	3.9%	11.8%	13.3%	12.7%
寿险规模保费	326,290	341,727	365,186	390,771	投资资产	2.2%	13.6%	13.2%	12.3%
产险规模保费	95,674	92,872	108,210	120,613	参考数据				
净利润	25,008	32,731	37,196	42,371	2010	2011	2012	2013	
寿险					寿险代理人 (万人)	70.6	68.5	69.3	65.3
产险					人均首年新单保费收入(元/月)	3,526	3,971	4,567	4,631
银行					14 个月保单继续率	93%	93%	91%	89%
证券					偿付能力充足率	212%	170%	236%	226%
总部及其他									
归属于股东净利润	24,765	32,107	36,486	41,562					

资料来源：公司年报、中信证券研究部

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。