

中国人寿 (601628)

高增长低估值的寿险龙头股

中国人寿经营思路革新点评

	赵湘怀 (分析师)	王宇航 (分析师)	孔祥 (研究助理)
	021-38675863	0755-23976861	021-38674744
	zhaoxianghuai@gtjas.com	wangyuhang@gtjas.com	Kongxiang@gtjas.com
证书编号	S0880513010003	S0880514060009	S0880113090014

本报告导读:

中国人寿改革实质性推进: 注重人力发展, 相对弱化规模, 价值增长将逐步体现在业绩, 股权投资提升将长期提高投资收益率。维持“增持”评级, 目标价提高至 26 元。
投资要点:

- **投资建议:** 维持“增持”评级, 目标价提高至 26 元。调高 2014-16 年 EPS 预测至 1.04/1.35/1.69 元, 分别提高 1%-33%。每股 EV 分别为 15.3/18.3/21.4 元, 目标股价对应 2014 年 P/EV1.7 倍、PB2.5 倍、PE24.9 倍, 2015 年 P/EV1.4 倍。上调盈利预测和估值是因为年底投资收益显著提升, 未来新业务价值增速预期提高, 预期收益率上行。
- **2015 年, 改革决心看得见。** 中国人寿的经营思路从 2014 年的“价值先导、规模适度、优化结构、注重效益”, 转化为 2015 年的“重价值、强队伍、优结构、稳增长”。新思路注重人力发展, 相对弱化规模, 彰显推进改革决心。**股权投资是新增长点。** 国寿资产质量最优, 非标配置低, 固定收益资产信用等级选择谨慎。而保险行业配置股权已达到历史低点, 未来国寿提高股权投资占比将覆盖降息影响并实现收益率继续上行。国寿 AFS 类债券占比最高, 流通股占比低, 弹性显著。
- **更新的思路:** ①**重价值:** 预计 2015 年一年新业务价值增长 15%, 规模保费增长 5%、长险新单增 10%、期交新单增 15%、十年期交增 20%。②**强队伍:** 五个月增员 12 万人, 增加了 20%达到 73 万人, 这是近年来行业增员困境下的最大幅度增长。且培训随后跟进, 预计留存率 65%以上; 增员加强了城区力量, 且加大了分公司考核中队伍权重来持续增员。③**优结构:** 2014 年面临续期业务的负增长, 预计 2015 年恢复正增长, 且十年期以上业务在期交中的占比达 60%。④**稳增长:** 2015 年银保趸交产品继续控量在上年水平 (700 亿以内)。
- **风险提示:** 价值增长低于预期; 政策风险; 退保持续增加风险。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
净利润	11,061	24,765	29,408	38,231	47,788
(+/-)%	-39.66%	123.89%	18.75%	30.00%	25.00%
总资产	1,898,916	2,126,786	2,382,000	2,739,300	3,068,016
(+/-)%	19.89%	12.00%	12.00%	15.00%	12.00%
净资产	221,085	220,331	295,244	354,292	407,436
(+/-)%	15.43%	-0.34%	34.00%	20.00%	15.00%
关键估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
每股内涵价值	11.94	12.11	15.31	18.31	21.42
每股收益	0.39	0.88	1.04	1.35	1.69
每股净资产	7.82	7.79	10.45	12.53	14.41
P/EV	2.17	2.14	1.69	1.41	1.21
市盈率	66.40	29.43	24.89	19.15	15.32
市净率	3.31	3.32	2.48	2.07	1.80

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 26.00

上次预测: 18.00

当前价格: 20.76

2014.11.26

交易数据

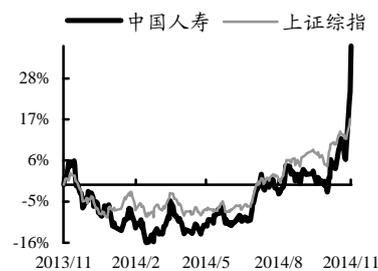
52 周内股价区间 (元)	13.00-20.79
总市值 (百万元)	586,775
总股本/流通 A 股 (百万股)	28,265/20,824
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/7,441
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	24.91
日均成交额 (百万元)	415.46

资产负债表摘要 (13/12)

股东权益 (百万元)	220,331
每股净资产	7.79
杠杆倍数	9.7
净负债率	784.7%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.36	0.26
Q2	0.22	0.40
Q3	0.27	0.32
Q4	0.04	0.07
全年	0.88	1.04

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	36%	41%	35%
相对指数	24%	25%	17%

相关报告

《保费收入结构改善, 投资收益持续攀升》2014.10.29

《转型初见成效, 龙头获益新政》2014.08.28

《盈利增长超预期, 维持增持评级》2013.10.25

《下半年新业务价值将稳中有升》2013.08.29

《业绩超预期, 但价值难现高增长》2013.08.28

模型更新时间: 2014.11.26

股票研究

金融
保险

中国人寿 (601628)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **26.00**

上次预测: 18.00

当前价格: 20.76

公司网址

www.e-chinalife.com

公司简介

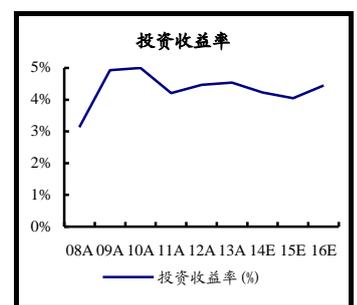
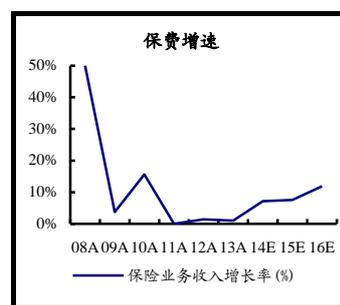
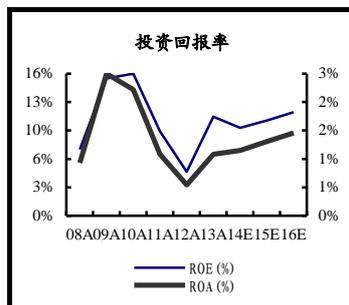
公司是中国最大的人寿保险公司。作为《财富》世界 500 强和世界品牌 500 强企业——中国人寿保险(集团)公司的核心成员,公司以悠久的历史、雄厚的实力、专业领先的竞争优势及世界知名的品牌赢得了社会最广泛客户的信赖,始终占据国内保险市场领导者的地位,被誉为中国保险业的“中流砥柱”。

52 周价格范围

13.00-20.79

市值(百万)

586,775



请务必阅读正文之后的免责条款部分

财务预测 (单位: 百万元)

	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表									
营业收入	341,074	342,026	388,791	385,388	405,379	442,459	506,921	578,257	664,996
已赚保费	294,939	275,077	318,088	318,276	322,126	348,176	400,133	459,843	528,819
投资收益	45,023	64,443	68,448	64,988	80,134	91,168	103,681	115,316	134,920
营业支出	333,169	300,164	347,780	364,842	394,424	406,514	458,097	523,504	602,030
提取保险责任准备金	155,911	154,531	200,033	181,464	184,911	201,942	232,077	266,709	304,048
赔付支出	79,235	59,308	54,016	72,864	75,075	84,501	93,109	107,003	124,123
业务及管理费	17,340	19,238	20,917	-59	24,042	25,986	29,864	34,321	39,126
营业利润	7,905	41,862	41,011	20,546	10,955	35,945	48,824	54,753	68,441
利润总额	7,859	41,745	41,008	20,513	10,968	29,451	34,973	45,465	56,831
所得税	-2,346	8,709	7,197	2,022	-304	6,472	8,791	9,858	12,323
净利润	10,068	32,881	33,626	18,331	11,061	24,765	29,408	38,231	47,788
资产负债表									
货币资金	34,085	36,176	47,839	55,971	69,434	96,651	108,126	121,286	133,415
交易性金融资产	14,099	9,102	9,693	23,640	34,018	43,597	48,773	54,710	61,275
买入反售金融资产	0	0	0	2,370	894	5,790	6,477	7,265	7,774
可供出售金融资产	424,634	517,499	548,121	562,948	506,416	924,929	1,034,731	1,160,671	1,299,95
持有至到期投资	211,929	235,099	246,227	261,933	452,389	447,100	500,179	561,057	633,994
资产合计	990,164	1,226,25	1,410,57	1,583,90	1,898,91	2,126,78	2,382,00	2,739,30	3,068,01
应付保单红利	3,501	54,587	52,828	46,368	44,240	44,240	44,240	44,240	50,434
准备金	771,750	828,528	1,023,97	1,195,12	1,386,41	1,576,12	1,691,78	1,780,49	2,012,04
负债合计	854,283	1,013,48	1,200,10	1,390,51	1,675,81	1,876,91	2,102,14	2,354,39	2,660,58
股东权益	135,881	211,072	208,710	191,530	221,085	220,331	295,244	354,292	407,436
投资结构									
债券投资	61%	50%	46%	45%	46%	46%	46%	46%	46%
定期存款	24%	29%	33%	35%	36%	36%	36%	36%	36%
股票投资	4%	9%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
基金投资	4%	7%	7%	6%	3%	3%	3%	3%	3%
基础设施与非上市股权投资	0%	0%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
物业投资	0%	0%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%
其他	6%	5%	4%	5%	6%	5%	5%	5%	5%
财务指标									
成长性									
1 年新业务价值增速	15.60%	27.22%	12.00%	1.81%	3.14%	2.24%	8.01%	14.00%	7.00%
保险业务收入增长率	50.30%	3.73%	15.69%	0.01%	1.43%	1.01%	7.24%	7.58%	12.00%
寿险保费增长率	50.30%	3.73%	15.69%	0.01%	1.43%	1.01%	7.24%	7.58%	12.00%
产险保费增长率	-41.60%	43.13%	6.21%	-5.05%	23.31%	13.77%	13.73%	11.22%	17.00%
投资收益增长率	-77.30%	429.56%	-2.03%	-49.90%	-46.68%	228.12%	35.83%	12.14%	25.00%
营业利润增长率	-63.90%	226.59%	2.27%	-45.49%	-39.66%	123.89%	18.75%	30.00%	25.00%
净利润增长率	9.00%	23.84%	15.03%	12.29%	19.89%	12.00%	12.00%	15.00%	12.00%
总投资增长率									
盈利及费用指标									
总资产收益率	1.00%	2.68%	2.38%	1.16%	0.58%	1.16%	1.23%	1.40%	1.56%
净资产收益率 (ROE)	7.50%	15.58%	16.11%	9.57%	5.00%	11.24%	9.96%	10.79%	11.73%
投资收益率	3.40%	5.35%	5.43%	4.57%	4.85%	4.93%	4.59%	4.39%	4.83%
退保率	6%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
综合赔付率									
综合成本率									
内涵价值估值									
调整后净资产	137,816	159,948	144,655	110,266	128,507	107,522	158,892	190,670	219,271
调整后寿险业务净资产	137,816	159,948	144,655	110,266	128,507	107,522	158,892	190,670	219,271
有效业务价值	102,271	125,281	153,444	182,588	209,088	234,702	273,977	326,773	359,451
内涵价值 (EV)	240,087	285,229	298,099	292,854	337,596	342,224	432,869	517,444	578,722
寿险业务内涵价值	240,087	285,229	298,099	292,854	337,596	342,224	432,869	517,444	578,722
1 年新业务价值	13,924	17,714	19,839	20,199	20,834	21,300	23,005	26,226	28,848
调整后每股净资产	4.88	5.66	5.12	3.90	4.55	3.80	5.62	6.75	7.76
调整后每股寿险业务净资产	4.88	5.66	5.12	3.90	4.55	3.80	5.62	6.75	7.76
每股有效业务价值	3.62	4.43	5.43	6.46	7.40	8.30	9.69	11.56	12.72
每股内涵价值	8.49	10.09	10.55	10.36	11.94	12.11	15.31	18.31	20.48
寿险业务每股内涵价值	8.49	10.09	10.55	10.36	11.94	12.11	15.31	18.31	20.48
每股新业务价值	0.49	0.63	0.70	0.71	0.74	0.75	0.81	0.93	1.02
新业务价值倍数							13		
每股新业务估值							11		
寿险每股评估价值 (元)							26		
产险业务每股价值 (元)							0		
其他业务每股价值							0		
每股价值							26		

1. 引言

中国人寿的总体经营思路从 2014 年的“价值先导、规模适度、优化结构、注重效益”转变为 2015 年的“重价值、强队伍、优结构、稳增长”，措辞变化的背后，体现了中国人寿注重人力发展，相对弱化规模的思路，彰显推进改革的决心。（注：本文数据均来自中国人寿财务报告和公开的业绩发布会）

2. 重价值：预计价值增长 15%

2015 年，公司将“可持续价值提升”作为公司发展的首要任务，把价值作为公司核心经营目标。围绕价值的创造和增长，研究制定公司的发展战略和经营策略，大力发展价值型业务。

未来，中国人寿将进一步加大风险保障型和长期储蓄型业务的发展力度，推动一年新业务价值持续增长；保持首年期交业务较快增长，进一步加快长期业务发展速度；继续保持短期险业务增长速度，提高意外险业务占比。此外，公司将加大产品创新力度，大力开发养老、健康产品，满足客户多方位的保险保障需求。

预计 2015 年一年新业务价值增长 15%，规模保费增长 5%、长险新单增 10%、期交新单增 15%、十年期交增 20%。按价值贡献度呈现递进的增速。

3. 强队伍：五个月增员 20%

中国人寿将把队伍建设提高到新的战略高度，明确提出销售队伍是业务发展的根本，要继续实施战略投入，加大考核力度，优化管理制度，不断壮大有效人员规模，优化结构，提升素质，提高产能。

在养老医疗保险、农村市场等蓝海的竞争中，人力的作用愈发重要；在政策性业务中，当地服务人员的存在也至关重要。目前，中国人寿已尝试在大病医保领域，每个村配置专门工作人员，提供一站式服务；这一举措得到村民和当地政府的认可。

在激励政策方面，加大分公司增员的考核权重：个险队伍建设的考核比重由 20% 提高到 30%。

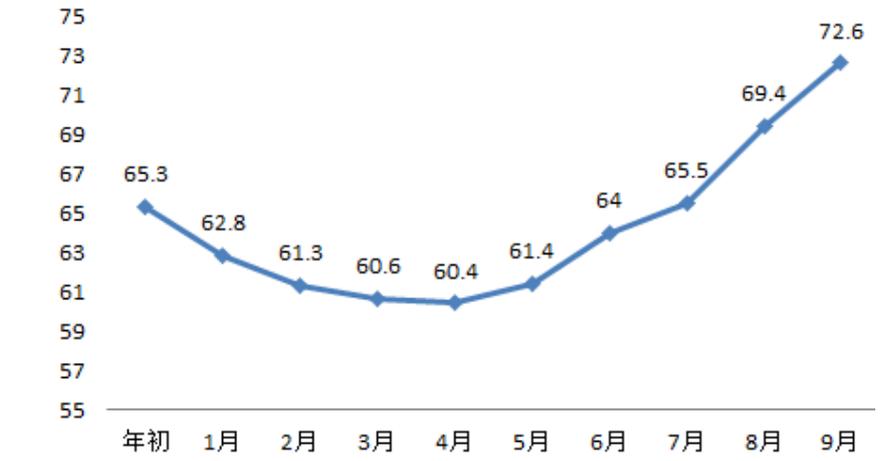
在 2014 年前三季度，通过实施个险渠道战略管理，优化资源配置，优化绩效考核队伍建设，已取得良好成效。二季度末到三季度，个险队伍规模有效扩张，9 月底已突破 70 万人大关。五个月增员 12 万人，增员 20%，这是近年来行业增员困境下的最大幅度增长。且培训随后跟进，预计留存率 65% 以上。

与此同时，质量也稳步提升：产能方面，月人均首年期交和月人均首年十年期交都有两位数的增长；截至 10 月份，有效人力稳中有增，提升

了 3-4 个百分点；学历结构层次也体现出趋好的变化，大专文化程度占比提升。

图 1 2014 年 9 月末首年期交同比变化

单位：万人



数据来源：国泰君安证券研究，公司公告

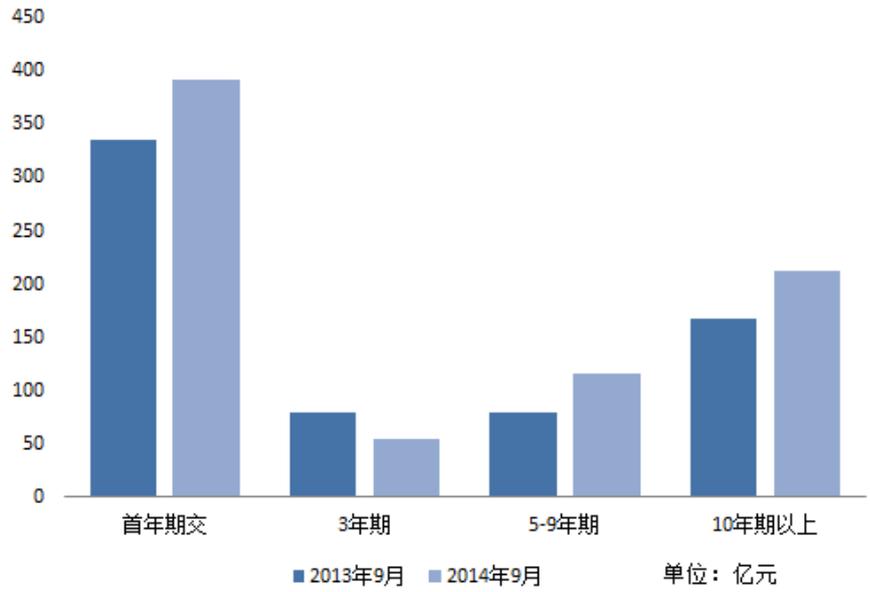
2015 年，中国人寿将会进一步加大队伍建设的投入。首先，新老齐抓，老的队伍改造升级，新的收展队伍要加大建设。其次，扩量提质，进一步扩大规模，提高人员质量。第三，提高产能，通过强化育成，强化产品配置，运用现代化技术和销售知识，强化公司规范化管理，进一步提高产能。

4. 优结构：十年期在期交中占比提至六成

预计未来国寿将继续加大首年期交的考核权重，确保续期较快增长。2014 年面临续期业务的负增长，预计 2015 年恢复正增长。进一步大力发展个险业务，降低银保渠道的比重。

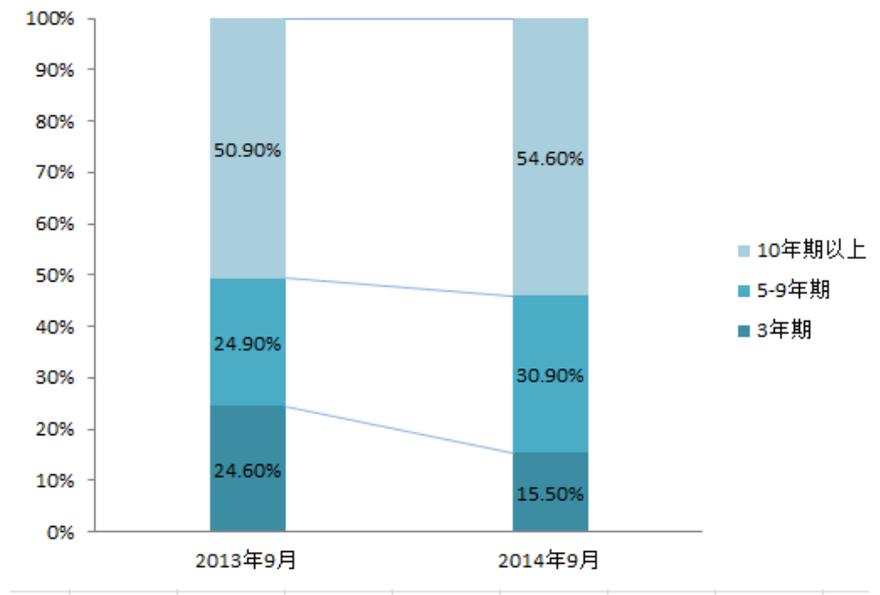
2014 年前三季度，首年期交业务快速发展，同比增加 17%；而趸交保费进一步降低。期交业务中，结构进一步优化，5-9 年期同比增速 46%，10 年期以上同比增速 27%。与 2013 年同期相比，3 年期业务占比从 24.6% 下滑至 15.4%，而中长期业务占比从 75.4% 上升至 84.6%。2015 年，公司业务结构将得到进一步优化，预计十年期以上业务在期交中的占比达 60%。

图 2 2014 年 9 月末首年期交同比变化



数据来源: 国泰君安证券研究, 公司公告

图 3 2014 年 9 月末首年期交业务结构



数据来源: 国泰君安证券研究, 公司公告

5. 稳增长: 预计规模增长 5%

预计 2015 年继续实现总保费稳步增长, 确保市场领先地位, 使得在结构调整时业务规模不出现大起大落。

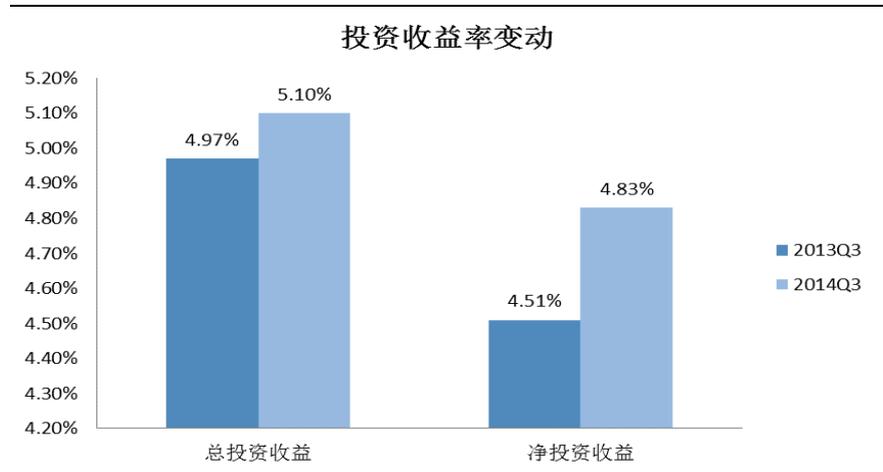
高现价产品方面, 预计 2015 年银保趸交产品将维持在 700 亿元人民币的稳定规模。可持续业务方面, 通过个险渠道、银保规划师队伍, 重点推动期交业务的发展。在这一过程中, 把握节奏、快放快手, 一季度争取迅速完成五年期以内的中短期业务规模, 为后期中长期业务的发展争取空间。此外, 逐步淡化总公司在全国的“一刀切”, 以各省分公司为主, 推动业务发展。

6. 投资：收益率将进一步上升

国寿未来将进一步完善专业化、市场化的投资管理体系，进一步发展分散化、国际化的资产品种组合。不断积累委托投资管理经验，持续丰富委托产品类别，逐步扩大市场化委托规模，实现市场化委托与系统内委托良性互动。未来市场化外包将会进一步扩大，但不是以简单加仓的形式，而是会考虑到各个领域的专业型要求，选择相关资产机构，共同推进有寿险特色的专业化投资管理机制。

国寿资产质量最优，非标配置低，固定收益资产信用等级选择谨慎。而保险行业配置股权已达到历史低点，未来国寿提高股权投资占比将覆盖降息影响并实现收益率继续上行。国寿 AFS 类债券占比最高，流通股占比低，弹性显著，维持“增持”评级。

图 4 2014 年前三季度投资业绩改善明显



数据来源：国泰君安证券研究，公司公告

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
行业投资评级	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		