

中国人寿 (601628) 电话会交流报告

# 依然是投资弹性最大的保险股

2015年1月5日

## 事项:

我们于2014年12月29日邀请中国人寿投资部、精算部、投关部负责人与投资者电话会交流。

## 观点:

- ❖ **预计至少主动加仓3个百分点，投资弹性依然是主要投资逻辑。**依据：
  - ① **2015年新配置资产占比超过10%。**预计2015年到期再投资资产占比至少10%。再考虑保费带来的净现金流，2015年保险公司需要新配置的资产占投资资产比重超过10%。
  - ② **保守假设新配置资产30%投向权益。**在低利率环境下，预计2015年公司保险资金主要投向包括权益、非标资产、高等级信用债等三个方向。预计权益资产相对吸引力在上升，保守假设新配置资产中30%投向权益。
- ❖ **受益健康险税收政策和偿付能力二代改革。**
  - ① **税收政策：**预计健康险税优政策出台快一些，而养老险税收政策慢一些。
  - ② **偿二代改革：**估计2015年会有正式文件。偿二代对新公司和老业务占比高的公司较为不利。中国人寿偿付能力充足率处于市场前列，明显受益。
- ❖ **投资弹性最大的纯寿险公司。**无论是内含价值还是净资产弹性，排序为：人寿优于太保，太保优于平安。根据2009年以来季度净资产增长率和沪深300指数涨跌幅的回归分析，股市上涨10%，人寿、平安、太保、新华净资产将分别增长4.9%、2.9%、3.6%、2.6%。根据2014年中报披露的内含价值敏感性看，长期投资回报率提高50bp，人寿、平安、太保、新华内含价值分别提升9.3%、4.9%、7.2%、9.2%。
- ❖ **2015年1.97倍P/EV，维持“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，结构改善拉升2015投资收益率；作为纯寿险公司，传统险占比高，预计股市弹性最大；2015年可能出台健康险税收政策和偿二代改革政策，中国人寿明显受益。
- ❖ **催化剂：**保险税收政策带来行业保费增量；偿付能力二代改革带来资本增量，提高公司杠杆空间；股市上涨带来投资弹性。
- ❖ **风险因素：**经济下行，信用风险暴露；股市、利率大幅下行；分红险、万能险预定利率改革。

## 公司盈利预测及估值

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
估值(倍)					
NBM	30.1	29.3	23.7	19.3	15.1
P/EV	2.86	2.82	2.27	1.97	1.72
PE	87.3	39.0	30.1	25.8	22.7
PB	4.4	4.4	3.5	3.2	2.8
每股数据(元)					
NBEVPS	0.74	0.75	0.81	0.87	0.95
EVPS	11.94	12.11	15.03	17.32	19.88
EPS	0.39	0.88	1.14	1.32	1.50
BVPS	7.82	7.80	9.66	10.80	12.10

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为2015年11月31日收盘价,


**买入 (维持)**

当前价: 34.15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

**董成墩**

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: 中信量化投资分析系统

## 主要数据

沪深300指数	3533.71点
总股本/流通股本	28264.7 / 20823.5 百万股
近12月最高/最低价	34.15元 / 13.07元
近1月绝对涨幅	47.48%
近6月绝对涨幅	149.58%
今年以来绝对涨幅	0%
12个月日均成交额	561.62 百万元

## 相关研究

- 中国人寿 (601628) 调研快报—改革第一印象: 重塑队伍, 迎难而上 (2014-11-27)
- 中国人寿 (601628) 跟踪快报—风险出清、队伍重塑的纯寿险公司 (2014-11-10)
-

## 投资：2015 年重点是权益、非标、信用债

**1. 在低利率的大环境下，2015 年中国人寿的资产配置思路和 2014 年有何不同，具体到权益资产、非标资产、债券、存款等几大类资产看法？**

2014 年中国人寿投资管理体系发生重大变化和调整，首次开始市场化委托，境内人民币委托 200 亿在 8 月份开始运作，境外投资也开始起步。

公司认为：2015 资本市场会提供比较好的机会，权益投资总体偏乐观；非标资产风险集聚，公司愿意看到风险能够暴露出来，有利于公司在风险和收益之间平衡。对中国人寿这样国有的以稳健投资为主的机构来说，在对风险收益平衡的基础上，仍然对非标资产保持积极态度；总体认同债券市场主流观点，公司会努力寻找能满足收益率要求，能够满足长期配置需要的债权标的物。

总体上，公司对 2015 年权益、非标保持积极态度，债券方面会选择符合长期需求的品种来安排配置。另外保单贷款有自然增长，在其他长期品种上适当平衡。总体来看配置比较大的比例是前面三种。

### 2、2015 年新配置资产占投资资产比重？

新配置资产包括到期再投资和经营净现金流。到期再投资资产占投资资产比重应该比 10% 略高一点，集中到期的是存款，债券期限较长，到期不是很集中。总保费和 2014 年比没有太大增加，满期给付 700 多亿，经营性现金流规模和 2014 年差不多，占投资资产比重预计在个位数。

### 3、对债券配置、信用风险、利率走势看法？

如果 2015 年降息降准，整体利率环境不利于配置型机构。在债券投资方面一定程度上会关注交易性机会，重点考虑高收益的、期限结构能够满足长期需求的品种。

中国人寿对信用风险一直比较谨慎，会在信用风险和收益之间寻找平衡，不会承担过高的信用风险。

### 4、对国家的大型投资项目参与态度？

对于 PPP 和高铁等由政府主导的项目，一方面看基础资产情况，另一方面看担保安排，包括是否纳入政府预算、财政采取什么模式的信用风险分担。公司态度上积极，在风险可控的情况下审慎地进行投资选择。

### 5、新配置资金的预期收益率是多少？

新配置资金会根据对市场判断进行动态配置，2015 年重点会在权益、非标、高收益信用债方面。收益率会继续改善，因为这几个品种的收益率高于存量债券的收益率。

**6、传统险占新单的比重、占总保费的比重、占准备金的比重。权益资产在传统险账户和分红险账户中的占比？**

传统险占比：占新业务价值 1/3 左右，在总保费和新单保费中占比较少。包括重疾险、2015 年开门红和银保产品、年金型业务等均是传统险形态，未来占比上升幅度比较大。目前占准备金比例低于 20%，未来比例会提升。

分红账户整体久期较短，传统账户久期相对较长。从配置结果看，传统账户对于权益类的配置比重要高于分红。一般情况传统账户权益仓位比分红账户高 2%~3%，具体的市场环境下还有变化。

## 政策：受益健康险税收政策和偿二代改革

### 1、健康和养老税收政策、偿付能力二代改革、万能预定利率改革等政策进展？

税收政策：预计健康险税优政策出台快一些，而养老险税收政策慢一些。公司期待 2015 年能出台健康险税优政策，将利好健康险快速发展；

偿二代改革：目前保监会没有颁布正式文件，估计 2015 年会有正式文件。偿二代会带来寿险巨大变化，从产品定价、资本定价、投资管理到未来利润模式都会有变化；

寿险费率改革：保监会有万能险费改和分红险费改的工作计划。万能的费改方案已经完成，2015 年择机发布，分红险费改正在讨论中。不管是万能险费改还是分红险费改，如果 2015 年偿二代改革出台，原来的费改方案都会作废，因为原来费改方案都是基于偿一代的准备金控制。如果费改方案出台，费改执行期间也会较短，几个月后新的偿二代方案会替代费改方案。

### 2、偿二代对公司的影响？股票在偿二代下占用资本更多，中国人寿会不会大幅降低权益类资产配置？

偿二代最直接影响是精算，保监会的思路是先实施第一支柱，第二第三可以暂缓一段时间。

偿二代对中国人寿资本要求影响不是很大，因为中国人寿资本充足性位于行业前列。偿二代可能会对一些新公司和 90 年代老业务占比高的公司影响大。

偿二代对资产配置影响非常大，因为偿付能力充足率要体现资产配置的风险。公司未来会根据偿二代政策、公司的实际资本、最低资本来总体考虑未来产品设计。美国保险公司资本配置，结果完全是受制于监管机构对资本金的要求。权益资产资本占用高，短期看压力并不大，长期看一定会影响资产配置，需要有效平衡收益、资本占用和风险三者的关系。

偿二代对产品结构影响：重新平衡。公司考虑未来在传统险、分红险和万能险取一个平衡，因为费改或偿二代实施后，公司要评价在几类险种下，获取目标收益情况下承担怎样风险，需要怎样的资本。目前公司正在评价，未来对产品思路也许会发生变化。2014 年开门红产品仍是传统险，未来 2015 或 2016 推出什么样的产品正在研究阶段。

## 承保：重视队伍增长和价值增长

### 1、2015 年队伍目标、银保思路、理财利率下行的影响？

队伍：2015 年要保持增长。建设重点包括个险队伍、收展队伍、保险规划师。

银保：开始重视价值，规模性业务将逐年减少。

理财：理财收益率下行，有利于偏储蓄型业务。个险渠道重长期保障，产品包括重疾、长期年金等，理财收益率下行影响不大。

## 催化剂：

---

保险税收政策带来行业保费增量；偿付能力二代改革带来资本增量，提高公司杠杆空间；股市上涨带来投资弹性。

## 风险因素：

---

经济下行，信用风险暴露；股市、利率大幅下行；分红险、万能险预定利率改革。

## 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](mailto: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。