

中国人寿 (601628) 调研快报

改革第一印象：重塑队伍，迎难而上

2014年11月27日

事项：

- 中国人寿在宁波举行全球分析师开放日活动，公司总裁林岱仁先生介绍了公司业务现状和2015年经营思路。

评论：

改革第一印象：重塑队伍，迎难而上

- 新任总裁林岱仁印象：务实+进取。**林岱仁先生坦陈增员难、留存难，但积极进取、强调主观能动性和方法创新，相信公司仍有增长潜力。
- 聚焦个险队伍：增加战略投入；提高人力考核权重至30%；**将教育培训部管理权限划入个险部；重视年轻人，培育新生代主管；新设区拓队伍，成为新的增长极。
- 营销员总人力由4月份的60.4万人恢复增长到9月份的72.6万人。**
- 预计2015年续期保费恢复正增长，个险新单目标2位数增长。**
- 资产结构调整弥补降息影响。**过去投资比较保守，通过寻找经济转型中的固定收益机会，可以弥补降息的影响。
- 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：中国人寿优于中国太保，中国太保优于中国平安。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%，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险净资产将分别增长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，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险内含价值分别提升9.3%、4.9%、7.2%、9.2%。
- 2015年1.20倍P/EV，维持“买入”评级。**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，结构改善拉升投资收益；作为纯寿险公司，传统险占比高，股票仓位低，加仓空间大，预计股市弹性最大。
- 风险因素：**经济下行，信用风险暴露；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 | 12.0 | 11.5 | 7.1 | 3.9 | 0.9 |
| P/EV | 1.74 | 1.71 | 1.38 | 1.20 | 1.04 |
| PE | 53.0 | 23.7 | 18.3 | 15.7 | 13.8 |
| PB | 2.7 | 2.7 | 2.1 | 1.9 | 1.7 |
| 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2014年11月26日收盘价，净利润为归属于母公司股东的净利润

属于母公司股东的净利润


买入（维持）

当前价：20.76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

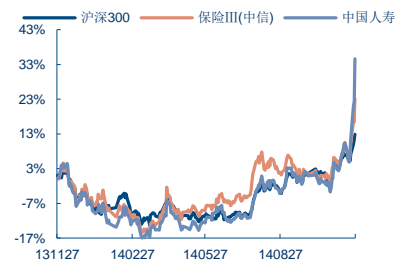
田良

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 | 2723.02点 |
| 总股本/流通股本 | 28264.7/20823.5百万股 |
| 近12月最高/最低价 | 20.76元/13.07元 |
| 近1月绝对涨幅 | 35.82% |
| 近6月绝对涨幅 | 53.7% |
| 今年以来绝对涨幅 | 40.2% |
| 12个月日均成交额 | 245.15百万元 |

相关研究

- 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)
- 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)

改革第一印象：重塑队伍，迎难而上

1、新任总裁林岱仁：务实+进取。林岱仁先生坦陈增员难、留存难，但积极进取、强调主观能动性和方法创新，相信公司仍有增长潜力。

2、聚焦个险队伍：增加战略投入；提高人力考核权重至 30%；将教育培训部管理权限划入个险部；重视年轻人，培育新生代主管；新设区拓队伍，成为新的增长极。

3、营销员总人力由 4 月份的 60.4 万人恢复增长到 9 月份的 72.6 万人。

4、预期 2015 年续期保费恢复正增长，个险新单目标 2 位数增长。

5、资产结构调整弥补降息影响。过去投资比较保守，通过寻找经济转型中的固定收益机会，可以弥补降息的影响。

2015 年 1.20 倍 P/EV，维持“买入”评级。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，结构改善拉升投资收益；作为纯寿险公司，传统险占比高，股票仓位低，加仓空间大，预计股市弹性最大。

宁波全球开放日纪要

一、行业：2014 年高速增长，主要由银保拉动

2014 年 3 季度全行业保费增长 19.7%，其中银保增长 31%。中小公司银保业务占比达 69%。前 7 大公司份额从去年同期的 81%下降至今年的 73%。

政策上行业面临“国十条”五个方面的机遇，包括：养老、健康、政保合作、服务三农、资金运用。

二、公司：人力队伍增长至 72.3 万人

年初以来的发展策略：**聚焦价值，聚焦队伍，聚焦期缴，聚焦个险，聚焦城区。**

前 3 季度公司新单较快增长：首年期缴增长 17%，10 年期缴增长 27%。首年期缴中 10 年期缴占比由上年同期的 50.5%上升至 54.6%。2010 年趸交 1300 亿，去年下降到 700 亿，今年预算趸交 650 亿；预算银保期缴 120 亿目标，估计能完成 110 多亿。

个险队伍：代理人队伍增长至 72.3 万人。2014 年初为 65.3 万人，4 月份 60.4 万，9 月份 72.6 万人。公司坚持人力有效扩张，扩量提质策略，包括：加大队伍增长考核权重、战略性投入进行引导、培育新生代主管、发展新的招募渠道、新建区拓队伍。保险规划师接近四万人，增长 34%，大专以上人力占比超过 60%，贡献银保期缴超过 1/3。

政策性保险实现保本微利。大病保险累计在 28 个省承保城乡居民达 3 亿人，实现保本微利。提供医疗经办服务，2014 年委托管理资金 63 亿元。

净投资收益率上升至 4.83%。前 3 季度积极增配收益率符合要求的企业债券、金融债券，净投资收益率为 4.83%。同时推进另类投资布局。实现总投资收益率 5.1%。

仍然面临的挑战：中小公司银保业务发展迅猛，给公司市场份额造成压力。受理财产品竞争压力，银保产品退保增加；公司满期给付比去年减少，但退保增加，两项合计数与去年持平。无风险利率下行，新增投资配置难度增大。国十条提出寿险费率市场化改革，对未来产品创新要求更高。

三、2015 年：预计新单增长率在 2 位数以上

2015 年形势：经济新常态下寿险业将较快增长，主要公司转型力度加大。市场主体经营理念有望趋理性，但竞争压力有增无减。养老健康成为竞争的主要领域，产业链延伸提速。政府购买商业保险需求快速增长，对公司专业能力和管理能力提出更高要求。

2015 年公司经营思路：重价值、强队伍、优结构、稳增长。稳增长：前几年结构不理想，续期保费增长缓慢。总保费中续期保费有 1900 亿。2014 年续期保费负增长，总保费增长压力较大。预计 2015 年续期保费有望实现正增长，但增长率仍然较低。但明年新单保费增速目标是 2 位数增长。

个险队伍发展策略：坚持有效扩张、扩量提质的队伍发展策略。以营销队伍的转型升级为根本，以收展队伍建设为新增长极，全面对接未来市场主力消费群体，重塑城区竞争优势，巩固县域传统优势。

营销队伍：持续强化考核引导、战略投入等政策保障举措，以主管队伍培养为核心，充分激励队伍内在发展动力，持续强化增员育成，推进营销队伍的转型升级。

收展队伍：以整合发挥公司客户资源优势、全面提升客户服务质量、对接未来主体消费群体，强化城区竞争优势为目标，打造队伍发展的新的增长极。

银保客户经理：保持队伍稳定，提高队伍的网点经营和客户获取能力，提升队伍产能和收入水平。

银保保险规划师：人力有效扩张，同时有效提升队伍产能。

考核激励政策，KPI 调整体现在：价值增长、规模稳定、首年期缴占比提升，确保续期业务、个险队伍增长且注重产能提升、大中城市份额与竞争对手对标、成本管控。

产品策略：加大产品创新，以养老、健康为产品开发主要方向，采取产品组合策略，满足客户多方位的保险保障需求。

个险：积极开发保障型产品，优化长期储蓄型产品，重点拓展健康和养老领域。

银保：大力推动产品结构调整，强化期缴业务。

团险：开发针对特定人群的医疗保险，进一步细分意外险市场。

投资管理：进一步完善市场化、专业化的投资管理体系；分散化+国际化的资产品种组合。

四、问答

1、明年开门红高基数压力下的产品策略？2015 年产品策略是否更加重视价值？

预计明年银保趸交规模和今年持平，大概 700 亿左右。主打产品仍然是高现金价值产品。分红和传统险上量有压力。今年 1 季度做了 500 亿，明年 1 季度原则上也差不多这个规模，不希望大起大落。

预计个险和银保规划师队伍重点推动期缴。开门红以中短期缴为主，如 5 年期，完成目标后逐步转向 10 年期缴。

明年淡化总公司推动，重点由省公司来组织各个季度的业务推动。

2、明年同业公司的发展策略？预计投资资产外包的力度？

同业策略：大公司认识一致，重视个险渠道。小公司现金流有一些问题，满期给付和退保可能超过保费收入，仍然需要一定的保费规模。人寿、平安、太保现金流都不会有压力，都倾向于发展个险。人寿队伍已经超过 72 万，同时月人均首年期缴和 10 年期缴都有 2 位数增长，有效人力同比增长 3-4 个百分点。提高产能手段包括：强化招募程序，强化培训和育成，做好产品配置，利用现代技术，提升队伍管理。

投资资产外包：选聘了 10 几家基金公司，总规模 200 亿，投资股票超过 100 多亿。未来会进一步扩大外包，不是简单地加仓，而是采用专业市场化机制，在不同领域不断扩大外包。200 亿是 8 月份投出去的，还没有投完，在新增资产配置中是不小的量。

3、考核指标的权重分布？增员难局面是否改善，未来能否突破 100 万人规模？投资上是否增加海外资产配置？

考核权重：队伍人力考核权重由 20% 提高到 30%。价值权重 30% 左右。期缴权重 20% 多。其他指标归并考核。

明年注重队伍发展，百万队伍是梦想，但数量不是唯一目标。要在保证质量的前提下实现量的增长。行业增员难的问题没有改变，但关键是公司的主观能动性。同业公司队伍都能增长到 60 万。方法上允许创新，如收展队伍、理财规划师、大学生团队等多种方式。马上突破增长困局很难，但仍然有增长潜力。

降息是意料之外，但又在情理之中。股市反应比较强烈，信号意义大于数字意义。对公司影响有正有负，总体上中性。公司投资策略比较保守，仍然可以抓住国内结构性机会进行资产配置。海外投资是中长期策略，意义在于资产配置、分散风险、久期匹配。

4、大城市、县域、农村市场的差异？降息对固定收益资产配置的影响？

大城市开发一些针对高端人群产品。农村异地流动人口多、农产品收入季节不一样、对风险的认识不一样，需要三农相关的产品，产品特点小额、政策相关。

人寿固定收益类资产占比高，超低风险资产占比高，风险溢价资产非常谨慎。在目前降息阶段，可以找到资产覆盖，如产业调整中找到好的固定收益机会。

5、保障型产品是否面临增长拐点？互联网保险如何布局？

保障型产品还没到拐点，仍是初级发展阶段。人寿一般做组合销售，如主险和附加险、长期和短期、保障和理财的，通过组合来满足客户长期储蓄和保障性的需求。

电销网销比同行慢了一步，但公司将积极推进。电网销对 80、90 后客户有独特优势。公司尝试建立电网销理财师队伍，实现线上线下的沟通。网销产品适应年轻人需求，产品比较简单，如健康、意外、短期万能险，利润率不高，但可以为公司获取客户。

6、如何提升队伍留存率？银保利润率下降原因？

队伍留存是系统化问题，需要在招募、培训、育成、主管指导、配置产品等方面加强建设，提高代理人收入是关键。留存难是行业问题，没有根本性改变。公司留存率好于行业水平。公司将教育培训部划入个险部，由个险部领导分管，2015 年围绕个险队伍加强培训。

银保利润率：2014 年上半年竞争压力导致手续费率上升，拉低了银行业务价值。公司费用率比同业低。2014 年没有专门的资产池，2015 年将设立专门的资产池进行配置。

风险因素

经济下行，信用风险暴露；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。

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。