

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 年 8 月 28 日

投资要点

- 受益准备金释放，净利润同比增长 13.6%；受益债市上涨，净资产上涨 9.2%。**公司上半年实现归母净利润 184.5 亿元，同比增长 13.6%，每股收益为 0.65 元，增长主要源自准备金释放（准备金释放共增加税前利润 62.3 亿元）。剔除准备金因素，公司净利润同比负增长，主要原因：虽然净投资收益率由上年同期的 4.4% 提升至 4.8%，但总投资收益率却由 5.1%（变现股票浮盈）降至 4.8%。受益债市上涨，公司实现其他综合收益 103.5 亿元。截至 6 月 30 日，公司归母净资产为 2405.9 亿元，较年初增长 9.2%，折合每股净资产为 8.51 元。
- 个险新单增长 10.1%，新业务价值增长 6.9%；受益债市上涨，内含价值增长 14.1%。**公司上半年实现个险渠道新单保费 248.3 亿元，同比增长 10.1%，带动新业务价值同比增长 13.8%，个险新业务价值占比由上年同期的 91.6% 提升至 97.5%。而银保渠道和团险渠道新业务价值则分别同比下降 73.9% 和下降 50%。受益债市上涨，可供出售类债券和持有到期类债券浮盈均体现到内含价值中，截至 6 月 30 日公司内含价值达 3903.7 亿元，较年初增长 14.1%，折合每股为 13.8 元。
- 新单增长依靠产品驱动，人力队伍继续萎缩。**公司上半年个险新单增长主要依靠高现金价值产品、费改型传统险、重疾险等产品推动，而人力队伍继续萎缩，由上年末的 65.3 万人下降至 64.0 万人。最近 10 年公司营销员队伍受困于年龄老化、团队管理和新人培训机制欠缺，人力队伍规模回到 2005 年水平。
- 资产配置相对谨慎，非标资产占比仅为 5.9%。**从投资资产配置结构看，截至 6 月 30 日公司非标资产约为 1171 亿元，占比仅为 5.9%，较去年底仅上升 1.8 个百分点；股票+基金资产为 1038 亿元，占比仅为 5.3%，较去年底下降 2.2 个百分点。
- 风险提示。**保单继续率下降、退保率上升、代理人脱落、股市下跌。
- 盈利预测、估值及投资评级。**受银保政策影响，4 月份起银保保费大幅萎缩，预计下半年难有改善。从单月数据看，受益于费改传统险和重疾险产品的推动，个险新单同比增速有所回升，但由人力老化和发展停滞带来的承保压力将持续存在。预计 2014/15 年每股内含价值为 14.5 元/16.7 元，P/EV 分别为 1.0 倍/0.89 倍。虽然公司面临增长压力，但在经济下行周期，保守的投资策略有望穿越周期，维持“增持”评级。

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
估值 (倍)					
NBM	3.9	3.6	0.4	-2.3	-5.1
P/EV	1.24	1.22	1.02	0.89	0.77
PE	37.8	16.9	13.0	11.3	9.8
PB	1.9	1.9	1.6	1.4	1.3
每股数据 (元)					
NBEVPS	0.74	0.75	0.81	0.83	0.85
EVPS	11.94	12.11	14.46	16.69	19.17
EPS	0.39	0.88	1.14	1.31	1.51
BVPS	7.82	7.80	9.09	10.22	11.52

资料来源：中信量化投资分析系统

注：股价为 2014 年 8 月 27 日收盘价


增持 (维持)

当前价：14.79 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

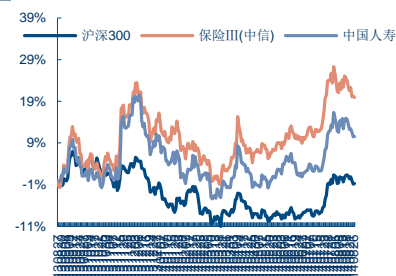
田良

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：中信量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	2327.6 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	2.64%
近 6 月绝对涨幅	9.93%
今年以来绝对涨幅	-0.12%
12 个月日均成交额	205.34 百万元

相关研究

- 中国人寿 (601628) 2014 年一季报点评—个险发展困境具有行业代表性 (2014-04-28)
- 中国人寿 (601628) 2013 年年报点评—代理人十年零增长，持续面临承保压力 (2014-03-26)

表 1：中国人寿和新华保险中报主要数据比较

单位:百万	新华保险			中国人寿		
	2013H/201312	2014H/201406	同比或变化	2013H/201312	2014H/201406	同比或变化
财务						
归母净利润	2,187	3,748	71.4%	16,198	18,407	13.6%
归母净资产	39,312	43,291	10.1%	220,331	240,586	9.2%
加权平均 ROE	6.0%	9.0%	3.1%	7.1%	7.9%	0.8%
总资产	565,849	612,004	8.2%	1,972,941	2,120,114	7.5%
新业务价值	2,073	2,472	19.2%	12,589	13,459	6.9%
内含价值	64,407	73,141	13.6%	342,224	390,367	14.1%
投资						
净投资收益率	4.5%	5.1%	0.6%	4.4%	4.8%	0.3%
总投资收益率	4.3%	5.1%	0.8%	5.1%	4.8%	-0.3%
简单平均综合投资收益率	3.9%	5.6%	1.6%	4.2%	6.1%	1.9%
投资资产	549,596	594,762	8.2%	1,848,744	1,973,208	6.7%
非标资产	57,390	98,387	71.4%	76,250	117,096	53.6%
非标占比	10.4%	16.5%	6.1%	4.1%	5.9%	1.8%
股票+基金	32,185	30,430	-5.5%	138,723	103,796	-25.2%
股票+基金占比	5.9%	5.1%	-0.7%	7.5%	5.3%	-2.2%
寿险渠道:						
代理人(万人)	19.2	17.6	-8.3%	68.4	64.0	-6.4%
代理人人均首年保费(元/人/月)	3,702	5,832	57.5%	5,425	6,352	17.1%
代理人人均新保单件数(件/人/月)						
件均首年保费(元/件)						
保单继续率						
13 个月/14 个月	89.6%	86.9%	-2.7%	90.0%	88.5%	-1.5%
25 个月/26 个月	86.4%	85.1%	-1.3%	88.8%	87.5%	-1.3%
退保率	3.2%	3.8%	0.6%	2.1%	3.3%	1.3%

资料来源：相关公司中报

表 2：中国平安和中国太保中报主要数据比较

单位:百万	中国平安			中国太保		
	2013H/201312	2014H/201406	同比或变化	2013H/201312	2014H/201406	同比或变化
财务						
归母净利润	17,910	21,362	19.3%	5,464	6,848	25.3%
归母净资产	182,709	206,488	13.0%	98,968	106,341	7.4%
加权平均 ROE	10.7%	10.9%	0.2%	5.6%	6.6%	1.0%
总资产	3,360,312	3,801,225	13.1%	723,533	821,391	13.5%
新业务价值	10,110	11,792	16.6%	4,254	5,230	22.9%
内含价值	329,653	364,376	10.5%	144,378	153,891	6.6%
投资						
净投资收益率	4.8%	5.0%	0.2%	5.0%	4.9%	-0.1%
总投资收益率	4.9%	4.3%	-0.6%	4.8%	4.4%	-0.4%
简单平均综合投资收益率	4.0%	4.8%	0.8%	3.9%	5.6%	1.7%
投资资产	1,230,367	1,356,631	10.3%	666,799	756,454	13.4%
非标资产	136,436	199,589	46.3%	53,122	73,274	37.9%
非标占比	11.1%	14.7%	3.6%	8.0%	9.7%	1.7%
股票+基金	120,497	119,278	-1.0%	64,727	67,076	3.6%
股票+基金占比	9.8%	8.8%	-1.0%	9.7%	8.9%	-0.8%
寿险渠道:						
代理人(万人)	54.9	60.8	10.7%	28.2	30.1	6.7%
代理人人均首年保费(元/人/月)	7,631	8,110	6.3%	4,754	5,656	19.0%
代理人人均新保单件数(件/人/月)	1.1	1.1	0.0%	1.4	1.4	5.2%
件均首年保费(元/件)	6,937	7,373	6.3%	3,521	3,983	13.1%
保单继续率						
13 个月	92.8%	92.3%	-0.5%	90.4%	90.6%	0.2%
25 个月	89.7%	88.9%	-0.8%	88.3%	86.4%	-1.9%
退保率	0.6%	0.7%	0.1%	2.2%	3.3%	1.1%

资料来源：相关公司中报

表 3：中国人寿新业务价值增长主要来自个险渠道

单位:百万	2013H	2014H	同比/变化
分渠道新业务价值			
个险渠道	11,527	13,118	13.8%
团险渠道	268	134	-50.0%
银保渠道	794	207	-73.9%
合计	12,589	13,459	6.9%
分渠道新业务保费			
个险渠道	22,556	24,829	10.1%
团险渠道	9,939	12,857	29.4%
银保渠道	58,455	53,642	-8.2%
合计	90,950	91,328	0.4%
分渠道新业务价值占比			
个险渠道	91.6%	97.5%	5.9%
团险渠道	2.1%	1.0%	-1.1%
银保渠道	6.3%	1.5%	-4.8%
分渠道新业务利润率			
个险渠道	51.1%	52.8%	1.7%
团险渠道	2.7%	1.0%	-1.7%
银保渠道	1.4%	0.4%	-1.0%
合计	13.8%	14.7%	0.9%

资料来源：公司中报，中信证券研究部

表 4：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	144,093	175,958	212,863	NBM	3.6	0.4	-2.3	-5.1
寿险调整后净资产					P/EV	1.22	1.02	0.89	0.77
有效业务价值	234,702	264,547	295,895	328,867	PE	16.9	13.0	11.3	9.8
内含价值	342,224	408,640	471,853	541,730	PB	1.9	1.6	1.4	1.3
寿险内含价值					每股数据				
一年新业务价值	21,300	22,804	23,411	24,095	NBEVPS	0.75	0.81	0.83	0.85
APE	68,345	76,013	78,038	80,318	EVPS	12.11	14.46	16.69	19.17
FYP	135,563	136,139	138,164	140,444	EPS	0.88	1.14	1.31	1.51
期缴首年保费	40,306	44,713	44,742	44,774	BVPS	7.80	9.09	10.22	11.52
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	26,615	28,863	ROA	1.27%	1.48%	1.51%	1.55%
NBEV/APE	31.2%	30.0%	30.0%	30.0%	ROE	11.2%	12.6%	13.0%	13.2%
NBEV/FYP	15.7%	16.8%	16.9%	17.2%	寿险				
财务报表					产险				
总资产	1,972,941	2,205,604	2,496,654	2,804,222	银行				
	1,788,965	2,032,959	2,301,227	2,584,719	证券				
总负债	1,750,356	1,946,074	2,204,933	2,475,218	总部及其他				
股本	28,265	28,265	28,265	28,265	资产负债率	88.7%	88.2%	88.3%	88.3%
净资产	222,585	259,531	291,721	329,004		4.8%	4.9%	5.0%	4.9%
寿险					权益资产占比	8.7%	9.1%	9.5%	9.9%
产险					成长性				
银行					EV	1.4%	19.4%	15.5%	14.8%
证券					NBEV	2.2%	7.1%	2.7%	2.9%
总部及其他					归属于股东净资产	-0.3%	16.6%	12.4%	12.8%
归属于股东净资产	220,331	256,902	288,767	325,672	归属于股东净利润	123.9%	29.6%	15.5%	15.1%
寿险规模保费	326,290	341,727	361,051	378,911	总资产	3.9%	11.8%	13.2%	12.3%
产险规模保费					投资资产	2.2%	13.6%	13.2%	12.3%
	95,674	92,872	108,137	120,261	参考数据				
净利润	25,008	32,731	37,806	43,525	寿险代理人 (万人)	70.6	68.5	69.3	65.3
寿险					人均首年新单保费收入(元/月)	3,526	3,971	4,567	4,631
产险					14个月保单继续率	93%	93%	91%	89%
银行					偿付能力充足率	212%	170%	236%	226%
证券									
总部及其他									
归属于股东净利润	24,765	32,107	37,085	42,695					

资料来源：公司年报、中信证券研究部预测

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/或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。