

2015 看投资弹性，首选中国人寿

2014 年 12 月 4 日

投资要点

- ❖ **保险股有望获得 15% 的保底收益。**
 - **内含价值：预计 2015 年增长 15% 以上。**2013 年中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险通过时间价值（贴现率 11%）加上新业务价值二者合计带来的内含价值增长率分别为 16.8%、12.3%、12.3%、17.5%。这一趋势还在延续，考虑非寿险盈利额外贡献，预计保险股 2015 年内含价值增速在 15% 以上。
 - **承保：老龄化催生保障刚性需求。**2014-2030 年中国人口老龄化节奏与 1983-2000 年的日本相当，其间日本寿险保障型产品占比迅速上升，同时，理财产品收益下行，寿险产品竞争劣势有所改善。
 - **投资：2015 年非标资产弥补利率下行。**目前 10 年期国债、AAA 企业债收益率仅为 3.65%、4.84%。非标资产收益率在 6-8% 之间。假设非标资产占比提升至 25%，则 2015 年投资收益率平均为 5.4%。
- ❖ **保险资金持续加仓股票，2015 看点是投资弹性。**
 - **保险股投资弹性比较三要素：传统险占比越高，弹性越好；股票仓位越高，弹性越好；非寿险业务和集团闲置资本金占比越低，弹性越好。**2 季度末，保险资金股票仓位处于历史最低水平，如果大盘上涨且股票加仓，将大幅提高股价弹性。
 - **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，若股市上涨 10%，则人寿、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，若长期投资回报率提高 50bp，则人寿、平安、太保、新华内含价值将分别提升 9.3%、4.9%、7.2%、9.2%。
- ❖ **风险因素：经济下行超出预期，资产风险暴露；分红险、万能险预定利率市场化改革；产险费率市场化推进，加速价格竞争。**
- ❖ **首选有改善预期、弹性最大的中国人寿。**中国人寿：传统险占比高、股市弹性最大的纯寿险公司，维持“买入”评级。中国太保：集团资本金闲置多，弹性中等；寿险依然有改善空间，维持“增持”评级。中国平安：业务多元，银行占比高，弹性较差；但保险业务最优，建议继续关注。新华保险：虽是弹性好的纯寿险公司，但非标资产占比已高，且面临满期给付和退保压力，维持“持有”评级。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EVPS (元)				P/EV (倍)				PB 15E	评级
		2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E		
中国人寿	22.6	12.1	15.0	17.3	19.9	1.87	1.51	1.31	1.14	2.09	买入
中国平安	49.6	41.6	50.3	56.6	65.5	1.19	0.99	0.88	0.76	1.43	买入
中国太保	24.1	15.9	18.6	21.3	24.3	1.52	1.30	1.13	0.99	1.75	增持
新华保险	41.9	20.6	25.0	29.1	33.7	2.03	1.68	1.44	1.24	2.33	持有

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2014 年 11 月 28 日收盘价



强于大市（维持）

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

相关研究

1. 保险行业重大事件点评—2015 看投资弹性.....2014-11-24
2. 证券行业重大事件点评—分享杠杆交易盛宴2014-11-10
3. 证券行业重大事件点评—一类信贷业务有望在业绩增量中占比 63%.....2014-11-03
4. 起风了，让我们一起飞—2015 非银三大机遇 (ppt)2014-10-13
5. 证券行业重大事件点评—情绪驱动行情，基本面尚待观察2014-09-26
6. 非银行金融行业专题研究报告—中国财富管理市场发展元年...2014-09-18

目录

投资聚焦	1
报告独特之处.....	1
核心观点：保险资金持续加仓股票，2015 看点是投资弹性	1
风险因素	1
催化剂.....	1
承保：老龄化催生保障需求	2
日本老龄化启示：保障型产品将成为刚需	2
理财收益率下行，有助于缓解保单销售压力.....	4
投资：非标资产弥补利率下行	5
预计 2015 年内含价值至少增长 15%	8
2015 年股价催化剂	9
风险因素	9
行业投资策略与个股推荐	9
2015 年看投资弹性，维持“强于大市”评级	9
首选有改善预期、弹性最大的中国人寿，关注中国太保和中国平安	10
重点推荐公司——中国人寿（601628）：队伍重塑、弹性最大的纯寿险公司.....	13

插图目录

图 1: 60 岁以上人口占比（目前中国与 30 年前的日本相当）	2
图 2: 日本寿险新单件数占比：1980 年以后保障型产品占比上升	3
图 3: 中国人身险种结构：分红险占比开始下降	4
图 4: 互联网理财产品收益率下行	4
图 5: 银行理财产品收益率下行	4
图 6: 万能险结算利率维持在 4.0% 左右	5
图 7: 10 年期国债和 AAA 级企业债收益率分别下降至 3.65% 和 4.84%	5
图 8: 今年 3 季度一般贷款平均利率为 7.33%，高于中长期贷款基准利率 78bp	6
图 9: 中国人寿净资产季度增长率与股市、债市回归分析	11
图 10: 中国平安净资产季度增长率与股市、债市回归分析	12
图 11: 中国太保净资产季度增长率与股市、债市回归分析	12
图 12: 新华人寿净资产季度增长率与股市、债市回归分析	12

表格目录

表 1: 中国人口变化：未来 5 年 20-29 岁人口年均减少 1130 万，50 岁以上人口年均增加 1670 万	2
表 2: 中国 2011-2013 年人身险增长动力：传统险和健康险	3
表 3: 保险资金非标资产收益率维持在 6-8% 区间	5
表 4: 保险非标资产投资尚有较大政策空间	6
表 5: 2014 年 3 季度末，保险行业其他投资（非标为主）占比 20.9%	6
表 6: 2014 年中报非标资产占比为 5.9%-16.5%	7
表 7: 预计 2015 年投资收益率维持在 5.0% 以上	7
表 8: 降息对存款利率影响（5 年期存款利率 4.0-5.4%）	7
表 9: 预期回报和新业务价值是内含价值增长的稳定驱动力	8
表 10: 保险股 2015 年 P/EV 平均为 1.19 倍	10
表 11: 2014 年中报内含价值对投资回报率敏感性比较	11
表 12: 中国人寿盈利预测及估值简表	13

投资聚焦

报告独特之处

- ✓ 从股市弹性角度看 2015 年投资机会：首选中国人寿，关注中国太保和中国平安。中国人寿，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。提出观察投资弹性的三个视角：传统险占比越高，弹性越好；股票仓位越高，弹性越好；非寿险业务和集团闲置资本金占比越低，弹性越好。
- ✓ 从价值增长角度看保险股绝对收益：15%保底收益。2013 年中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险通过时间价值（贴现率 11%）加上新业务价值二者合计带来的内含价值增长率分别为 16.8%、12.3%、12.3%、17.5%。这一趋势还在延续，考虑非寿险盈利额外贡献，预计保险股 2015 年内含价值增速在 15% 以上。

核心观点：保险资金持续加仓股票，2015 看点是投资弹性

保险股投资弹性比较三要素：传统险占比越高，弹性越好；股票仓位越高，弹性越好；非寿险业务和集团闲置资本金占比越低，弹性越好。2 季度末，保险资金股票仓位处于历史最低水平，如果大盘上涨且股票加仓，将大幅提高股市弹性。

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，若股市上涨 10%，则人寿、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，若长期投资回报率提高 50bp，则人寿、平安、太保、新华内含价值将分别提升 9.3%、4.9%、7.2%、9.2%。

首选有改善预期、弹性最大的中国人寿。中国人寿：传统险占比高、股市弹性最大的纯寿险公司，维持“买入”评级。中国太保：集团资本金闲置多，弹性中等；寿险依然有改善空间，维持“增持”评级。中国平安：业务多元，银行占比高，弹性较差；但保险业务最优，建议继续关注。新华保险：虽是弹性好的纯寿险公司，但非标资产占比已高，且面临满期给付和退保压力，维持“持有”评级。

风险因素

- ✓ 经济下行超出预期，资产风险暴露。
- ✓ 分红险、万能险预定利率市场化改革。
- ✓ 产险费率市场化推进，加速价格竞争。

催化剂

- ✓ 个税递延养老险政策正式推出，给行业带来保费增量。大公司拥有团险客户，具有规模优势，受益明显。
- ✓ 预计偿二代最快在今年底定稿，2015 年可能正式执行。行业整体均有望释放资本，其中大公司比小公司更受益。由于上市公司资产端和负债端都相对保守，预计都将受益，其中中国人寿受益最明显。

承保：老龄化催生保障需求

日本老龄化启示：保障型产品将成为刚需

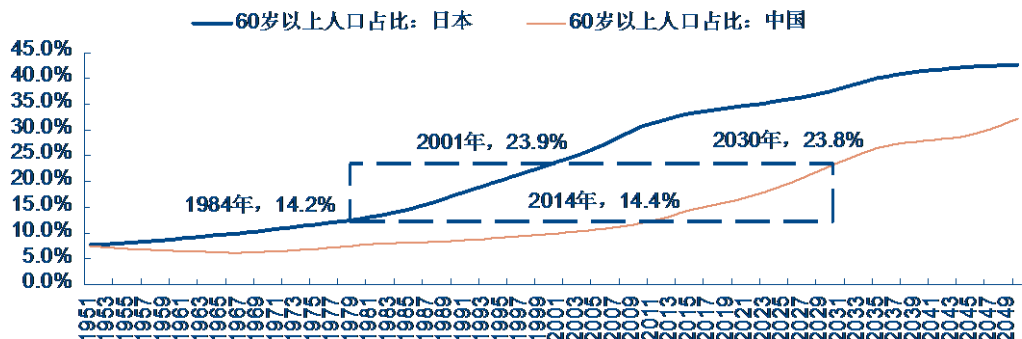
未来 15 年的中国人口老化节奏与 1983-2000 年的日本相当。根据世界银行 2012 年预测数据，中国未来 5 年 20-29 岁人口年均减少 1130 万，50 岁以上人口年均增加 1670 万。从 2014 年到 2030 年，60 岁以上人口规模将从 2.0 亿人增长到 3.5 亿人，占总人口比重由 14.4% 提升至 23.8%。目前中国的 60 岁以上人口占比恰好与 1984 年的日本相当，而 2030 年又恰好与 2001 年的日本相当，即未来 15 年的中国人口老化节奏与 1984-2001 年的日本相当。

表 1：中国人口变化：未来 5 年 20-29 岁人口年均减少 1130 万，50 岁以上人口年均增加 1670 万

单位：百万	0-9 岁	10-19 岁	20-29 岁	30-39 岁	40-49 岁	50-59 岁	60 岁以上	总数	60 岁以上人口占比
2014	175	164	246	196	238	173	201	1,394	14.4%
2015	177	161	241	198	237	179	209	1,402	14.9%
2016	178	159	234	203	234	185	216	1,409	15.3%
2017	179	158	224	211	229	193	222	1,416	15.7%
2018	178	159	212	221	222	201	228	1,422	16.1%
2019	177	161	200	230	216	209	235	1,428	16.5%
2020	176	163	189	237	209	216	242	1,433	16.9%
2021	173	166	181	242	204	221	251	1,437	17.4%
2022	171	168	173	245	199	226	259	1,441	18.0%
2023	167	171	167	246	195	229	269	1,444	18.6%
2024	164	174	162	244	194	231	279	1,447	19.3%
2025	160	176	159	239	196	230	289	1,449	20.0%
2026	157	177	157	232	201	227	300	1,451	20.7%
2027	154	178	157	222	209	222	311	1,452	21.4%
2028	151	178	158	210	218	215	323	1,453	22.2%
2029	148	177	159	198	227	209	334	1,453	23.0%
2030	146	175	161	188	234	203	346	1,453	23.8%
2014-2030CAGR	-1.1%	0.4%	-2.6%	-0.3%	-0.1%	1.0%	3.4%	0.3%	
年均变化									
2014-2020	0.3	-0.2	-11.3	8.1	-5.8	8.5	8.2	7.8	0.5%
2020-2025	-3.1	2.6	-6.1	0.4	-2.7	2.8	9.4	3.2	0.6%
2025-2030	-2.9	-0.1	0.5	-10.2	7.7	-5.3	11.3	0.9	0.8%

资料来源：世界银行，中信证券研究部

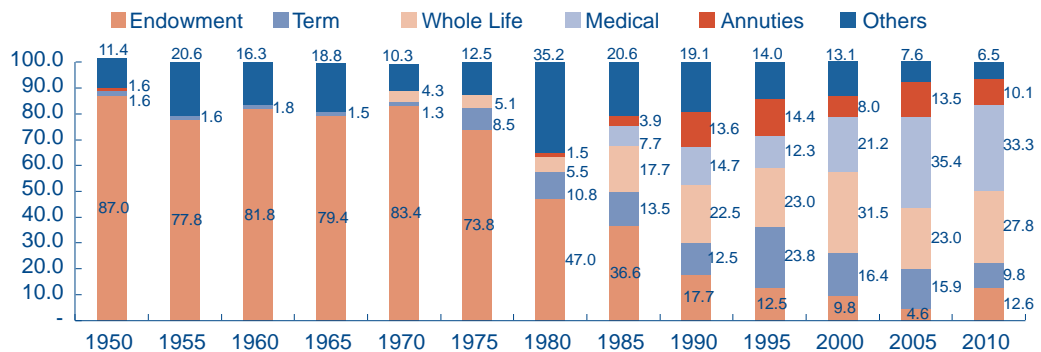
图 1：60 岁以上人口占比（目前中国与 30 年前的日本相当）



资料来源：世界银行，中信证券研究部

1980 年起，日本寿险从储蓄型产品迅速转向保障型产品。1980 年以前，日本寿险业主要险种是生死两全险，带有很强的储蓄功能。1980 年以后，定期死亡寿险、终身死亡寿险、医疗险等保障型产品占比迅速上升。按新单件数构成看，截至 2010 年两全保险占比仅为 12.6%，而定期死亡寿险、终身死亡寿险、医疗险的占比分别为 9.8%、27.8%、33.3%。虽然日本 1984 年起也通过个税抵扣方式鼓励年金业务发展，但保障型产品占比上升趋势远大于年金业务。可见，在老龄化背景下，保障型业务增长快于年金业务，尤其快于储蓄类产品。

图 2：日本寿险新单件数占比：1980 年以后保障型产品占比上升 (单位：%)



资料来源：LIAJ，中信证券研究部

未来 5-10 年，我国 50-59 岁人口数量上升，支持保障型产品热销。50-59 岁人口是老龄风险意识最强、同时兼具购买力的人群。根据世界银行预测，未来 10 年我国 50-59 岁人口将从 1.73 亿增长至 2.31 亿。而 30-49 岁人口将总体维持稳定，受益于人口老化风险意识上升。2011 年以来，类理财保险产品进入调整周期，健康险、意外险、传统险等保障类产品增速在上升，成为寿险保费增长的主要动力，预计未来 5-10 年将延续这一趋势。

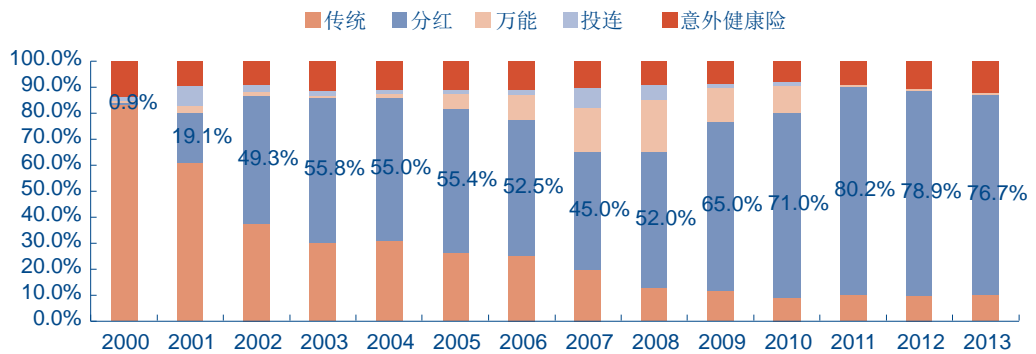
表 2：中国 2011-2013 年人身险增长动力：传统险和健康险

单位：百万	人身险保费收入			增长率		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
分红险	766,685	785,905	813,598	6.8%	2.5%	3.5%
投连险	454	436	442	-17.7%	-3.9%	1.2%
万能险	7,739	9,871	9,017	-10.8%	27.6%	-8.7%
意外险	22,889	25,946	31,074	20.7%	13.4%	19.8%
健康险	61,791	77,054	98,336	30.8%	24.7%	27.6%
普通寿险	82,506	85,038	108,952	-3.4%	3.1%	28.1%
合计	942,064	984,250	1,061,418	7.2%	4.5%	7.8%

资料来源：保险年鉴，中信证券研究部

图 3：中国人身险种结构：分红险占比开始下降

(单位：%)



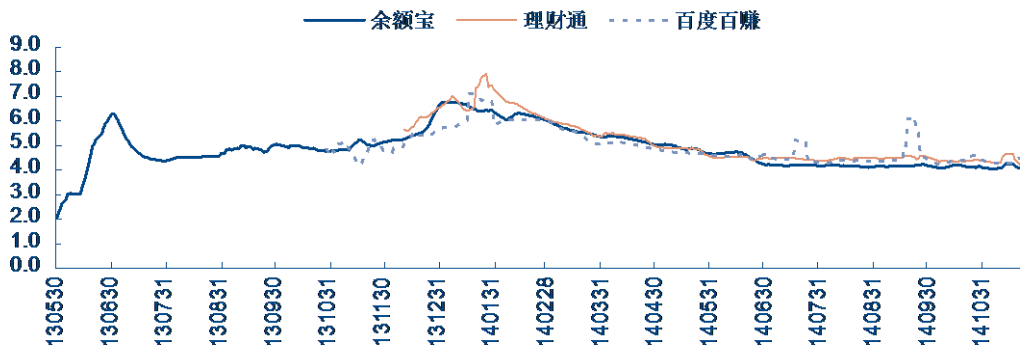
资料来源：保监会，中信证券研究部

理财收益率下行，有助于缓解保单销售压力

随着流动性宽松，互联网和银行理财产品收益率正在迅速下行。目前余额宝收益率为 4.1%，与保险公司万能险结算利率相比优势并不明显。受益于非标资产占比上升和年初的市场高利率，保险公司净投资收益率迎来高点，预计 2015 年万能险结算年利率和分红险分红率继续维持在 4.0% 以上。由于比较劣势弱化，寿险类理财产品销售压力将有所改善。

图 4：互联网理财产品收益率下行

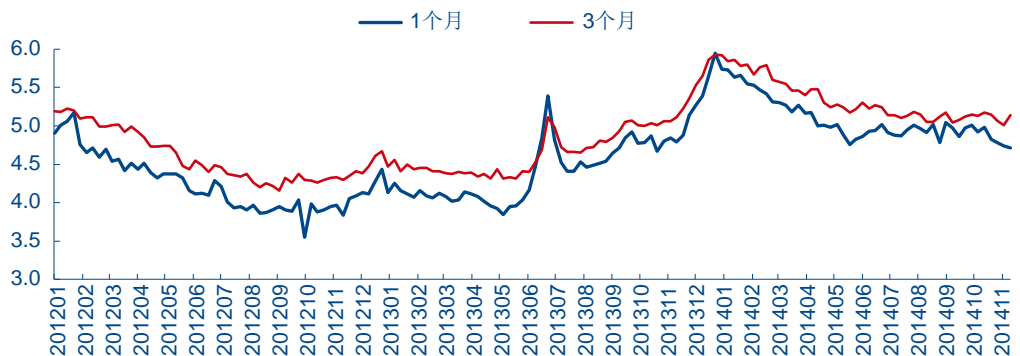
(单位：%)



资料来源：Wind，中信证券研究部

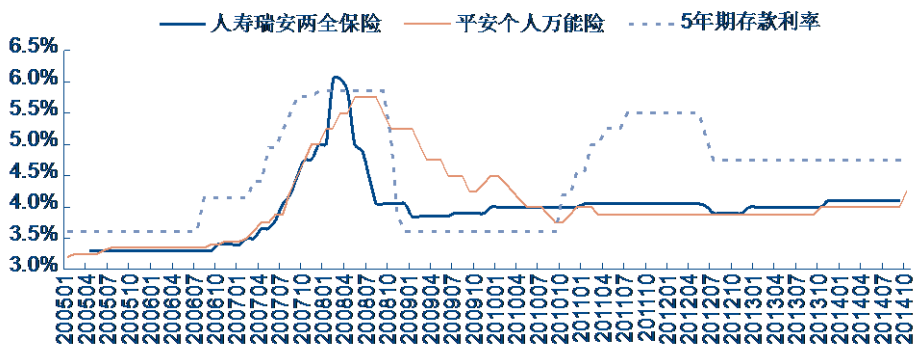
图 5：银行理财产品收益率下行

(单位：%)



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 6: 万能险结算利率维持在 4.0%左右 (单位: %)

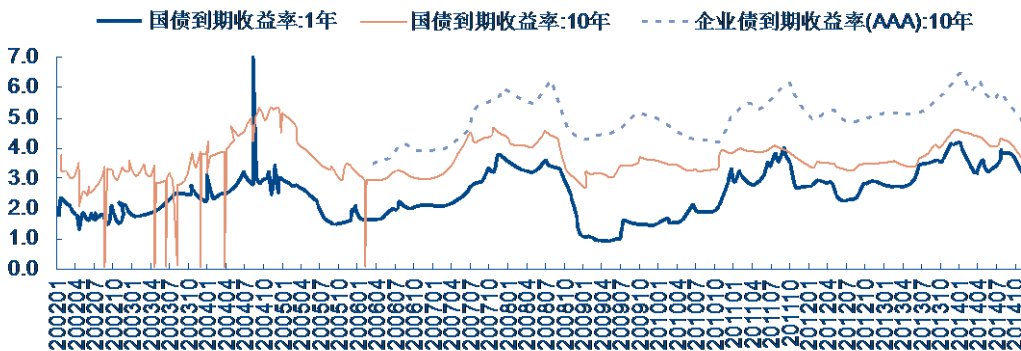


资料来源: Wind, 中信证券研究部

投资: 非标资产弥补利率下行

债券和存款利率大幅下行, 非标资产收益率优势更加显著。在 10 年期国债、AAA 企业债收益率仅为 3.65%、4.84%的情况下, 以债权计划为主的类贷款资产收益率优势更加显著。从保险公司 3 季度投资的非标项目来看, 收益率普遍在 6-8%之间, 期限以 5-8 年为主, 10 年以上的长久期项目也陆续涌现。今年 3 季度银行一般贷款平均利率为 7.33%, 高于降息前的 5 年期以上贷款基准利率 78bp。在基准贷款利率下调 40bp 至 6.15%的基础上, 我们认为非标资产收益率将维持在 6.0%以上。

图 7: 10 年期国债和 AAA 级企业债收益率分别下降至 3.65%和 4.84% (单位: %)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

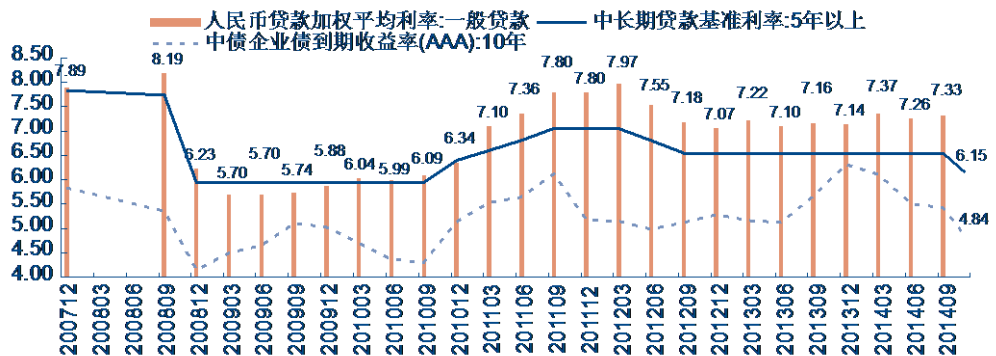
表 3: 保险资金非标资产收益率维持在 6-8%区间

名称	认购金额	认购时间	发行年限	预期年收益率
中国太保 建信信托-优享 1 号集合资金信托计划	4 亿元	2014.07.01	24 个月	6.8%
中国人寿 中国人寿-云南能源债权计划	7.5 亿元	2014.08.21	7 年	6.9%
中国人寿 中国人寿-国投雅砻江资产支持计划	24.51 亿元	2014.10.16	7 年	6.6%
泰康人寿 泰康-信达 1 号项目资产支持计划	不超过 100 亿元	2013.09.30	8 年	6.6%-7%
泰康人寿 北京信托·鑫丰理财 20144017 号集合资金信托计划	10.4 亿元	2014.06.23	5 年	7.9%
泰康人寿 中信·中国水地地产天韵贷款集合资金信托计划	12.5 亿元	2014.09.22	60 个月	7.8%
泰康人寿 中信·中国水地地产贷款集合资金信托计划	5.65 亿元	2014.09.04	24 个月	7.8%
泰康人寿 中信·平安融资租赁贷款集合资金信托计划 1405 期	1.39 亿元	2014.08.15	2 年	7.0%
泰康人寿 泰康-大广高速湖北南段项目债权投资计划	1.5 亿元	2014.09.19	13 年	6.8%
泰康人寿 转让泰康京能-能源项目债权投资计划	20 亿元	2011.12.30	7 年	6.6%
平安人寿 平安财富*宏泰十一号集合资金信托计划	10 亿元	2014.11.06	5 年	8.3%

名称	认购金额	认购时间	发行年限	预期年收益率
平安人寿 平安-首创朝阳丽泽项目商业不动产债权投资计划	7.32 亿元	2014.08.20	8 年	7.5%
平安人寿 平安-保利商业不动产债权投资计划	12.2 亿元	2014.07.15	6 年	7.1%
平安人寿 平安-国华置业商业不动产债权投资计划	12 亿元	2014.05.19 2014.06.17	10+2 年	7.0%
平安人寿 平安财富*宏泰十号集合资金信托计划	5.99 亿元	2013.09.23	60 个月	6.6%
平安人寿 平安-江宁国资债权投资计划	10 亿元	2014.05.22	10 年	6.6%
平安人寿 平安-神华集团债权投资计划	20 亿元	2014.10.16	15 年	6.5%
平安人寿 平安-上海城建债权投资计划	15 亿元	2014.05.28	7 年	6.4%

资料来源：保险行业协会，中信证券研究部

图 8：今年 3 季度一般贷款平均利率为 7.33%，高于中长期贷款基准利率 78bp (单位：%)



资料来源：Wind，中信证券研究部

非标资产占比提升仍有较大空间。截至 3 季度末，保险行业其他投资（非标为主）资产占比为 20.9%，四家上市公司低于行业平均水平。截至 2 季度末，人寿、平安、太保、新华非标资产占保险投资资产比重分别为 5.9%、14.7%、9.7%、16.5%。从政策上限看，不动产类资产为 30%，各种非标金融资产为 25%，保险公司投资非标的政策空间还比较大。

表 4：保险非标资产投资尚有较大政策空间

资产类别	政策上限
流动性资产	无
固定收益类资产	无
权益类资产	投资权益类资产的账面余额，合计不高于本公司上季末总资产的 30%，且重大股权投资的账面余额，不高于本公司上季末净资产。账面余额不包括保险公司以自有资金投资的保险类企业股权。
不动产类资产	投资不动产类资产的账面余额，合计不高于本公司上季末总资产的 30%。账面余额不包括保险公司购置的自用性不动产。保险公司购置自用性不动产的账面余额，不高于本公司上季末净资产的 50%。
其他金融资产	投资其他金融资产的账面余额，合计不高于本公司上季末总资产的 25%。
境外投资	境外投资余额，合计不高于本公司上季末总资产的 15%。

资料来源：保监会，中信证券研究部

表 5：2014 年 3 季度末，保险行业其他投资（非标为主）占比 20.9%

	Dec/12	Dec/13	Mar/14	Jun/14	Sep/14
投资资产（单位：亿元）					
银行存款	23,000	22,641	25,031	25,618	25,095
债券	30,600	33,375	34,420	35,636	35,529
股票和证券投资基金	8,080	7,865	8,460	8,049	8,775
其他投资（非标为主）	5,753	12,992	14,318	16,604	18,277
资金运用余额	67,433	76,873	82,228	85,907	87,677
占比					
银行存款	31.6%	29.5%	28.6%	29.8%	28.62%
债券	45.6%	43.4%	43.3%	41.5%	40.52%
股票和证券投资基金	11.5%	10.2%	10.6%	9.4%	10.01%
其他投资（非标为主）	11.3%	16.9%	17.5%	19.3%	20.85%

资料来源：CIRC，中信证券研究部

表 6：2014 年中报非标资产占比为 5.9%-16.5%

单位:百万	中国平安			中国太保			新华保险			中国人寿		
	2013H/ 201312	2014H /201406	同比 变化	2013H/ 201312	2014H/ 201406	同比 变化	2013H/ 201312	2014H/ 201406	同比 变化	2013H/ 201312	2014H/ 201406	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：公司公告，中信证券研究部

预计 2015 年保险净投资收益率为 5.4%。保守假设 2015 年新增存款、债券、权益、另类投资收益率分别为 4.0%、4.0%、10%、6.0%。依据分别为：

- ✓ 降息后各主要银行 3、5 年期存款利率区间分别为 4.0-4.8%、4.0%-5.4%，考虑到存在继续降息的可能性，我们保守假设保险公司 2015 年存款、债券收益率分别仅为 4.0%、4.0%。
- ✓ 降息后社会无风险收益率下行，提高股市吸引力，保守预计股市回报率为 10%。
- ✓ 降息后中长期贷款利率为 6.15%，但实际贷款利率仍可能明显高于基准。我们保守假设保险公司类贷款等另类投资收益率仅为 6.0%。

在中性资产配置情况下（表 7、情景 2），非标资产占比提升至 25%，则投资收益率平均为 5.4%。可见，资产配置结构调整基本可以弥补市场利率下行压力。

表 7：预计 2015 年投资收益率维持在 5.0%以上

	收益率	配置			收益率		
		情景 1	情景 2	情景 3	情景 1	情景 2	情景 3
存款	4.00%	28.6%	25.0%	20.0%	1.1%	1.0%	0.8%
债券	4.00%	40.5%	35.0%	30.0%	1.6%	1.4%	1.2%
股票和基金	10.0%	10.0%	15.0%	20.0%	1.0%	1.5%	2.0%
另类投资	6.00%	20.9%	25.0%	30.0%	1.3%	1.5%	1.8%
合计		100.0%	100.0%	100.0%	5.0%	5.4%	5.8%

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

表 8：降息对存款利率影响（5 年期存款利率 4.0-5.4%）

单位：%	5 年期定存利率			3 年期定存利率		
	2012/7/6	2014/11/22	调整百分点	2012-07-06	2014-11-22	调整百分点
中信银行	4.750	不公布		4.68	4.40	-0.27
中国邮政储蓄银行	4.750	4.000	-0.75	4.25	4.00	-0.25
中国银行	4.750	4.250	-0.50	4.25	4.00	-0.25
中国农业银行	4.750	4.250	-0.50	4.25	4.00	-0.25
中国民生银行	5.225	不公布		4.68	4.40	-0.27
中国建设银行	4.750	4.250	-0.50	4.25	4.00	-0.25
中国光大银行	4.750	4.500	-0.25	4.25	4.00	-0.25
中国工商银行	4.750	4.250	-0.50	4.25	4.00	-0.25
招商银行	4.750	4.250	-0.50	4.25	4.00	-0.25
兴业银行	4.750	4.000	-0.75	4.68	4.00	-0.68
上海浦东发展银行	4.750	4.000	-0.75	4.68	4.00	-0.68
平安银行	5.225	5.225	0.00	4.68	4.80	0.13
宁波银行	5.225	不公布		4.68	4.80	0.13
南京银行	4.750	5.400	0.65	4.25	4.80	0.55

单位：%	5 年期定期存利率			3 年期定期存利率		
	2012/7/6	2014/11/22	调整百分点	2012-07-06	2014-11-22	调整百分点
交通银行	4.750	4.250	-0.50	4.25	4.00	-0.25
华夏银行	4.750	4.750	0.00	4.68	4.40	-0.27
北京银行	4.750	4.500	-0.25	4.25	4.00	-0.25

资料来源：各公司网站，中信证券研究部

预计 2015 年内含价值至少增长 15%

受益时间价值和新单销售，预计 2015 年内含价值（EV）增长 15%左右。

内含价值=调整后净资产+有效业务价值。在不考虑派息、融资、股债市波动，且公司当年经营情况与精算假设一致的情况下：

期末有效业务价值=期初有效业务价值*（1+贴现率）+当期新业务价值-在手保单当期净利润。

期末调整后净资产=期初调整后净资产*（1+当期投资回报率）+在手保单当期净利润。

期末内含价值=期初调整后净资产*（1+当期投资回报率）+期初有效业务价值*（1+贴现率）+当期新业务价值。其中，贴现率（时间价值，四家公司假设为 11-11.5%）和当期新业务价值是内含价值增长的稳定驱动力。寿险调整后净资产及非寿险净资产增长则分别取决于当期实际的综合投资回报率和 ROE。

以 2013 年数据为例，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险通过贴现率实现的内含价值增长率分别为 10.5%、5.8%、6.7%、10.1%，通过新保单销售实现的内含价值增长率分别为 6.3%、6.5%、5.5%、7.4%，时间价值+新业务价值二者合计带来内含价值增长率分别为 16.8%、12.3%、12.3%、17.5%。平安和太保低于人寿和新华的原因是：平安内含价值里还包括集团闲置的资本金和银行、产险业务，太保内含价值里包括集团闲置的资本金和产险业务，考虑这些资本金和银行、产险业务的净资产增长额后，四家公司常态的内含价值增长率都在 15%以上。

此外，内含价值实际增长率还取决于股债波动、实际运营与精算假设的偏差、融资和派息等情况。在股债整体无大幅下跌风险的判断下，预计 2015 年内含价值实际增长率在 15%以上。

表 9：预期回报和新业务价值是内含价值增长的稳定驱动力

单位：百万	2009	2010	2011	2012	2013
中国人寿					
期初内含价值	240,087	285,229	298,099	292,854	337,596
预期回报	21,123	23,922	27,781	30,215	35,536
新业务价值	17,713	19,839	20,199	20,834	21,300
预期回报/期初内含价值	8.8%	8.4%	9.3%	10.3%	10.5%
新业务价值/期初内含价值	7.4%	7.0%	6.8%	7.1%	6.3%
（预期回报+新业务价值）/期初内含价值	16.2%	15.3%	16.1%	17.4%	16.8%
内含价值实际增长率	18.8%	4.5%	-1.8%	15.3%	1.4%
中国平安					
期初内含价值	122,859	155,258	200,986	235,627	285,874
预期回报	7,431	9,823	12,248	14,958	16,510
新业务价值	12,654	16,310	17,343	16,340	18,540
预期回报/期初内含价值	6.0%	6.3%	6.1%	6.3%	5.8%
新业务价值/期初内含价值	10.3%	10.5%	8.6%	6.9%	6.5%

单位：百万	2009	2010	2011	2012	2013
(预期回报+新业务价值)/期初内含价值	16.3%	16.8%	14.7%	13.3%	12.3%
内含价值实际增长率	26.4%	29.5%	17.2%	21.3%	15.3%
中国太保					
期初内含价值	69,978	98,371	110,089	113,564	135,280
预期回报	4,286	6,341	7,254	7,717	9,079
新业务价值	5,000	6,100	6,714	7,060	7,499
预期回报/期初内含价值	6.1%	6.4%	6.6%	6.8%	6.7%
新业务价值/期初内含价值	7.1%	6.2%	6.1%	6.2%	5.5%
(预期回报+新业务价值)/期初内含价值	13.3%	12.6%	12.7%	13.0%	12.3%
内含价值实际增长率	40.6%	11.9%	3.2%	19.1%	6.7%
新华保险					
期初内含价值		20,333	28,084	48,991	56,870
预期回报		2,654	3,858	4,841	5,740
新业务价值		5,095	4,681	4,475	4,236
预期回报/期初内含价值		13.1%	13.7%	9.9%	10.1%
新业务价值/期初内含价值		25.1%	16.7%	9.1%	7.4%
(预期回报+新业务价值)/期初内含价值		38.1%	30.4%	19.0%	17.5%
内含价值实际增长率		38.1%	74.4%	16.1%	13.3%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

2015 年股价催化剂

- ✓ 个税递延养老险政策正式推出，给行业带来保费增量。大公司拥有团险客户，具有规模优势，受益明显。
- ✓ 预计偿二代最快在今年底定稿，2015 年可能正式执行。行业整体均有望释放资本，其中大公司比小公司更受益。由于上市公司资产端和负债端都相对保守，预计都将受益，其中中国人寿受益最明显。

风险因素

- ✓ 经济下行超出预期，资产风险暴露，市场利率大幅下跌、股市大幅下跌。
- ✓ 分红险、万能险预定利率市场化改革，价格竞争导致保底收益率大幅上行。
- ✓ 产险费率市场化推进，加速价格竞争，车险行业综合成本率继续上行。

行业投资策略与个股推荐

2015 年看投资弹性，维持“强于大市”评级

股票仓位处于历史最低水平，预计保险公司持续加仓股票，将大幅提高股市弹性。截至 2 季度末，人寿、平安、太保、新华股票和基金合计占比分别为 5.3%、8.8%、8.9%、5.1%，处于历史上最低水平。预计随着大盘上涨和保险公司股票仓位上升，保险公司净资产、内含价值、股市弹性均会显著提高。

2015 年看投资弹性，维持“强于大市”评级。 保险行业平均 1.19 倍 2015 年 P/EV，再度下行风险不大，预计持有保险股至少可以分享到内含价值增长 15% 的保底收益，另外加上股票牛市带来的净资产增长和估值上移。维持保险行业“强于大市”评级。

表 10：保险股 2015 年 P/EV 平均为 1.19 倍

名称	股价	EPS (元)				P/E (倍)				BPS (元)				P/B (倍)			
		13	14E	15E	16E	13	14E	15E	16E	13	14E	15E	16E	13	14E	15E	16E
中国人寿	22.6	0.88	1.14	1.32	1.50	25.7	19.8	17.1	15.1	7.8	9.7	10.8	12.1	2.90	2.33	2.09	1.87
中国平安	49.6	3.56	5.04	5.07	5.84	13.9	9.8	9.8	8.5	23.1	28.6	34.8	40.3	2.15	1.73	1.43	1.23
中国太保	24.1	1.02	1.26	1.45	1.65	23.6	19.1	16.6	14.6	10.9	12.5	13.8	15.5	2.21	1.93	1.75	1.55
新华保险	41.9	1.42	2.49	2.56	2.86	29.5	16.8	16.4	14.7	12.6	15.5	18.0	20.9	3.33	2.70	2.33	2.00
平均值	-	-	-	-	-	23.2	16.4	15.0	13.2	-	-	-	-	2.65	2.17	1.90	1.66

名称	股价	NBEV (元)				EV (元)				NBM (倍)				P/EV (倍)			
		13	14E	15E	16E	13	14E	15E	16E	13	14E	15E	16E	13	14E	15E	16E
中国人寿	22.6	0.75	0.81	0.87	0.95	12.1	15.0	17.3	19.9	14.0	9.4	6.1	2.8	1.87	1.51	1.31	1.14
中国平安	49.6	2.29	2.59	2.51	2.75	41.6	50.3	56.6	65.5	3.5	-0.3	-2.8	-5.8	1.19	0.99	0.88	0.76
中国太保	24.1	0.81	0.94	1.01	1.10	15.9	18.6	21.3	24.3	10.1	5.9	2.8	-0.2	1.52	1.30	1.13	0.99
新华保险	41.9	1.36	1.49	1.59	1.67	20.6	25.0	29.1	33.7	15.7	11.3	8.1	4.9	2.03	1.68	1.44	1.24
平均值	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10.8	6.6	3.6	0.4	1.65	1.37	1.19	1.03

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：股价为 2014 年 11 月 28 日收盘价

首选有改善预期、弹性最大的中国人寿，关注中国太保和中国平安

个股投资机会取决于净资产和内含价值弹性。保险公司净资产和内含价值对股市弹性取决于三大要素：传统险占比、股票资产占比、非寿险业务和闲置资本金占比。具体来看：

- ✓ 传统险占比：占比越高，投资弹性越好。传统险负债成本固定，投资收益率的波动完全由股东承担。
- ✓ 股票资产占比：占比越高，投资弹性越好。而非标资产占比越高，则资产流动性相对锁定，资产结构调整相对缓慢，不利于在牛市加仓。
- ✓ 非寿险业务和闲置资本金占比：占比越低，投资弹性越好。非寿险业务，尤其是银行、信托业务欠缺股市弹性。

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，若股市上涨 10%，则人寿、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，若长期投资回报率提高 50bp，则人寿、平安、太保、新华内含价值将分别提升 9.3%、4.9%、7.2%、9.2%。因此，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，主要原因为：

- ✓ 中国人寿：弹性最大，源于公司为纯寿险公司且传统险占比高。公司非标资产和权益资产占比都较低，有利于在牛市中加仓。
- ✓ 中国太保：弹性中等，源于集团资本金闲置较多。
- ✓ 中国平安：弹性最差，源于业务多元，尤其银行业务占比高。
- ✓ 新华保险：作为纯寿险公司，弹性好于太保、平安。公司通过提升非标资产占比，2014 年体现出最好的业绩弹性。在 2014 年高业绩基础上，预计 2015 年增长压力加大。同时，公司非标资产占比过高，不利于资产结构调整。

首选有改善预期、弹性最大的中国人寿，关注中国太保和中国平安。中国人寿：传统险占比高、股市弹性最大的纯寿险公司，维持“买入”评级。中国太保：集团资本金闲置多，弹性中等；寿险依然有改善空间，维持“增持”评级。中国平安：业务多元，银行占比高，弹性较差；但保险业务最优，建议继续关注。新华保险：虽是弹性好的纯寿险公司，但非标资产占比已高，且面临满期给付和退保压力，维持“持有”评级。

表 11：2014 年中报内含价值对投资回报率敏感性比较

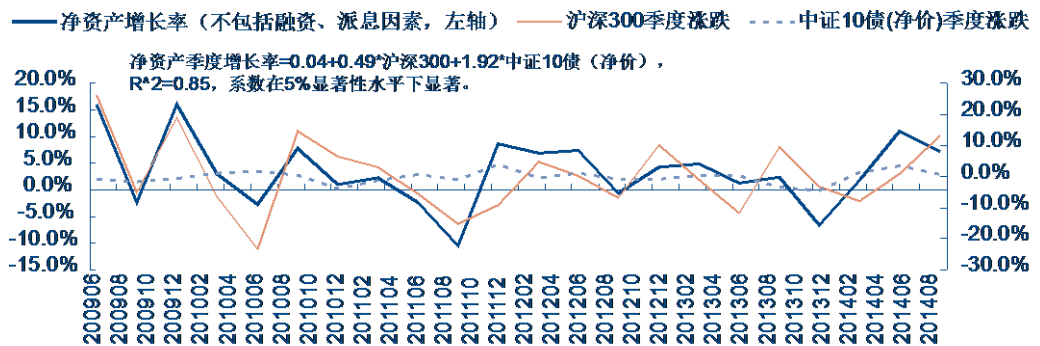
单位：百万	调整后净资产	有效业务价值	内含价值	一年新业务价值	长期投资回报率
中国人寿	138,734	251,633	390,367	22,170	5.1%-5.5%
中国平安	207,490	156,886	364,376	19,852	4.75%-5.5%
中国太保	85,048	68,843	153,891	8,330	5.0%-5.2%
新华保险	33,554	39,588	73,141	4,620	5.0%-5.5%

	对投资回报率的弹性		占内含价值比重		
	有效业务价值	新业务价值	调整后净资产	有效业务价值	一年新业务价值
中国人寿	1.59	1.41	35.5%	64.5%	5.7%
中国平安	1.25	0.85	56.9%	43.1%	5.4%
中国太保	1.68	1.07	55.3%	44.7%	5.4%
新华保险	1.87	2.36	45.9%	54.1%	6.3%

	资回报率上升 50bp 的影响幅度		投资回报率上升 50bp 后内含价值		
	一年新业务价值	内含价值	有效业务价值	一年新业务价值	内含价值
中国人寿	12.8%	9.3%	288,089	25,006	426,823
中国平安	7.7%	4.9%	174,770	21,378	382,260
中国太保	10.3%	7.2%	79,972	9,190	165,020
新华保险	21.5%	9.2%	46,318	5,611	79,872

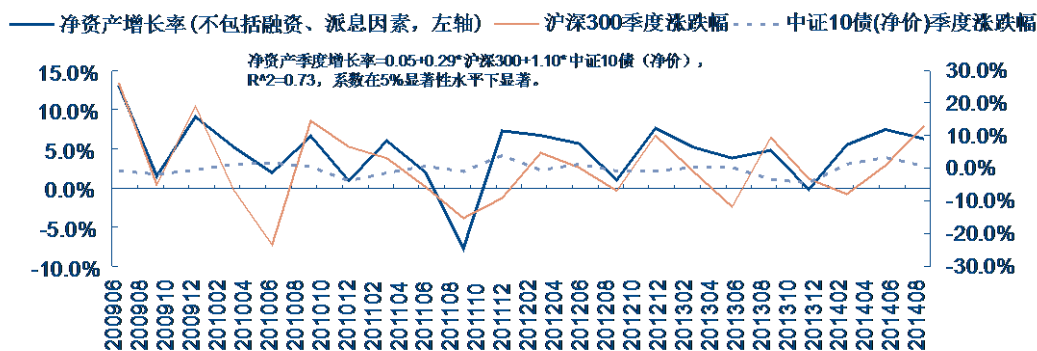
资料来源：公司中报，中信证券研究部测算

图 9：中国人寿净资产季度增长率与股市、债市回归分析



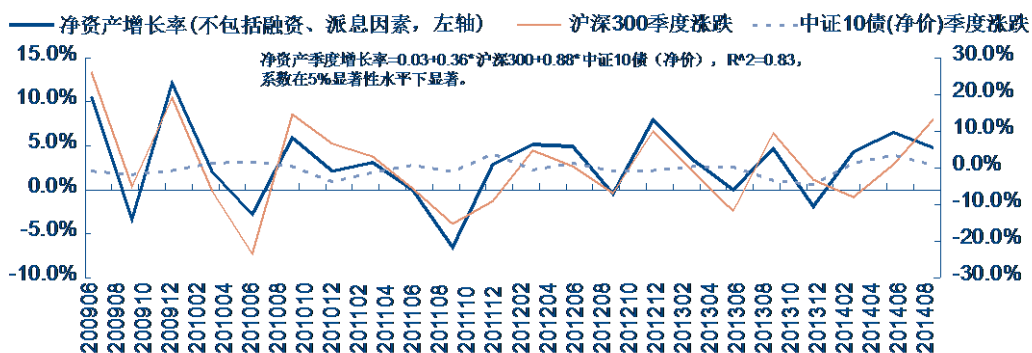
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 10：中国平安净资产季度增长率与股市、债市回归分析



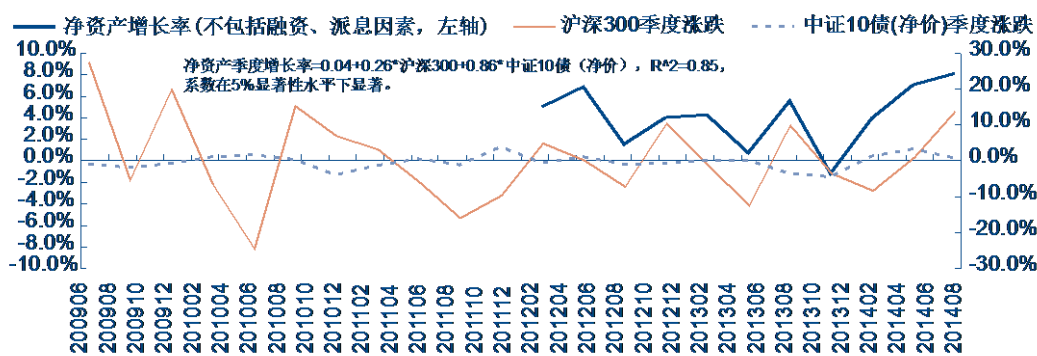
资料来源：Wind, 中信证券研究部

图 11：中国太保净资产季度增长率与股市、债市回归分析



资料来源：Wind, 中信证券研究部

图 12：新华人寿净资产季度增长率与股市、债市回归分析



资料来源：Wind, 中信证券研究部

重点推荐公司——中国人寿（601628）：队伍重塑、弹性最大的纯寿险公司

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：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，若股市上涨 10%，则人寿、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，若长期投资回报率提高 50bp，则人寿、平安、太保、新华内含价值将分别提升 9.3%、4.9%、7.2%、9.2%。

2015 年 1.3 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。

表 12：中国人寿盈利预测及估值简表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
估值（倍）					
NBM	14.6	14.0	9.4	6.1	2.8
P/EV	1.90	1.87	1.51	1.31	1.14
PE	57.9	25.7	19.8	17.1	15.1
PB	2.90	2.90	2.33	2.09	1.87
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
净利润

注：股价为 2014 年 11 月 28 日收盘价，净利润为归属于母公司股东的

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。