

销售已有改善，业绩符合预期

中国人寿 2014 年 1 季报点评

核心观点:

● 一季报主要内容

一季度净利润 72.28 亿元，同比下降 28.3%，每股净利润 0.26 元，期末归属于公司股东的净资产为 2,242.85 亿元，BVPS7.94 元，相比 13 年年末增加 1.8%。单季度归属于母公司股东的综合收益 39.54 亿元，同比下降 63.4%，每股综合收益 0.14 元

● 业绩基本符合预期

中国人寿一季度 EPS0.26 元，同比下降 28.3%，下降的原因是由于基数较高，每股净资产 7.94 元，相比 13 年年末增加 1.8%，业绩基本符合预期。虽然一季度沪深 300 指数下跌 7.9%，但人寿投资资产中基金股票类资产占比仅在 7.5% 左右，85% 左右投资资产投资在固定收益类，因此股市下跌对中国人寿净利润与净资产的负面影响已不大，随着存款利率市场化进程加快，保险公司投向高收益固收类产品的比重增加，我们预计中国人寿的净资产增速可以维持在 12%-15%。

● 投资资产中国收类资产占比达 85%，业绩稳定性增强

14 年 1 季度中国人寿投资资产 19,152.18 亿元，比 13 年末增长 3.6%，公司目前保费收入远大于赔付支出，资产规模仍有较大增长潜力。我们认为未来保险公司以投资债券、定期存款、债券投资计划等为主的模式将延续，保险公司的投资收益率的波动性将继续减小，稳定性增强，导致保险公司业绩的不会再向前几年那样剧烈的波动，稳定增长的业绩也有利于资本市场判断保险公司的投资价值。

● 保单销售已回暖，但持续性有待观察

2014 年一季度寿险已赚保费收入 1289.7 亿元，同比上升 17.2%，保险产品出现改善，但中国人寿营销员人数在 13 年依然维持负增长，此外，万能险结算利率与银行理财产品收益率依然存在倒挂，因此保单改善的持续性仍有待观察，寿险营销员人数将是我们判断 14 年保单销售改善的重要指标。

● 投资建议

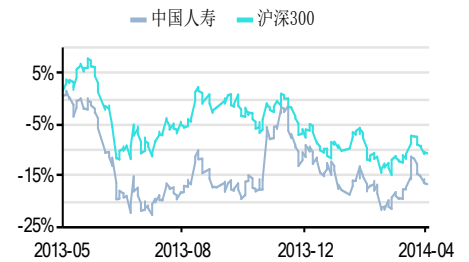
预计中国人寿 2014 年 EPS0.93 元，净资产 8.36 元，对应 P/B 仅为 1.65，考虑其净资产增速，维持中国人寿“买入”的评级，推荐顺序：中国平安、中国太保、中国人寿、新华保险。

● 风险提示

投资环境恶化

公司评级	买入
当前价格	13.83 元
前次评级	买入
报告日期	2014-04-28

相对市场表现



分析师:	李 聪 S0260512080001
	021-60750635
	licong@gf.com.cn
分析师:	曹恒乾 S0260511010006
	020-87555888-8419
	chq@gf.com.cn
分析师:	张 黎 S0260512080002
	0755-88286925
	gfzhangli@gf.com.cn

相关研究:

净资产低于预期、新总裁任重	2014-03-26
道远：中国人寿 2013 年年报	
点评	
业绩符合预期、销售成效待观	2013-10-28
察：中国人寿 2013 年 3 季报	
点评	
业绩符合预期，销售仍在转型	2013-08-29
中：中国人寿 2013 年中报点	
评	

一季度净利润72.28亿元，同比下降28.3%，每股净利润0.26元，期末归属于公司股东的净资产为2,242.85亿元，BVPS7.94元，相比13年年末增加1.8%。单季度归属于母公司股东的综合收益39.54亿元，同比下降63.4%，每股综合收益0.14元，对此我们点评如下：

业绩基本符合预期

中国人寿一季度净利润72.28亿元，同比下降28.3%，每股净利润0.26元，净利润下降的原因是由于基数较高，期末归属于公司股东的净资产为2,242.85亿元，BVPS7.94元，相比13年年末增加1.8%，业绩基本符合预期，我们维持中国人寿14年EPS0.93元的盈利预测。

虽然一季度沪深300指数下跌7.9%，但人寿投资资产中基金股票类资产占比仅在7.5%左右，85%左右投资资产投资在固定收益类，因此股市下跌对中国人寿净利润与净资产的负面影响已不大，随着存款利率市场化进程加快，保险公司投向高收益固收类产品的比重增加，我们预计当实际投资收益率维持在4.5%-5%，中国人寿的净资产增速可以维持在12%-15%。

表1：保险公司净资产变动表

单位:亿元	2010	2011	2012	2013	2014Q1
中国人寿净资产	2,087.10	1,915.30	2,210.85	2,203.31	2242.85
中国平安净资产	1,120.3	1,308.67	1,596.17	1,827.09	/
中国太保净资产	802.97	767.96	961.77	989.68	1032.45
新华保险净资产		313.06	358.78	393.12	/
中国人寿实际净资产增速	8.3%	-2.8%	18.8%	1.4%	1.8%
中国平安实际净资产增速	17.0%	6.2%	24.4%	14.6%	/
中国太保实际净资产增速	7.26%	-0.61%	18.4%	6.2%	4.3%
新华保险实际净资产增速			18.5%	9.6%	/

注：实际净资产增速计算时扣除融资加回分红后

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

投资资产中固收类资产占比达 85%，业绩稳定性增强

14年1季度中国人寿投资资产19,152.18亿元，比13年末增长3.6%，公司目前保费收入远大于赔付支出，资产规模仍有较大增长潜力。我们认为未来保险公司以投资债券、定期存款、债券投资计划等为主的投资模式将延续，保险公司的投资收益率的波动性将继续减小，稳定性增强，导致保险公司业绩的不会再向前几年那样剧烈的波动，稳定增长的业绩也有利于资本市场判断保险公司的投资价值。

表2: 中国人寿资产配置

单位: (百万元)	2011	占比	2,012	占比	2013	占比
货币资金	55,971	3.74%	69,434	3.88%	21,406	1.16%
定期存款	520,793	34.84%	641,080	35.80%	664,174	35.93%
债券	666,652	44.59%	828,075	46.24%	873,567	47.25%
其中: 交易性金融资产部分	21,192	1.42%	26,096	1.46%	30,738	1.66%
可供出售金融资产部分	383,527	25.66%	349,590	19.52%	339,986	18.39%
持有到期投资部分	264,385	17.69%	450,865	25.18%	503,075	27.21%
基金	85,068	5.69%	59,228	3.31%	59,007	3.19%
股票	95,531	6.39%	102,074	5.70%	79,716	4.31%
其他方式	70,897	4.74%	90,912	5.08%	150,874	8.16%
总计	1,494,912	100%	1,790,803	100%	1,848,744	100%

注: 表中占比为占整个投资资产的比例

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

保单销售已回暖, 但持续性有待观察

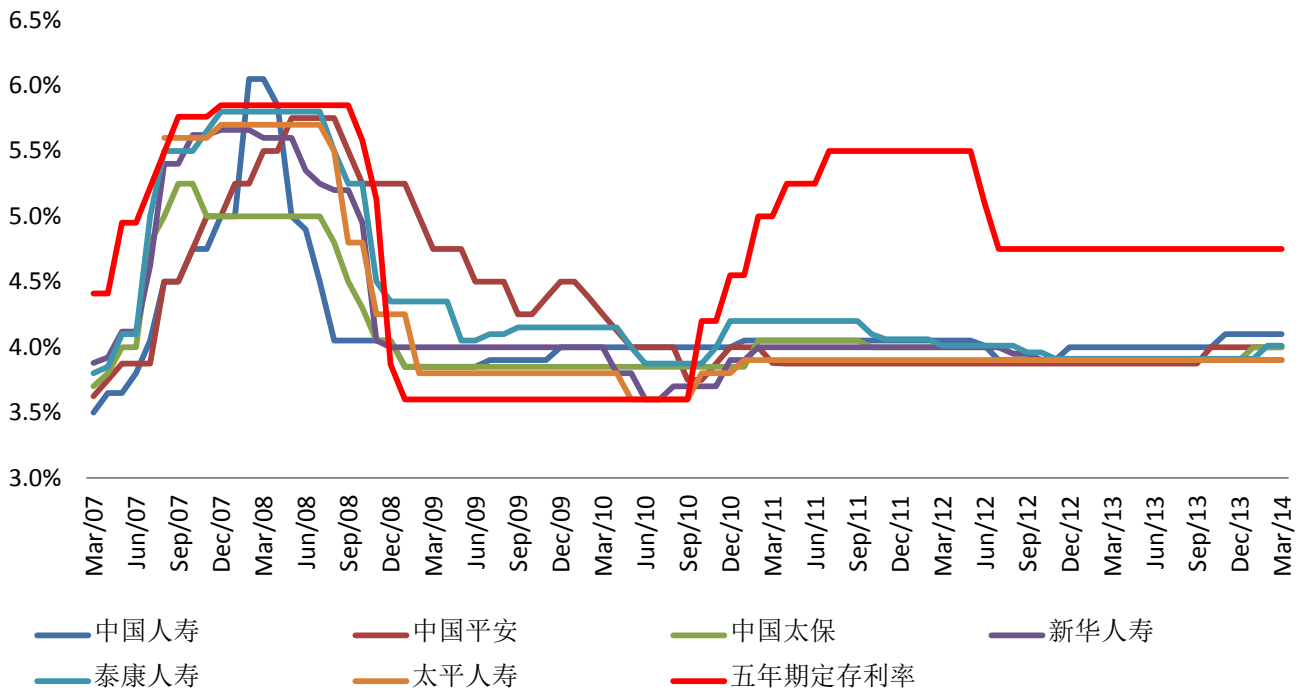
2014年一季度寿险已赚保费收入1289.7亿元, 同比上升17.2%, 保险产品销售出现改善, 但中国人寿营销员人数在13年依然维持负增长, 此外, 万能险结算利率与银行理财产品收益率依然存在倒挂, 因此保单改善的持续性仍有待观察, 寿险营销员人数将是我们判断14年保单销售改善的重要指标。

表 3: 四家上市公司保险代理人情况

单位: 人	2010	2011H	2011	2012H	2012	2013H	2013
中国人寿	706,000	662,000	685,000	682,000	693,000	684,000	653,000
中国平安	453,392	474,586	486,911	493,589	512,937	548,814	556,965
新华保险	198,819	201,951	202,000	207,000	204,000	192,000	20,1000
中国太保	280,000	282,000	292,000	270,000	295,000	282,000	286,000
中国人寿	-9.1%	-10.1%	-3.0%	3.0%	1.2%	0.3%	-5.8%
中国平安	8.8%	4.7%	7.4%	4.0%	5.3%	11.2%	8.6%
新华保险			1.6%	2.5%	1.0%	-7.2%	-1.5%
中国太保	10.2%	11.9%	4.3%	-4.3%	1.0%	4.4%	4.4%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 1: 万能险结算利率

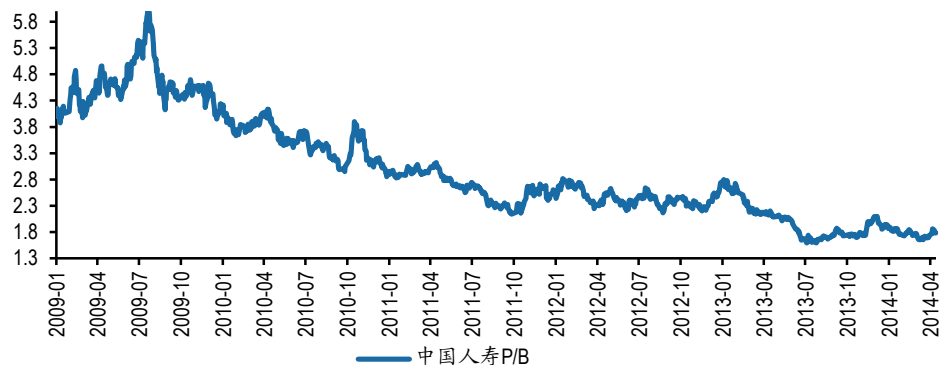


数据来源: 公司网站、广发证券发展研究中心

投资建议

从P/B来看, 基于2014年预期, 中国人寿目前为1.65倍, 随着利率市场化下存款类资产收益率提升与优先股等固定收益类高收益产品的推出, 预计2014年公司净资产增速在12%-15%, 足以支撑目前的估值水平。

图 2: 中国人寿P/B历史数据



注: 历史上每日的BPS的计算采用已公告的每股BPS按日线性加权平均计算

数据来源: Wind资讯、公司财报、广发证券发展研究中心

无论是人寿, 还是整个保险行业, 在2014年一季度, 保费的销售都出现了明显的改善, 我们预计销售的改善将继续, 但持续性仍有待观察。

基于如上判断,我们维持中国人寿“买入”的评级,推荐公司的顺序:中国平安、中国太保、中国人寿、新华保险。

表4: 保险公司盈利预测与估值

证券简称	价格	EV				1YrVNB				P/EV				VNBX			
		12A	13A	14E	15E	12A	13A	14E	15E	12A	13A	14E	15E	12A	13A	14E	15E
中国人寿	13.83	11.94	12.11	13.32	14.57	0.74	0.75	0.79	0.82	1.16	1.14	1.04	0.95	2.56	2.29	0.64	-0.90
中国平安	39.01	36.11	41.64	47.05	53.95	2.01	2.29	2.56	2.82	1.08	0.94	0.83	0.72	1.44	-1.15	-3.14	-5.30
中国太保	16.27	14.93	15.93	17.12	18.39	0.78	0.83	0.89	0.93	1.09	1.02	0.95	0.88	1.72	0.41	-0.96	-2.27
新华保险	20.14	18.23	20.64	22.70	24.91	1.34	1.36	1.37	1.44	1.10	0.98	0.89	0.81	1.43	-0.37	-1.87	-3.32

证券简称	价格	EPS				BVPS				P/E				P/B			
		12A	13A	14E	15E	12A	13A	14E	15E	12A	13A	14E	15E	12A	13A	14E	15E
中国人寿	13.83	0.39	0.88	0.93	1.02	7.82	7.80	8.36	8.95	35.34	15.78	14.85	13.50	1.77	1.77	1.65	1.55
中国平安	39.01	2.53	3.56	4.45	5.39	20.16	23.08	26.90	31.45	15.40	10.97	8.76	7.24	1.93	1.69	1.45	1.24
中国太保	16.27	0.56	1.02	1.16	1.31	10.61	10.92	11.83	12.82	29.04	15.92	14.05	12.39	1.53	1.49	1.38	1.27
新华保险	20.14	0.94	1.42	1.63	1.81	11.50	12.60	14.09	15.69	21.42	14.20	12.37	11.12	1.75	1.60	1.43	1.28

数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

风险提示

投资环境恶化

保险公司的利润主要来自投资收益,如果投资环境继续恶化会对公司业绩有较大影响

广发非银行金融行业研究小组

- 李 聪: 首席分析师, 伦敦城市大学卡斯商学院保险精算学硕士。曾在普华永道担任高级精算顾问、长江证券研究所担任非银行金融高级研究员、华泰联合证券研究所担任非银行金融首席分析师及社会服务业产业链总监, 2012 年进入广发证券发展研究中心。2011 年至 2013 年连续三年获“新财富”非银行金融第一名。
- 张 黎: 分析师, 浙江大学工商管理专业(MBA)管理学硕士, 2012 年进入广发证券发展研究中心。2011 年至 2013 年连续三年获“新财富”非银行金融第一名(团队)。
- 曹恒乾: 分析师, 英国达勒姆大学(University of Durham)金融学硕士, 2008 年进入广发证券发展研究中心。2012 年至 2013 年获“新财富”非银行金融第一名(团队)。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。