

## 业绩基本符合预期

■ **业绩基本符合预期**：中国人寿 1 季度共实现净利润 72 亿元，同比减少 28%，每股收益为 0.26 元。期末公司净资产为 2243 亿元，BVPS 为 7.94 元，较年初增长 1.8%。净利润同比下降主要是受投资收益下降的影响，业绩基本符合预期。

■ **总投资收益率同比下降预计与股市下跌相关**：期末公司的投资资产为 19152 亿元，1 季度的年化净投资收益和总投资收益率分别为 4.73% 和 5.06%，同比分别增加了 48BP 和减少了 76BP，总投资收益率的下降使得公司 1 季度净利润同比下滑。1 季度债市同比改善，而股市跌幅明显扩大，投资收益下滑预计主要与 1 季度股市下跌有关。公司年初的权益类资产占比约 7.5%，我们预计其 1 季度末的资产配置与行业总体配置变化应该基本一致，权益类资产占比与年初基本持平。

■ **保费增速低于同业**：1 季度公司实现保费收入 1322 亿元，同比增长 18%（已赚保费同比增长 17%），保费增速明显改善，但该增速弱于行业平均增速及其他上市同业的增速，主要是由于公司在规模型保费方面较为保守。目前该保费改善的持续性仍有待观察。

■ **投资建议**：公司业绩基本符合预期，保费改善增速的持续性还有待观察，我们维持公司增持-A 的投资评级和 20 元的目标价。

■ **风险提示**：投资环境恶化；保费增速无法持续。

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
保费收入	322,742	342,107	386,580	425,238	459,257
Growth(%)	1.41%	6.00%	13.00%	10.00%	8.00%
APE margin	29.75%	26.33%	25.50%	25.50%	26.00%
净利润	11,061	24,765	32,075	41,012	53,601
Growth(%)	-39.66%	123.89%	29.52%	27.86%	30.69%
每股内涵价值	11.94	12.11	13.44	14.83	16.46
每股收益(元)	0.39	0.88	1.13	1.45	1.90
每股净资产(元)	7.82	7.80	8.58	9.59	10.90
市盈率	35.34	15.78	12.19	9.53	7.29
市净率	1.77	1.77	1.61	1.44	1.27
净资产收益率(%)	5.36%	11.22%	13.86%	15.97%	18.51%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

**增持-A**

维持评级

6 个月目标价

**20.00 元**

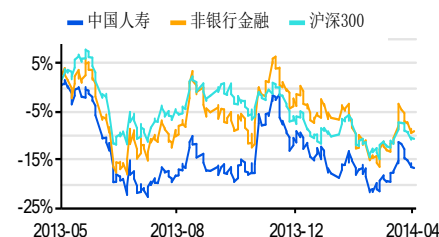
股价 (2014-04-25)

**13.83 元**

交易数据

总市值 (百万元)	390,900.87
流通市值 (百万元)	287,989.42
总股本 (百万股)	28,264.71
流通股本 (百万股)	20,823.53
12 个月价格区间	12.91/17.11 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	1.99	-0.15	-5.32
绝对收益	1.69	-3.62	-17.48

贺立

分析师

SAC 执业证书编号：S1450512080004

heli@essence.com.cn

021-68767803

杨建海

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020022

yangjh@essence.com.cn

021-68765375

相关报告

中规中矩	2014-03-26
总投资收益率显著提升	2013-10-28
业绩符合预期	2013-08-29

## 财务报表预测和估值数据汇总(利润表(百万元))

## 利润表

(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>405,379</b>	<b>423,613</b>	<b>486,666</b>	<b>528,225</b>	<b>573,692</b>
已赚保费	322,126	324,813	386,310	424,941	458,936
提取未到期责任准备金	-232	-921	309	340	367
投资收益及公允价值变动	80,134	95,674	96,954	99,542	110,715
其他收入	3,119	3,126	3,093	3,402	3,674
<b>营业支出</b>	<b>-394,424</b>	<b>-394,710</b>	<b>-447,234</b>	<b>-477,807</b>	<b>-507,799</b>
退保金	-40,731	-64,863	-46,390	-48,902	-50,518
赔付支出	-75,075	-138,710	-104,377	-106,310	-114,814
提取保险责任准备金	-184,911	-109,016	-216,485	-238,134	-252,592
保单红利支出	-3,435	-18,423	-15,513	-15,927	-17,714
手续费及佣金支出	-27,754	-25,690	-30,926	-33,169	-34,904
业务及管理费	-24,042	-25,602	-26,767	-27,996	-29,258
其他支出	-38,476	-12,406	-6,777	-7,370	-7,998
<b>营业利润</b>	<b>10,955</b>	<b>28,903</b>	<b>39,431</b>	<b>50,418</b>	<b>65,894</b>
营业外收支	13	548	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>10,968</b>	<b>29,451</b>	<b>39,431</b>	<b>50,418</b>	<b>65,894</b>
所得税费用	304	-4,443	-7,098	-9,075	-11,861
<b>净利润</b>	<b>11,061</b>	<b>24,765</b>	<b>32,075</b>	<b>41,012</b>	<b>53,601</b>

## 资产负债表

(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
债券	828,075	873,567	928,196	1,034,084	1,148,442
权益投资	161,302	138,723	247,519	275,756	306,251
定期存款	641,080	664,174	618,797	689,389	765,628
存出资本保证金	0	0	6,153	6,153	6,153
保单质押贷款	0	0	37,128	41,363	45,938
现金及现金等价物	69,434	21,406	72,193	80,429	89,323
长期股权投资	28,991	34,775	26,043	26,260	26,260
<b>投资资产</b>	<b>1,728,882</b>	<b>1,732,645</b>	<b>1,936,029</b>	<b>2,153,434</b>	<b>2,387,996</b>
其他资产	170,034	240,296	234,206	233,825	237,989
<b>资产合计</b>	<b>1,898,916</b>	<b>1,972,941</b>	<b>2,170,235</b>	<b>2,387,259</b>	<b>2,625,984</b>
准备金	1,384,537	1,494,497	1,654,804	1,820,285	2,002,313
其他负债	291,278	255,859	270,393	293,228	312,405
<b>负债合计</b>	<b>1,675,815</b>	<b>1,750,356</b>	<b>1,925,198</b>	<b>2,113,513</b>	<b>2,314,718</b>
归属母公司所有者权益	221,085	220,331	242,556	270,974	308,114
少数股东权益	2,016	2,254	2,481	2,772	3,152
<b>股东权益合计</b>	<b>223,101</b>	<b>222,585</b>	<b>245,037</b>	<b>273,746</b>	<b>311,266</b>

## 每股数据

(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股净资产	7.82	7.80	8.58	9.59	10.90
每股盈利	0.39	0.88	1.13	1.45	1.90
每股内涵价值	11.94	12.11	13.44	14.83	16.46

## 保费收入

(百万元, %)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>个人保险</b>	<b>94.76%</b>	<b>94.90%</b>	<b>94.90%</b>	<b>94.90%</b>	<b>94.90%</b>
首年保费					
趸缴保费					
期缴首年					
续期保费					
<b>团体保险</b>					
首年保费					
趸缴保费					
期缴首年					
续期保费					
<b>意外险和短期健康险</b>	<b>5.09%</b>	<b>4.95%</b>	<b>4.95%</b>	<b>4.95%</b>	<b>4.95%</b>
<b>保费收入合计</b>	<b>322,742</b>	<b>342,107</b>	<b>386,580</b>	<b>425,238</b>	<b>459,257</b>
同比增速	1.41%	6.00%	13.00%	10.00%	8.00%
<b>首年保费合计</b>	<b>142,543</b>	<b>153,948</b>	<b>173,961</b>	<b>191,357</b>	<b>206,666</b>
同比增速	-12.83%	8.00%	13.00%	10.00%	8.00%
<b>标准保费</b>	<b>70,025</b>	<b>80,909</b>	<b>90,286</b>	<b>99,314</b>	<b>107,260</b>
同比增速	-5.20%	15.54%	11.59%	10.00%	8.00%
<b>APE margin</b>	<b>29.75%</b>	<b>26.33%</b>	<b>25.50%</b>	<b>25.50%</b>	<b>26.00%</b>

## 内涵价值

(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>期初内涵价值</b>	<b>292,854</b>	<b>337,596</b>	<b>342,224</b>	<b>379,948</b>	<b>419,214</b>
内含价值的预期回报					
本期内新业务的价值					
营运经验的差异					
投资回报的差异					
市场价值调整					
股东红利分配					
其他					
<b>期末内涵价值</b>	<b>337,596</b>	<b>342,224</b>	<b>379,948</b>	<b>419,214</b>	<b>465,276</b>
经调整净资产	128,507	107,522	122,519	136,873	155,633
有效业务价值	209,088	234,702	257,430	282,341	309,643
调整后有效业务价值					
一年新业务价值	20,834	21,301	23,023	25,325	27,887
调整后一年新业务价值					
新业务倍数	10	10	10	10	10
<b>每股评估价值(元)</b>	<b>19.31</b>	<b>19.64</b>	<b>21.59</b>	<b>23.79</b>	<b>26.33</b>

## 估值水平

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
P/B	1.82	1.83	1.66	1.49	1.31
P/E	36.39	16.25	12.55	9.81	7.51
P/EVPS	1.19	1.18	1.06	0.96	0.87

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;  
增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;  
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;  
减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;  
卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

A—正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;  
B—较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

贺立、杨建海分别声明,本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责,保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据,特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准,取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告,是证券投资咨询业务的一种基本形式,本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析,形成证券估值、投资评级等投资分析意见,制作证券研究报告,并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写,但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断,本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期,本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态,本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料,但不保证及时公开发布。同时,本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准,如有需要,客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下,本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务,提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素,亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议,无论是否已经明示或暗示,本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有,未经事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”,且不得对本

报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

■ **销售联系人**

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

**安信证券研究中心**

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

