

个险发展困境具有行业代表性

2014年4月28日

投资要点

- ❖ 受损股市下跌，净资产较年初仅增长 1.8%。公司一季度实现净利润 72.3 亿元，同比下降 28.3%，基本每股收益 0.26 元，负增长主要源于股市下跌。总投资收益 242.3 亿元，同比下降 8.7%。年化总投资收益率 4.73%，较去年同期下降 1.09 个百分点。期末净资产 2242.9 亿元，较年初增长 1.8%，每股净资产 7.94 元，低增长源于股市下跌导致其它综合收益亏损 32.8 亿元。期末总资产 2.05 万亿元，较年初增长 3.9%。投资资产 1.92 万亿，较年初下降 2.9%。
- ❖ 最近 10 年人寿队伍发展停滞，规模优势大幅缩小。截至 2013 年底，中国平安内含价值为 3297 亿元，为中国人寿的 96.3%；而 2004 年仅为 41.4%。2013 年平安寿险一年新业务价值为 181.6 亿元，为人寿的 85.3%；而 2004 年仅为 60.2%。2013 年底平安寿险营销员为 55.7 万人，为人寿的 85.3%；而 2004 年仅为 29.9%。从产能看，2013 年平安寿险营销员人均首年保费为 6880 元/月，而人寿为 4631 元。最近 10 年人寿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，人力增长基本停滞。2013 年底的人数为 65.3 万，略低于 04 年规模。
- ❖ 人寿的发展困境具有行业代表性，并非个案。受利率自由化、人口红利消失、代理人渠道效率难以提升的影响，以代理人为主渠道的寿险行业，将持续遭遇增员难、留存更难的窘况。平安寿险是通过交叉销售提升渠道效率，结果市场份额持续上升，这也侧面证明行业发展面临瓶颈。行业两大增长点——健康险受制于医改尚未成功，无法控制核保核赔风险，只能在大病险和准大病险中徘徊；养老险受制于政府税收让利不到位，对客户吸引力不大。
- ❖ 风险提示。保单继续率下降、退保率上升、代理人脱落、股市下跌导致减值损失。
- ❖ 盈利预测及估值。公司今年一季度继续拉动银保保费冲量，银保渠道手续费高昂且消耗资本金。受银保政策影响，预计 4 月份起银保保费大幅萎缩。从单月数据看，个险新单同比增速迅速回落，由人力老化和发展停滞带来的承保压力将持续存在。维持盈利预测，预计公司 2014/15 年每股内含价值为 14.1 元/16.3 元，P/EV 分别为 0.98 倍/0.85 倍。维持“持有”评级。

	2011	2012	2013	2014E	2015E
估值(倍)					
NBM	4.9	2.6	2.3	-0.4	-3.1
P/EV	1.33	1.16	1.14	0.98	0.85
PE	21.3	35.3	15.8	12.5	10.8
PB	2.0	1.8	1.8	1.6	1.4
每股数据(元)					
NBEVPS	0.71	0.74	0.75	0.77	0.79
EVPS	10.36	11.94	12.11	14.11	16.28
EPS	0.65	0.39	0.88	1.11	1.29
BVPS	6.78	7.82	7.80	8.77	9.89

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2014 年 4 月 25 日收盘价



持有（维持）

当前价：13.83 元

中信证券研究部

邵子钦

电话：0755-23835408

邮件：shaozinqin@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	2167.83 点
总股本/流通股本	28264.7/20823.5 百万股
近 12 月最高/最低价	17.11 元/15.72 元
近 1 月绝对涨幅	2.2%
近 6 月绝对涨幅	2%
今年以来绝对涨幅	-7.55%
12 个月日均成交额	219.57 百万元

相关研究

1. 中国人寿(601628)2013年年报点评
—代理人十年零增长，持续面临承保压力力.....(2014-03-26)

表1：中国人寿主要财务数据

单位: 百万	2013Q1	2014Q1	同比
已赚保费	110,068	128,970	17.2%
保险业务收入	111,912	132,178	18.1%
投资收益	26,094	24,175	-7.4%
公允价值变动收益/(损失)	1,295	104	-92.0%
计提资产减值准备	-847	-46	-94.6%
总投资收益	26,542	24,233	-8.7%
归属于母公司股东的净利润	10,077	7,228	-28.3%
其他综合损益	715	-3,277	
基本每股收益(元)	0.36	0.26	-28.3%
加权平均净资产收益率	4.45%	3.25%	减少 1.2 个百分点
	2013/12/31	2014/3/31	
总资产	1,972,941	2,050,036	3.9%
净资产	222,585	226,608	1.8%
归属于母公司股东的净资产	220,331	224,285	1.8%
投资资产	1,972,941	1,915,218	-2.9%
每股净资产(元)	7.80	7.94	1.8%
杠杆(倍)	8.86	9.05	增加 0.18 倍

资料来源：公司季报，中信证券研究部

图1：内含价值比较：平安和人寿差距持续缩小

单位：百万



资料来源：公司年报、中信证券研究部

图2：一年新业务价值比较：平安和人寿差距持续缩小

单位：百万



资料来源：公司年报、中信证券研究部

图3：寿险营销员人数比较；平安和人寿差距持续缩小

单位：万人



资料来源：公司年报、中信证券研究部

表2：人均产能比较：人寿和平安差距仍然较大

	中国人寿				平安人寿			
	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
当期人力 (万人)	70.6	68.5	69.3	65.3	45.3	48.7	51.3	55.7
平均人力 (万人)	74.2	69.6	68.9	67.3	43.5	47.0	50.0	53.5
个险 FYP (百万)	31,376	38,750	37,762	37,396	42,699	45,833	39,288	44,156
个险 APE (百万)	30,902	38,192	37,389	37,024	41,004	40,135	38,654	43,726
人均 FYP (元/月)	3,526	4,643	4,567	4,631	8,180	8,124	6,549	6,879
人均 APE (元/月)	3,473	4,576	4,522	4,584	7,855	7,114	6,443	6,811

注：FYP 为首年新业务保费，APE 为首年标准保费

资料来源：公司年报，中信证券研究部

表3：中国人寿盈利预测与估值

单位: 百万	2012	2013	2014E	2015E	单位: 倍/元	2012	2013	2014E	2015E
内含价值									
调整后净资产	128,507	107,522	135,205	166,600	NBM	2.6	2.3	-0.4	-3.1
寿险调整后净资产					P/EV	1.16	1.14	0.98	0.85
有效业务价值	209,088	234,702	263,484	293,615	PE	35.3	15.8	12.5	10.8
内含价值	337,595	342,224	398,689	460,215	PB	1.8	1.8	1.6	1.4
寿险内含价值									
一年新业务价值	20,834	21,300	21,741	22,227	每股数据				
APE	70,025	68,345	69,758	71,318	NBEVPS	0.74	0.75	0.77	0.79
FYP	142,543	135,563	136,977	138,537	EVPS	11.94	12.11	14.11	16.28
期缴首年保费	45,535	40,306	40,319	40,333	EPS	0.39	0.88	1.11	1.29
趸缴保费	80,576	74,687	74,687	74,687	BVPS	7.82	7.80	8.77	9.89
短期意外和健康险	16,432	20,570	21,971	23,517	主要财务指标				
NBEV/APE	29.8%	31.2%	31.2%	31.2%	ROA	0.59%	1.27%	1.46%	1.50%
NBEV/FYP	14.6%	15.7%	15.9%	16.0%	ROE	5.1%	11.2%	12.8%	13.1%
财务报表									
总资产	1,898,916	1,972,941	2,184,237	2,472,642	寿险				
总负债	1,675,815	1,750,356	1,933,685	2,190,374	产险				
股本	28,265	28,265	28,265	28,265	银行				
净资产	223,101	222,585	250,551	282,268	证券				
寿险									
产险					总部及其他				
银行					资产负债率	88.3%	88.7%	88.5%	88.6%
证券					权益资产占比	9.4%	8.8%	9.2%	9.6%
总部及其他					成长性				
归属于股东净资产	221,085	220,331	248,014	279,409	EV	15.3%	1.4%	16.5%	15.4%
寿险规模保费	322,742	326,290	342,564	357,573	NBEV	3.1%	2.2%	2.1%	2.2%
产险规模保费					归属于股东净资产	15.4%	-0.3%	12.6%	12.7%
净利润	11,272	25,008	31,975	37,058	归属于股东净利润	-39.7%	123.9%	26.6%	15.9%
寿险					总资产	19.9%	3.9%	10.7%	13.2%
产险					投资资产	19.4%	1.1%	13.8%	13.2%
银行					参考数据				
证券					2010	2011	2012	2013	
总部及其他					寿险代理人(万人)	70.6	68.5	69.3	65.3
归属于股东净利润	11,061	24,765	31,365	36,351	人均首年新单保费收入(元/月)	3,526	3,971	4,567	4,631
					14个月保单继续率	93%	93%	91%	89%
					偿付能力充足率	212%	170%	236%	226%

资料来源：公司年报，中信证券研究部预测

注：股价为2014年4月25日收盘价



分析师声明 Analyst Certification

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：(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。The analysts primarily responsible for the preparation of all or part of the research report contained herein hereby certify that: (i) the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers; and (ii) no part of the analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

一般性声明

此报告并非针对或意图送达给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，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或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

中信证券利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域，以及部门间之信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构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，中信证券的董事、高级职员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引起的直接或连带损失承担责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2014 版权所有。保留一切权利。

根据中国证监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范围包括证券投资咨询业务。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准：

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
	增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上；
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址： 北京市朝阳区亮马桥路 48 号 中信证券大厦 (100125)	上海浦东新区世纪大道 1568 号 中建大厦 22 楼 (200122)	深圳市福田区中心三路 8 号 中信证券大厦 (518048)	香港中环添美道 1 号 中信大厦 26 楼

Foreign Broker-Dealer Disclosures for Distributing to the U.S. 就向美国地区发送研究报告而作的外国经纪商-交易商声明

This report has been produced in its entirety by CITIC Securities Limited Company ("CITIC Securities", regulated by the China Securities Regulatory Commission. Securities Business License Number: Z20374000). This report is being distributed in the United States by CITIC Securities pursuant to Rule 15a-6(a) (2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 exclusively to "major U.S. institutional investors" as defined in Rule 15a-6 and the SEC no-action letters thereunder. 本报告由中信证券股份有限公司（简称“中信证券”，受中国证监会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）制作。按照《1934 年美国证券交易法案》下的 15a-6(a) (2) 规则，在美国本报告由中信证券仅向 15a-6 规则及其下《美国证券交易委员会无异议函》所定义的“主要美国机构投资者”发送。