



稳中小进，进中小好

——中国人寿（601628）年报点评

2014年03月26日

强烈推荐/维持

中国人寿

财报点评

王明德	分析师	执业证书编号: S1480511100001	
	wangmd@dxzq.net.cn 010-66554006		
黄琳	联系人		
	huanglin@dxzq.net.cn 010-66554013		
刘湘宁	联系人		
	liu-xn@dxzq.net.cn 010-66554027		

事件:

公司2013年报显示13年公司营业收入4,236.13亿元，同比增长4.5%，实现营业利润289.03亿元，同比增长163.83%，净利润250.08亿元，同比增长121.86%。其中，公司实现保费收入3,262.90亿元，较12年增长1.1%，总投资收益率达到4.86%，较12年大幅上升2.07%，一年新业务价值为213亿元，同比增长2.2%。截至报告期末，公司内含价值为3,422.24亿元，同比小幅增长1.4%，偿付能力为226.22%，较期初下降10%，但仍处于较高水平，总的来说，公司业绩增长情况符合预期。公司利润大幅增长主要由于报告期内公司投资收益的大幅提升和权益类投资资产减值的减少。公司保费收入结构小幅改善，续期保费平稳增长，首年保费虽有下降，首年期缴10年期以上长险占比显著提升。

公司分季度财务指标

指标	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
营业收入（百万元）	93335	95244	84875	138250	114288	97003	74072
增长率（%）	1.57%	14.85%	20.28%	4.79%	22.45%	1.85%	-12.73%
毛利率（%）	4.45%	-3.79%	4.17%	9.26%	6.50%	9.46%	-0.68%
营业利润率（%）	4.45%	-3.79%	4.17%	9.26%	6.50%	9.46%	-0.68%
净利润（百万元）	4063.00	-2151.00	3682.00	10144.00	6184.00	7560.00	1120.00
增长率（%）	-19.58%	-156.59%	127.85%	78.65%	52.20%	-451.46%	-69.58%
每股盈利（季度，元）	0.14	-0.08	0.13	0.36	0.22	0.27	0.04
资产负债率（%）	87.83%	88.00%	88.25%	87.93%	88.27%	87.85%	88.72%
净资产收益率（%）	1.89%	-1.00%	1.65%	4.34%	2.66%	3.17%	0.50%
总资产收益率（%）	0.23%	-0.12%	0.19%	0.52%	0.31%	0.39%	0.06%

观点:

积极因素:

- 个险渠道产能稳步提升，保费收入结构小幅改善

13年，保险行业营销人员进入速度增速呈现放缓的趋势，公司个险渠道营销员规模也有一定程度的缩减，

个险渠道的保险营销员为65.3万人, 较12年下降5.77%, 但我们粗略估算, 13年的营销员个人产能达到了30.27万元, 同比增长16.72%。我们认为“国寿e家新型移动展业工具”的推广对于营销员的产能提升有一定的帮助, 但还是渠道的建设调整获得了较大的改善。同时, 首年期缴保费的构成中, 10年期及以上保费收入的占比由12年的41%提升至52%, 5年期以下保费收入由34%下降至25%, 结构调整较明显。

➤ **投资收益率大幅提升, 结合保费收入结构的调整, 协同发展影响力可期**

13年, 公司继续调整投资结构。公司自11年开始逐步降低了股票、基金的配置比例, 从11%以上的配置降低到了9.01%, 13年降至7.5%。同时, 稳步加大包括贷款、存出资本保证金和投资性房地产等的其他类另类投资, 由12年的4.9%增大到7.2%。同时, 大力发展新的投资渠道, 包含未上市公司股权等。公司权益类投资效率较快提升, 我们认为公司可继续期待公司投资收益情况。另一方面, 因为中国人寿的负债端保费业务结构呈主动改善趋势, 我们认为之后二者的协同效应将会逐步显现(投资能力提升推进公司保费收入的继续增长)。

消极因素:

➤ **银保渠道收入总体好转趋势不强**

银保渠道销售人身险自2011年开始出现了大幅的下滑态势, 11年和12年银保渠道保费收入分别下降12.74%和9.73%, 与中国平安对比, 公司银保渠道保费收入下降速度快于中国平安, 达到了16.5%。从公司银保渠道保费收入的结构来看, 非寿类型的保费收入占比过大, 需要调整深度较高。

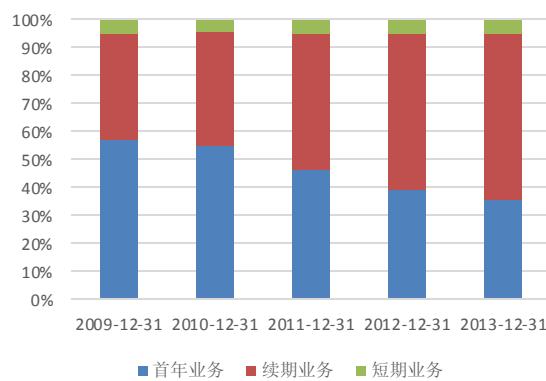
➤ **一年新业务价值增量和增速均有所下降**

13年, 公司一年新业务价值总体继续保持增长, 但绝对增量较12年有所下降, 13年的绝对增量为4.66亿元, 较12年减少1.73亿元, 13年一年新业务价值的增速为2.23%, 同比下降0.91%。我们认为主要由于银保渠道产品销售的低迷导致。

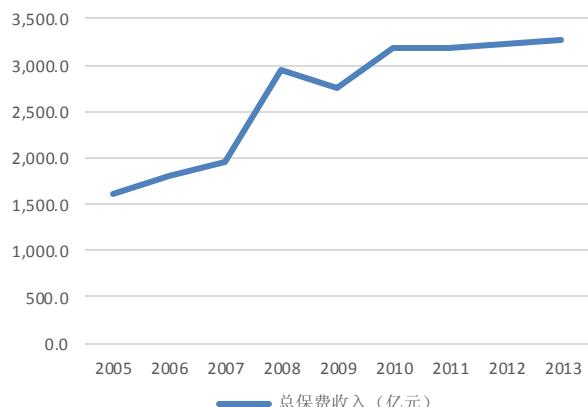
总结:

➤ **价值转型稳步推进**

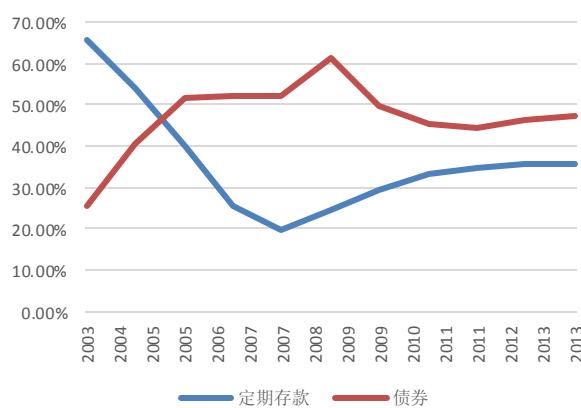
公司提出坚持以“价值优先、规模适度、优化结构、注重创费”的理念经营, 从公司业务结构的改变情况来看, 公司执行力决心较强, 虽然公司整体业务增速情况普通, 总保费收入的增速较行业水平低, 但结构的改善是13年业绩的较大亮点, 同时也是公司长远发展的基本保障。另一方面, 公司积极关注互联网对整个行业的影响, 对网络结合发展有战略性考量, 公司业务结构进一步多元化的预期较充分。我们坚定看好公司积极转型调整的决心。预计公司2014年EPS为0.99元, PE为14倍, P/EV为1.05, 给予“强烈推荐”的投资评级。

图 1: 中国人寿保费收入结构


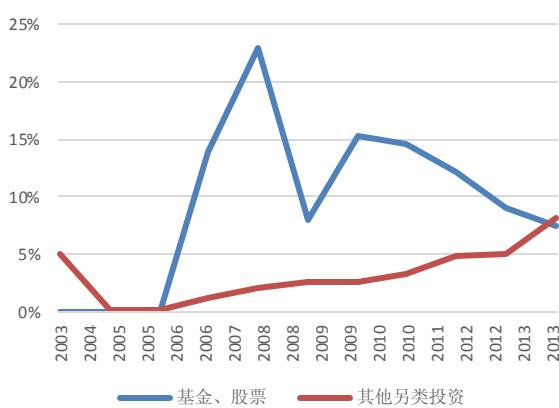
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2: 中国人寿保费收入情况


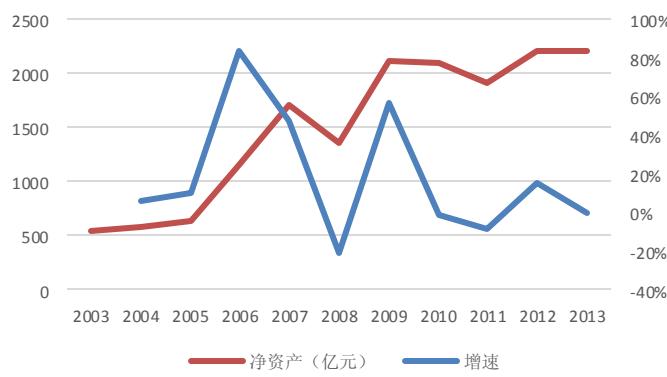
资料来源：wind, 东兴证券研究所

图 3: 中国人寿投资配置（定期存款和债券）


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4: 中国人寿投资配置（基金、股票和其他投资）


资料来源：wind, 东兴证券研究所

图 5: 中国人寿净资产情况


资料来源：wind, 东兴证券研究所

表 1: 公司估值情况

百万元	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	405,379.00	423,613.00	448,309.64	477,449.76
(+/-)%	5.19%	4.50%	5.83%	6.50%
营业利润 (EBIT)	10,955.00	28,903.00	31,381.67	34,376.38
(+/-)%	-46.68%	163.83%	8.58%	9.54%
净利润	11,272.00	25,008.00	28,243.51	30,938.74
(+/-)%	-39.04%	121.86%	12.94%	9.54%
每股净收益 (元)	0.39	0.88	0.99	1.09

资料来源: 东兴证券研究所

表 2: 公司部分指标变动情况

序号	指标变动情况	主要原因
1	营业收入同比增长 4.5%	投资收益的大幅提升
2	投资收益同比增长 19.88%	金融资产的价差收入大幅提升, 高等级信用债券的利息收入增长和债权计划投资规模的增加
3	资产减值损失下降 87.72%	符合减值条件的权益类投资资产减少
4	营业利润增长 163.83%	营业收入增长幅度大幅高于营业支出的增长幅度
5	净利润增长 121.86%	去年基期数据较低, 2013 年投资情况大幅改善

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

黄琳

中国人民大学金融学硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，从事非银行金融行业研究。

刘湘宁

数量经济学硕士，2013 年加盟东兴证券研究所，从事银行金融行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数) :

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数) :

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。