

买入 维持

中国人寿 (601628)

2014 年 3 月 26 日

## 价值转型，14 年新业务价值将提升

2014 年 3 月 25 日收盘价: 13.60 元  
6 个月目标价: 19.52 元

非银行金融行业首席分析师: 丁文韬  
SAC 执业证书编号: S0850512060001  
dwt8223@htsec.com  
021-23219374

非银行金融行业高级分析师: 李欣  
SAC 执业证书编号: S0850513060006  
lx8867@htsec.com  
010-58067936

## 【事件】

中国人寿于 3 月 26 日发布 13 年年报: 公司 13 年实现归属于母公司股东净利润 247.7 亿元, 同比增长 123.9%, 对应 EPS0.88 元; 归属于母公司净资产 2203.3 亿元, 同比小幅下滑 0.3%, 对应 BPS7.80 元。新业务价值 213.0 亿元, 同比上升 2.2%; 内含价值 3422.2 亿元, 同比增长 1.4%。

## 【点评】

**净利润大幅增长, 但净资产和内含价值受投资影响增速放缓:** 公司净利润同比大幅增长 123.9%, 主要因为 12 年大幅计提资产减值损失, 基数较低。去年下半年债券市场大幅下跌, 导致公司由 13 年初的 53.9 亿浮盈下滑到 13 年末的 161.7 亿浮亏, 净资产和内含价值的增速放缓, 同时也拖累公司综合投资收益率由 12 年的 5.0% 下滑到 13 年 3.2%。

**新业务价值保持小幅增长, 主要依靠个险渠道产品利润率的提升:** 公司 13 年个险新单和银保新单同时下滑, 但新业务价值仍同比增长 2.2%, 主要得益于公司坚决贯彻保监会“回归保障”的号召, 逐渐提升十年期及以上期缴产品的销售比例, 推动个险渠道新业务价值利润率由 48.6% 大幅上升到 52.5%。个险新单小幅下降 1%, 主要因为公司在整顿营销员队伍的过程中营销员数量由年初的 69.3 万下滑到 65.3 万, 但整顿后营销员产能继续获得提升。

**偿付能力仍较充足, 预计将为 14 年展业提供有力支持。** 公司 13 年底的偿付能力充足率为 226.2%, 较为充足; 此外 14 年可发行次级债额度仍高达 433 亿元, 预计可将集团偿付能力提升约 50%。充足的资本将为 14 年展业提供有力支持, 预计 14 年公司新业务价值增速将领先同业。

**预计公司 14 年将继续推动业务转型, 继续致力于提升公司新业务价值。** 公司 13 年满期给付高达 1200 亿, 因此不得不重视保费规模, 以减轻流动性压力。根据我们的测算, 公司 14 年满期给付仅为 13 年的一半, 压力大幅减轻, 预计公司 14 年将继续转型, 主要包括: 1) 在个险渠道, 预计公司将继续提升长期期缴产品的销售比例, 进一步提升产品新业务价值利润率; 2) 在银保渠道, 预计公司将提升期缴新单保费的比例, 力争通过调整结构实现渠道内部新业务价值的增长。

## 【投资建议与盈利预测】

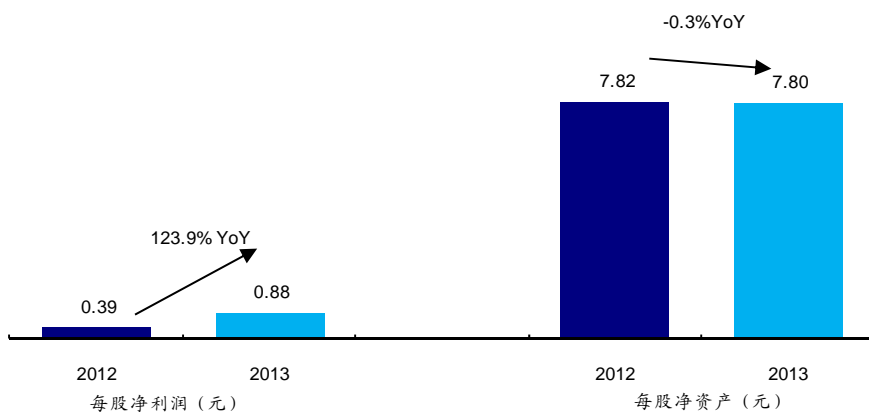
**维持“买入”投资评级。** 公司 14 年满期给付压力大幅减轻, 将更加重视价值建设, 预计 14 年新业务价值增速将好于今年。目前公司估值仅为 0.98X14PEV, 估值较低, 维持推荐。给予公司 19.52 元的目标价, 对应 1.40X14PEV。

**风险提示:** 权益市场下跌导致业绩估值双重压力。

## 1. 净利润大幅增长，但净资产和内含价值受投资影响增速放缓

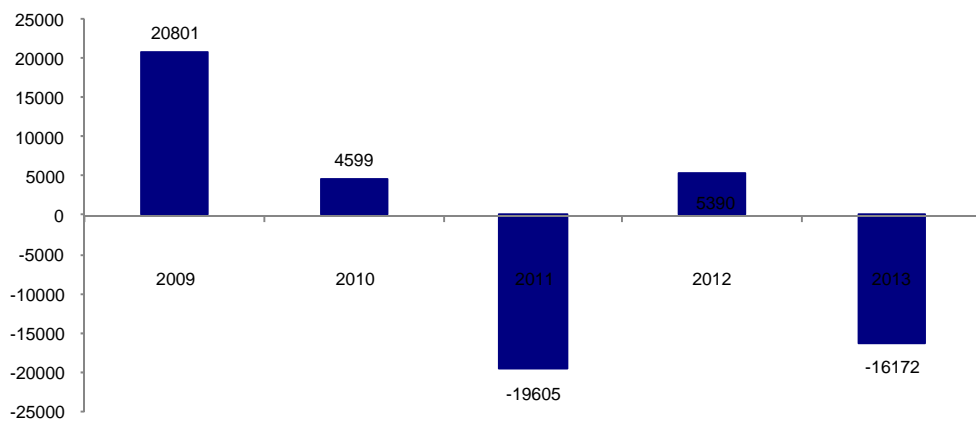
公司净利润同比大幅增长 123.9%，主要因为 12 年大幅计提资产减值损失，基数较低。去年下半年债券市场大幅下跌，导致公司由 13 年初的 53.9 亿浮盈下滑到 13 年末的 161.7 亿浮亏，净资产和内含价值的增速放缓，同时也拖累公司综合投资收益率由 12 年的 5.0% 下滑到 13 年 3.2%。

图 1 净利润及净资产增速



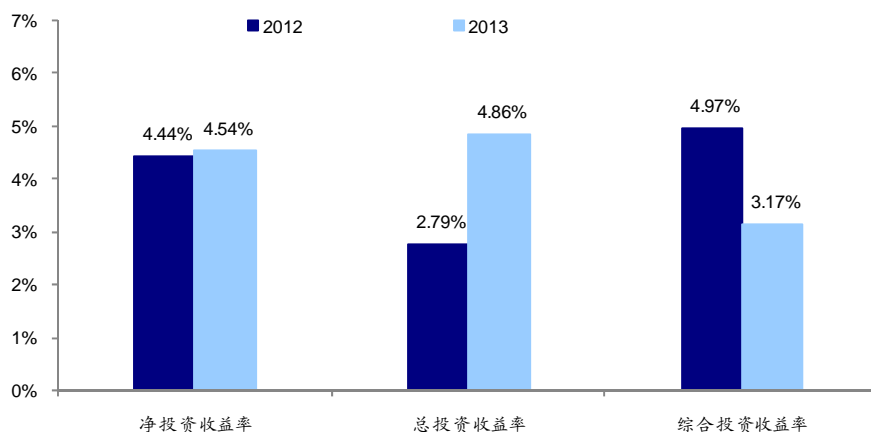
资料来源：中国人寿 2013 年报，海通证券研究所

图 2 浮盈浮亏变化（人民币，百万元）



资料来源：中国人寿 2013 年报，海通证券研究所

图 3 综合投资收益率下滑 (%)

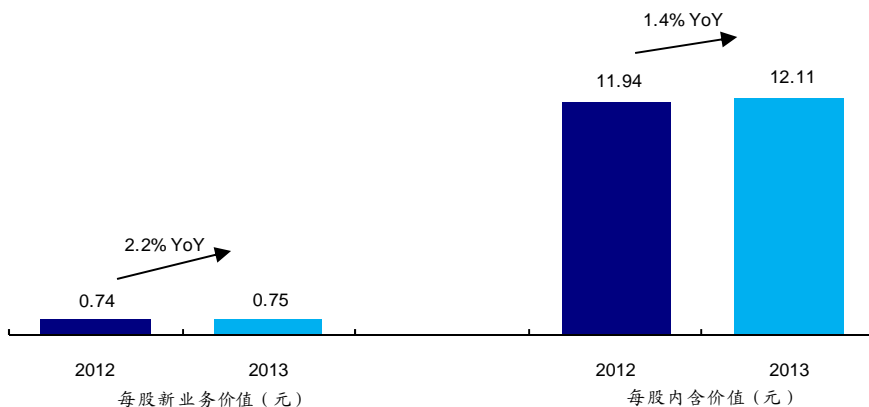


资料来源：中国人寿 2013 年报，海通证券研究所

## 2. 新业务价值保持小幅增长，主要依靠个险渠道产品利润率的提升

公司 13 年个险新单和银保新单同时下滑，但新业务价值仍同比增长 2.2%，主要得益于公司坚决贯彻保监会“回归保障”的号召，逐渐提升十年期及以上期缴产品的销售比例，推动个险渠道新业务价值利润率由 48.6% 大幅上升到 52.5%。个险新单小幅下降 1%，主要因为公司在整顿营销员队伍的过程中营销员数量由年初的 69.3 万下滑到 65.3 万，但整顿后营销员产能继续获得提升。

图 4 新业务价值及内含价值增速



资料来源：中国人寿 2013 年报，海通证券研究所

表 1 新业务价值小幅提升

人民币,百万元	2012	2013	同比提升
扣除偿付能力成本之前的一年新业务价值	24,129	24,221	0.4%
偿付能力成本	-3,295	-3,120	-5.3%
扣除偿付能力成本之后的一年新业务价值	20,834	21,300	2.2%
首年保费	142,543	135,563	-4.9%
首年保费利润率	14.6%	15.7%	+1.1ppt

资料来源: 中国人寿 2013 年报, 海通证券研究所

表 2 个险渠道新业务价值利润率上涨

	2012	2013	同比提升
营销员渠道首年保费 (人民币, 百万元)	37,762	37,396	-1.0%
营销员产能 (元/人/月)	4,567	4,631	1.4%
营销员人数 (千人)	693	653	-5.8%
营销员渠道新业务价值 (人民币, 百万元)	18,362	19,639	7.0%
营销员渠道新业务价值利润率 (%)	48.6%	52.5%	+3.9ppt

资料来源: 中国人寿 2013 年报, 海通证券研究所

表 3 公司分渠道新业务价值

人民币,百万元	2012		2013		同比增长
	金额	占比	金额	占比	
个险渠道	18,362	88.1%	19,639	92.2%	7.0%
银保渠道	2,125	10.2%	1,129	5.3%	-46.9%
其他渠道	347	1.7%	532	2.5%	53.3%
合计	20,834	100.0%	21,300	100.0%	2.2%

资料来源: 中国人寿 2013 年报, 海通证券研究所

表 4 公司分渠道首年保费及新业务价值利润率

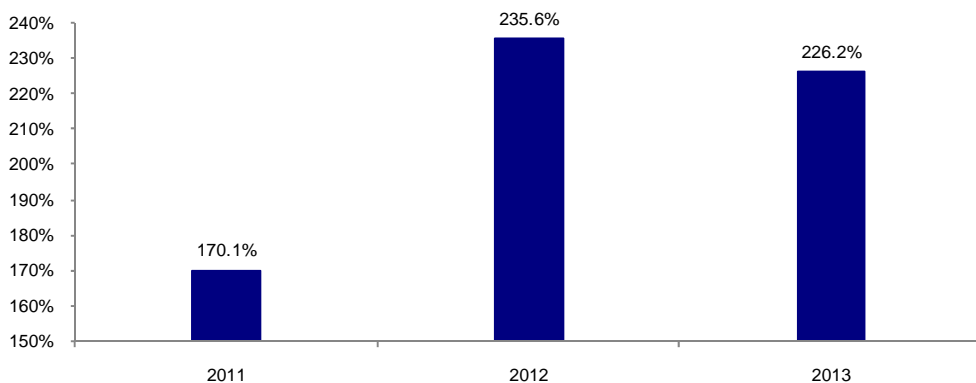
人民币,百万元	2012		2013		同比增长
	首年保费	首年保费利润率	金额	首年保费利润率	
个险渠道	37,762	48.6%	37,396	52.5%	+3.9ppt
银保渠道	91,580	2.3%	78,271	1.4%	-0.9ppt
其他渠道	13,201	2.6%	19,896	2.7%	+0.1ppt
合计	142,543	14.6%	135,563	15.7%	+1.1ppt

资料来源: 中国人寿 2013 年报, 海通证券研究所

### 3. 充足的偿付能力为 14 年展业提供支持

偿付能力仍较充足，预计将为 14 年展业提供有力支持。公司 13 年底的偿付能力充足率为 226.2%，较为充足；此外 14 年可发行次级债额度仍高达 433 亿元，预计可将集团偿付能力提升约 50%。充足的资本将为 14 年展业提供有力支持，预计 14 年公司新业务价值增速将领先同业。

图 5 偿付能力充足率仍较高



资料来源：中国人寿 2011~2013 年报，海通证券研究所

### 4. 预计公司 14 年将继续推动业务转型，继续致力于提升公司新业务价值

公司 13 年满期给付高达 1200 亿，因此不得不重视保费规模，以减轻流动性压力。根据我们的测算，公司 14 年满期给付仅为 13 年的一半，压力大幅减轻，预计公司 14 年将继续转型，主要包括：1）在个险渠道，预计公司将继续提升长期期缴产品的销售比例，进一步提升产品新业务价值利润率；2）在银保渠道，预计公司将提升期缴新单保费的比例，力争通过调整结构实现渠道内部新业务价值的增长。

### 5. 投资建议

**维持“买入”投资评级。**公司 14 年满期给付压力大幅减轻，将更加重视价值建设，预计 14 年新业务价值增速将好于今年。目前公司估值仅为 0.98X14PEV，估值较低，维持推荐。给予公司 19.52 元的目标价，对应 1.40X14PEV。

**风险提示：**权益市场下跌导致业绩估值双重压力。

表 5 保险公司估值表 (单位: 元)

证券简称	价格	EV				1YrVNB			
A 股	人民币	2011	2012	2013E	2014E	2011	2012	2013E	2014E
中国平安-A	37.15	29.77	36.11	41.64	48.39	2.13	2.01	2.29	2.76
中国人寿-A	13.60	10.36	11.94	12.11	13.92	0.71	0.74	0.75	0.79
新华保险-A	20.16	15.72	18.23	20.09	23.52	1.40	1.34	1.30	1.37
中国太保-A	15.70	13.21	14.93	16.02	18.61	0.78	0.78	0.83	0.91
证券简称	价格	P/EV				VNBX			
A 股	人民币	2011	2012	2013E	2014E	2011	2012	2013E	2014E
中国平安-A	37.15	1.25	1.03	0.89	0.77	3.47	0.52	-1.96	-4.07
中国人寿-A	13.60	1.31	1.14	1.12	0.98	4.53	2.25	1.98	-0.41
新华保险-A	20.16	1.28	1.11	1.00	0.86	3.18	1.45	0.06	-2.45
中国太保-A	15.70	1.19	1.05	0.98	0.84	3.20	0.99	-0.38	-3.19
证券简称	价格	EPS				BVPS			
A 股	人民币	2011	2012	2013E	2014E	2011	2012	2013E	2014E
中国平安-A	37.15	2.46	2.53	3.56	4.17	16.53	20.16	23.08	26.84
中国人寿-A	13.60	0.65	0.39	0.88	1.25	6.78	7.82	7.80	8.85
新华保险-A	20.16	0.90	0.94	1.44	1.89	10.04	11.50	12.68	14.96
中国太保-A	15.70	0.97	0.56	1.01	1.20	8.93	10.61	11.30	12.61
证券简称	价格	P/E				P/B			
A 股	人民币	2011	2012	2013E	2014E	2011	2012	2013E	2014E
中国平安-A	37.15	15.10	14.67	10.43	8.91	2.25	1.84	1.61	1.38
中国人寿-A	13.60	20.97	34.75	15.52	10.87	2.01	1.74	1.74	1.54
新华保险-A	20.16	22.45	21.45	14.00	10.68	2.01	1.75	1.59	1.35
中国太保-A	15.70	16.24	28.02	15.56	13.14	1.76	1.48	1.39	1.25

资料来源: wind, 上市公司年报, 海通证券研究所 注: 基于 3 月 25 日收盘价。

## 信息披露

### 分析师声明

丁文韬：非银行金融业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国人寿 (601628)、中国平安 (601318)、中国太保 (601601)、新华保险 (601336)、国金证券 (600109)、锦龙股份 (000712)、太平洋 (601099)、西南证券 (600369)

### 投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通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。