

坚持稳中求进，稳健经营的寿险巨头

——中国人寿（601628）深度报告

增持（首次）

日期：2018 年 08 月 13 日

	2017A	2018E	2019E	2020E
新业务价值（亿元）	601	518	571	637
增速	21.9%	-13.8%	10.1%	11.6%
内含价值（亿元）	7342	8045	8884	9795
增速	12.6%	9.6%	10.4%	10.3%
每股内含价值（元）	25.97	28.46	31.43	34.66
PEV	0.85	0.78	0.70	0.64
保费收入（亿元）	5120	5773	6455	7194
增速	18.9%	12.8%	11.8%	11.4%
归母净利润（亿元）	323	375	424	464
增速	68.6%	16.4%	12.9%	9.6%
每股盈利（元）	1.14	1.33	1.50	1.64
PE	19.35	16.63	14.73	13.44
ROE	10.3%	11.3%	11.8%	11.9%

基础数据

收盘价（元）	22.08
市净率（倍）	1.93
流通市值（亿元）	4,598
每股净资产（元）	11.59
每股经营现金流（元）	0.81
毛利率（%）	6.78
净资产收益率（%）	4.19
资产负债率（%）	88.62
总股本（万股）	2,826,470
流通股（万股）	2,082,353

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所

分析师：缴文超

执业证书编号：S0270518030001

电话：010-66060126

邮箱：jiaowc@wlzq.com

研究助理：喻刚

电话：010-66060126

邮箱：yugang@wlzq.com.cn

研究助理：张译从

电话：010-66060126

邮箱：zhangyc1@wlzq.com.cn

研究助理：孔文彬

电话：021-60883489

邮箱：kongwb@wlzq.com.cn

投资要点：

- **坚持稳中求进，业务结构稳健改善：**1、个险渠道受益于近几年新单期交的快速增长以及续期拉动效应明显，保费收入增速较快，银保渠道则在保持规模稳定的前提下加快期交业务发展，使得个险渠道保费占比从2010年的45%提升至2017年的69%；2、坚持发展期交业务，2015-2017年得益于销售队伍的快速扩张，个险新单期交年均增速接近40%，银保渠道复合增速也达到20%，使得2017年保费收入中期交占比已接近80%。3、十年期业务在2014年后保持快速增长，连续四年增速超过20%，其中2016年增速高达59%，2017年十年交保费达到660亿，十年及以上新单期交占新单保费的比例则从2010年的9.3%提升至2017年的29.5%。
- **坚持价值提升，银保成为新的价值增长点：**1、由于新单期交特别是十年交在2015-2017年的快速增长，新业务价值从2014年的233亿增长至2017年的601亿，但由于2017年人力增速放缓导致新业务价值增速也有所放缓；2、个险渠道是主要的价值贡献渠道，占比在九成左右，但2017年银保渠道新业务价值实现150%的突破性增长，达到65亿；3、有效业务价值与剩余边际实现较快增长，为未来利润奠定良好基础，内含价值增速虽有所放缓，但仍能实现稳健增长。
- **盈利预测与投资建议：**1、核心假设：个险队伍规模未来三年增速-5%/5%/5%，人均期交产能在策略产品支持下2018年保持稳定，之后逐渐提升，短期期交占比提升使得期交业务结构不如2017年，投资收益率按照内含价值评估远端假设5%计算；2、财务预测结果：2018-2020年NBV、EV增速分别为-13.8%/10.1%/11.6%、9.6%/10.4%/10.3%，每股内含价值28.46/31.43/34.66元，对应PEV倍数仅为0.78/0.70/0.64；2018-2020年每股净利润分别为1.33/1.50/1.64元，对应PE为16.63/14.73/13.44，ROE将保持在10%以上；3、估值与投资建议：总体来看，我们给予中国人寿2018年1-1.1倍PEV，按均值1.05倍计算，对应每股价格29.9元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险因素：**人力发展不及预期、保障型业务销售不及预期、投资风险。

目录

1、产业版图不断扩充，业务稳健发展的寿险龙头	5
1.1 历史底蕴深厚，产业链不断完善	5
1.2 国资绝对控股的股权结构，股权较为集中	6
1.3 业务稳健发展，公司综合实力持续提升	7
1.3.1 近年来市场份额明显下降，但仍占据寿险行业第一宝座	7
1.3.2 总资产近3万亿，净资产稳中有升	8
1.3.3 资本实力雄厚，偿付能力充足率保持较高水平	9
2、坚持稳中求进的经营策略，公司价值稳健增长	10
2.1 个险渠道稳健增长，银保渠道趋于稳定	10
2.2 个险人力量质齐升，队伍硬实力不断增强	11
2.3 期交保费占比提升至近80%，业务结构有所改善	12
2.4 十年及以上新单期交快速增长，银保渠道贡献近10%	14
2.5 新业务价值站上新平台，价值率稳健提升	15
2.6 内含价值稳健提升，剩余边际中高速增长	16
3、投资资产规模稳健增长，投资收益率波动较小	18
3.1 结构改善使得现金流触底回升，投资资产规模稳健增长	18
3.2 资产配置非常稳健，非标资产风险可控	18
3.3 投资收益率稳定，略低于主要同业	19
4、2018年行业发展趋势及展望	21
4.1 保险保障需求远未充分释放，寿险保费逐月改善趋势将延续	21
4.2 人力增速将进一步放缓，队伍留存和效能提升是关键	22
4.3 新单期交增长承压，但保障型业务有望实现较快增长	23
4.4 股市下跌影响中期业绩，折现率上行有利于准备金释放	24
5、财务预测与估值	25
5.1 核心假设及财务预测	25
5.2 公司估值与投资建议	26
图 1. 中国人寿历史沿革和发展历程	5
图 2. 中国人寿主要业务板块	6
图 3. 中国人寿股权结构	7
图 4. 中国人寿保费收入及市场份额	8
图 5. 中国人寿总资产及增长率	8
图 6. 中国人寿净资产及 ROE	8
图 7. 中国人寿偿付能力充足率	9
图 8. 中国人寿个险渠道和银保渠道保费收入及增速	10
图 9. 中国人寿保费收入渠道结构	10
图 10. 中国人寿个险渠道和银保渠道保费收入及占比	11
图 11. 主要寿险公司个险渠道保费收入占比	11
图 12. 中国人寿个险规模人力及增速	11
图 13. 中国人寿个险月人均期交产能及增速	11
图 14. 中国人寿银保规模人力及增速	12
图 15. 中国人寿银保月人均期交产能及增速	12
图 16. 中国人寿期交保费及增速	13
图 17. 中国人寿保费收入结构	13

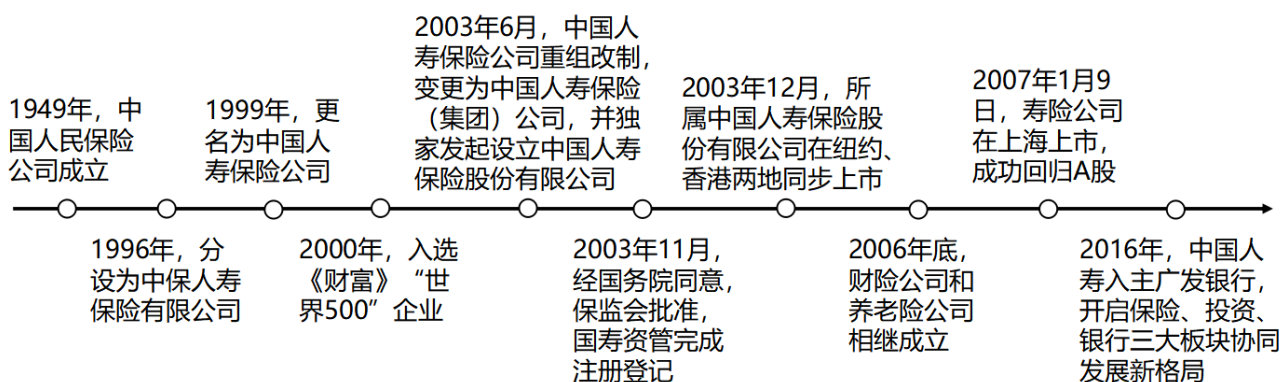
图 18. 中国人寿个险和银保新单期交及增速	13
图 19. 中国人寿个险和银保新单期交及占新单比例	13
图 20. 中国人寿十年及以上新单期交	14
图 21. 中国人寿个险渠道十年及以上新单期交	15
图 22. 中国人寿银保渠道十年及以上新单期交	15
图 23. 中国人寿新业务价值及增速	15
图 24. 中国人寿个险和银保渠道新业务价值及占比	15
图 25. 中国人寿十年及以上新单期交占新单期交比例	16
图 26. 主要寿险公司历年新业务价值率	16
图 27. 中国人寿内含价值及增速	17
图 28. 中国人寿 2016、2017 年剩余边际余额	17
图 29. 中国人寿经营活动现金流及占保费收入比例	18
图 30. 中国人寿总投资资产及增速	18
图 31. 中国人寿投资资产配置情况	18
图 32. 中国人寿权益类投资规模及股基占比	19
图 33. 中国人寿净投资收益率和总投资收益率	20
图 34. 主要上市公司总投资收益率	20
图 35. 我国保险密度和保险深度	21
图 36. 2017 年亚洲主要国家和地区保险密度和保险深度	21
图 37. 人身险原保费收入及增速	22
图 38. 健康险原保费收入及增速	22
图 39. 保险行业营销员数量及增速	22
图 40. 主要寿险公司个险渠道平均人力增速	22
图 41. 寿险行业新单期交增速与规模人力增速	23
图 42. 750 日移动平均 10 年期国债到期收益率趋势	24
图 43. 主要寿险公司静态 PEV 历史数据	27
 表 1. 2017 年 12 月 31 日中国人寿前十大股东	 6
表 2. 核心指标预测结果	25

1、产业版图不断扩充，业务稳健发展的寿险龙头

1.1 历史底蕴深厚，产业链不断完善

中国人寿保险股份有限公司（以下简称“中国人寿”）是中国人寿保险（集团）公司（以下简称“国寿集团”）的核心成员单位，公司注册资本为人民币282.65亿元，其控股股东国寿集团，是国有特大型金融保险央企，国家副部级单位，2018年财富500强排名第42位。中国人寿前身是成立于1949年的原中国人民保险公司，1996年分设为中保人寿保险有限公司，1999年更名为中国人寿保险公司。2003年12月17日、18日，中国人寿在纽约和香港上市，创造了2003年全球最大IPO。2007年1月9日中国人寿回归A股，在上海上市，成为首家在三地上市的金融保险企业。

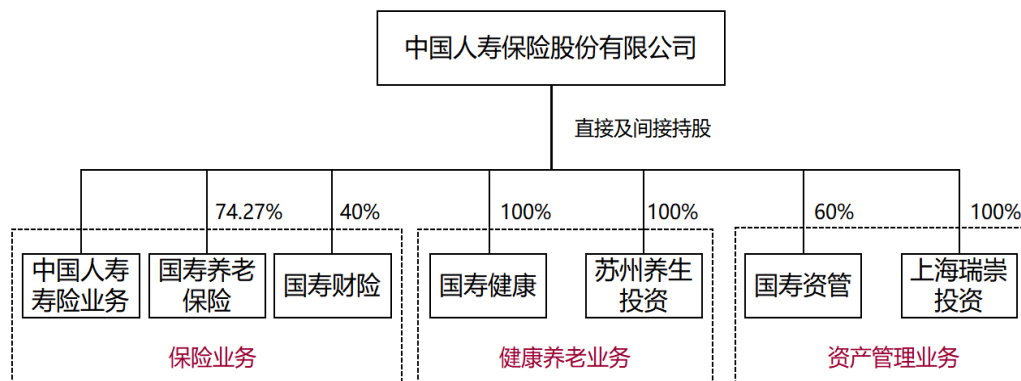
图1. 中国人寿历史沿革和发展历程



数据来源：公司公告、万联证券研究所

经过长期的发展和积淀，中国人寿业务版图不断壮大，参股国寿资管、国寿财险、国寿养老，下设国寿（苏州）养老养生投资有限公司（以下简称“苏州养生”）、上海瑞崇投资有限公司（以下简称“上海瑞崇投资”）、国寿（北京）健康管理有限公司（以下简称“国寿健康”）等多家子公司，在2016年入主广发银行，业务范围全面涵盖寿险、养老保险（企业年金）、资产管理、银行等多个领域。银保监会官网披露数据显示，2017年中国人寿实现原保费收入5122.68亿元，市场份额19.7%，市场排名第一位。

图2. 中国人寿主要业务板块



数据来源：公司公告、万联证券研究所

1.2 国资绝对控股的股权结构，股权较为集中

2017年末，中国人寿注册资本282.65亿元，其中A股股本208.24亿股，占比73.67%，H股股本74.41亿股，占比26.33%。截至2017年12月31日，中国人寿主要股东为中国人寿保险（集团）公司、中国证券金融股份有限公司和中央汇金资产管理有限责任公司，分别持股68.37%、2.10%、0.42%，其中，中国人寿保险（集团）公司股权占比接近70%，为公司控股股东。

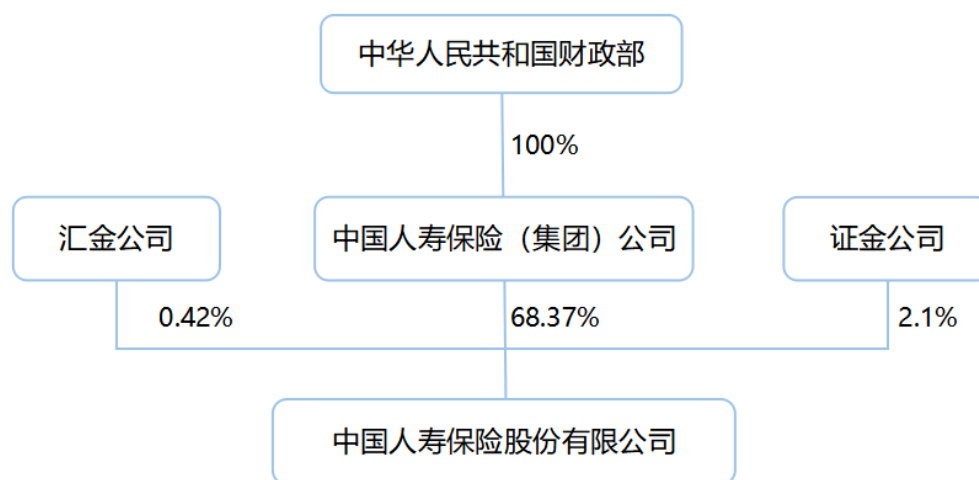
表1. 2017年12月31日中国人寿前十大股东

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	中国人寿保险（集团）公司	19,323,530,000	68.37
2	HKSCC Nominees Limited	7,319,236,460	25.90
3	中国证券金融股份有限公司	594,502,502	2.10
4	中央汇金资产管理有限责任公司	119,719,900	0.42
5	中国工商银行股份有限公司-南方消费活力灵活配置混合型发起式证券投资基金	54,985,761	0.19
6	香港中央结算有限公司	22,976,187	0.08
7	中国国际电视总公司	18,452,300	0.07
8	汇添富基金-工商银行-汇添富-添富牛53号资产管理计划	15,015,845	0.05
9	中国工商银行-上证50交易型开放式指数证券投资基金	12,788,337	0.05
10	中国核工业集团公司	12,400,000	0.04
	合 计	27,493,607,292	97.27

数据来源：wind、万联证券研究所

中国人寿的控股股东国寿集团的前身是1999年1月经国务院批准组建的中国人寿保险公司。2003年经保监会批准，中国人寿保险公司进行重组，变更为中国人寿保险（集团）公司，集团通过资本运作参股了多家金融和非金融机构。国寿集团由财政部100%持股，因此中国人寿的实际控制人为中华人民共和国财政部。

图3. 中国人寿股权结构



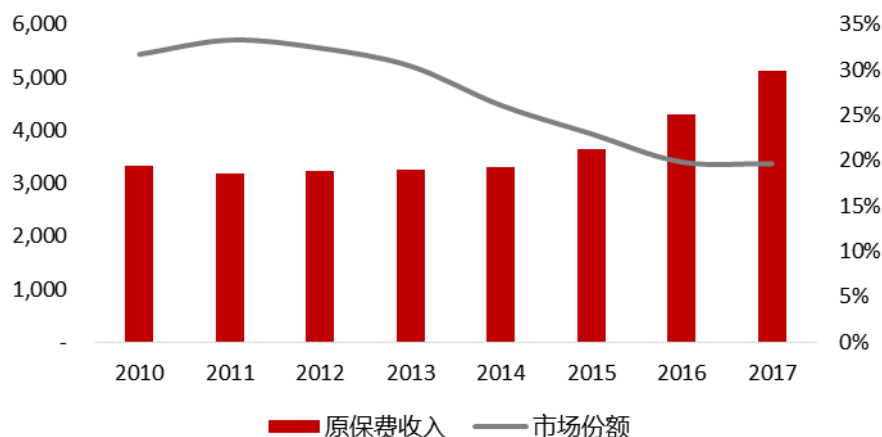
数据来源：公司公告、万联证券研究所

1.3 业务稳健发展，公司综合实力持续提升

1.3.1 近年来市场份额明显下降，但仍占据寿险行业第一宝座

中国人寿作为中国寿险业的老大，股改上市十年后，在2013-2017年的五年间，业务稳健发展，推进转型升级，严格风险防控，经营管理成绩显著。原保费收入由2013年的3267亿元增加到2017年的5123亿元，基本实现两年跨越一个千亿平台，成为国内首家总保费过5000亿元的寿险公司。其中，续期保费由2013年的1907亿元增加到2017年的2881亿元，年均复合增长率超10%；2017年首年期交保费和续期保费之和占总保费比重达到78.3%，续期保费拉动效应进一步显现，持续发展能力大幅增强。由于近年来中小险企的迅速崛起，占领挤压大型险市场份额，加之国寿保险主动优化结构、控制趸交业务规模，使得市场份额连年下滑，2017年企稳至19.7%，占据行业第一的位置，但2018年最新数据显示领先优势在逐步缩小，行业地位遭遇一定挑战。

图4. 中国人寿保费收入及市场份额

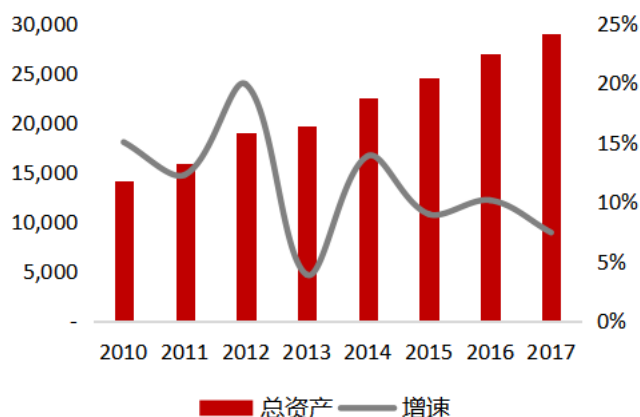


数据来源：银保监会、万联证券研究所

1.3.2 总资产近3万亿，净资产稳中有升

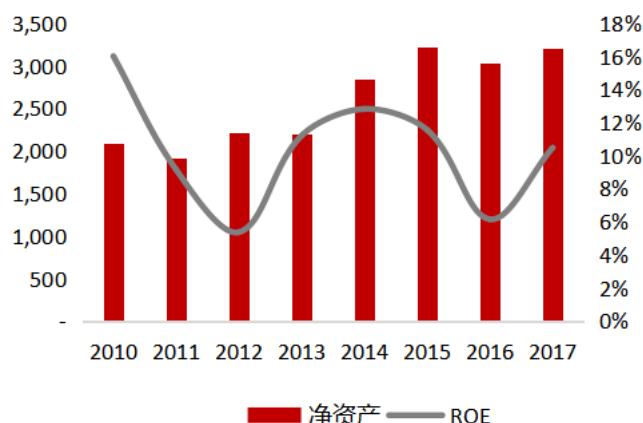
近年来，中国人寿的总资产稳健增长，增速总体呈稳中有降趋势，2013年后，实现每年2000亿的增长，2017年末总资产规模达到2.9万亿元，稳居国内寿险公司首位，预计2018年将突破3万亿。中国人寿盈利能力较为稳健，2010年以来ROE有所波动，但整体较稳，2010-2017年年均加权平均ROE超过10%，由于投资收益下降以及传统险准备金折现率假设更新的影响，使得在2012、2016年ROE均较低。2017年受投资收益较快增长以及传统险准备金折现率假设更新的影响，ROE有所回升，归属于母公司股东的净利润为人民币 322.53 亿元，同比增长68.6%。

图5. 中国人寿总资产及增长率



数据来源：公司公告、万联证券研究所

图6. 中国人寿净资产及ROE

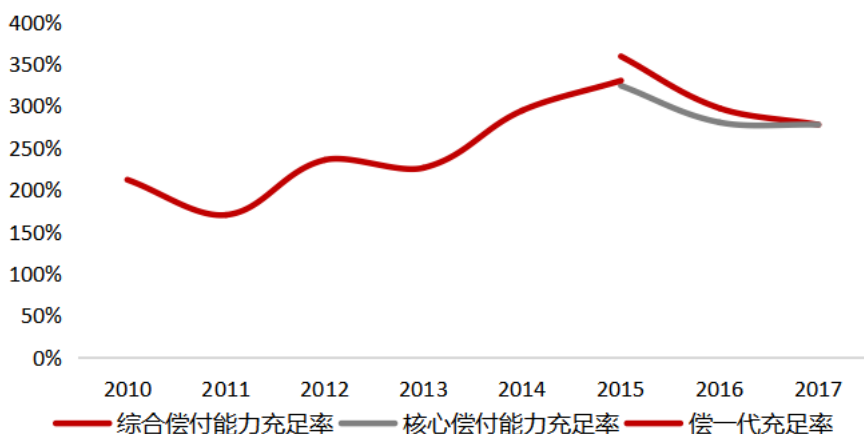


数据来源：公司公告、万联证券研究所

1.3.3 资本实力雄厚，偿付能力充足率保持较高水平

2013年开始，中国人寿偿付能力充足率逐年稳步提升，2015年末达到330%，偿二代实施后，受益于较好的存量业务结构，其2015年末充足率提升至359%，但近两年受业务发展导致资本消耗较快、加之次级债务赎回等因素影响，综合偿付能力充足率有所下滑，从2015年末的359%降低至2017年末的278%，但仍远远高于监管要求（100%）。

图7. 中国人寿偿付能力充足率



数据来源：公司公告、万联证券研究所

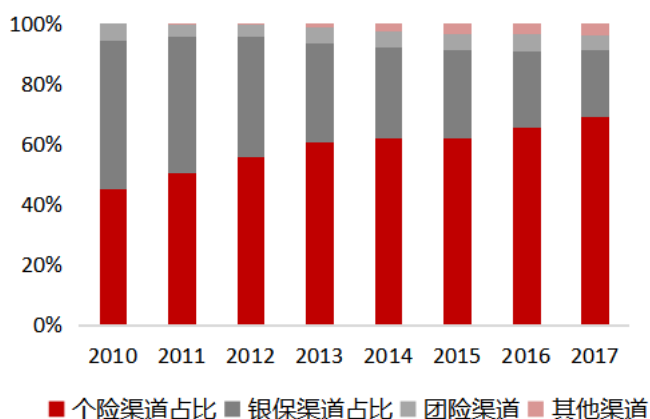
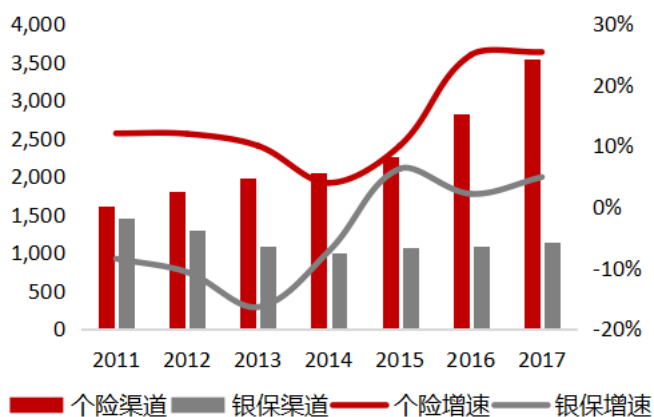
2、坚持稳中求进的经营策略，公司价值稳健增长

2.1 个险渠道稳健增长，银保渠道趋于稳定

个险渠道保费收入突破3500亿，银保渠道占比减小。2015年以来，中国人寿个险渠道业务强劲增长，渠道结构持续优化，增速由2014年的3.9%提升至2017年的25.4%，个险渠道总保费达3536.68亿元。而银保渠道在2010-2014年受其他金融产品冲击、监管政策变化及公司策略调整的影响，保费收入持续降低，2014年降至998.25亿元。2015-2017年银保渠道调整业务结构，保费规模较为稳定，增速表现为微正增长，2017年保费规模达1135.05亿元，同比增长4.8%。银保渠道占比由2010年的49.6%降至2017年的22.2%，但在近些年趋于稳定。

图8. 中国人寿个险渠道和银保渠道保费收入及增速

图9. 中国人寿保费收入渠道结构

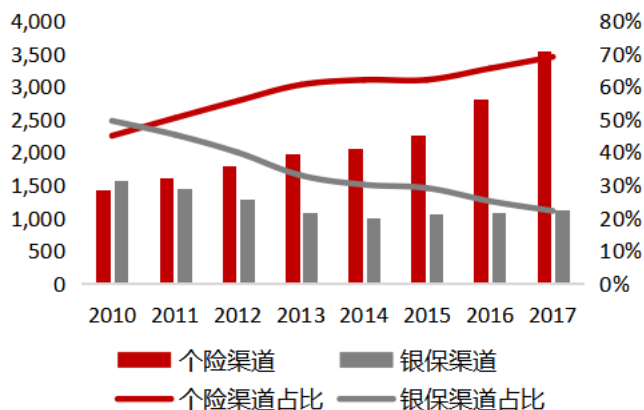


数据来源：公司公告、万联证券研究所

数据来源：公司公告、万联证券研究所

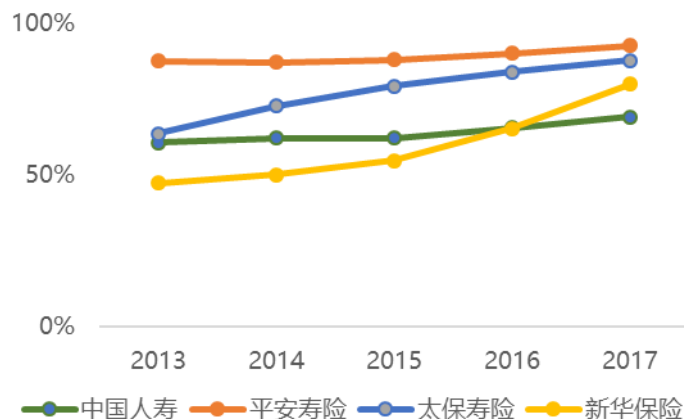
个险渠道保费占比持续提升，但落后于主要同业。中国人寿坚持重价值、强队伍、优结构、稳增长、防风险的经营方针，加大业务结构调整力度，通过压缩趸交和短期期交业务规模，加大长期期交业务发展力度，稳定银保渠道，大力发展个险销售渠道。2016、2017年个险渠道保费规模维持25%左右的高增速，而银保渠道深化转型，放慢增长速度，2016、2017年增速分别为2.1%、4.8%。从渠道占比来看，个险渠道保费占比持续增长，由2010年的45%逐年提升至2017年的69.1%，但与主要同业相比，中国人寿个险渠道保费占比的增长速度相对偏慢。

图10. 中国人寿个险渠道和银保渠道保费收入及占比



数据来源：公司公告、万联证券研究所

图11. 主要寿险公司个险渠道保费收入占比

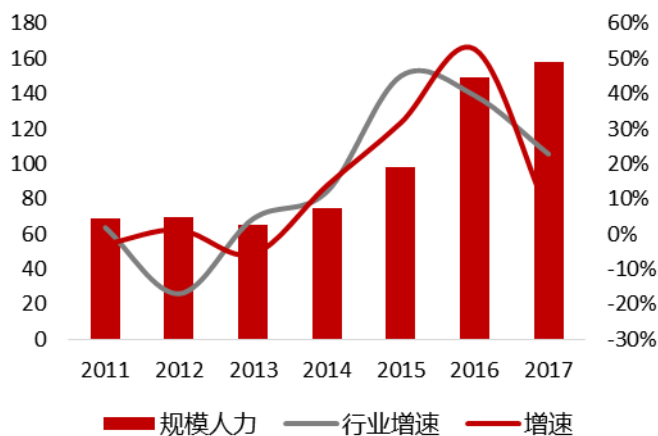


数据来源：公司公告、万联证券研究所

2.2 个险人力量质齐升，队伍硬实力不断增强

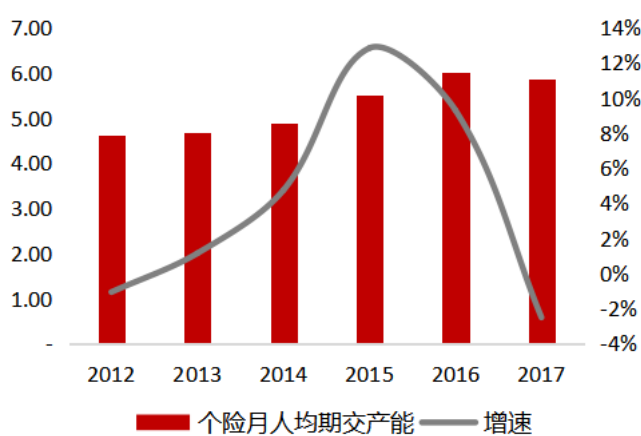
个险队伍规模突破150万，队伍质态整体向好。中国人寿在2012年后，个险销售队伍快速增长，整体增速与行业增速趋势保持一致，并在2016年超行业增速，但2017年增速明显放缓，低于行业增速，2017年末个险规模人力达157.8万人，处于行业领先。近年来，中国人寿个险渠道人力规模在增长的同时，加强基础管理，大力推进销售管理模式转型，持续提升营销员队伍的质态，使得个险月人均期交产能稳步增长，2016年达6.02万元，2017年较2016年略有下降，为5.87万元。

图12. 中国人寿个险规模人力及增速



数据来源：公司公告、万联证券研究所

图13. 中国人寿个险月人均期交产能及增速



数据来源：公司公告、万联证券研究所

银保队伍高速发展，近年来实现倍数增长。2014年，中国人寿银保渠道销售人力仅有7.1万人，2015年起中国人寿积极应对市场竞争新挑战，快速扩张销售队伍，建立渠道专属保险规划师队伍。保险规划师队伍与个险队伍有一定相似性，但对学历有更高要求，强调专职专业化队伍建设，在初期有一定的与业绩挂钩的底薪。经过三年的快速发展，银保渠道销售队伍已达到33.9万人，接近2014年的5倍。从人均产能看，由于近几年队伍规模扩张较快，新人占比较高，且在新人培训、销售技能提升上还没有完全跟上，使得人均期交产能出现较大幅度的下滑。

图14. 中国人寿银保规模人力及增速

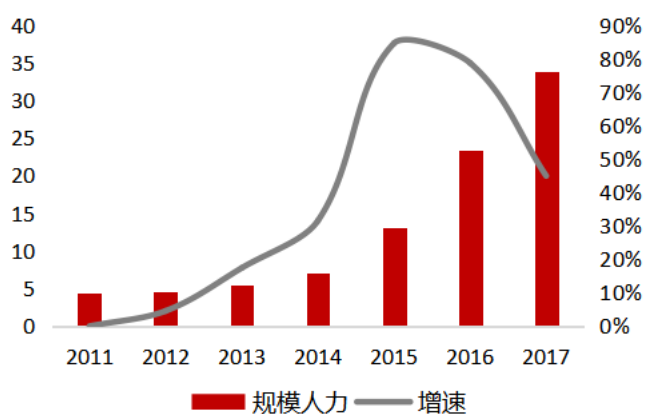
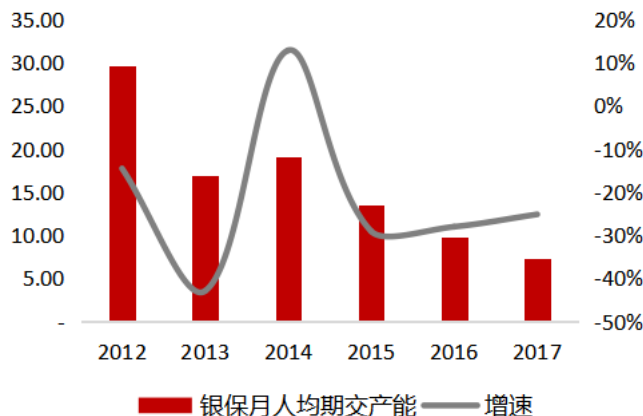


图15. 中国人寿银保月人均期交产能及增速



数据来源：公司公告、万联证券研究所

数据来源：公司公告、万联证券研究所

2.3 期交保费占比提升至近80%，业务结构有所改善

期交保费重回高增长，贡献度达到78.4%。2011-2014年，受个险增速放缓及银保短期期交业务续期保费持续性较差影响，中国人寿期交保费增速持续下降，从2011年的12.6%降至2014年的1.6%。2015年开始，受益于个险和银保队伍快速增长，两个渠道的新单期交均实现快速增长，也使得2016年之后续期保费增速加快，推动整体期交业务在2017年增速达到26.4%，重回高增长通道。从占比看，2011年期交占比为63.7%，经过多年的持续提升，2017年达到78.4%。

图16. 中国人寿期交保费及增速

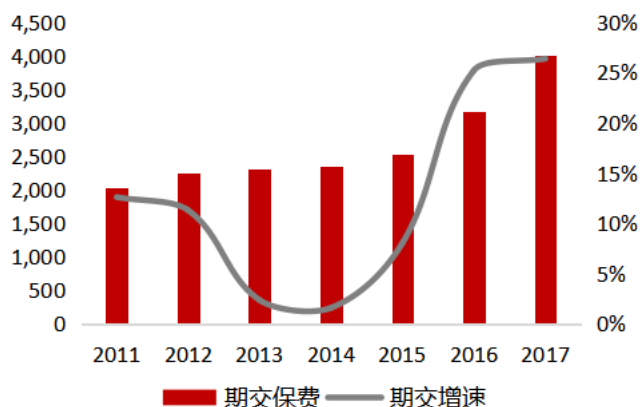
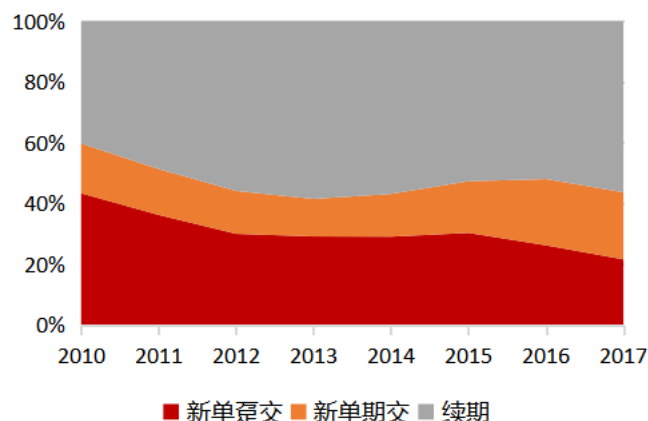


图17. 中国人寿保费收入结构



数据来源：公司公告、万联证券研究所

数据来源：公司公告、万联证券研究所

个险银保新单期交均实现中高速增长。2013年之前，中国人寿新单期交增速一直较低，个险渠道和银保渠道均主要处于负增长区间。2014年开始，由于销售队伍的规模不断扩大和销售技能持续提升，个险与银保渠道新单期交业务明显提速，2015年、2016年个险增速分别高达39.2%、57.0%，使得个险新单期交从2013年的314亿迅速增长至2017年的902亿元，近三倍于2013年。银保渠道2014年增速也高达41%，2015-2017年银保渠道新单期交保持较快增速，2017年达到210亿，继2010年后再次突破200亿。从占渠道新单比例来看，受益于过去几年新单期交的快速增长，个险新单期交占渠道新单比例自2011年后稳中有升，2016年达到90.5%，重新超过90%，为2011年以来新高，2017年占比仍稳定在90%以上。而银保新单期交占渠道新单比例整体也不断增加，尤其在2013年之后占比加快提升，由10.8%提升至2017年的25.7%。

图18. 中国人寿个险和银保新单期交及增速

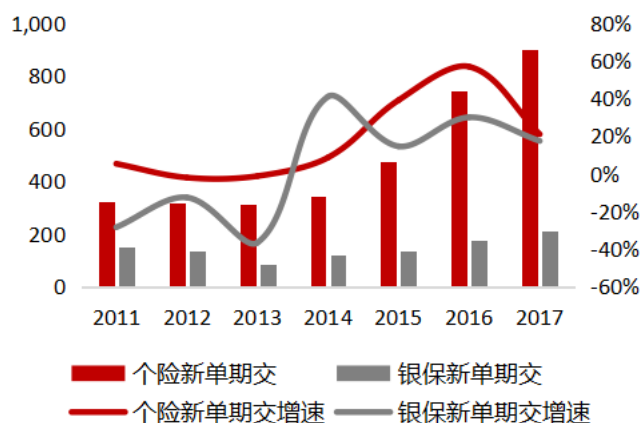
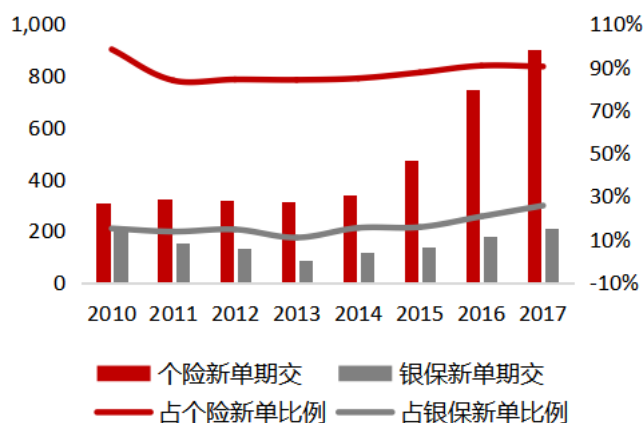


图19. 中国人寿个险和银保新单期交及占新单比例



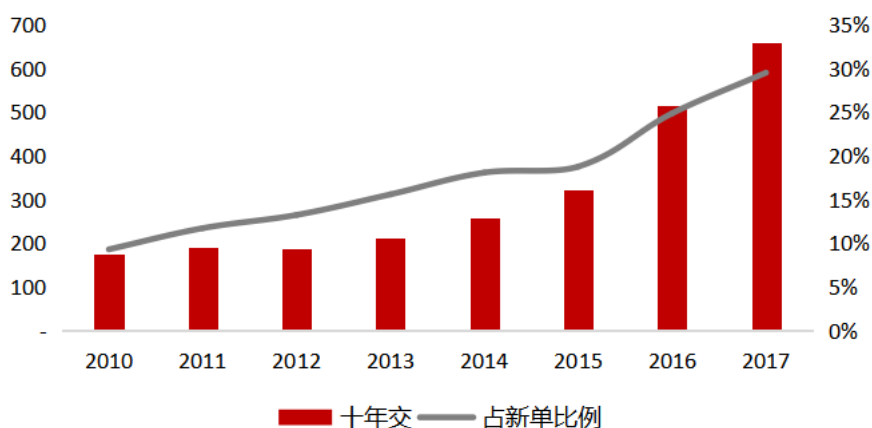
数据来源：公司公告、万联证券研究所

数据来源：公司公告、万联证券研究所

2.4 十年及以上新单期交快速增长，银保渠道贡献近10%

十年交首破600亿，占新单比例明显提升。中国人寿在保持规模业务、期交业务稳定增长的基础上，大力发展中长期期交业务，尤其是发展十年及以上期交业务。十年及以上新单期交在2010-2013年发展较平稳，2013年为211亿，2014年后保持快速增长，连续四年增速超过20%，其中2016年增速高达59%，2017全年十年交保费达到660亿，三倍于2013年。另外由于趸交保费规模相对稳定，十年及以上新单期交占新单保费的比例则从2010年的9.3%提升至2017年的29.5%。

图20. 中国人寿十年及以上新单期交



数据来源：公司公告、万联证券研究所

个险渠道十年交占比稳中有升，银保渠道十年交保持高增长。个险渠道坚持价值导向，大力发展长期期交业务，在人力增长驱动下，十年交保费快速增长，由2014年的199亿元增至2017年的588亿元。在个险新单中占比也稳中有升，2017年达到58.7%。银保渠道十年交保费亦不断增长，且保持较高增速，2016、2017年增速分别为48.9%、46.3%，在银保新单中占比由2014年的2.7%提升至2017年的7.5%。

图21. 中国人寿个险渠道十年及以上新单期交

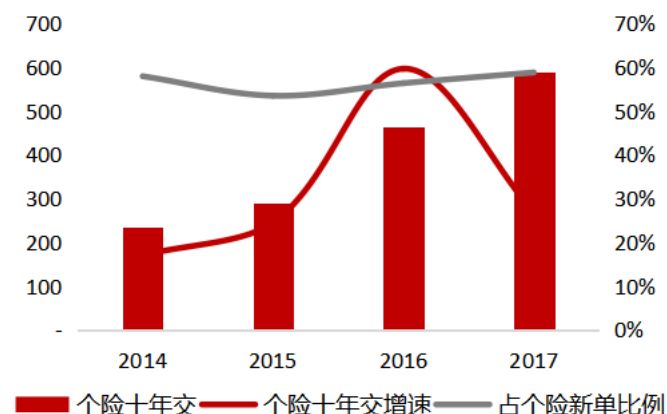
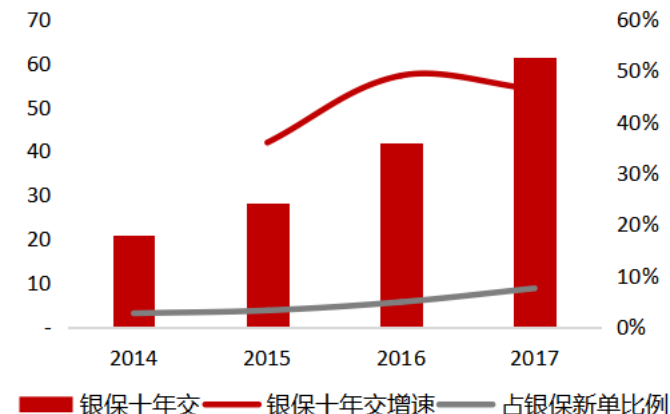


图22. 中国人寿银保渠道十年及以上新单期交



数据来源：公司公告、万联证券研究所

数据来源：公司公告、万联证券研究所

2.5 新业务价值站上新平台，价值率稳健提升

新业务价值持续高增长后增速明显放缓。中国人寿2010年新业务价值仅有198亿，2013年之前增长较为缓慢，2014年起，受益于销售队伍的扩量提质以及新单期交的快速提升，新业务价值增速加快，2015、2016年增速分别高达35.6%、56.4%，2017年受人力增速回落影响，新单期交增速降低，导致新业务价值增速较2016年明显放缓。2017年新业务价值为601亿，是2010年的3倍。个险坚持价值经营，银保成为新的价值增长点。个险渠道一直是中国人寿主要的价值贡献渠道，占比从2012年的88.1%逐渐提升至2016年的93.9%，2017年个险渠道新业务价值达到532亿。银保渠道新业务价值在2016年之前一直较为稳定，2017年受益于保险规划师队伍快速成长后，新单期交特别是十年期业务高速增长，业务结构逐渐改善，2017年新业务价值同比激增150%，达到65亿，使得银保渠道新业务价值贡献度提升至10.9%，渠道价值创造能力明显提升。

图23. 中国人寿新业务价值及增速

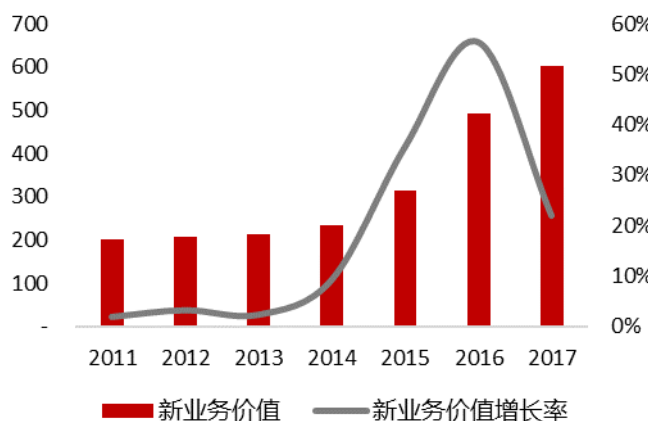
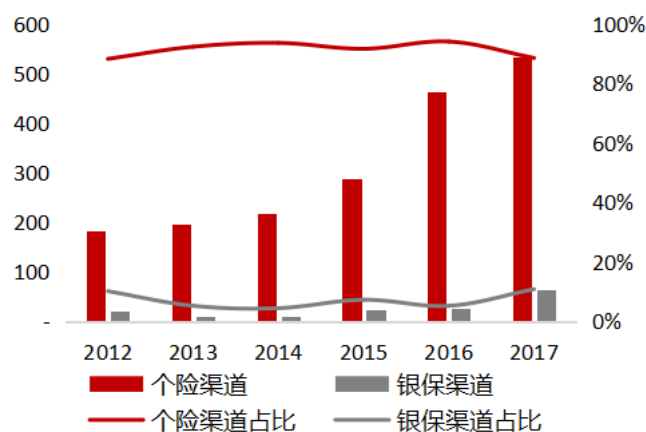


图24. 中国人寿个险和银保渠道新业务价值及占比



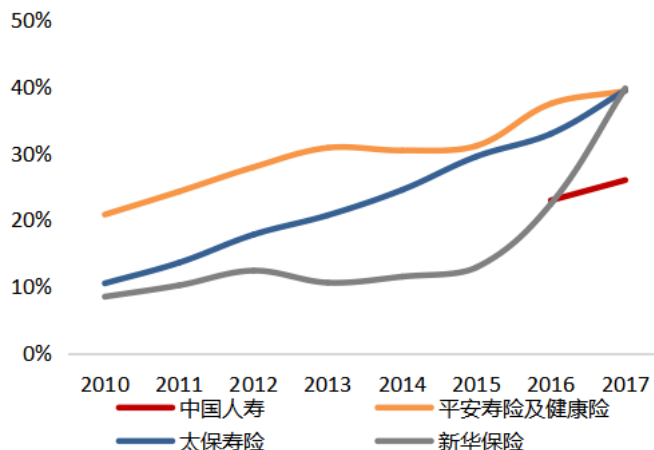
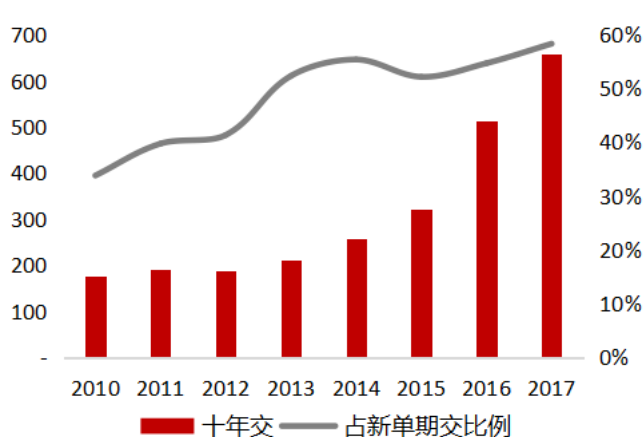
数据来源：公司公告、万联证券研究所

数据来源：公司公告、万联证券研究所

十年交保费占新单期交比例平稳提升，新业务价值率有所改善。2010年，中国人寿十年及以上新单期交为176亿，占新单期交比例为33.8%，经过7年的发展，十年期保费达到660亿，占新单期交比例也逐渐提升至58.3%，缴费期限结构的改善推动新业务价值率有所提升。中国人寿2016年新业务价值率为22.9%，略高于新华保险，2017年由于中国人寿个险渠道价值稳健提升以及银保渠道价值贡献快速提升，使得其新业务价值率增至为26.0%。但与主要同业相比，中国人寿2017年新业务价值相对较为落后，主要原因是中国人寿新单保费中银保渠道占比较高，且银保渠道个位数的新业务价值率远低于个险渠道，拉低总体新业务价值率。如果单看个险渠道，中国人寿2017年个险新业务价值率为47.2%，虽然较2016年有所下降，但高于以大个险为经营策略的主要同业。

图25. 中国人寿十年及以上新单期交占新单期交比例

图26. 主要寿险公司历年新业务价值率



数据来源：公司公告、万联证券研究所

数据来源：公司公告、万联证券研究所

2.6 内含价值稳健提升，剩余边际中高速增长

2011年中国人寿内含价值为2929亿，2011-2013年内含价值较为稳定，增速有所波动，2014年增速达到最高点32.9%，之后增速持续回落，2017年内含价值仅增长12.6%，达到7342亿，为2011年的2.5倍。总体来看，中国人寿2011-2017年内含价值保持较快增速，年均复合增速超过14%，虽然近几年增速明显下降，且未来仍有进一步下降的可能，但内含价值稳健增长的趋势不会改变。

剩余边际 (Residual Margin) 是为了不确认首日利得而确认的边际准备金，于保险合同初始确认日确定，在整个保险期间内摊销，其本质是存量业务尚未实现的利润 (税前)，其含义与有效业务价值类似，虽然在折现率、精算假设、资本成本、税收等因素上有所差异，但均代表存量业务未来即将给公司带来的价值。2017年末，中国人寿剩余边际余额达到6079亿元，同比增长18%。在现行会计准则下，剩余边际的稳定释放是寿险公司利润的重要来源，

中国人寿剩余边际余额的快速增长为公司未来持续实现较高利润奠定了良好基础。

图27. 中国人寿内含价值及增速

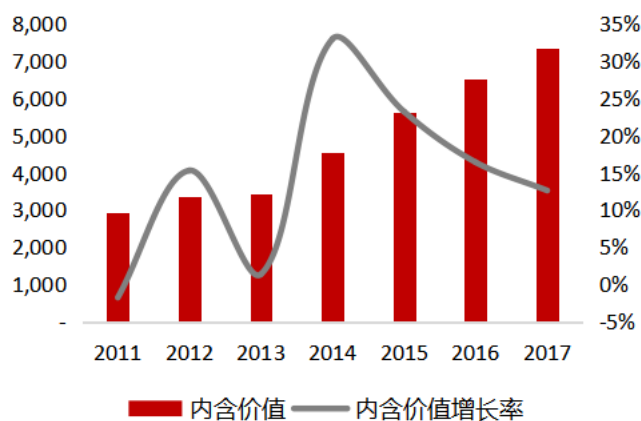
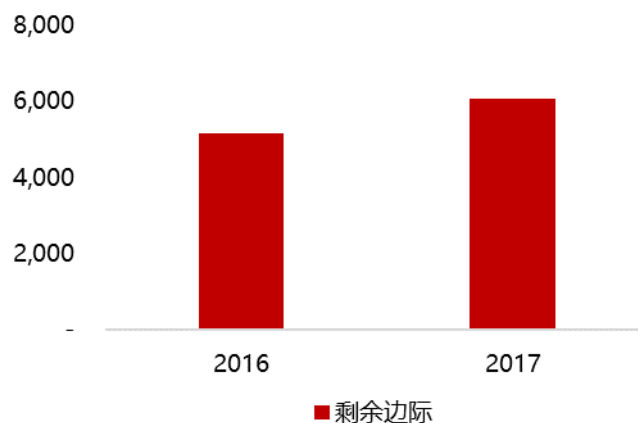


图28. 中国人寿2016、2017年剩余边际余额



数据来源：公司公告、万联证券研究所

数据来源：公司公告、万联证券研究所

3、投资资产规模稳健增长，投资收益率波动较小

3.1 结构改善使得现金流触底回升，投资资产规模稳健增长

2010年中国人寿经营活动现金流1786亿，占保费收入的比例高达56.1%，但之后随着退保和满期给付高峰到来，现金流情况逐年恶化，2017年经营活动现金流出现净流出188亿。随着2016年新单期交和续期保费快速增长，续期保费占比快速提升，公司可持续发展能力进一步增强，以及前期退保和满期压力逐渐释放，现金流开始好转，2017年达到2010亿，占保费收入的39.3%，结构调整的效果显现。

图29. 中国人寿经营活动现金流及占保费收入比例

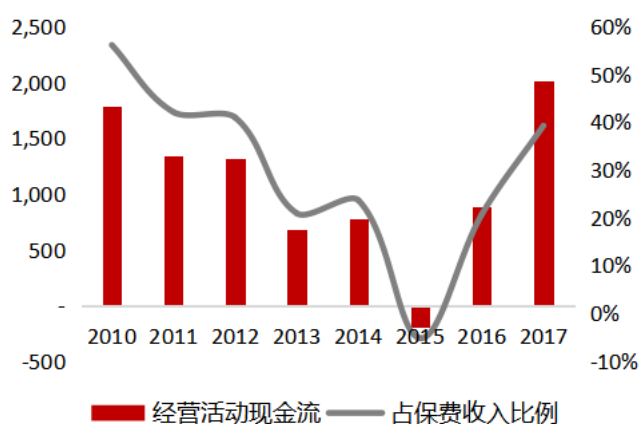
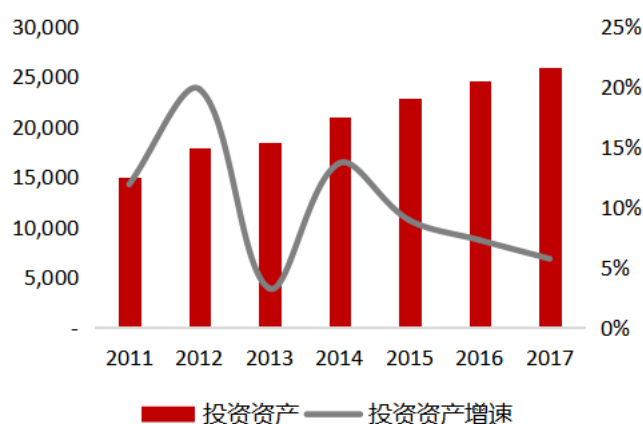


图30. 中国人寿总投资资产及增速



数据来源：公司公告、万联证券研究所

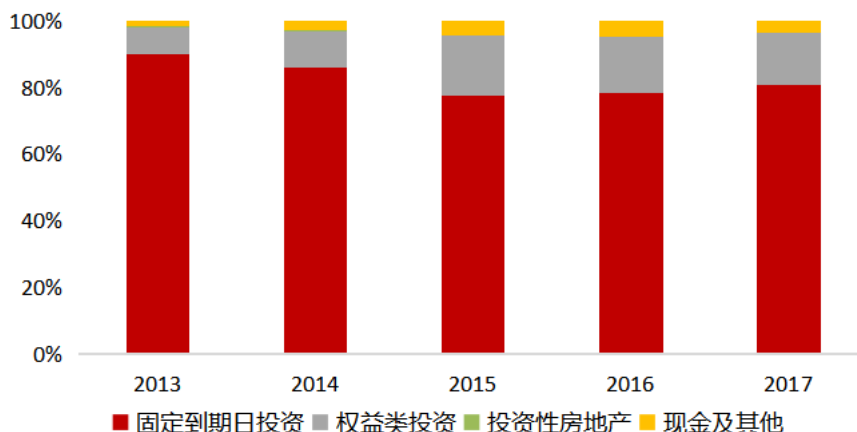
数据来源：公司公告、万联证券研究所

投资资产规模总体呈稳健增长但增速稳中有降的趋势。2011年中国人寿投资资产规模为1.49万亿，2011-2014年增速虽波动较大，但平均增速达到两位数，但从2015年起，由于基数越来越大，投资资产规模增速逐年下降，2017年降至5.7%，连续三年不超过10%。截止2017年末，中国人寿总投资资产为2.59万亿。

3.2 资产配置非常稳健，非标资产风险可控

从资产配置看，中国人寿投资风格非常稳健，以固定收益投资为主，优化多元资产配置。2013年固定到期类投资占比高达90%，之后有所下降，但从2015年起稳定保持在80%左右，2017年中国人寿把握利率上行时机，重新加大固定收益类资产配置，并适度增加股票投资，使得2017年固定到期日投资占比由2016年的78.3%回升至2017年的80.8%。权益投资方面，2013年之后为应对资本市场环境，优化资产配置结构，从而加大权益类投资的配置力度，权益类投资从2013年的8.38%逐渐增至2017年15.79%，在主要同业中低于中国平安和新华保险，其中股票和基金占比为10.6%，也仅高于中国太保，配置更为稳健。

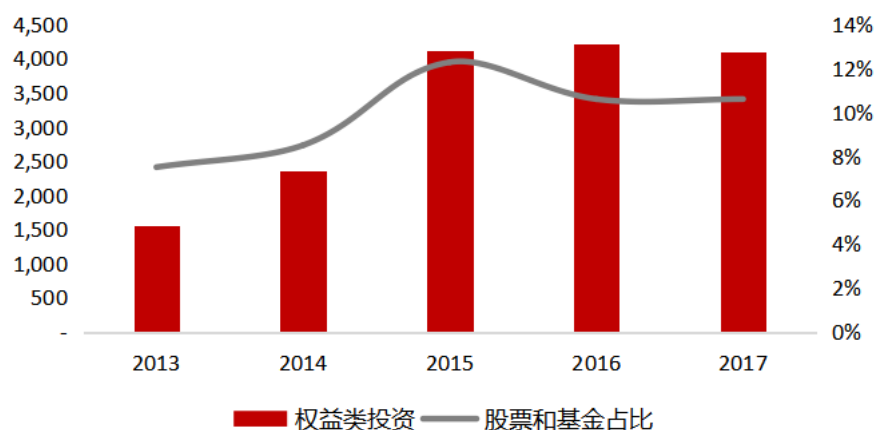
图31. 中国人寿投资资产配置情况



数据来源：公司公告、万联证券研究所

股基占比稳中有升，存款置换非标趋势明显。2013年中国人寿股票和基金投资规模为1387亿元，受配置力度加大及市场上行影响，2015年实现股票和基金投资规模翻一番，达到2810亿元，2016、2017年稍有下降，但仍保持在2500亿元以上的规模。从占比看，股票和基金占比在2014年之前均处于10%以下，2015-2017年升至10%以上，2017年末股基占比为10.6%，低于同业的新华保险。固定到期日投资方面，受前几年低利率环境使得保险公司在存款资产到期后纷纷置换高收益的非标投资（包括固收和权益），2013年存款资产高达6642亿，占比35.9%，2017年迅速降至4494亿，占比只有17.3%，但仍然高于行业平均。与之对应的是，中国人寿加大非标投资力度，2017年新增配置债券及固收类非标资产超过4400亿，投向主要为基础设施、金融、能源、交通、电力、市政等行业，占比超过70%，非标资产质量较好，存量非标资产外部评级AAA级占比超过95%，风险总体可控。

图32. 中国人寿权益类投资规模及股基占比

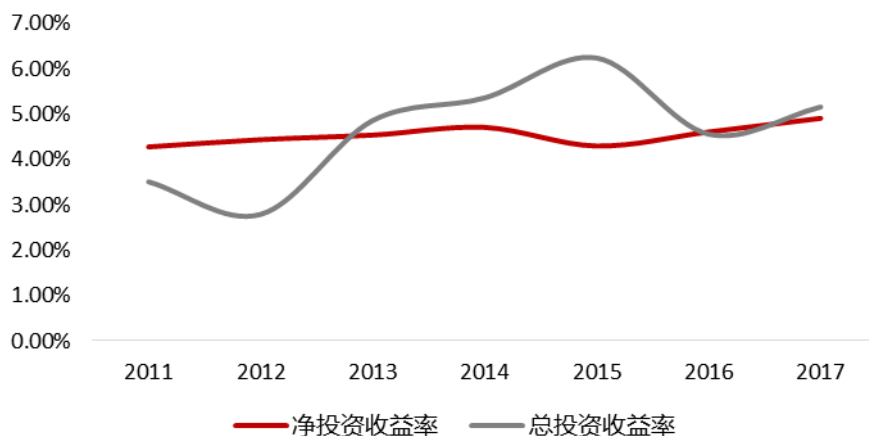


数据来源：公司公告、万联证券研究所

3.3 投资收益率稳定，略低于主要同业

由于较高的固定到期日资产（定期存款、债券等）占比，中国人寿净投资收益率相当稳健，2011-2017年维持在4.3%-4.9%区间，近三年呈小幅提升趋势，2017年为近年高点4.91%。

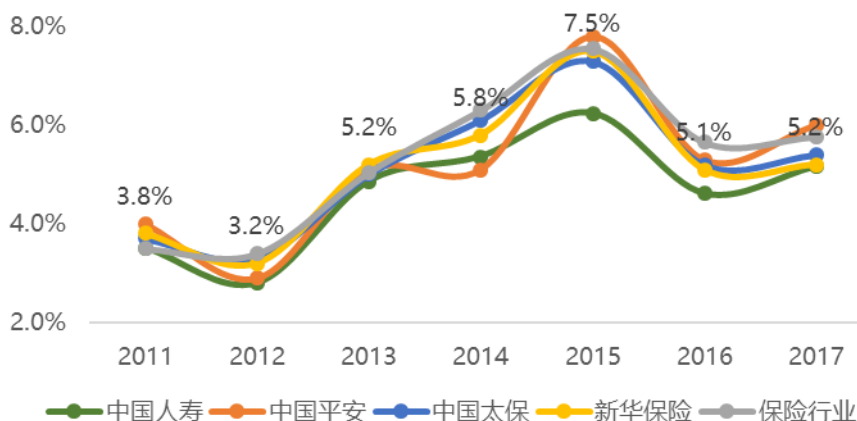
图33. 中国人寿净投资收益率和总投资收益率



数据来源：公司公告、万联证券研究所

总投资收益率受买卖价差及公允价值变动损益影响波动比净投资收益率相对较大。但横向比较看，主要上市公司中中国平安、中国太保、新华保险平均投资收益率水平差异不大，2011-2017年平均投资收益率在5.1%-5.2%左右。而中国人寿的收益率虽然更为稳定，但2011-2017年平均总投资收益率只有4.64%，低于主要同业。但如果看过去五年数据，2013-2017年平均总投资收益率为5.2%，能支撑内含价值评估使用的长期投资收益率假设（5%）。

图34. 主要上市公司总投资收益率



数据来源：公司公告、万联证券研究所

4、2018年行业发展趋势及展望

4.1 保险保障需求远未充分释放，寿险保费逐月改善趋势将延续

2017年，我国人身险公司原保费收入2.6万亿元，同比增长20%，远高于GDP增速6.9%，人身险保险深度3.15%，保险密度1884元，较上年均有一定提升。但与亚洲主要经济体相比，我国寿险业务保险深度和密度还有很大差距，瑞再数据显示，2017年我国大陆地区寿险业务保险密度只有225美元，保险深度2.68%，显著落后于日本、韩国、新加坡和我国香港和台湾地区，市场潜力巨大。

图35. 我国保险密度和保险深度

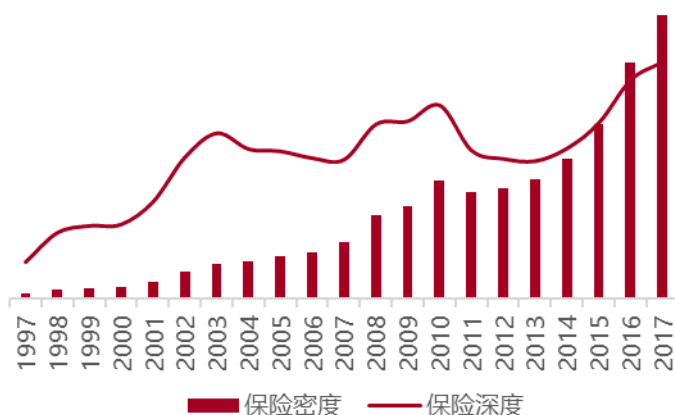
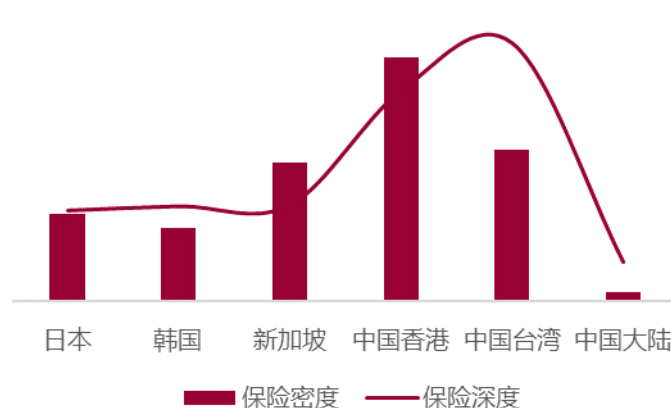


图36. 2017年亚洲主要国家和地区保险密度和保险深度



数据来源：wind、万联证券研究所

数据来源：瑞再、万联证券研究所

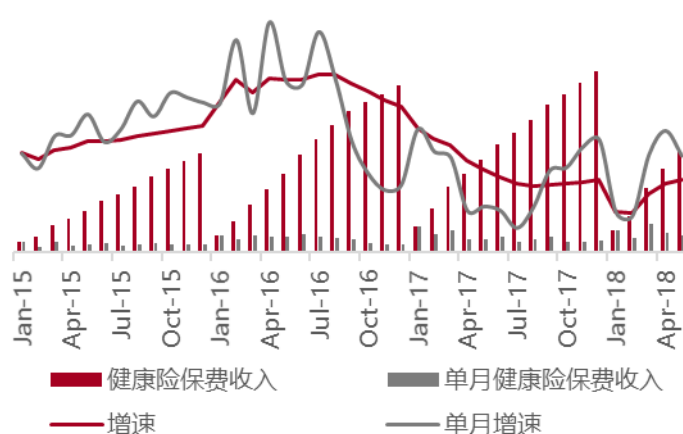
2018年，受宏观因素及监管趋严影响，人身险行业开门红销售大幅不及预期，行业保费收入近年来首次出现负增长，前五月降幅分别为25.5%/24.3%/16.9%/13.6%/11.5%，降幅呈现逐月收窄趋势。同时，在行业回归保障趋势下，人身险业务结构持续改善，1-4月新单中期交占比45.9%，同比提升15.1个百分点，个人代理业务占比58.9%，同比提升16.7个百分点。行业健康险保费继4月单月增长48.9%后，5月单月实现健康险保费420亿，同比增长28.7%，单月增速虽有所下降但仍然保持高增长，推动健康险年累计增速由6%扩大至9.3%。

我们判断，6月之后单月新单保费受去年基数较低影响仍将保持一定幅度的正增长，同时续期保费受益于前几年新单期交高速增长将保持较快增速，新单改善加续期增长，人身险行业保费收入增速将继续逐月改善。

图37. 人身险原保费收入及增速



图38. 健康险原保费收入及增速



数据来源：银保监会、万联证券研究所

数据来源：银保监会、万联证券研究所

4.2 人力增速将进一步放缓，队伍留存和效能提升是关键

2017年，保险营销员数量达到807万人，同比增长23%，但增速较2015、2016年明显下滑。2018年一季度受利率高位震荡及严监管影响，寿险公司开门红普遍不理想，营销员产能较去年同期明显下降，产能下降、收入增长受限的情况下，队伍留存是寿险公司目前面临的重要挑战，预计2018年行业营销员增速将进一步下降，部分公司或将出现负增长。

图39. 保险行业营销员数量及增速

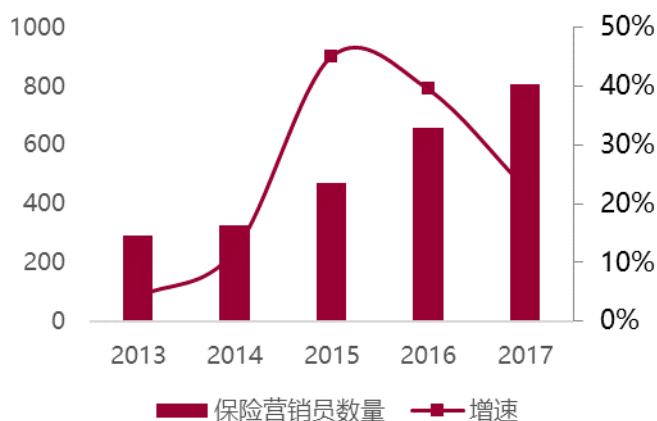
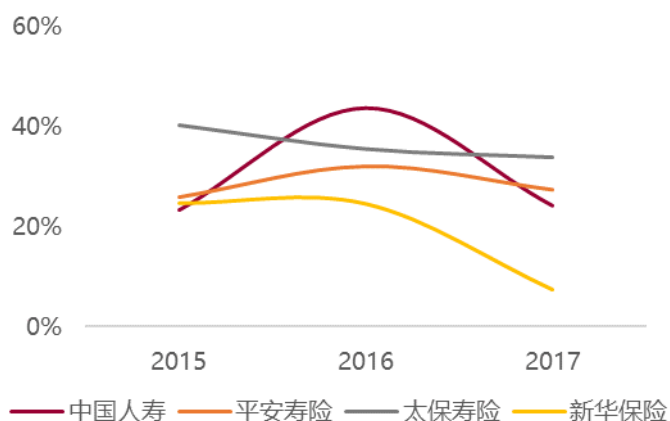


图40. 主要寿险公司个险渠道平均人力增速



数据来源：银保监会、万联证券研究所

数据来源：公司公告、万联证券研究所

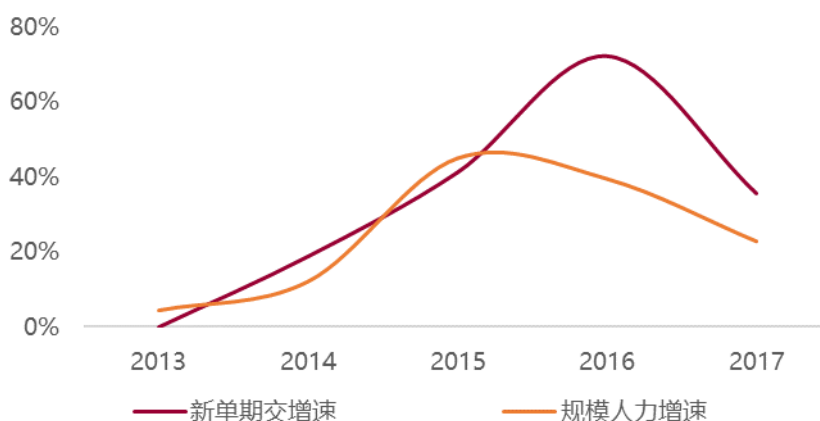
队伍规模高增长结束，效能提升则成为寿险公司业务发展的主要动力。特别是在储蓄型产品销售不佳的情况下，健康险等长期保障型业务是各大寿险公司主要的业务增长点，此类业务费用率充足、期限长、新业务价值率较高，有利于寿险公司长期持续发展，推动寿险业向高质量发展转型。但由于长期保障型产品件均保费普遍较低，且产品设计较为复杂，销售过程中需要营销

员长时间的面对面沟通，销售难度较大。因此，队伍素质高、销售能力强的公司将沉淀更多的有效人力，而队伍质态较差的公司将面临新人大量脱落、留存率走低的困境。

4.3 新单期交增长承压，但保障型业务有望实现较快增长

寿险新单期交增长主要由人力驱动，人力增速放缓将导致新单期交增长承压。2015-2017年，寿险行业新单期交实现高速增长，同比增长率为41.3%/72.3%/35.7%，主要由规模人力增长（45%/39.5%/22.8%）驱动。如果仅看个险渠道，该特点将更加明显，我们在专题报告《一图看懂寿险公司经营逻辑——保险行业专题研究之一》中以平安寿险和太保寿险为例，说明了个险新单期交增速主要受人力规模增长驱动，而产能提升贡献非常有限。因此在人力增速放缓的情况下，如果不考虑价值很低的短期期交规模型业务，寿险公司个险渠道新单期交今年增长并不乐观，一季度除国寿外均出现不同程度的负增长，二季度虽有所好转，降幅将收窄，但预计平安、太保、新华仍将维持负增长态势。

图41. 寿险行业新单期交增速与规模人力增速



数据来源：保险年鉴、万联证券研究所

储蓄型业务销售低于预期使得业务结构被动改善。从上市公司数据看，平安寿险及健康险业务一季度新业务价值同比下降7.5%，降幅明显低于新单保费的16.6%，新业务价值率从27.2%升至30.2%，业务结构有所改善。由于平安新单保费中绝大部分为期交，因此可以判断出保障型业务增速优于储蓄型业务增速，且同比降幅大概率不超过7.5%。寿险公司个险渠道新单期交业务按新业务价值率由低到高可主要分为短期理财型、中长期储蓄型、长期保障型三类，目前在大个险价值转型趋势下，多数公司已经基本不做价值贡献较低的短期理财型业务，因此，当储蓄型业务销售大幅低于预期时，长期保障型业务增长虽然也不理想，但只要其降幅相对较小，占比将被动提升。

二季度开始各公司加大保障型业务销售力度，队伍质量较高的公司全年有望实现较快增长。从行业保费数据看，4月单月健康险保费收入468亿，同比增长48.9%，推动健康险累计增速由负转正，5月单月420亿，同比增长28.7%，单月增速虽有所下降但仍然保持高增长，推动健康险年累计增速由

6%扩大至9.3%，随着各公司加大市场投入和增员力度，健康险增速有望进一步扩大。但消费者对保障型产品的接受程度是一个循序渐进的过程，在营销员增速放缓的情况下，我们判断长期保障型业务很难出现爆发式的增长，对于人力规模和效能较好的公司，全年有望实现两位数的较快增长。

4.4 股市下跌影响中期业绩，折现率上行有利于准备金释放

今年以来，10年期国债收益率在3.5%-3.9%区间高位震荡，近期呈下降趋势，由于保险资金配置的固定收益类资产占比很高，这将有利于提升保险公司新增保费的净投资收益率，进而提升公司总体投资收益率。总体来看，目前利率水平有利于保险公司固定收益类投资，但总投资收益很大程度上依赖于权益市场波动，上半年上证综指下跌13.9%，沪深300指数下跌12.9%，预计上半年保险资金投资收益率将下降，对已经执行新金融工具相关会计准则的中国平安利润影响更为明显。

图42. 750日移动平均10年期国债到期收益率趋势



数据来源：wind、万联证券研究所

寿险公司传统险准备金折现率是在750天移动平均国债收益率基础上加一定溢价，其拐点会滞后于基准收益率。随着国债收益率自2016年下半年开始上行，准备金折现率的拐点在2017年下半年已经出现，并将在2018年持续上行，预计全年上行幅度在10bp左右，这将释放部分准备金，增厚保险公司当期利润，从各家近期发布的业绩预告看，该判断已得到印证。

5、财务预测与估值

5.1 核心假设及财务预测

中国人寿是国内成熟的寿险龙头企业，近年来坚持稳健发展，各渠道均衡发展，个险聚焦价值不动摇，银保加强期交业务拓展，价值创造能力明显提升，公司总体期交业务快速发展，期交占比稳健提升，业务结构明显好转，公司可持续发展能力进一步提升。展望未来，中国人寿将继续坚持稳中求进的总基调，牢牢把握高质量发展根本要求，深化供给体系、投资体系、创新体系、人才体系、风控体系建设，全力以赴抓好销售管理模式转型、业务结构调整、大中城市振兴超越、科技国寿建设、风险防控五大任务，积极构建“以客户为中心、大服务为支撑、数字化为特征”的经营管理体系，努力推动公司由规模领先迈向质量领跑，为客户提供更好服务，为股东创造更大价值。

综合宏观环境、监管趋势和公司经营特点，我们假设中国人寿个险队伍规模未来三年增速分别为-5%/5%/5%，由于中国人寿上半年投放了策略型短期期交产品，使得2018年人均期交产能受宏观环境和监管影响较小，2019-2020年逐渐提升，短期期交业务快速发展导致期交业务结构有所恶化，投资收益率按照内含价值评估远端假设5%计算。

结合行业发展趋势、公司经营情况，以及我们对中国人寿的关键假设，核心指标预测结果如下：

表2. 核心指标预测结果

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
新业务价值 (亿元)	315	493	601	518	571	637
增速	35.6%	56.4%	21.9%	-13.8%	10.1%	11.6%
内含价值 (亿元)	5603	6521	7342	8045	8884	9795
增速	23.2%	16.4%	12.6%	9.6%	10.4%	10.3%
每股内含价值 (元)	19.82	23.07	25.97	28.46	31.43	34.66
PEV	1.11	0.96	0.85	0.78	0.70	0.64
保费收入 (亿元)	3640	4305	5120	5773	6455	7194
增速	10.0%	18.3%	18.9%	12.8%	11.8%	11.4%
归母净利润 (亿元)	347	191	323	375	424	464

增速	7.7%	-44.9%	68.6%	16.4%	12.9%	9.6%
每股盈利 (元)	1.23	0.68	1.14	1.33	1.50	1.64
PE	17.99	32.63	19.35	16.63	14.73	13.44
ROE	11.4%	6.1%	10.3%	11.3%	11.8%	11.9%
总资产 (亿元)	24483	26970	28976	31238	33768	36587
总负债 (亿元)	21221	23893	25723	27759	29968	32448
所有者权益 (亿元)	3262	3076	3253	3479	3800	4139
归母所有者权益 (亿元)	3225	3036	3209	3432	3749	4084
增速	13.5%	-5.9%	5.7%	6.9%	9.2%	8.9%
每股净资产 (元)	11.41	10.74	11.35	12.14	13.26	14.45
PB	1.94	2.06	1.94	1.82	1.66	1.53

数据来源: wind、万联证券研究所

- 新业务价值: 由于策略产品的投放, 个险队伍产能虽然没有下降, 但由于长期期交占比下降, 业务结构恶化导致期交业务新业务价值率下降, 新业务价值增速将明显放缓并出现负增长, 但随着人力规模和产能逐渐提升, 2019-2020年新业务价值将有望重回两位数增长。
- 内含价值: 稳定的内含价值预期回报促进内含价值稳定增长, 但新业务价值增长不理想导致2018年内含价值增速将继续放缓, 未来三年保持10%左右增速。
- 净利润: 剩余边际的较快增长为公司利润稳定释放提供了基础, 2018年准备金折现率持续上行也有利于当年利润释放, 在投资收益稳定的前提下, 未来三年净利润将保持稳定增长。

5.2 公司估值与投资建议

寿险公司主要采用PEV估值法, 目前国内已经上市的纯寿险公司仅中国人寿和新华保险, 从历史数据看, 中国人寿和新华保险静态PEV倍数在1-1.5倍左右, 2018年以来持续下行, 目前仅0.9倍左右, 市场估值较低, 主要反映今年寿险市场新业务增长不景气以及相对较高的负债成本。在H股上市的友邦保险由于保障型业务占比高、业务价值增长快、持续盈利能力强, 估值较高, 近期PEV维持在2倍左右, 明显高于国内寿险公司。

图43. 主要寿险公司静态PEV历史数据



数据来源: wind、万联证券研究所

中国人寿是国内最为成熟的寿险巨头,坚持稳健发展,个险渠道坚持走价值路线,银保渠道经过多年的发展价值创造能力也明显提升,公司整体价值增长确定性较高,但由于净资产在内含价值中占比较高导致ROE提升空间相对有限。根据我们预测,2018年新业务价值将出现负增长,内含价值增速也将有所下降,但利润保持稳定增长,ROE水平将提升至10%以上。总体来看,我们给予2018年1-1.1倍PEV,按均值1.05倍计算,对应每股价格29.9元,首次覆盖,给予“增持”评级。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

姓名： 缴文超

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883487 传真：021-60883484