

NBV 强劲增长，投资收益提振业绩

买入（维持）

2019 年 04 月 25 日

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001

021-60199793

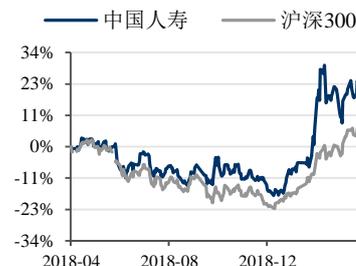
hux@dwzq.com.cn

事件：公司发布 2019 年一季报，实现归属于母公司股东净利润 260.34 亿元，同比+92.59%，对应 EPS 为 0.92 元/股；归属于母公司股东净资产 3643.56 亿元，较年初增长 14.4%，对应 BVPS 为 12.62 元/股；寿险新业务价值同比增长 28.3%，2019 年 Q1 非年化加权平均 ROE 达到 7.74%。

投资要点

股价走势

■ **NBV 同比+28.3%略超预期，主要系高定价利率产品驱动新单增速领先同业，且 Q1 价值率预计提升：**公司一季度新业务价值同比增长 28.3%，主要源于：1) 2019 年“开门红”率先布局，推出 4.025%的高预定利率年金保险产品（国寿鑫享金生 A+B 款），带动新单较快增长，Q1 实现首年期交保费 667.8 亿元，同比增长 9.1%，总新单保费 939.5 亿元，同比增长 8.9%；2) 新业务价值增速高于新单增速，预计新业务价值率较去年同期提升，一方面，虽然高定价利率产品利差溢承压，但仍有其他差益贡献价值，年金险价值率仍高于 2018 年 3 月的冲量产品；另一方面，3 月起公司开始销售价值率较高的健康险，驱动 Q1 新业务价值率提升。



■ **净利润同比+92.6%，主要系投资端收益同比大幅改善：**公司一季度净利润+92.6%，在去年 Q1 的高基数下仍然强势高增，主要源于：1) 投资端权益投资收益同比大幅增加，Q1 公司净投资收益率 4.31%，基本持平，但总投资收益率大幅增加 2.79%至 6.71%，利润表总投资收益（包括公允价值变动损益）528.8 亿元，同比大幅+92.7%，若考虑浮盈/浮亏，则公司 Q1 的综合投资收益率高达 8.93%，相较于去年同期提升 5.39%；2) 一季度公司新业务价值强劲增长，预计带动剩余边际摊销加速释放。我们认为，考虑 2018 年 Q2~Q4 公司利润超低基数（亏损 21.2 亿），叠加权益市场表现预计好于去年同期，全年利润预计仍可保持高速增长。

市场数据

收盘价(元)	29.49
一年最低/最高价	19.78/33.00
市净率(倍)	2.64
流通 A 股市值(百万元)	614085.90

基础数据

每股净资产(元)	12.62
资产负债率(%)	89.05
总股本(百万股)	28264.71
流通 A 股(百万股)	20823.53

■ **代理人规模增速略超预期，保费结构和品质持续提升：**人力规模方面，截止 3 月末，公司个险渠道代理人规模 153.7 万，较去年末增长 6.81%，小幅超预期，其中月均有效销售人力规模同比+37.9%，月均销售特定保障型产品人力规模同比+59.8%，预计主要系高预定利率产品撬动+费用投入加大（手续费及佣金支出同比+38.5%至 258 亿）；业务结构方面，首年期交保费占长险新单的比重同比提升 12.23%至 98.97%，期交转型基本完成，退保率同比大幅下降 3.34%至 0.62%，业务品质进一步优化。

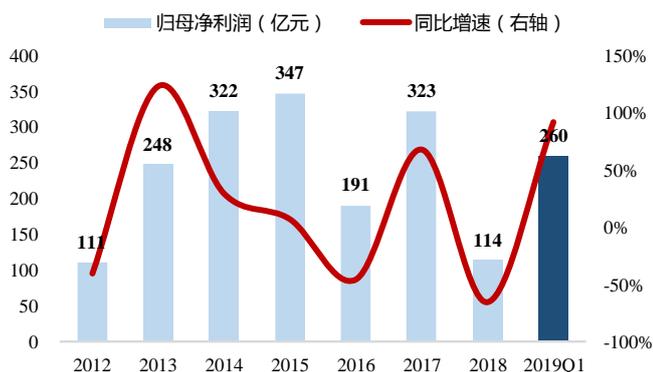
相关研究

- 1、《中国人寿 (601628)：业绩低起点，轻装再出发》2019-03-28
- 2、《中国人寿：2017 年年报点评-利润增速领先，寿险价值平稳》2018-03-23

■ **盈利预测与投资评级：**公司一季度 NBV 增速及代理人增员优于同业，且二季度开始发力保障型产品销售，预计公司 2019 年、2020 年 NBV 增速分别为 21.2%、15.6%。NBV 强劲增长叠加投资端表现优异，预计 2019 年、2020 年 EV 增速分别为 17.8%、14.5%，目前 A 股、H 股估值分别仅为 0.89、0.58 倍 2019PEV，维持公司“买入”评级。

■ **风险提示：**1) 保障型产品后续销售不及预期；2) 长端利率大幅下行影响投资端；3) 投资收益大幅下行

图 1: 2012~2019Q1 公司归母净利润及同比增速



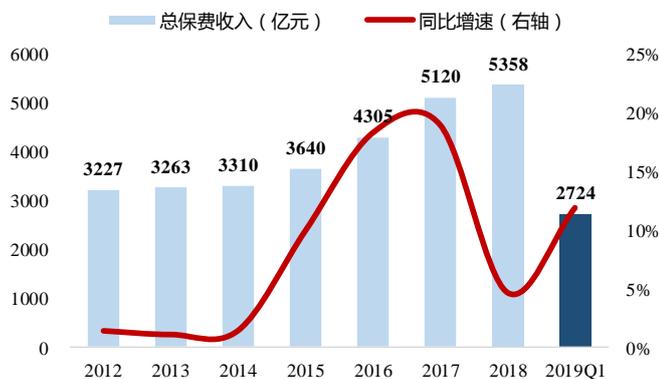
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 2: 2012~2019/03 公司归母净资产及增速



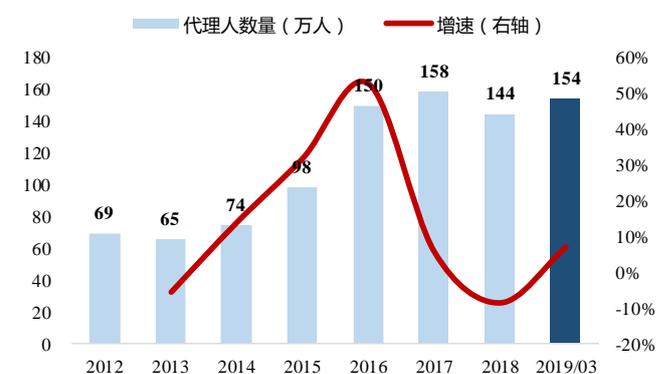
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 3: 2012~2019Q1 公司总保费收入及同比增速



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 4: 2012~2019/03 公司代理人数量及增速



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 5: 2012~2019Q1 公司新业务价值及同比增速



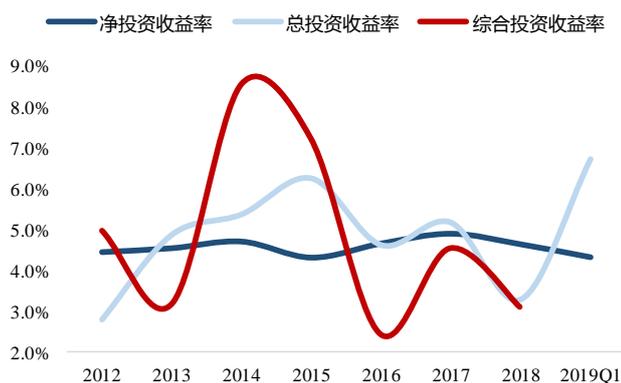
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 6: 2013~2019Q1 公司首年期交保费及长险首年占比



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 7：2012~2019Q1 公司净/总/综合投资收益率



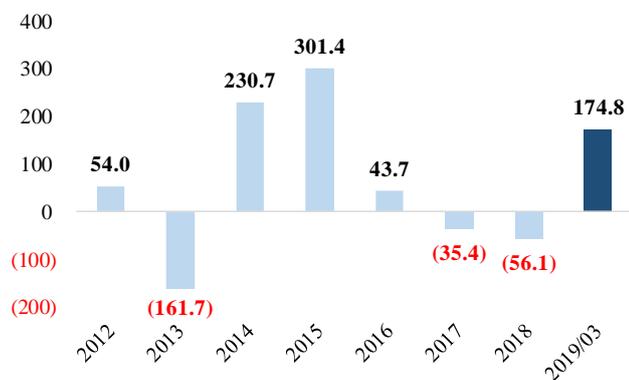
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 8：2012~2019Q1 公司账面总投资收益及同比增速



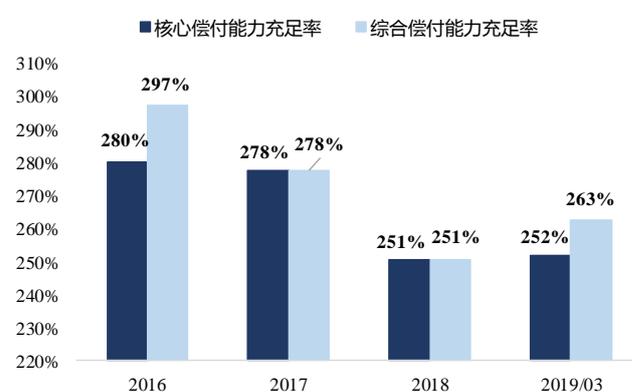
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 9：2012~2019/03 公司资产负债表“其他综合收益”



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 10：2016~2019/03 公司核心/综合偿付能力充足率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

表 1：中国人寿盈利预测及估值（调整）

单位：百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总保费收入	430,498	511,966	535,826	632,811	725,201	815,851
首年保费收入	206,996	223,860	171,148	273,495	343,236	427,328
归属于母公司股东净利润	19,127	32,253	11,395	12,671	14,673	17,036
归属于母公司股东净资产	303,621	320,933	318,371	388,731	441,210	499,449
新业务价值 (NBV)	49,311	60,116	49,511	60,007	69,368	77,762
内含价值 (EV)	652,057	734,172	795,052	936,571	1,072,374	1,221,434
总保费收入增速	18.3%	18.9%	4.7%	18.1%	14.6%	12.5%
首年保费收入增速	20.1%	8.1%	-23.5%	59.8%	25.5%	24.5%
归属于母公司股东净利润增速	-44.9%	68.6%	-64.7%	11.2%	15.8%	16.1%
归属于母公司股东净资产增速	-5.9%	5.7%	-0.8%	22.1%	13.5%	13.2%
新业务价值 (NBV) 增速	56.4%	21.9%	-17.6%	21.2%	15.6%	12.1%
内含价值 (EV) 增速	16.4%	12.6%	8.3%	17.8%	14.5%	13.9%
EPS	0.68	1.14	0.40	0.45	0.52	0.60
BVPS	10.74	11.35	11.26	13.75	15.61	17.67
VNPS	1.74	2.13	1.75	2.12	2.45	2.75
EVPS	23.07	25.97	28.13	33.14	37.94	43.21
P/E (A)	38.98	23.12	65.43	65.78	56.81	48.93
P/B (A)	2.46	2.32	2.34	2.14	1.89	1.67
VNBX (A)	15.12	12.40	15.06	13.89	12.02	10.72
P/EV (A)	1.14	1.02	0.94	0.89	0.78	0.68
P/E (H)	26.62	15.79	44.69	42.85	37.01	31.87
P/B (H)	1.68	1.59	1.60	1.40	1.23	1.09
VNBX (H)	10.33	8.47	10.28	9.05	7.83	6.98
P/EV (H)	0.78	0.69	0.64	0.58	0.51	0.44

数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

