

中国人寿 (601628.SH)

2020年业绩收官 价值增速领先同业

公司发布**2020年年报**:全年公司实现营业收入8249.61亿元, YoY+10.7%; 实现归母净利润502.69亿元, YoY-13.8%; 拟每10股派发现金股利6.4元(含税)。

寿险市场地位稳固, NBV表现领先同业: 2020年公司整体负债端表现领先同业, 具体看: **1) 总保费突破六千亿元**: 公司全年实现寿险保费收入6122.65亿元, YoY+8.0%, 市场地位稳固; 其中寿险首年期缴保费1060.01亿元, YoY+7.8%; **2) NBV表现居同业前列**: 在疫情冲击影响下, 全年NBV为583.73亿元, YoY-0.6%, 位居上市险企前列; **3) 退保改善, 价值率相对稳定**: 退保率1.09%, 同比下降0.80pt; 全年公司个险渠道新业务价值率为47.9%, 重述口径下同比小幅下降1.5pt。 **4) 银保渠道表现亮眼**: 公司银保渠道总保费收入412.40亿元, YoY+62.1%, 其中首年期缴保费157.48亿元, YoY+26.1%; 但**1) 公司代理人队伍出现一定波动**, 年底总销售人力145.8万人, 个险销售人力137.8万人, 其中营销、收展队伍分别为84.1万人、53.7万人, 较20H下降18.5%, 较20Q3下降12.8%, 但个险板块月均有效人力同比增长9.7%, 同时由于人力数量的下滑, 重述口径测算下月均个险新单、个险NBV分别为6674元、3213元, YoY+7.8%、+3.3%。**2) 保单继续率略有下滑**: 公司14个月、26个月保单继续率分别同比下滑1.1pt、3.5pt至85.7%、82.4%。

多重因素下净利润有所下滑, 幅度与上市险企整体保持一致: 2020年受到准备金变动影响、税收政策基数影响等, 全年归母净利润502.68亿元, YoY-13.8%, 与上市险企整体基本保持一致。

投资端整体表现稳健, 全年实现总投资收益率5.30%: 公司年底总投资资产4.10万亿元, YoY+14.6%, 整体资产配置保持稳定; 全年实现净、总投资收益率分别为4.34%、5.30%, 同比分别-0.27pt、+0.06pt, 综合投资收益率6.33%, 同比-0.95pt。

投资建议: 公司2020年整体业绩表现较好, NBV增速明显领先同业, 投资端表现相对稳健, 预计公司21-23年归母净利润分别为579.49亿元、664.15亿元、734.16亿元, 同比分别+15.3%、+14.6%、+10.1%, 对应21-23年P/EV分别为0.73倍、0.65倍、0.57倍, 维持公司“买入”评级, 持续关注公司负债业绩表现以及代理人规模情况。

风险提示: 保障型产品销售不及预期风险; 长端利率下行风险; 权益市场大幅波动风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	745,165	824,961	870,209	958,884	1,056,370
增长率 yoy (%)	15.9	10.7	5.5	10.2	10.2
归母净利润(百万元)	58,287	50,268	57,949	66,415	73,146
增长率 yoy (%)	411.5	-13.8	15.3	14.6	10.1
每股净资产	14.28	15.92	17.99	20.25	22.78
ROE(%)	14.42	11.25	11.49	11.72	11.49
EPS(摊薄/元)	2.05	1.77	2.05	2.35	2.59
P/EV(倍)	0.94	0.83	0.73	0.65	0.57

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	保险
前次评级	买入
最新收盘价	31.41
总市值(百万元)	887,794.38
总股本(百万股)	28,264.71
其中自由流通股(%)	73.67
30日日均成交量(百万股)	12.96

股价走势



作者

分析师 马婷婷

执业证书编号: S0680519040001

邮箱: mattingting@gszq.com

分析师 赵耀

执业证书编号: S0680519090002

邮箱: zhaoyao@gszq.com

相关研究

- 《中国人寿(601628.SH): 负债仍相对领先同业 关注开门红进展情况》2020-10-29
- 《中国人寿(601628.SH): 负债核心指标增速持续领先同业 投资表现相对稳定》2020-08-27
- 《中国人寿(601628.SH): 一季度资产负债两端表现可圈可点 利润有所承压》2020-04-24



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	55,082	57,605	63,366	69,702	77,369
交易性金融资产	141,606	161,564	177,720	195,492	216,997
买入返售金融资产	4,467	7,947	8,742	9,616	10,674
可供出售金融资产	1,058,957	1,215,603	1,337,163	1,470,880	1,616,350
持有至到期投资	928,751	1,189,369	1,308,306	1,439,136	1,581,467
长期股权投资	222,983	239,584	263,542	289,897	321,785
投资性房地产	12,141	14,217	15,639	17,203	19,095
定期存款	535,260	545,667	600,234	660,257	732,885
其他资产	767,487	820,854	898,450	988,164	1,128,744
资产总计	3,726,734	4,252,410	4,673,162	5,140,347	5,705,366
卖出回购金融资产	118,088	122,249	134,474	147,921	164,193
应付赔付款	51,019	55,031	75,932	90,208	107,167
应付保单红利	112,593	122,510	110,020	121,022	133,124
保户储金及投资款	267,794	288,202	302,612	332,873	366,161
责任准备金	2,552,736	2,973,225	3,263,085	3,510,752	3,797,096
其他负债	215,162	234,262	271,553	358,324	486,732
负债	3,317,392	3,795,479	4,157,676	4,561,100	5,054,472
股本	28,265	28,265	28,265	28,265	28,265
资本公积	55,009	53,954	53,954	53,954	53,954
未分配利润	170,487	183,896	218,666	258,515	303,134
其他综合收益等	150,003	183,936	207,721	231,632	258,660
少数股东权益	5,578	6,880	6,880	6,880	6,880
所有者权益合计	409,342	456,931	515,485	579,246	650,893

盈利指标

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
ROA	1.58	1.21	1.27	1.32	1.31
ROE	14.42	11.25	11.49	11.72	11.49
EPS	2.05	1.77	2.05	2.35	2.59
BVPS	14.28	15.92	17.99	20.25	22.78
每股内含价值	33.33	37.93	43.01	48.56	54.68
每股新业务价值	2.08	2.07	1.90	2.09	2.30
P/E(倍)	15.32	17.75	15.32	13.37	12.14
P/B(倍)	2.20	1.97	1.75	1.55	1.38
P/EV(倍)	0.94	0.83	0.73	0.65	0.57

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	745,165	824,961	870,209	958,884	1,056,370
已赚保费	560,278	604,666	634,899	698,389	768,228
投资收益	162,480	207,541	226,220	251,104	278,725
公允价值变动收益	14,419	3,441	-688	-1,170	-1,989
其他业务收入	7,988	9,313	9,779	10,561	11,406
营业支出	685,175	770,050	802,471	881,321	970,989
退保金	50,851	33,275	38,094	27,936	30,729
赔款支出(减摊回)	124,215	129,206	165,074	181,581	199,739
提取保险责任准备金	334,401	418,320	394,907	446,969	493,202
保单红利支出	22,375	28,279	25,396	27,936	30,729
营业税金及附加	951	1,278	889	978	1,076
手续费及佣金支出	81,396	84,342	95,235	104,758	115,234
业务及管理费用	41,438	38,916	44,443	48,887	53,776
其他业务支出	21,486	24,018	25,396	27,936	30,729
资产减值损失	8,062	12,416	13,037	14,340	15,775
营业利润	42,008	39,714	67,739	77,563	85,381
利润总额	59,795	54,488	67,315	77,149	84,968
所得税	781	3,103	8,078	9,258	10,196
净利润	59,014	51,385	59,237	67,891	74,772
减: 少数股东损益	727	1,117	1,288	1,476	1,625
归母净利润	58,287	50,268	57,949	66,415	73,146

关键指标

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
归母净利润(亿)	582.87	502.68	579.49	664.15	731.46
归母净利润增速	411.5%	-13.8%	15.3%	14.6%	10.1%
已赚保费增长率(%)	5.3	7.9	10.0	8.0	9.0
总投资资产(亿)	36,004	41,172	45,289	49,818	55,298
总投资资产增速	15.0%	14.4%	10.0%	10.0%	11.0%
净投资收益率	4.61	4.47	4.45	4.40	4.30
总投资收益率	5.24	5.36	4.80	5.00	4.80
新业务价值(亿)	586.98	583.73	537.03	590.73	649.81
新业务价值增速	18.6%	-0.6%	-8.0%	10.0%	10.0%
内含价值(亿)	9,421	10,721	12,158	13,726	15,456
内含价值增速	18.5%	13.8%	13.4%	12.9%	12.6%

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

图表 1: 公司核心财务数据情况

集团核心指标 (亿元)	2017	2018	2019	2020H	2020Q3	2020
保费收入	5119.66	5358.26	5670.86	4273.67	5435.53	6,122.65
YoY	18.9%	4.7%	5.8%	13.1%	9.4%	8.0%
归母净利润	322.53	113.95	582.87	305.35	470.78	502.68
YoY	68.6%	-64.7%	411.5%	-18.8%	-18.4%	-13.8%
投资净收益	1349.83	1113.96	1624.80	977.59	1565.93	2075.41
YoY	11.7%	-17.5%	45.9%	21.6%	24.0%	27.7%
公允价值变动损益	38.69	-81.48	144.19	37.55	20.49	34.41

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 公司负债端核心数据情况

负债端核心指标 (亿元)	2017	2018	2019	2020H	2020Q3	2020
新单保费	2238.60	1711.48	1812.89	1462.14	1748.74	1939.39
YoY	8.1%	-23.5%	5.9%	14.4%	7.8%	0.8%
新单期交	1131.21	1044.19	1094.16	941.70	1060.49	1154.21
YoY	20.4%	-7.7%	4.8%	13.3%	7.1%	5.5%
代理人数量	157.80	143.90	161.30	169.00	158.10	137.8
较年初	5.6%	-8.8%	12.1%	4.8%	-2.0%	-14.6%
总销售人力	202.10	177.20	184.80	177.40	166.20	145.8
较年初	11.4%	-12.3%	4.3%	-4.0%	-10.1%	-21.1%
NBV同比增速	21.9%	-17.6%	18.6%	6.7%	2.7%	-0.6%
退保率 (%)	4.13	4.69	1.89	0.61	0.85	1.09

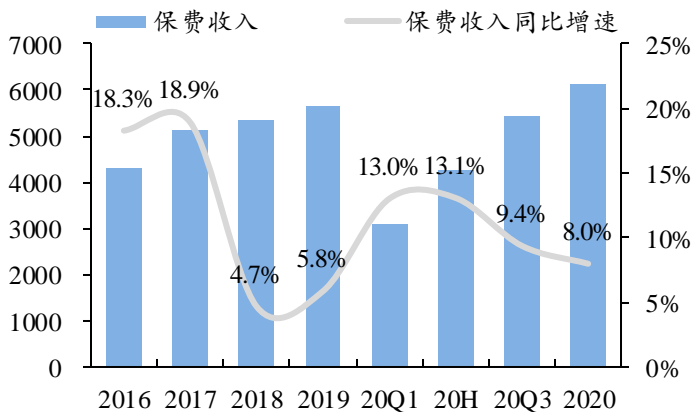
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 公司投资端核心数据情况

投资端核心指标	2017	2018	2019	2020H	2020Q3	2020
净投资收益率 (%)	4.91	4.64	4.61	4.29	4.47	4.34
总投资收益率 (%)	5.16	3.28	5.24	5.34	5.36	5.30

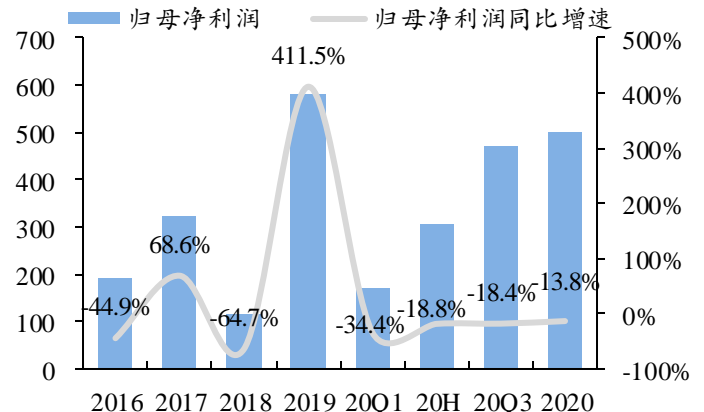
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 2020年总保费收入同比增长8.0% (亿元)



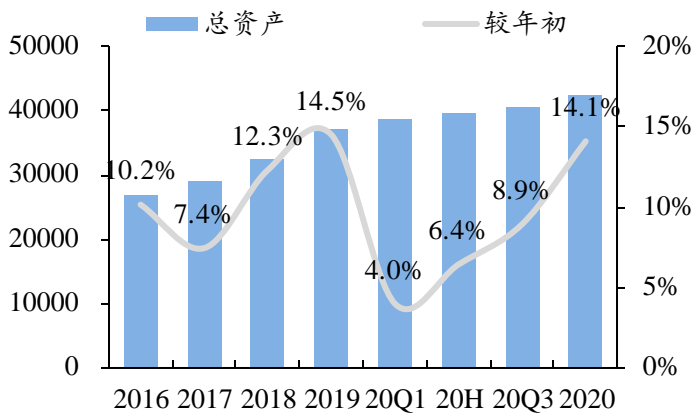
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 2020年公司归母净利润同比下降-13.8% (亿元)



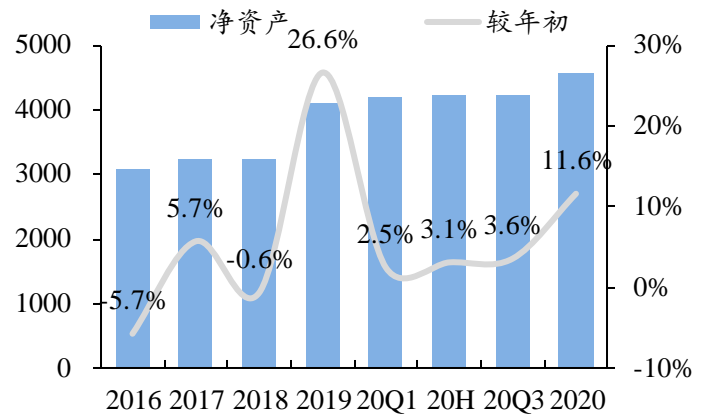
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 2020 年公司总资产增速 14.1% (亿元)



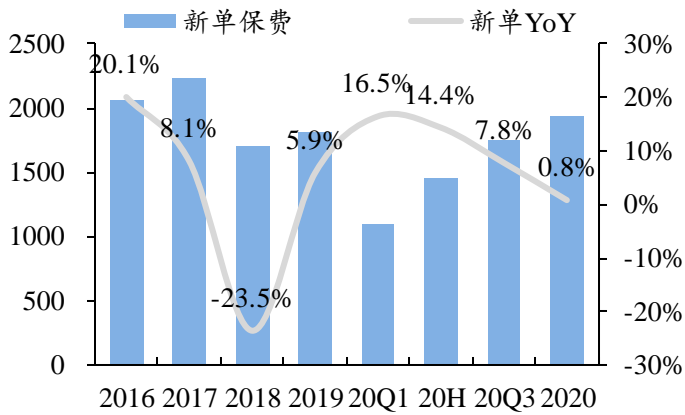
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 7: 2020 年公司净资产增速 11.6% (亿元)



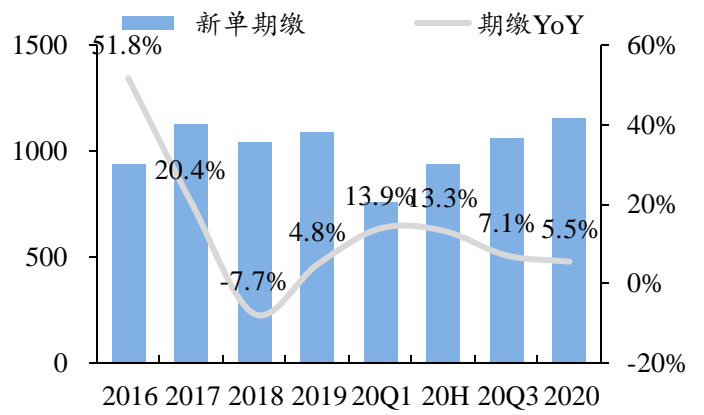
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 8: 2020 年公司新单保费同比增长 0.8% (亿元)



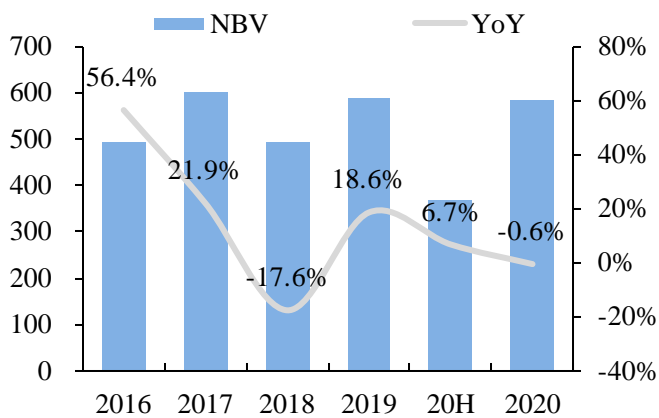
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 2020 年公司新单期缴保费同比增长 5.5% (亿元)



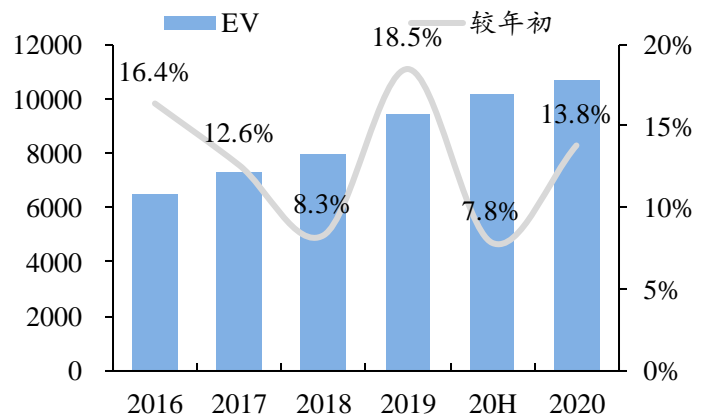
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 2020 年公司 NBV 同比-0.6% (亿元)



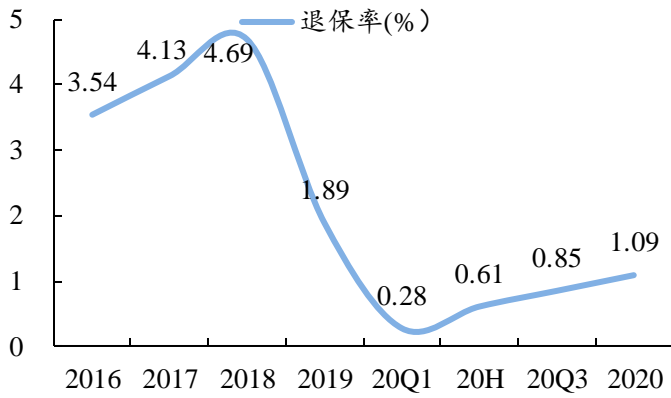
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 2020 年公司 EV 较去年年底增长 13.8% (亿元)



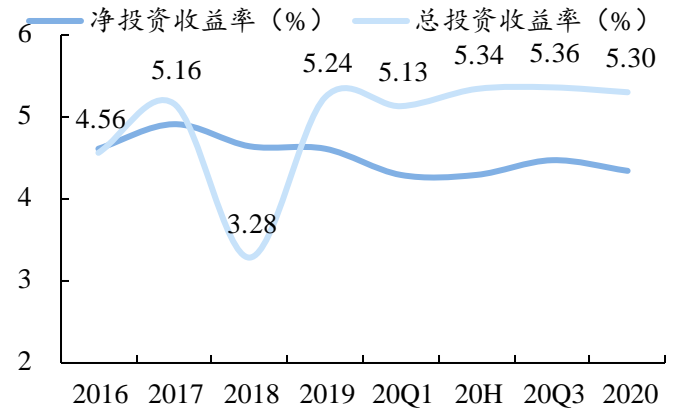
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 2020 年公司退保率降至 1.09%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 2020 年公司总投资收益率为 5.30%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com