

中国人寿 (601628.SH)

公司快报

非银行金融 | 保险 III

投资评级

买入-B(维持)

股价(2021-03-25)

31.41 元

交易数据

总市值(百万元)	887,794.38
流通市值(百万元)	654,067.08
总股本(百万股)	28,264.71
流通股本(百万股)	20,823.53
12个月价格区间	25.20/52.16 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.97	-14.83	9.36
绝对收益	-8.5	-14.71	33.03

分析师

 崔晓雁
 SAC 执业证书编号: S0910519020001
 021-20377098

报告联系人

 范清林
 fanqinglin1@huajinsec.cn
 021-20377065

相关报告

中国人寿: Q3 人力脱落、新单下滑, 对 NBV 造成拖累 2020-10-28

中国人寿: 以规模堆价值、上半年 NBV+6.7% 表现亮眼 2020-08-27

中国人寿: NBV+8.3%、Q2 仍有规模诉求 2020-04-23

中国人寿: NBV+18.56%, 重振国寿值得赞许 2020-03-26

中国人寿: NBV 增速高于同业、转型值得赞许 2019-10-30

寿险业务层面基本稳定、人力质量是关键

投资要点

◆ **事件:** 公司发布 2020 年报, 全年营收 8249.61 亿、同比+10.71%, 归母净利润 502.68 亿、同比-13.76%; 其中 Q4 营收同比+10.11%, 归母净利润同比+445.30%。因会计估计变更增提 385.43 亿准备金(寿险 329.70 亿、长期健康险 55.73 亿), 相应减少税前利润(2019 年为 24.02 亿)。

◆ **寿险“量”“价”平稳, 代理人改革方向仍是关注重点**

【整体】全年 NBV 同比-0.55%(前三季度同比+2.7%), FYP 同比+6.98%、NBVM 同比-2.28pct 至 30.10%。全年表现基本稳定, 起量的基础上价值牺牲较小。

【渠道】个险 NBV 占比 98.79%(同比+1.73pct)、FYP 占比 61.75%(同比-0.79pct)、NBVM 同比-1.50pct 至 47.90%。个险渠道销售总人力持续下滑至 137.8 万人(Q3/Q2 末分别为 158.1/169 万人), 其中营销/收展队伍占比 61%/39%。受疫情影响, 个险板块业务品质受损, 十年期以上期缴新单同比-2.2%。

【银保】得益于渠道改革顺利推行, 期缴新单的累积成效显现, 续期保费同比+100.62%、带动银保渠道保费同比+62.12%, 此外期缴首年同比+26.11%。

【险种】总量保单中, 健康险保费占比 19%, 但得益于前期开拓健康险业务模块, 健康险连续两年新单占比突破 35%, 且利润贡献度提升明显。

◆ **H220 增配股基:** 期末公司投资资产规模同比+14.59%至 4.10 万亿元, 2020 年下半年公司增配权益类资产, 期末股票/基金占比 8.55%/2.79%(H120 末 8.06%/2.62%)。全年净/总投资收益率同比-0.27/+0.07pct 至 4.34%/5.30%。

◆ **投资建议:** 囿于 20 年 NBV 较高基数, 及个险渠道“量”“价”走势不明朗, 预计今年 NBV 增速不甚乐观, 低于上市同业。目前 2021E P/EV 0.78x, 维持买入-B。

◆ **风险提示:** 代理人脱落超预期、队伍管理提质不及预期、二级市场大幅波动

财务数据与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	745,165	824,961	875,290	963,314	1,067,206
同比增长(%)	15.87%	10.71%	6.10%	10.06%	10.78%
归母净利润(百万元)	58,287	50,268	61,696	74,470	91,739
同比增长(%)	411.51%	-13.76%	22.73%	20.70%	23.19%
ROE(%)	16.47%	11.84%	13.07%	14.31%	15.84%
EPS(元)	2.05	1.77	2.18	2.63	3.25
EVPS(元)	31.78	36.18	40.10	44.58	49.67
PE	15.32	17.75	14.39	11.92	9.68
PEV	0.99	0.87	0.78	0.70	0.63

数据来源: 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
已赚保费	560,278	604,666	655,223	714,315	786,486	货币资金	55,082	57,605	65,666	74,396	83,967
投资净收益	176,899	210,982	210,156	238,097	268,727	买入返售金融资产	4,467	7,947	9,059	10,263	11,584
营业收入	745,165	824,961	875,290	963,314	1,067,206	交易性金融资产	141,606	161,564	184,172	208,659	235,501
退保金	50,851	33,275	65,853	72,008	79,283	定期存款	535,260	545,667	622,024	704,724	795,383
赔付支出	127,919	133,340	130,653	142,863	157,297	可供出售金融资产	1,058,957	1,215,603	1,385,706	1,569,941	1,771,906
提取保险责任准备金	335,122	418,773	424,621	464,305	507,284	持有至到期投资	928,751	1,189,369	1,355,801	1,536,060	1,733,666
保户红利支出	22,375	28,279	27,320	30,953	32,247	长期股权投资	222,983	239,584	246,772	254,175	261,800
手续费及佣金支出	81,396	84,342	82,316	86,409	95,139	资产合计	3,726,734	4,252,410	4,752,010	5,357,791	6,022,003
业务及管理费	42,008	39,714	43,765	48,166	53,360	保户储金及投资款	267,794	288,202	327,646	371,178	419,067
营业支出	685,175	770,050	801,956	874,797	958,162	未到期责任准备金	13,001	14,701	16,713	18,934	21,376
营业利润	59,990	54,911	73,334	88,517	109,043	未决赔款准备金	18,404	21,991	18,656	21,081	23,821
税前利润	59,795	54,488	73,334	88,517	109,043	寿险责任准备金	2,386,130	2,768,584	3,128,500	3,519,562	3,941,910
所得税	781	3,103	10,267	12,392	15,266	长期健康险责任准备金	135,201	167,949	209,936	262,420	328,025
净利润	59,014	51,385	63,067	76,125	93,777	应付保单红利	112,593	122,510	131,505	149,418	168,941
归属于母公司股东的净利	58,287	50,268	61,696	74,470	91,739	负债合计	3,317,392	3,795,479	4,250,421	4,802,671	5,401,402
少数股东损益	727	1,117	1,371	1,655	2,039	股本	28,265	28,265	28,265	28,265	28,265
险企财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	归属于母公司所有者权益合	403,764	450,051	494,037	546,762	611,256
EPS(元)	2.05	1.77	2.18	2.63	3.25	少数股东权益	5,578	6,880	7,552	8,358	9,344
BVPS(元)	14.28	15.92	17.48	19.34	21.63	所有者权益合计	409,342	456,931	501,589	555,121	620,601
EVPS(元)	31.78	36.18	40.10	44.58	49.67	内含价值 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
PE(X)	15.32	17.75	14.39	11.92	9.68	调整后净资产	482,793	568,587	630,486	697,702	770,724
PB(X)	2.20	1.97	1.80	1.62	1.45	扣偿后有效业务价值	415,365	454,065	502,920	562,411	633,133
P/EV	0.99	0.87	0.78	0.70	0.63	内含价值	898,158	1,022,652	1,133,406	1,260,114	1,403,857
						一年新业务价值	52,726	52,431	48,855	59,492	70,722

资料来源：华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn