

# 中国人寿 (601628)

证券研究报告  
2021年03月26日

**2020 年年报点评:扣非归母净利润同比-5.1%,NBV 同比-0.6%,整体符合预期**

**1、利润:**归母净利润同比-13.8%;扣非归母净利润同比-5.1% (扣除去年一次性税收返还的影响),符合预期。负增长主要由于会计估计变更导致准备金增提 385.4 亿 (3 季度末增提准备金 191.23 亿元),其中折现率假设变更增加准备金 350.7 亿,部分险种发病率假设变更增加准备金 20.8 亿,其他假设变更增加准备金 13.9 亿。但公司投资端表现亮眼、退保情况及费用投入情况好转,总投资收益同比+17.5%,退保金同比-34.6% (预计由于 2018 年销售的高现价产品于 2019 年大量退保),业务及管理费同比-5.5%。其中 Q4 净利润同比+445.3%,主要由于去年 4 季度计提了较多资产减值损失导致基数较低。全年归母净资产较年初+11.5%。

**2、价值:** NBV 同比-0.6% (Q1-Q3 累计增速为 2.7%),符合预期,增速放缓主要由于后疫情期销售队伍规模的减少带来的长期保障险销售下滑,十年期及以上期交保费同比-4.7%,健康险首年期交保费同比-14.5%。个险 NBV 同比+1.2%,由新单保费增长 (同比+5.6%) 拉动,个险 NBV margin 47.9%,同比-1.5pct,预计由保费年期结构略有恶化带来,个险渠道十年期及以上期交保费同比-2.2%。

**人力方面,销售队伍量降质升。**截至 2020 年 12 月末,个险销售人力达 137.8 万人 (营销队伍 84.1 万,收展队伍 53.7 万),同比-14.6%,公司下半年来主动清理低产能代理人,年末代理人较 3 季度末减少 20.3 万人。但队伍结构有所改善,个险月均有效销售人力同比+9.7%。我们预计,在“挤出”队伍水分后,后续销售队伍将保持平稳回升态势。

EV 较年初+13.8%,不考虑分红的情况下较年初+16.8%,营运偏差 (5.7 亿) 及投资偏差 (240 亿) 均带来正贡献。

**3、投资:**总投资收益率和综合投资收益率表现良好。净投资收益率 4.34%,同比-0.27pct,主要由联营企业和合营企业的净投资收益同比下滑导致 (同比-9.0%);总投资收益率 5.30%,同比+0.07pct。如考虑可供出售金融资产的浮盈,综合投资收益率为 6.33%,同比-0.94pct。资产配置上,主要增配了债券和股票,占比分别同比+2.5pct、+0.81pct。

**点评:国寿 2020 年资产端和负债端均表现较优。**2021 年国寿将继续推进“重振国寿”战略,坚持“三大转型、双心双聚、资负联动”战略内核,在保证一定的规模前提下,业务质量有望继续优化。我们预计 2021-2023 年中国人寿归母净利润分别为 583 亿、722 亿、836 亿, YOY 为 16.0%、23.7%、15.8% (前次预估 2021-2022 年归母净利润分别为 564 亿、641 亿),提高盈利预测主要考虑到未来 750 日国债收益率曲线的走势。目前 2020PEV 为 0.74 倍,给予“买入”评级。

**风险提示:**代理人增长不达预期;保障型产品销售不达预期;费用投放效率降低。

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	745165	824961	866357	937878	1011715
增长率 (%)	15.87%	10.71%	5.02%	8.26%	7.87%
归属母公司股东净利润 (百万元)	58287	50268	58327	72151	83551
增长率 (%)	411.51%	-13.76%	16.03%	23.70%	15.80%
每股收益 (元)	2.06	1.78	2.06	2.55	2.96
市盈率(P/E)	15.23	17.66	15.22	12.30	10.63
市净率(P/B)	2.20	1.97	1.81	1.64	1.48

资料来源:wind, 天风证券研究所

## 投资评级

行业	非银金融/保险
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	31.41 元
目标价格	元

## 基本数据

A 股总股本(百万股)	20,823.53
流通 A 股股本(百万股)	20,823.53
A 股总市值(百万元)	654,067.08
流通 A 股市值(百万元)	654,067.08
每股净资产(元)	15.92
资产负债率(%)	89.25
一年内最高/最低(元)	52.16/25.20

## 作者

<b>夏昌盛</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518110003 xiachangsheng@tfzq.com	
<b>罗钻辉</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518060005 luozuanhui@tfzq.com	
<b>舒思勤</b>	联系人
shusiqin@tfzq.com	
<b>周颖婕</b>	联系人
zhouyingjie@tfzq.com	

## 股价走势



资料来源: 贝格数据

## 相关报告

- 《中国人寿-季报点评:中国人寿 3 季报: NBV 同比+2.7%,增速放缓但仍有望领先同业,预计 2021 开门红有望在高基数下实现平稳增长》 2020-10-30
- 《中国人寿-半年报点评:中报点评: NBV 同比+6.7%,扣非后单季净利润同比+109%表现亮眼》 2020-08-27
- 《中国人寿-季报点评:中国人寿一季报点评: NBV 增速领先同业,人力规模大幅增长,整体符合预期》 2020-04-24

## 财务预测摘要

主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标 (元)</b>						寿险保费	567086	612265	664452	709717	761499
每股收益	2.06	1.78	2.06	2.55	2.96	非寿险保费	0	0	0	0	0
每股净资产	14.29	15.92	17.35	19.17	21.22	总保费及管理费收入	567086	612265	664452	709717	761499
每股内含价值	33.33	37.93	42.46	47.08	52.09	减: 分出保费	5238	6053	6645	7097	7615
每股新业务价值	2.08	2.07	1.76	1.93	2.12	净保费收入	561848	606212	657808	702619	753884
						减: 净提取未到期责任准备金	1570	1546	464	1157	1665
<b>价值评估 (倍)</b>						已赚净保费	560278	604666	657344	701462	752218
P/E	15.23	17.66	15.22	12.30	10.63	投资收益	162480	207541	199875	220432	242449
P/B	2.20	1.97	1.81	1.64	1.48	营业收入	745165	824961	866357	937878	1011715
P/EV	0.94	0.83	0.74	0.67	0.60	赔付及保户利益	178770	166615	221944	240086	260563
VNBX	-0.92	-3.16	-6.30	-8.11	-9.74	保险业务综合费用	506405	603435	573867	610622	650273
						营业费用	685175	770050	795812	850708	910836
<b>盈利能力指标 (%)</b>						营业利润	59990	54911	70545	87170	100879
净投资收益率	4.61%	4.34%	4.50%	4.50%	4.50%	税前利润	59795	54488	70145	86770	100479
总投资收益率	5.24%	5.30%	5.20%	5.20%	105.20%	所得税	781	3103	10522	13016	15072
净资产收益率	14.44%	11.17%	11.89%	13.32%	13.93%	归属于母公司股东的净利润	58287	50268	58327	72151	83551
总资产收益率	1.56%	1.18%	1.25%	1.41%	1.49%	少数股东损益	727	1117	1296	1603	1857
财险综合成本率	-	-	-	-	-						
财险赔付率	-	-	-	-	-						
财险费用率	-	-	-	-	-						
<b>盈利增长 (%)</b>						<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
净利润增长率	411.51%	-13.76%	16.03%	23.70%	15.80%	现金及存款投资	590342	603272	618161	684806	756183
内含价值增长率	18.49%	13.80%	11.94%	10.88%	10.64%	债权投资	1410551	1718625	1790534	1983576	2190323
新业务价值增长率	18.56%	-0.55%	-15.00%	10.00%	10.00%	股权投资	395065	464426	481739	533676	589301
						其他投资	1178970	1310101	1372743	1520742	1679248
<b>偿付能力充足率 (%)</b>						总投资资产	3574928	4096424	4263176	4722800	5215055
偿付能力充足率 (集团)	-	-	-	-	-	分保资产	5161	6095	4600	4600	4600
偿付能力充足率 (寿险)	280%	280%	280%	280%	380%	其他资产	146645	149891	391010	391010	391010
偿付能力充足率 (产险)	-	-	-	-	-	资产总计	3726734	4252410	4658786	5118410	5610665
						保险合同负债	2552736	2973225	3354235	3758062	4187663
<b>内含价值 (百万元)</b>						投资合同负债	267794	288202	300000	300000	300000
调整后净资产	424,659	467,125	513,838	565,222	621,744	次级债	0	34992	34992	34992	34992
有效业务价值	517,428	605,015	686,312	765,465	850,526	其他负债	461872	499060	471093	473982	477015
内含价值	942,087	1,072,140	1,200,149	1,330,687	1,472,270	负债总计	3317392	3795479	4160320	4567035	4999670
一年新业务价值	58,698	58,373	49,617	54,579	60,037	实收资本	28265	28265	28265	28265	28265
核心内含价值回报率 (%)	13.25%	12.26%	11.17%	11.20%	11.17%	归属于母公司股东权益	403764	450051	490390	541795	599659
						少数股东权益	5578	6880	8076	9579	11336
<b>寿险新业务保费 (百万元)</b>						负债和所有者权益合计	3726734	4252410	4658786	5118410	5610665
短险和趸缴新单保费	71,873	78,518	86,191	94,649	103,954						
期缴新单保费	109,416	115,421	103,127	107,897	112,906						
新业务合计	181,289	193,939	189,318	202,547	216,860						
新业务保费增长率 (%)	5.93%	6.98%	-2.38%	6.99%	7.07%						
标准保费	116603	123273	111746	117362	123301						
标准保费增长率 (%)	4.96%	5.72%	-9.35%	5.03%	5.06%						

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com