

2020 年报点评：NBV 增速领先行业，“重振国寿”稳中有进 买入（维持）

事件：公司发布 2020 年年报，实现新业务价值 583.73 亿元，对应 VNPS 2.07 元/股，NBV 增速-0.6%；有效业务价值 5035.53 亿元，同比+9.6%；期末内含价值 10721.40 亿元，同比+13.8%；整体业绩符合市场预期。

投资要点

- NBV 增速降幅优于同业，龙头地位稳固：**1) 开门红提前蓄力叠加“重振国寿”改革成效，个险 NBV 增速逆势向上。2020 年公司新业务价值 583.73 亿元，NBV 增速在疫情冲击和高基数下仍保持稳定，为-0.6%，降幅远窄于同业，其中个险板块新业务价值 576.69 亿元，同比逆势增长 1.2%，主要系“重振国寿”改革增强公司价值创造能力与公司积极布局 2020 年开门红所奠定的较高新单基础所致。2) NBV 的亮眼增速核心在于新单规模与价值率的有机统一，其中 2020 年公司新单保费在疫情影响下仍强势增长 7.0 pct 至 1939.39 亿元，长险新单保费为 1178.23 亿元，同比+5.4%。随着改革的纵深推进，公司产品结构持续优化，价值率逆境中维持稳定。2020 年公司首年期交保费 1154.21 亿元，同比增长 5.5%，占长险新单保费的比重继续提升 0.07 pct 至 98%。此外，特定保障型产品保费占首年期交保费的比重同比提升 0.6 pct，且件均保费也有所提升。受益于产品结构的改善，2020 年公司个险 NBV Margin 达 47.9%，同比略微下降 1.5 pct，总体较为稳定。
- 保费规模稳步向上，主动清虚提质，代理人产能加速释放：**2020 年公司总保费收入 6122.65 亿元，同比增长 8.0%，其中寿险/健康险/意外险的保费收入分别为 4805.93/1150.89/165.83 亿元，同比分别增长 7.6/9.0/11.0 pct，市场领先地位稳固。2020 年公司总销售人力约 145.8 万人，其中个险板块总销售人力达 137.8 万人，同比缩减 14.6%，主要原因有：1) 疫情影响线下展业，代理人收入减少所导致的人员流动；2) 公司贯彻有效队伍驱动的策略，严格队伍管理，主动清理低效代理人，改善队伍结构。虽人力规模有所下降，公司总保费与新单保费的正增长体现了其“一体多元”销售布局下队伍的质态改善、人均产能的提升与渠道价值创造能力的增强，2020 年公司个险板块月均有效销售人力同比增长 9.7%。
- 重塑投资架构体系，投资能力改善：**2020 年公司总投资资产达到 40964.24 亿元，较 2019 年底增长 14.6%。同年，公司建立市场化的激励约束机制，投资资产统筹配置能力显著增强。公司及时把握权益市场上行机会，优化持仓结构，股票基金配置比例由 2019 年的 11.0% 提升至 11.3%。2020 年公司实现总投资收益 1985.96 亿元，同比增长 17.5%；总/净/综合投资收益率分别为 5.3%/4.3%/6.3%，同比变动+7/-27/-94 bps，带来投资回报偏差 240.24 亿元，账面浮盈 548.62 亿元。
- 盈利预测与投资评级：**短期行业人力规模、新业务价值的修复仍需时间，我们维持公司 2021-2022 年新业务价值预测 542.4/600.5 亿元，对应 2021-2022 年 VNPS 为 1.92、2.12 元。随利率企稳回升与疫情影响的出清，中长期行业资产、负债两端有望迎来趋势性改善。公司“鼎新工程”的深入推进将继续驱动公司实现规模与价值的共振，我们预计 2023 年公司新业务价值 662.5 亿元，对应 23 年 VNPS 2.34 元。当前市值对应 2021-2023 年 A 股估值 PEV 0.76/0.67/0.59 倍，维持“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。

2021 年 03 月 27 日

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证号：S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元) 32.20

一年最低/最高价 24.74/52.16

市净率(倍) 2.02

流通 A 股市值(百万元) 670517.67

*备注汇率：估值数据按照 1 港元 =0.8435 元人民币汇率计算

*备注货币单位：全文货币单位统一为人民币

*汇率、股价、总市值等数据截至 2021 年 3 月 26 日收盘

基础数据

每股净资产(元) 15.92

资产负债率(%) 89.25

总股本(百万股) 28264.71

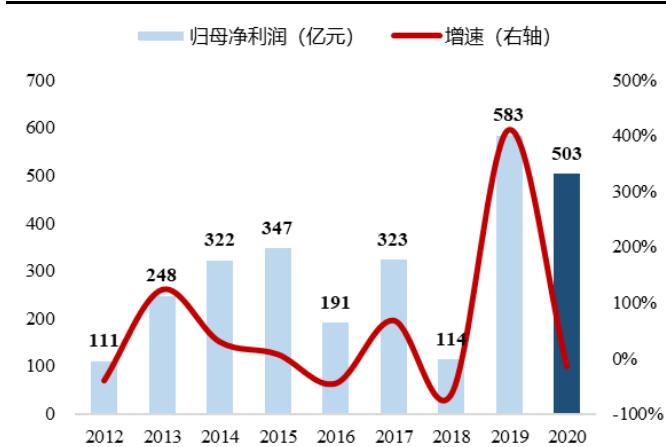
流通 A 股(百万股) 20823.53

相关研究

1、《中国人寿 (601628)：NBV 稳定增长，期待疫情后负债端改善》2020-04-24

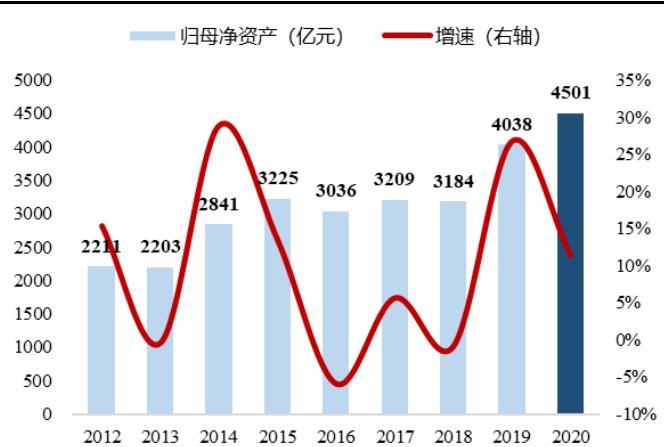
2、《中国人寿 (601628)：核心指标远超同业，重振国寿新起点》2020-03-26

图 1：2012~2020 公司归母净利润及同比增速



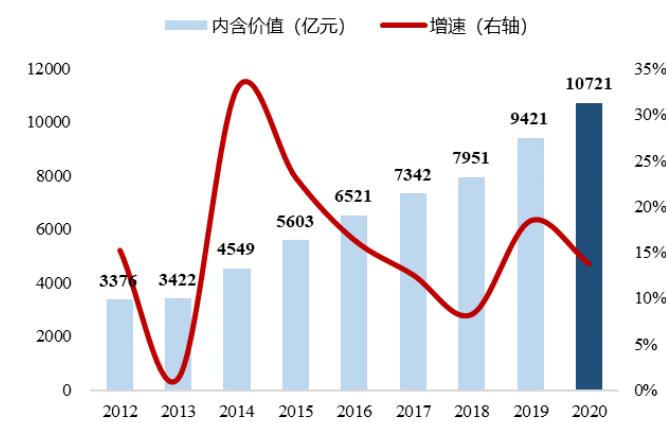
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 2：2012~2020 公司归母净资产及增速



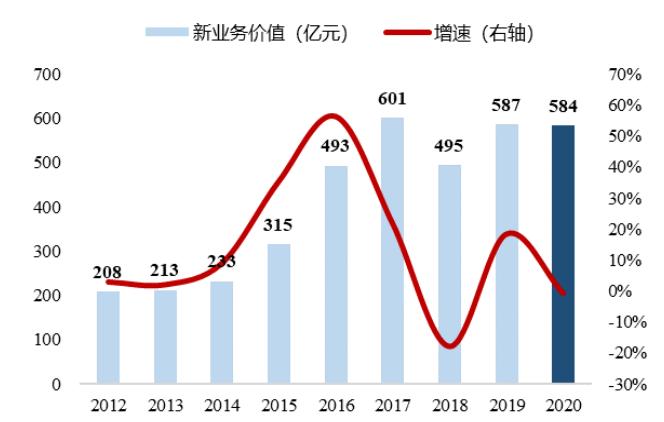
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 3：2012~2020 年公司内含价值及同比增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

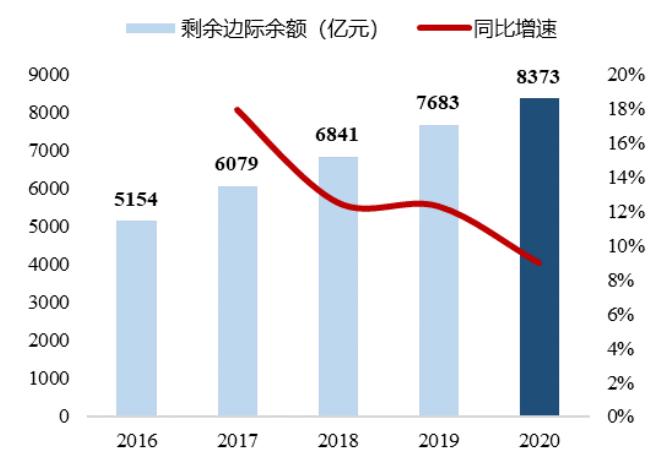
图 4：2012~2020 年公司新业务价值及同比增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 5：2016~2020 年个险/银保/团险渠道新业务价值率
(首年年化保费口径)

图 6：2016~2020 公司剩余边际余额及同比增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

备注：2020年公司年报未披露银保、团险渠道新业务价值率相关数据

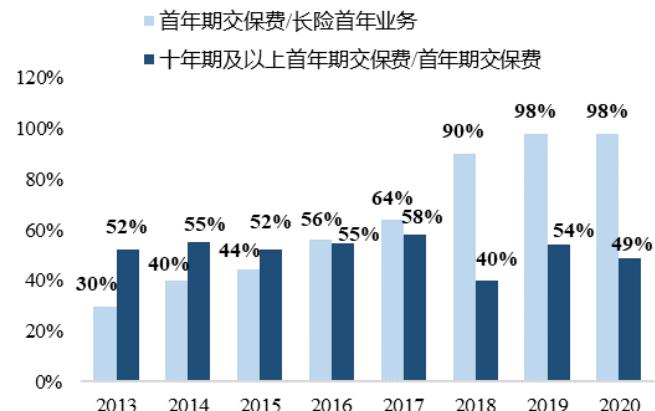
图 7：2012~2020 年公司新单保费及同比增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

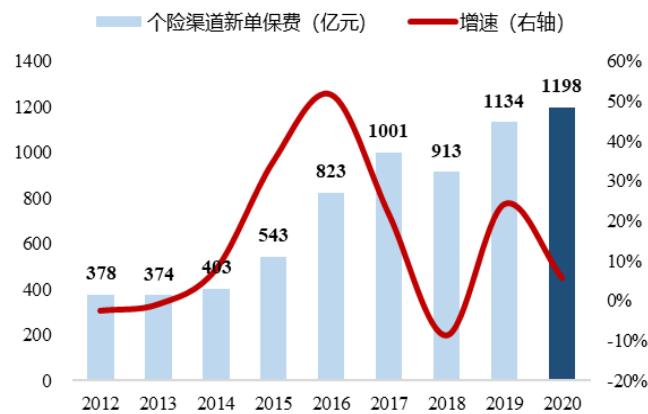
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 8：2013~2020 年公司期交保费结构情况



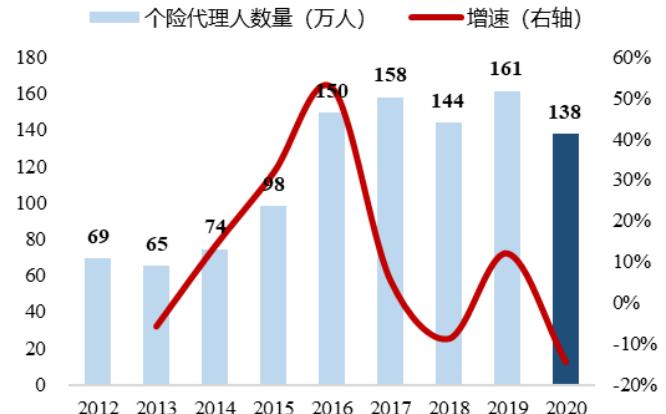
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 9：2012~2020 年公司个险渠道新单保费及同比增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 10：2012~2020 年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

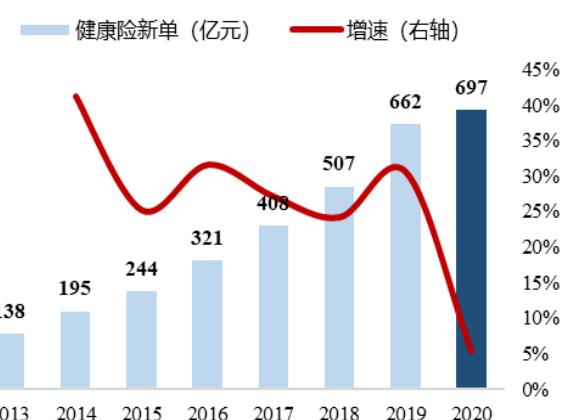
图 11：2011~2020 公司银保期交/趸交新单保费及增速

图 12：2013~2020 公司健康险新单保费及同比增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 13：2012~2020 年公司净/总/综合投资收益率



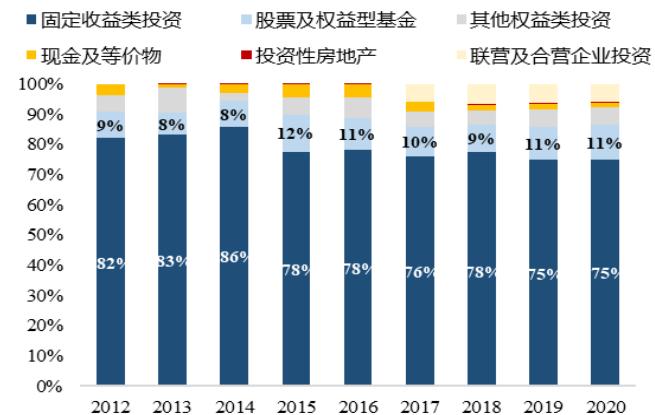
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 14：2012~2020 年公司投资资产配置情况



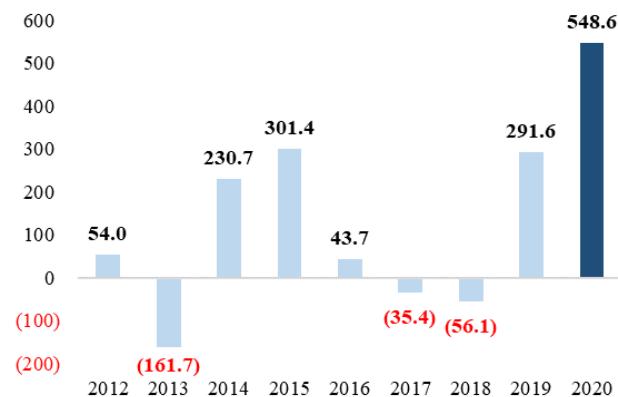
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 15：2012~2020 年公司资产负债表下“其他综合收益”项目的浮盈/浮亏



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 16：2015H~2020 年公司准备金假设变更对税前利润的影响 (亿元)



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总保费收入	567,086	612,265	624,452	667,402	724,941
首年保费收入	181,289	193,939	176,921	186,312	205,318
归属于母公司股东净利润	58,115	50,268	55,684	64,241	76,052
归属于母公司股东净资产	403,764	450,051	497,239	551,714	615,760
新业务价值 (NBV)	58,698	58,373	54,244	60,053	66,248
内含价值 (EV)	942,087	1,072,140	1,202,453	1,354,406	1,532,050
总保费收入增速	5.8%	8.0%	2.0%	6.9%	8.6%
首年保费收入增速	5.9%	7.0%	-8.8%	5.3%	10.2%
归属于母公司股东净利润增速	410.0%	-13.5%	10.8%	15.4%	18.4%
归属于母公司股东净资产增速	26.8%	11.5%	10.5%	11.0%	11.6%
新业务价值 (NBV) 增速	18.6%	-0.6%	-7.1%	10.7%	10.3%
内含价值 (EV) 增速	18.5%	13.8%	12.2%	12.6%	13.1%
EPS (元/股)	2.06	1.78	1.97	2.27	2.69
BVPS (元/股)	14.29	15.92	17.59	19.52	21.79
VNPS (元/股)	2.08	2.07	1.92	2.12	2.34
EVPS (元/股)	33.33	37.93	42.54	47.92	54.20
P/E (A)	15.66	18.11	16.34	14.17	11.97
P/B (A)	2.25	2.02	1.83	1.65	1.48
VNBX (A)	15.51	15.59	16.78	15.16	13.74
P/EV (A)	0.97	0.85	0.76	0.67	0.59
P/E (H)	6.58	7.61	6.87	5.95	5.03
P/B (H)	0.95	0.85	0.77	0.69	0.62
VNBX (H)	6.51	6.55	7.05	6.37	5.77
P/EV (H)	0.41	0.36	0.32	0.28	0.25

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (数据截止 2021 年 3 月 26 日收盘, 汇率按照 3 月 27 日的 1 港币=0.8435 元/人民币计算)

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、意见及推測不一致的报告。

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，并注明出自为东吴证券研究所，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>