

代理人缩量提质，NBV 领跑行业

——中国人寿 (601628.SH/2628.HK) 2020 年年报点评

要点

事件：2020 年公司实现营业收入 8250 亿元 (YOY+11%)，保费收入 6123 亿元 (YOY+8%)，NBV 584 亿元 (YOY-0.6%)，NBVM 30% (下降 2.3pcts)，内含价值 10721 亿元 (YOY+14%)，归母净利润 503 亿元 (YOY-14%)，主要受会计估计变更增加保险合同准备金 385 亿元、2019 年 52 亿元税收返还以及投资收益变化的共同影响。

点评：代理人缩量提质，NBV 领跑行业。公司加强对疫情期间线上增员的管理考核，主动清虚，2020 年个险渠道销售人力 138 万人 (YOY-14%)，其中营销队伍规模为 84 万人 (YOY-19%)，月均有效销售人力同比增长 9.7%，人均产能约 6029 元/月 (YOY+21%)。全年 NBV 584 亿元 (YOY-0.6%)，NBVM 30% (下降 2.3pcts)，NBV 增速高于平安/新华 (-35%/-6%)。其中 2020H1 公司 NBV 369 亿元，逆势增长 7%，下半年因新单保费下滑，NBV 增速回落至-11%。个险渠道保持稳定，新单保费 998 亿元 (YOY+4%)，NBV 577 亿元 (YOY+1.2%)，NBVM 48% (下降 1.5pcts)，主要因疫情影响长险销售。

个险渠道占比大，续期保费蓄势发力。2020 年公司新单保费收入 1939 亿元 (YOY+7%)，其中首年期交保费 1154 亿元 (YOY+6%)；续期保费达 4183 亿元 (YOY+8%)。分渠道看，个险渠道实现保费收入 5110 亿元 (YOY+6%)，占总保费比重为 83%，保持良好增长态势，其中续期保费 3913 亿元 (YOY+5%)，收入主要来自各类年金保险。银保渠道实现保费收入 412 亿元 (YOY+62%)，其中续期保费 251 亿元 (YOY+101%)，占比 61% (提升 12pcts)。

投资规模稳健增长，收益率保持稳定。2020 年公司总投资资产 40964 亿元 (YOY+15%)，总投资收益 1986 亿元 (YOY+18%)，投资买卖价差收益 447 亿元，较 2019 年增长 313 亿元。投资收益率基本保持稳定，总投资收益率 5.3% (上升 0.07pcts)，净投资收益率 4.3% (下降 0.27pcts)，总投资收益率低于平安/人保/新华 (6.2%/5.8%/5.5%)。

盈利预测与评级：公司代理人缩量提质，寿险业务质量持续优化，准备金计提增加、疫情影响代理人展业叠加提前布局 2021 年开门红，20 年整体利润承压，预计 2021 年有所恢复，长期 EV 增长可期。维持 21-22 年营业收入预计分别为 9345/10576 亿元，归母净利润 729/930 亿元，新增 23 年营业收入 12235 亿元，归母净利润 1000 亿元，维持 A/H 股“买入”评级。

风险提示：保费收入不及预期；保障型保费增长不及预期；利率下行加剧。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	745,165	824,961	934,482	1,057,638	1,223,455
营业收入增长率%	16%	11%	12%	13%	15%
归母净利润 (百万元)	58,287	50,268	72,859	93,003	100,047
净利润增长率%	412%	-14%	16%	28%	4%
EPS (元)	2.06	1.78	2.58	3.29	3.54
EVPS (元)	33.33	37.93	39.92	43.66	73.32
P/E (A)	15.41	17.66	12.32	9.66	8.87
P/B (A)	2.22	1.97	1.97	1.86	1.74
P/EVPS (A)	0.95	0.83	0.80	0.73	0.43
P/E (H)	6.55	7.59	5.24	4.10	3.82
P/B (H)	0.95	0.85	0.84	0.79	0.75
P/EVPS (H)	0.41	0.36	0.34	0.31	0.18

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021 年 3 月 26 日 (汇率 1 HKD=0.8410RMB)

A 股：买入 (维持)

当前价：32.20 元

H 股：买入 (维持)

当前价：16.04 港元

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

wangyf@ebcn.com

联系人：郑君怡

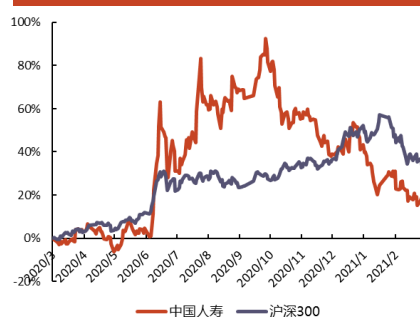
010-57378023

zhengji@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	282.65
总市值(亿元)	8978.51
一年最低/最高(元)	25.2/52.16
近 3 月换手率	10.8%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.3	-21.4	-0.1
绝对	-11.3	-15.7	18.5

资料来源：Wind

相关研报

穿越周期，静待花开——保险行业 2021 年策略报告 (20210202)

代理人队伍质态调整，业绩维持稳定——中国人寿 (601628.SH/2628.HK)：2020 年三季报点评 (20201030)

个险渠道量质齐升，NBV 持续增长——中国人寿 (601628.SH/2628.HK)：2020 年半年报点评 (20200828)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	745,165	824,961	934,482	1,057,638	1,223,455
已赚保费	560,278	604,666	695,913	799,822	935,952
投资收益及公允价值变动	162,582	210,982	229,809	248,617	277,844
营业支出	685,175	770,050	849,372	949,377	1,107,787
退保金	50,851	33,275	140,874	161,908	189,465
净赔付支出	127,919	133,340	197,223	242,862	284,197
提取保险责任准备金	335,122	418,773	316,966	323,816	378,930
保单红利支出	22,375	28,279	35,218	40,477	47,366
保险业务手续费及佣金支出	81,396	84,342	84,524	97,145	113,679
业务及管理费	42,008	39,714	49,306	56,668	66,313
营业利润	59,990	54,911	85,109	108,261	115,668
营业外收支	-195	-423	246	693	1,538
利润总额	59,795	54,488	85,356	108,954	117,206
所得税费用	781	3,103	10,243	13,074	14,065
少数股东损益	727	1,117	2,253	2,876	3,094
归母净利润	58,287	50,268	72,859	93,003	100,047

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产总计	3,726,734	4,252,410	4,306,614	4,608,077	4,930,642
货币资金	55,082	57,605	86,132	92,162	98,613
交易性金融资产	141,608	161,564	129,198	138,242	147,919
买入返售金融资产	4,467	7,947	17,226	18,432	19,723
应收保费	17,281	20,730	19,810	21,197	22,681
可供出售金融资产	1,058,957	1,215,603	1,439,270	1,540,019	1,647,821
持有至到期投资	928,751	1,189,369	947,455	1,013,777	1,084,741
长期股权投资	222,983	239,584	77,519	82,945	88,752
负债合计	3,317,392	3,795,479	3,846,677	4,120,544	4,413,857
未到期责任准备金	13,001	14,701	15,075	16,149	17,298
未决赔款准备金	18,404	21,991	21,340	22,860	24,487
寿险责任准备金	2,386,130	2,768,584	2,766,834	2,963,820	3,174,794
所有者权益合计	409,342	456,931	459,937	487,533	516,785
股本	28,265	28,265	28,265	28,265	28,265
归属于母公司所有者权益合计	403,764	450,051	455,337	482,658	511,617

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------