

2021年08月25日

公司研究·证券研究报告

中国人寿 (601628.SH)

公司快报

H121 净利润同比+35%，NBV 同比-19%

投资要点

- ◆ **事件：**H121 营收 5,371 亿元、同比+6.5%；归母净利润 409.8 亿、同比+35.1%；其中 Q2 归母净利润同比-7.9%，环比-56.7%。Q2 投资收益环比减少 14.7%，以及精算假设变更增提 132.9 亿准备金，导致业绩减少。剔除准备金影响，H1 税前利润同比+67%，与 Q1 增幅相当。期末 EV 1.14 万亿元，较期初+6.6%。
- ◆ **【寿险】：**高基数叠加需求不振，转型压力凸显。H121 已赚保费 4,226 亿元，同比+3.6%，其中寿险、健康险、意外险分别同比+3.1%、6.2%和 7.9%。但 Q2 保费同比-0.45%，显示增长势头减弱。H1 NBV 298.7 亿元，同比-19.0%，高基数压力显现。疫情反复下，个险代理人规模较期初降 16.5%至 115 万。受此影响，新单保费 1,339 亿元，同比-8.4%。首年期交保费 807 亿元、同比-14.3%，其中十年期及以上首年期交保费 289 亿元，同比-26.7%。个险 NBVM 同比降 3.1pts 至 36.2%。此外，14 个月保单继续率由 89.6%下滑至 81.2%、退保率由 0.61%升至 0.67%。
- ◆ **【投资】：**收缩权益，增配固收及现金，保持稳健本色。期末投资资产 4.46 万亿，较期初+8.8%。证券市场波动下，公司主动收缩权益投资，股票+基金持仓占比由期初的 11.34%降至 9.94%，增加固收和现金，固定持有至到期占比由 75.1%升至 75.9%，现金及其他由 1.59%升至 2.05%。总投资收益率 5.69% (vs Q121 6.44%)，同比升 35bps；净投资收益率 4.33% (vs Q121 4.08%)，同比升 4bps。
- ◆ **投资建议：**代理人规模触底回落行业背景下，粗放式团队扩张的旧模式早难以为继。国寿 H220 才启动转型，晚于平安、太保。囿于 2020 年高基数，及今年 3 月以来终端需求疲弱与代理人流失形成负反馈。考虑到今年以来公司股价已下跌 25%左右，2021E P/EV 0.73x，市场对公司境况预期充分，维持买入-B 建议。
- ◆ **风险提示：**长端利率下行、终端需求偏弱、代理人大幅下滑超预期

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	884,631	977,903	1,092,490
同比增长 (%)	15.87%	10.71%	7.23%	10.54%	11.72%
归母净利润 (百万元)	58,287	50,268	62,720	77,625	94,032
同比增长 (%)	411.51%	-13.76%	24.77%	23.76%	21.14%
ROE (%)	16.47%	11.84%	13.28%	14.87%	16.14%
EPS (元)	2.05	1.77	2.22	2.75	3.33
EVPS (元)	31.78	36.18	40.10	44.72	50.06
PE	14.38	16.65	13.28	10.73	8.86
PEV	0.93	0.81	0.73	0.66	0.59

数据来源：华金证券研究所

非银行金融 | 保险 III

投资评级

买入-B(维持)

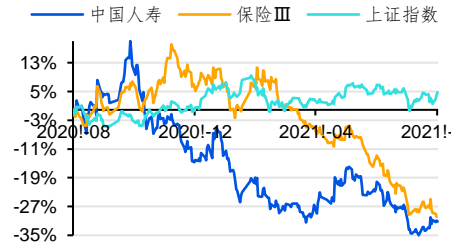
股价(2021-08-25)

29.47 元

交易数据

总市值 (百万元)	832,960.86
流通市值 (百万元)	613,669.43
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	27.00/52.16 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.97	-14.59	-35.38
绝对收益	-5.26	-13.35	-30.81

分析师

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

相关报告

- 中国人寿：投资好转贡献业绩弹性，但新单开拓依旧乏力 2021-04-29
- 中国人寿：寿险业务层面基本稳定、人力质量是关键 2021-03-26
- 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

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	723,203	810,307	货币资金	55,082	57,605	65,666	74,521	84,424
投资净收益	176,899	210,982	219,496	243,797	270,191	买入返售金融资产	4,467	7,947	9,059	10,281	11,647
营业收入	745,165	824,961	884,631	977,903	1,092,499	交易性金融资产	141,606	161,564	184,172	209,009	236,784
退保金	50,851	33,275	52,683	58,323	65,347	定期存款	535,260	545,667	622,024	705,908	799,716
赔付支出	127,919	133,340	130,653	144,641	162,061	可供出售金融资产	1,058,9	1,215,6	1,385,7	1,572,5	1,781,5
提取保险责任准备金	335,122	418,773	444,219	484,546	534,802	持有至到期投资	928,751	1,189,3	1,355,8	1,538,6	1,743,1
保户红利支出	22,375	28,279	28,535	31,694	32,423	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	87,484	98,021	资产合计	3,726,7	4,252,4	4,752,0	5,366,5	6,053,7
业务及管理费	42,008	39,714	44,232	48,895	54,625	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	810,079	885,635	980,721	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	74,551	92,268	111,769	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	74,551	92,268	111,769	寿险责任准备金	2,386,1	2,768,5	3,128,5	3,519,5	3,941,9
所得税	781	3,103	10,437	12,917	15,648	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	64,114	79,350	96,121	应付保单红利	112,593	122,510	131,505	149,551	169,563
归属于母公司股东的净利润	58,287	50,268	62,720	77,625	94,032	负债合计	3,317,3	3,795,4	4,249,7	4,808,5	5,428,7
少数股东损益	727	1,117	1,394	1,725	2,089	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计	403,764	450,051	494,725	549,572	615,607
EPS(元)	2.05	1.77	2.22	2.75	3.33	少数股东权益	5,578	6,880	7,563	8,401	9,411
BVPS(元)	14.28	15.92	17.50	19.44	21.78	所有者权益合计	409,342	456,931	502,288	557,973	625,018
EVPS(元)	31.78	36.18	40.10	44.72	50.06	内含价值 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
PE(X)	14.38	16.65	13.28	10.73	8.86	调整后净资产	482,793	568,587	630,486	697,478	770,085
PB(X)	2.06	1.85	1.68	1.52	1.35	扣偿后有效业务价值	415,365	454,065	502,920	566,485	644,846
P/EV	0.93	0.81	0.73	0.66	0.59	内含价值	898,158	1,022,6	1,133,4	1,263,9	1,414,9
净投资收益率						一年新业务价值	52,726	52,431	48,855	63,565	78,361
总投资收益率						偿付能力充足率 (%)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
财产险综合成本率						偿付能力充足率 (寿险)	214.9%	216.4%	220.0%	225.0%	230.0%
财产险赔付率						偿付能力充足率 (产险)	234.1%	218.8%	220.0%	225.0%	230.0%
财产险费用率						偿付能力充足率 (集团)	217.5%	223.8%	230.0%	235.0%	240.0%

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.com