

中国人寿 (601628.SH)

投资贡献利润增长 高基数下负债延续承压

事件: 公司发布 2021 年半年报, 上半年公司实现保费收入 4422.99 亿元, YoY+3.5%; 实现归母净利润 409.75 亿元, YoY+34.2%。

新单保费整体承压, 但健康险新单实现明显增长、银保期缴转型凸显: 上半年公司首年期缴保费收入 806.74 亿元, YoY-14.3%, 其中十年期及以上新单 289.40 亿元, YoY-26.7%, 受重疾产品炒停、市场供需结构性矛盾、代理人数量持续下滑、去年基数相对较高等影响, 新单保费整体有所承压; 上半年公司 NBV 为 298.67 亿元, YoY-19.0%, 基本在预期以内。分产品看, 公司上半年健康险期缴新单保费 71.98 亿元, YoY+33.2%, 实现明显增长。分渠道来看, 个险渠道实现 NBV289.69 亿元, YoY-20.8%, 首年保费 Margin 为 36.2%, 环比小幅下降 3.1pt。银保渠道总保费为 344.41 亿元, YoY+20.7%, 续期保费的大幅增长贡献显著, 银保渠道期缴转型效果凸显。

总销售人力明显下滑, 但代理人产能有所提升: 截至 2021 年中期公司总销售人力 122.3 万人, 较年初下降 16.1%, 其中个险渠道代理人为 115.0 万人, 较年初缩减 16.5%, 行业整体承压态势下公司代理人数量延续下滑态势。但代理人质态有所提升, 人均产能实现增长: 测算下个险代理人人均月新单、NBV 分别为 10392 元、3820 元, YoY+11.1%、+3.5%, 代理人队伍有所压实, 绩优人群保持相对稳定, 坚持有效人力驱动业务发展。

投资表现良好, 资产久期持续拉长: 公司上半年实现净投资收益率 4.33%, 同比小幅提升主要因为把握利率阶段性高点, 持续配置长久期固收资产; 期末公司债券资产配置比例 44.2%, 较去年底提升 2.3pc, 且 19、20、21H1 资产久期分别提升 0.5 年、0.9 年、0.3 年。上半年公司实现总投资收益率 5.69%, 同比提升 0.35pc, 预计在市场高点及时兑现部分权益类资产收益。

投资带动净利润大幅增长, EV 实现稳定增长。 公司上半年实现归母净利润 409.75 亿元, YoY+34.2%, 虽然准备金等精算假设变更减少公司税前利润 132.88 亿元, 但资产买卖价差收益 374.87 亿元, YoY+84.1%, 对利润增长有明显贡献。公司上半年末 EV 为 11428.11 亿元, YoY+6.6%, 营运经验及投资回报均有正向贡献; 剩余边际为 8506.80 亿元, YoY+1.6%, 预计近年新业务的持续承压拉低剩余边际增速。

投资建议: 公司今年业绩在高基数下有所承压, 但结构持续改善、代理人持续压实。预计公司 21E、22E 归母净利润分别为 602.72 亿元、689.94 亿元, 同比分别增长 19.9%、14.5%, 预计 EV 增速分别为 13.2%、12.9%, 对应 21E、22E 的 P/EV 分别为 0.69 倍、0.61 倍, 考虑当前公司较低的估值水平, 维持公司“买入”评级, 后期持续关注公司及行业负债表现情况。

风险提示: 保障型产品销售不及预期风险; 长端利率下行风险; 权益市场大幅波动风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	745,165	824,961	872,907	961,879	1,059,695
增长率 yoy (%)	15.9	10.7	5.8	10.2	10.2
归母净利润(百万元)	58,287	50,268	60,272	68,994	76,008
增长率 yoy (%)	411.5	-13.8	19.9	14.5	10.2
每股净资产	14.28	15.92	18.04	20.35	22.95
ROE(%)	14.42	11.25	11.92	12.11	11.85
EPS(摊薄/元)	2.05	1.77	2.13	2.44	2.69
P/EV(倍)	0.88	0.78	0.69	0.61	0.54

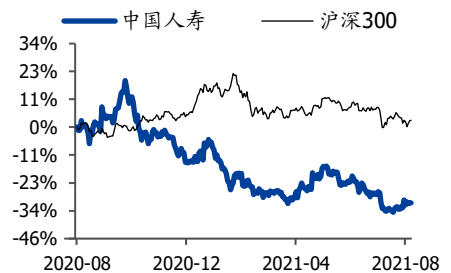
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 25 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	保险
前次评级	买入
8月25日收盘价(元)	29.47
总市值(百万元)	832,960.86
总股本(百万股)	28,264.71
其中自由流通股(%)	73.67
30日日均成交量(百万股)	13.99

股价走势



作者

分析师 赵耀

执业证书编号: S0680519090002

邮箱: zhaoyao@gszq.com

分析师 马婷婷

执业证书编号: S0680519040001

邮箱: mattingting@gszq.com

相关研究

- 《中国人寿 (601628.SH): 投资收益带动净利润大幅增长 高基数下负债承压》2021-04-28
- 《中国人寿 (601628.SH): 2020 年业绩收官 价值增速领先同业》2021-03-25
- 《中国人寿 (601628.SH): 负债仍相对领先同业 关注开门红进展情况》2020-10-29



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	55,082	57,605	63,366	69,702	77,369
交易性金融资产	141,606	161,564	177,720	195,492	216,997
买入返售金融资产	4,467	7,947	8,742	9,616	10,674
可供出售金融资产	1,058,957	1,215,603	1,337,163	1,470,880	1,616,350
持有至到期投资	928,751	1,189,369	1,308,306	1,439,136	1,581,467
长期股权投资	222,983	239,584	263,542	289,897	321,785
投资性房地产	12,141	14,217	15,639	17,203	19,095
定期存款	535,260	545,667	600,234	660,257	732,885
其他资产	767,487	820,854	898,450	988,164	1,128,744
资产总计	3,726,734	4,252,410	4,673,162	5,140,347	5,705,366
卖出回购金融资产	118,088	122,249	134,474	147,921	164,193
应付赔付款	51,019	55,031	75,932	90,208	107,167
应付保单红利	112,593	122,510	110,020	121,022	133,124
保户储金及投资款	267,794	288,202	302,612	332,873	366,161
责任准备金	2,552,736	2,973,225	3,263,085	3,510,752	3,797,096
其他负债	215,162	234,262	271,553	358,324	486,732
负债	3,317,392	3,795,479	4,157,676	4,561,100	5,054,472
股本	28,265	28,265	28,265	28,265	28,265
资本公积	55,009	53,954	53,954	53,954	53,954
未分配利润	170,487	183,896	220,059	261,455	307,820
其他综合收益等	150,003	183,936	207,721	231,632	258,660
少数股东权益	5,578	6,880	6,880	6,880	6,880
所有者权益合计	409,342	456,931	516,879	582,187	655,579

盈利指标

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
ROA	1.58	1.21	1.32	1.37	1.36
ROE	14.42	11.25	11.92	12.11	11.85
EPS	2.05	1.77	2.13	2.44	2.69
BVPS	14.28	15.92	18.04	20.35	22.95
每股内含价值	33.33	37.93	42.94	48.48	54.59
每股新业务价值	2.08	2.07	1.80	1.94	2.13
P/E (倍)	14.38	16.65	13.82	12.07	10.96
P/B (倍)	2.06	1.85	1.63	1.45	1.28
P/EV (倍)	0.88	0.78	0.69	0.61	0.54

利润表 (百万元)

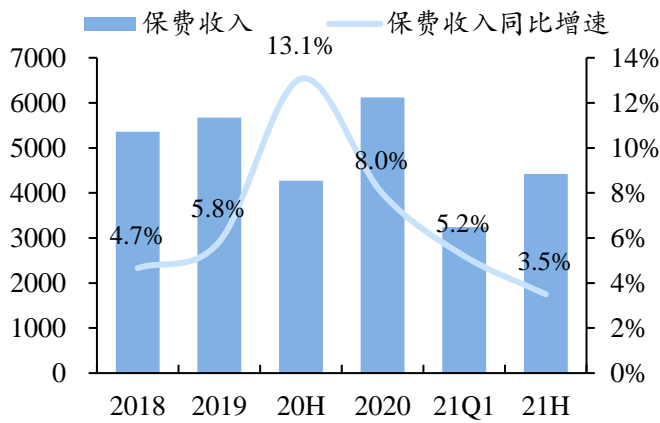
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	745,165	824,961	872,907	961,879	1,059,695
已赚保费	560,278	604,666	634,899	698,389	768,228
投资收益	162,480	207,541	228,918	254,099	282,050
公允价值变动收益	14,419	3,441	-688	-1,170	-1,989
其他业务收入	7,988	9,313	9,779	10,561	11,406
营业支出	685,175	770,050	802,471	881,321	970,989
退保金	50,851	33,275	38,094	27,936	30,729
赔款支出 (减摊回)	124,215	129,206	165,074	181,581	199,739
提取保险责任准备金	334,401	418,320	394,907	446,969	493,202
保单红利支出	22,375	28,279	25,396	27,936	30,729
营业税金及附加	951	1,278	889	978	1,076
手续费及佣金支出	81,396	84,342	95,235	104,758	115,234
业务及管理费用	41,438	38,916	44,443	48,887	53,776
其他业务支出	21,486	24,018	25,396	27,936	30,729
资产减值损失	8,062	12,416	13,037	14,340	15,775
营业利润	42,008	39,714	70,437	80,558	88,705
利润总额	59,795	54,488	70,013	80,144	88,292
所得税	781	3,103	8,402	9,617	10,595
净利润	59,014	51,385	61,611	70,527	77,697
减: 少数股东损益	727	1,117	1,339	1,533	1,689
归母净利润	58,287	50,268	60,272	68,994	76,008

关键指标

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
归母净利润 (亿)	582.87	502.68	602.72	689.94	760.08
归母净利润增速	411.5%	-13.8%	19.9%	14.5%	10.2%
已赚保费增长率 (%)	5.3	7.9	10.0	8.0	9.0
总投资资产 (亿)	36,004	41,172	45,289	49,818	55,298
总投资资产增速	15.0%	14.4%	10.0%	10.0%	11.0%
净投资收益率	4.61	4.47	4.45	4.40	4.30
总投资收益率	5.24	5.36	5.00	5.00	4.80
新业务价值 (亿)	586.98	583.73	507.85	548.47	603.32
新业务价值增速	18.6%	-0.6%	-13.0%	8.0%	10.0%
内含价值 (亿)	9,421	10,721	12,137	13,702	15,429
内含价值增速	18.5%	13.8%	13.2%	12.9%	12.6%

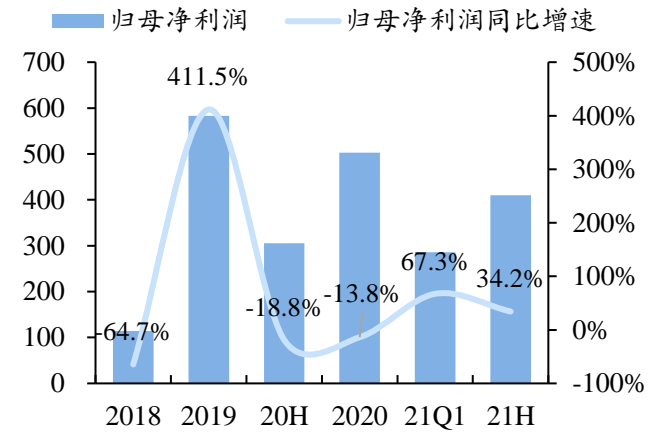
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 25 日收盘价

图表 1: 2021H 公司总保费收入同比增长 3.5% (亿元)



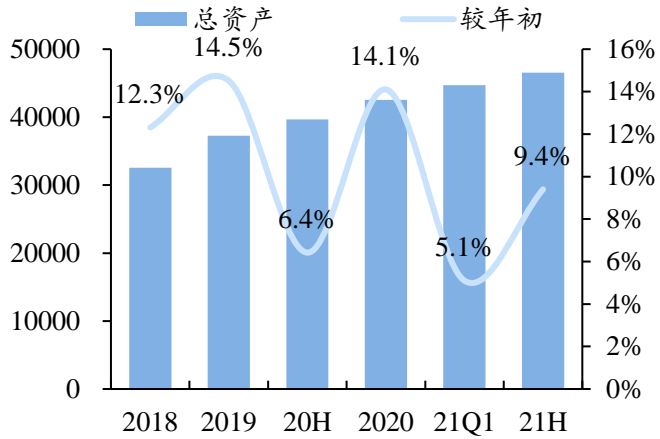
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 2021H 公司归母净利润同比增长 34.2% (亿元)



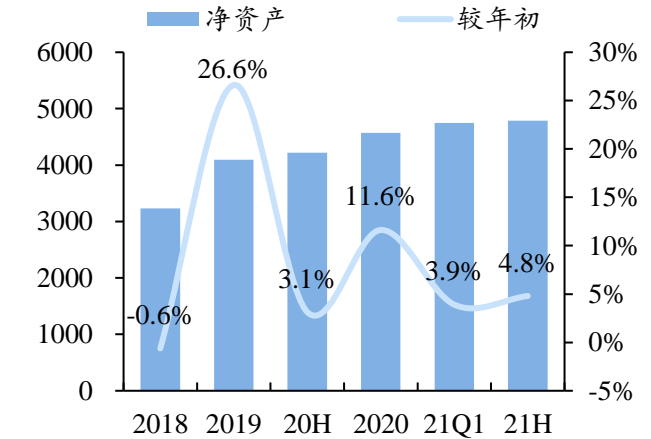
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 2021H 公司总资产增速 9.4% (亿元)



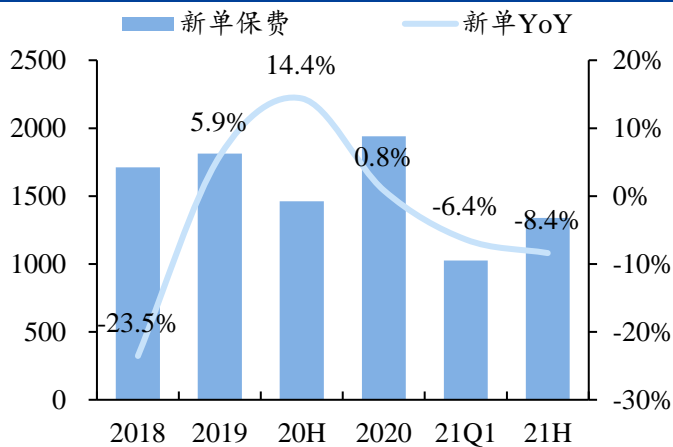
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 2021H 公司净资产增速 4.8% (亿元)



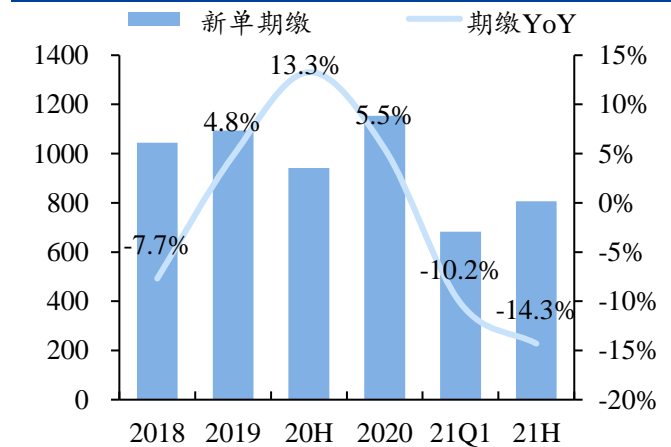
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 2021H 公司新单保费同比下降 8.4% (亿元)



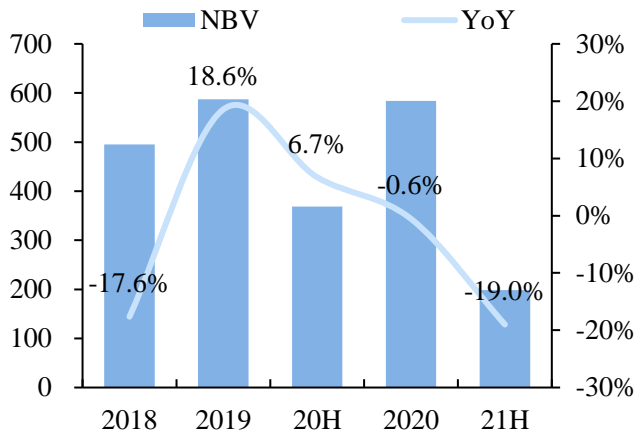
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 2021H 公司新单期缴保费同比下降 14.3% (亿元)



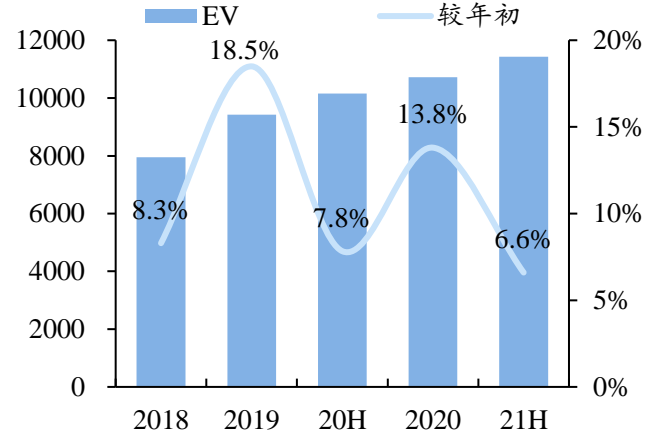
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 7: 2021H 公司 NBV 同比下降 19.0% (亿元)



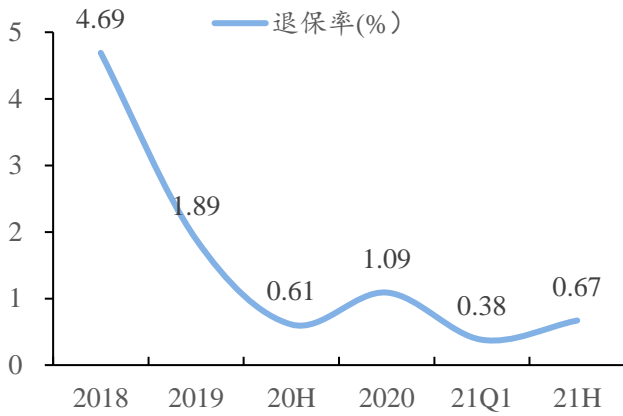
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 8: 2021H 公司 EV 较去年底增长 6.6% (亿元)



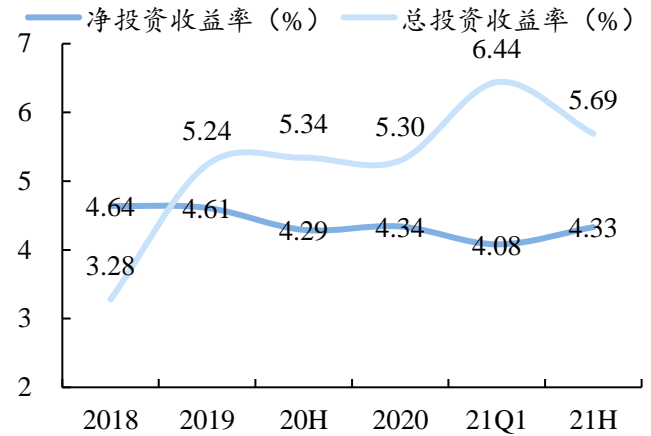
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 2021H 公司退保率上升至 0.67%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 2021H 公司总投资收益率为 5.69%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com