中国人寿（601628.SH）

队伍质态提升，新业务价值表现优于同业

投资评级 增持
首次评级

基本数据（2021-04-2）

所属行业	非银金融|保险 III
股价(元)	32.27
总市值(亿元)	9121
流通市值(亿元)	7913
总股本(亿股)	283
流通股本(亿股)	208
12 个月价格区间(元)	25.20-52.16

股价表现



%	1M	3M	12M
相对收益	-3.22	-10.07	-14.71
绝对收益	-5.48	-13.92	23.50

资料来源：Wind，万和证券研究所

作者

黎云云 分析师
SAC 执业证书：S0380520120003
联系电话：0755-82830333（125）
邮箱：liyy@wanhesec.com

投资要点

- **事件描述**：公司发布 2020 年年报，2020 年实现总保费收入 6122.7 亿元，同比+7.97%；内含价值 10721 亿元，同比+13.8%，实现两位数稳步增长；实现归属于母公司净利润 502.7 亿元，同比-13.76%。
- **总保费增速良好，个险渠道对公司价值引领作用明显**。受益于公司 2020 年开门红表现良好，公司新单保费与续期保费同比分别+6.98%、+8.43%。从期限结构来看，十年期及以上首年期交保费占总保费比重为 9.2%，同比 2019 年下降 1.2 个百分点。从寿险、健康险、意外险的首年保费同比增速来看，分别为+7.5%、+5.3%、+11.2%，其中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 个百分点，件均保费持续提升，为公司价值增长做出较大贡献。个险渠道新业务价值同比+1.22%，占公司全年新业务价值 98.79%，同比提升 1.73 个百分点，对公司价值引领作用明显。
- **代理人队伍规模下降，队伍质态有提升**。截止到 2020 年末，公司个险销售人力达到 137.8 万人，减少 23.5 万人，公司按照“鼎新工程”部署，在 2020 年升级基本法后，加强了队伍招募甄选管控，主动清理不达要求的代理人，虽然代理人队伍规模出现下降，但公司月均有效销售人力同比+9.7%，队伍质态得到提升。。
- **投资资产规模扩张，总投资收益率表现平稳。**2020 末投资资产规模接近 4.1 亿万元，同比+14.59%。在投资资产投向上，公司提升了债券与股票类资产的占比，两者占投资资产的比重分别为 42%、8.6%，同比分别提升 0.5、0.9 个百分点，下半年随着利率回升和供给加大，公司加大了对长久期利率债的投资力度。公司 2020 年净投资收益率、总投资收益率、综合投资收益率分别为 4.34%、5.30%、6.33%，同比分别下降 27 个基点、上升 7 个基点、下降 96 个基点，总投资收益在公司把握权益市场变化下保持了基本稳定。
- **新业务价值表现优于同业，内含价值增速稳定。**2020 年公司新业务价值 583.73 亿元，同比-0.55%，与同业相比表现相对优异。公司个险渠道新业务价值率为 47.9%，同比小幅下降 1.5 个百分点，保持相对稳定。实现内含价值 10721 亿元，同比+13.8%，实现两位数稳步增长，主要受内含价值预期回报、新业务价值、投资回报的差异等因素共同贡献。实现归属于母公司净利润 502.7 亿元，同比-13.76%，净利润主要受传统险准备金折现率假设更新、2019 年执行手续费及佣金支出税前扣除政策调整以及投资收益变化的共同影响，其中公司会计估计变更准备金计提影响税前利润 385.4 亿元。
- **首次覆盖给予“增持”评级**。公司强力推进“鼎新工程”改革与“重振国寿”战略部署，2020 年在疫情冲击下，公司人力队伍质态提升、业务结构得到优化，主要经营指标内含价值、保费收入实现平稳增长，价值与规模实现有机统一。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 2.02 元、2.21 元、2.43 元，每股内含价值分别为 43.6 元、50 元、56.7 元，对应 P/EV 为 0.74 倍、0.65 倍、0.57 倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：新单销售不及预期；新业务价值增长不及预期；资本市场波动加大等。**

关键财务指标与估值	2020	2021E	2022E	2023E
保险业务收入（亿元）	6122.7	6704.3	7267.5	7979.7
YOY	7.97%	9.50%	8.40%	9.80%
新业务价值（亿元）	583.7	612.9	674.2	741.6
YOY	14.06%	5.00%	9.00%	10.00%
净利润（亿元）	513.9	583.3	638.7	701.5
YOY	-12.93%	13.52%	9.49%	9.83%
内含价值增速	13.80%	15.50%	14.00%	13.50%
每股内含价值（元）	37.9	43.6	50.0	56.7
每股收益（元）	1.77	2.02	2.21	2.43
P/EV	0.85	0.74	0.65	0.57

资料来源：Wind，万和证券研究所

正文目录

一、代理人队伍提质优化、开门红表现良好奠定全年平稳增长基础.....3
（一）总保费增速平稳，业务结构持续优化.....3
（二）代理人队伍规模波动明显，队伍质态有提升.....6
（三）保单继续率小幅下滑，相关经营品质指标保持基本稳定.....6
二、资产端表现平稳.....7
三、新业务价值表现优于同业，内含价值稳步提升.....8
四、盈利预测与投资建议.....10
五、风险提示.....10

图表目录

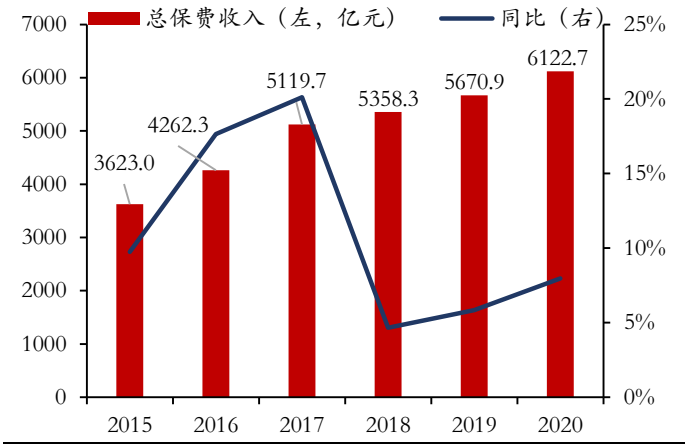
图表 1 公司总保费收入增速创上市以来新高.....3
图表 2 公司 2020 年开门红表现良好.....3
图表 3 公司新单保费增速实现个位数增长.....3
图表 4 公司续期保费收入增速良好.....3
图表 5 十年期及以上首年期交保费占总保费比重同比下降.....4
图表 6 公司各类型产品保费收入及同比增速.....4
图表 7 三大类型产品首年保费同比增速分化.....5
图表 8 三大类型产品首年期交占首年保费比重.....5
图表 9 公司个险渠道与银保渠道保费收入期限结构（单位：亿）.....5
图表 10 公司渠道经营新业务价值及同比增速.....6
图表 11 公司个险销售人力出现下滑，但月均有效销售人力同比继续正增长.....6
图表 12 公司保单继续率均保持稳定.....7
图表 13 公司偿付能力保持较强水平.....7
图表 14 公司退保金同比继续下降.....7
图表 15 公司退保率下降.....7
图表 16 投资资产随负债端规模增长而增长.....7
图表 17 公司组合收益表现良好.....7
图表 18 公司加大对债券、股票的投资比例.....8
图表 19 新业务价值增速在同业中表现相对优秀.....8
图表 20 个险渠道新业务价值率小幅下滑.....8
图表 21 内含价值稳步增长.....9
图表 22 预期回报为内含价值正增长做出较大贡献（亿）.....9
图表 23 剩余边际增速边际下降.....9
图表 24 各业务板块利润总额构成（亿）.....9
图表 25 归母净利润同比小幅下降.....10
图表 25 财务预测与估值.....11

一、代理人队伍提质优化、开门红表现良好奠定全年平稳增长基础

（一）总保费增速平稳，业务结构持续优化

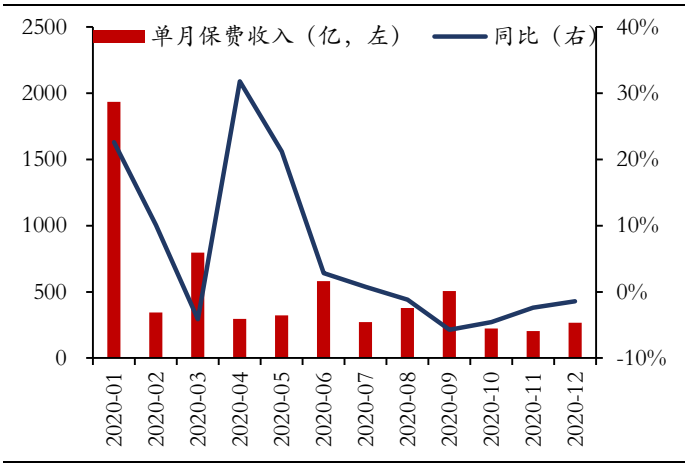
开门红增速良好保障全年保费增速平稳增长。公司 2020 年实现总保费收入 6122.7 亿元，同比增长 7.97%，受益于公司 2020 年开门红表现良好，公司全年保费实现正增长，其中新单保费与续期保费同比分别+6.98%、+8.43%。从期限结构来看，十年期及以上首年期交保费占总保费比重为 9.2%，同比 2019 年下降 1.2 个百分点。

图表 1　公司总保费收入增速创上市以来新高



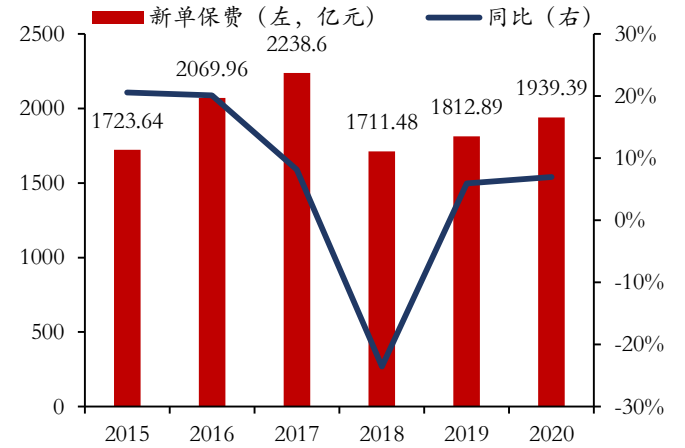
资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 2　公司 2020 年开门红表现良好



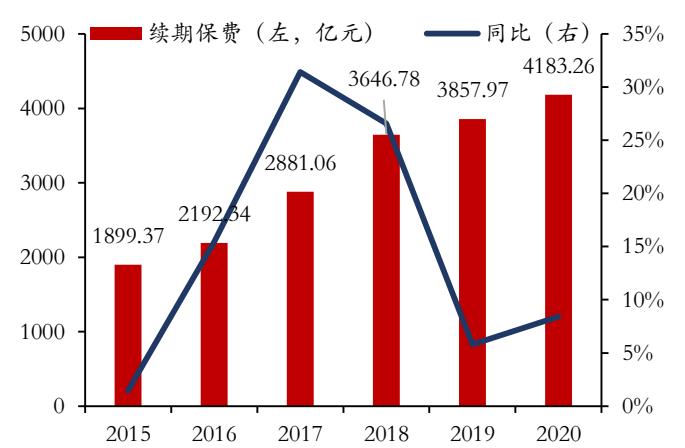
资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 3　公司新单保费增速实现个位数增长



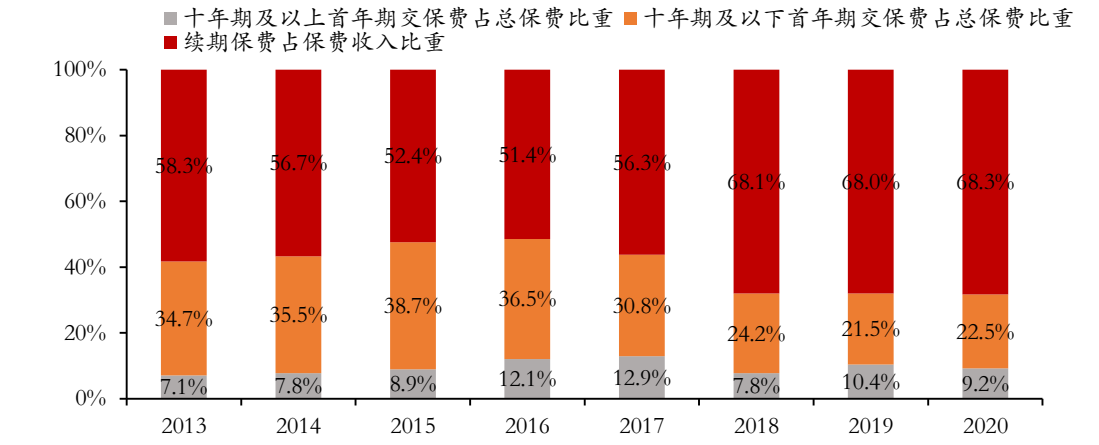
资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 4　公司续期保费收入增速良好



资料来源：公司公告，万和证券研究所

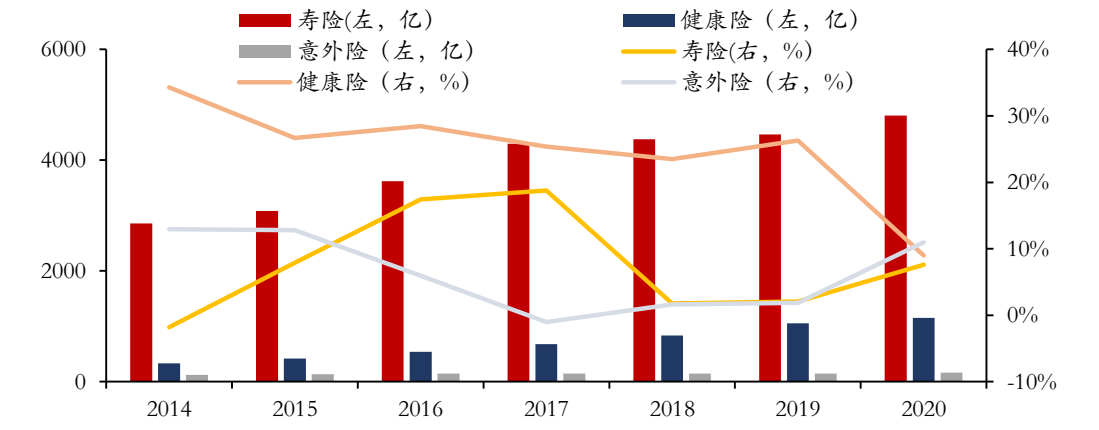
图表 5 十年期及以上首年期交保费占总保费比重同比下降



资料来源：公司公告，万和证券研究所

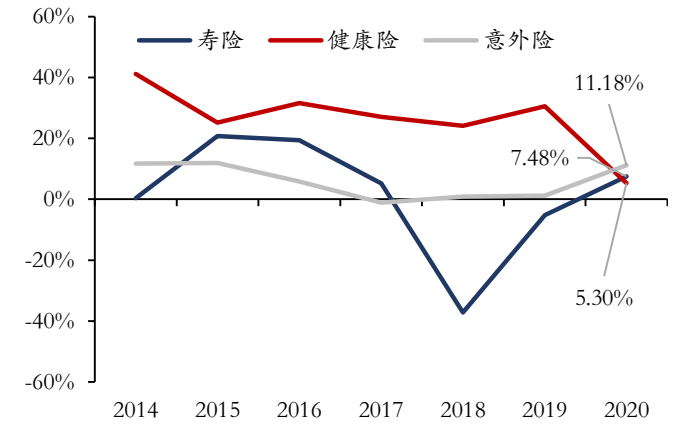
健康险保费同比增速回落。从产品类型结构来看，2020 年公司寿险、健康险、意外险的保费收入分别为 4806 亿元、1151 亿元、166 亿元，同比+7.62%、+9.01%、+10.98%，健康险保费同比增速回落，较 2019 年增速下降 17.27 个百分点，寿险保费收入同比增速提升 5.56 个百分点。从寿险、健康险、意外险的首年保费同比增速来看，分别为+7.5%、+5.3%、+11.2%，其中特定保障型产品保费占首年期交保费的比重同比提升 0.6 个百分点，件均保费持续提升，为公司价值增长做出较大贡献；首年期交占首年保费比重分别为 97.9%、13.5%、0.07%，寿险首年期交占首年保费比重继续保持高水平，健康险首年期交占首年保费比重从 2019 年的 16.6%小幅下降至 13.5%。

图表 6 公司各类型产品保费收入及同比增速



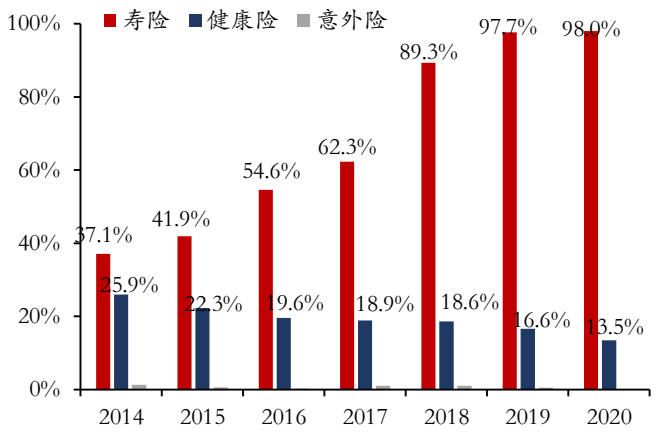
资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 7　三大类型产品首年保费同比增速分化



资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 8　三大类型产品首年期交占首年保费比重



资料来源：公司公告，万和证券研究所

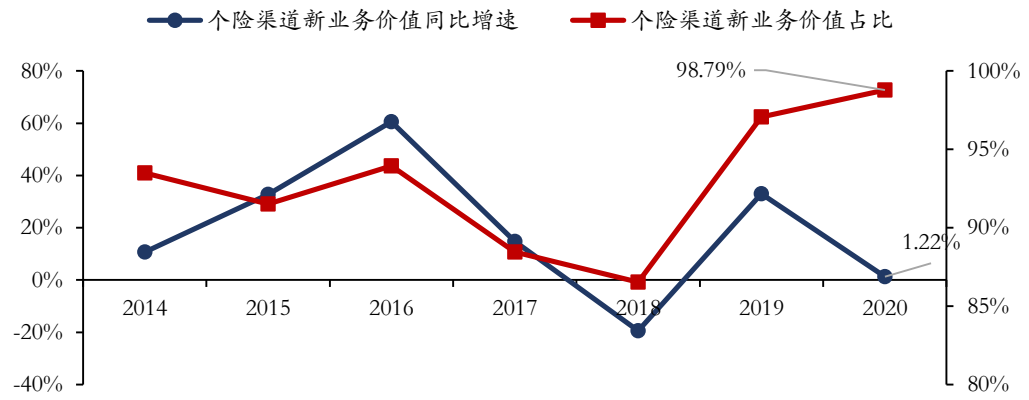
个险渠道价值贡献凸显。从渠道经营保费结构来看，2020 年公司实现个险渠道、银保渠道、团体险、其它渠道保费收入 5110 亿元、412 亿元、289 亿元、311 亿元，同比分别+5.5%、+62.1%、+0.1%、+10%。具体分析个险渠道和银保渠道的保费收入结构与价值贡献，个险渠道长期险首年保费与续期保费分别同比+3.74%、+5.42%，银保渠道长期险首年保费、续期保费分别同比+25.9%、+100.6%，受 2019 年银保渠道的结构优化与保费基数较低影响，银保渠道续期保费同比高增，业务结构得到优化，渠道转型稳步推进，银保渠道期交市场份额领先；个险渠道新业务价值同比+1.22%，占公司全年新业务价值 98.79%，同比提升 1.73 个百分点，个险渠道对公司价值引领作用明显。

图表 9　公司个险渠道与银保渠道保费收入期限结构（单位：亿）

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
个险渠道	长期险首年保费	318.15	344.55	479.74	748.13	906.29	795.13	962.37	998.38
	YOY	-1.19%	8.30%	39.24%	55.94%	21.14%	-12.27%	21.03%	3.74%
	趸交保费	4.13	3.35	4.95	2.83	3.89	2.72	2.8	2.83
	其中趸交保费占长期险首年保费比重	1.30%	0.97%	1.03%	0.38%	0.43%	0.34%	0.29%	0.28%
	续期保费	1603	1651	1716	1998	2536	3169	3711	3913
	保费收入合计	1977	2054	2260	2821	3537	4083	4845	5110
	YOY	9.98%	3.90%	10.00%	24.86%	25.35%	15.44%	18.67%	5.47%
银保渠道	长期险首年保费	781.78	778.81	872.22	858.82	807.31	318.81	125.16	157.57
	YOY	-14.58%	-0.38%	11.99%	-1.54%	-6.00%	-60.51%	-60.74%	25.89%
	趸交保费	696.95	659.18	735.08	680.47	597.77	86.42	0.28	0.09
	其中趸交保费占长期险首年保费比重	89.15%	84.64%	84.28%	79.23%	74.04%	27.11%	0.22%	0.06%
	续期保费	293.87	218.15	185.58	218.13	318.8	437.85	125.16	251.09
	保费收入合计	1076.58	998.25	1060.28	1082.56	1135.05	768.41	254.38	412.4
	YOY	-16.46%	-7.28%	6.21%	2.10%	4.85%	-32.30%	-66.90%	62.12%

资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 10　公司渠道经营新业务价值及同比增速

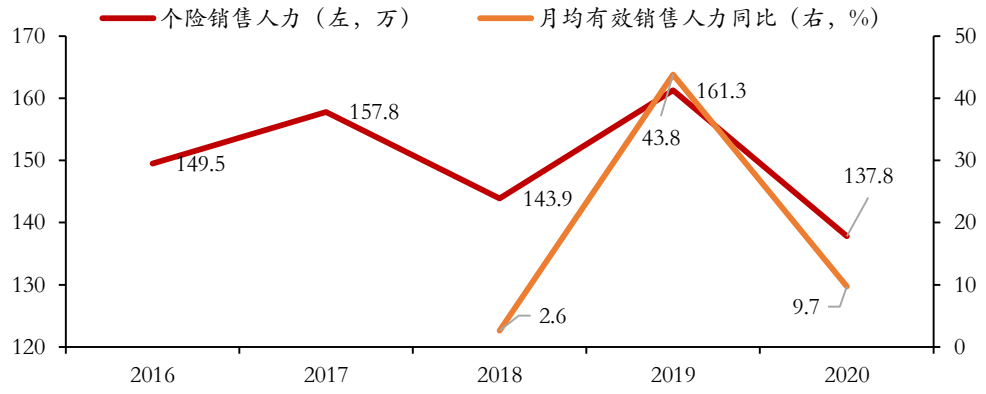


资料来源：公司公告，万和证券研究所

（二）代理人队伍规模波动明显，队伍质态有提升

截止到 2020 年末，公司个险销售人力达到 137.8 万人，减少 23.5 万人，公司按照“鼎新工程”部署，在 2020 年升级基本法后，加强了队伍招募甄选管控，主动清理不达要求的代理人，虽然代理人队伍规模出现较明显的波动，但公司月均有效销售人力同比+9.7%，队伍质态得到提升。

图表 11　公司个险销售人力出现下滑，但月均有效销售人力同比继续正增长

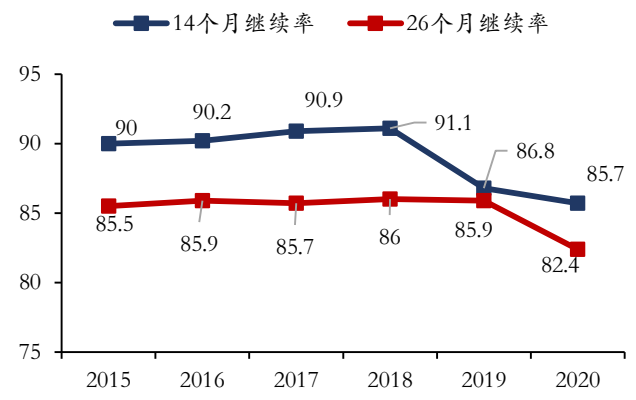


资料来源：公司公告，万和证券研究所

（三）保单继续率小幅下滑，相关经营品质指标保持基本稳定

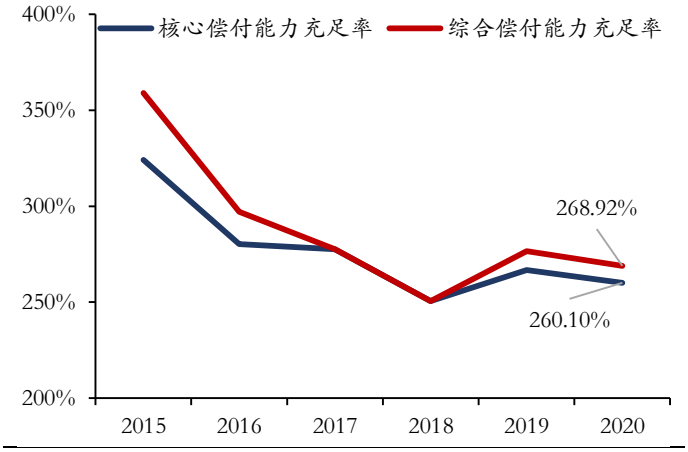
相关经营质量品质指标保持基本稳定。2020 年末，公司 14 个月保单继续率、26 个月保单继续率分别为 85.7%、82.4%，同比分别下降 1.1、下降 3.5 个百分点，16 个月保单继续率出现一定下滑迹象；公司退保金为 333 亿元，同比-34.56%；在退保金继续大幅减少及业务扩张下，公司退保率继续走低，全年退保率为 1.09%，同比下降 0.8 个百分点；公司核心偿付能力充足率、综合偿付能力充足率分别为 269%、260%，同比均小幅下滑，整体而言公司经营质量保持相对稳定。

图表 12　公司保单继续率均保持稳定



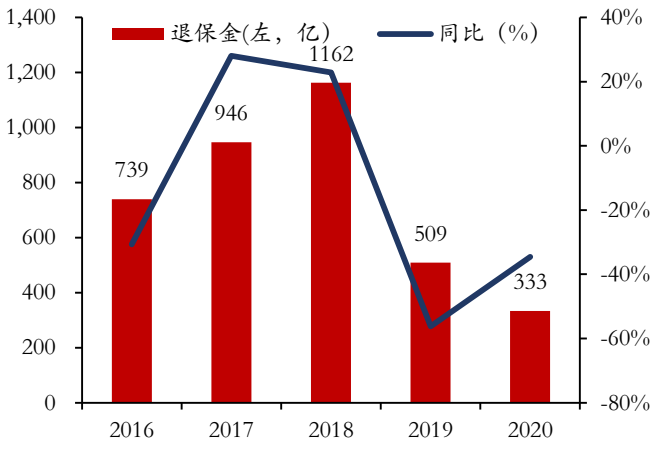
资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 13　公司偿付能力保持较强水平



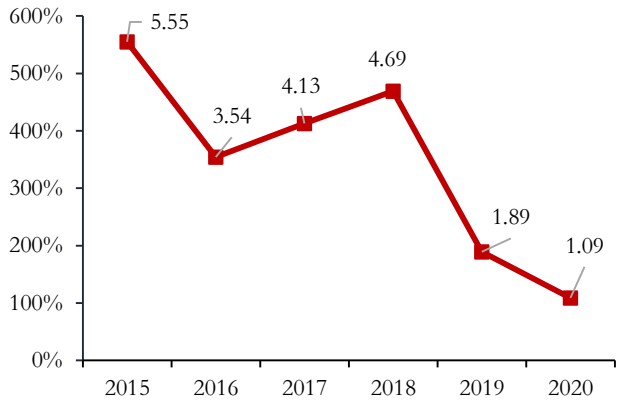
资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 14　公司退保金同比继续下降



资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 15　公司退保率下降



资料来源：公司公告，万和证券研究所

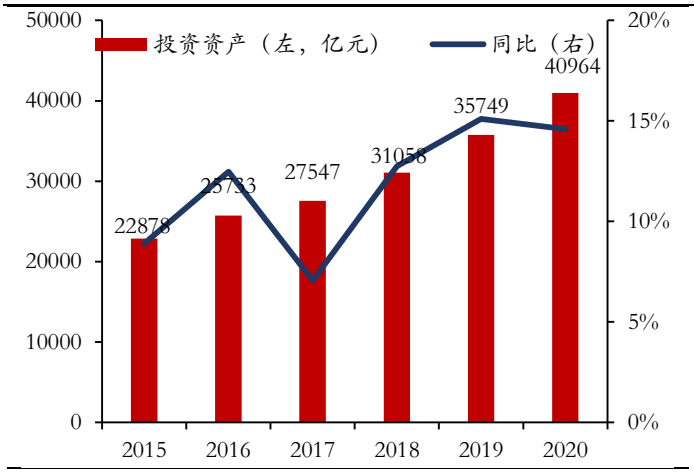
注：退保率=当期退保金/（期初寿险、长期健康险责任准备金余额+长期险保费收入）

二、资产端表现平稳

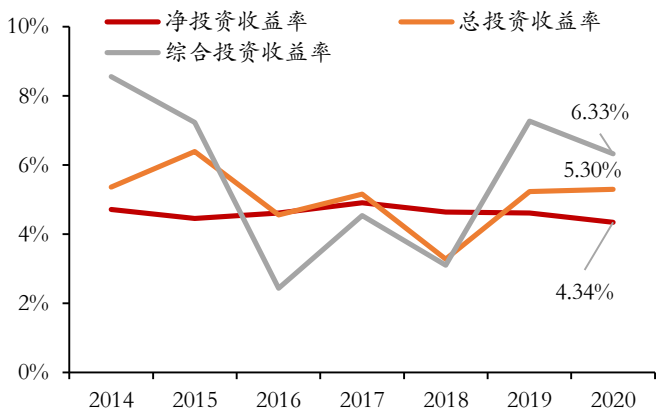
投资资产规模扩张，总投资收益率表现平稳。随着负债端保费规模的扩张，公司投资资产规模相应扩张，2020 末投资资产规模接近 4.1 亿万元，同比+14.59%。在投资资产投向上，公司提升了债券与股票类资产的占比，两者占投资资产的比重分别为 42%、8.6%，环比分别提升 0.5、0.9 个百分点，下半年随着利率回升和供给加大，公司加大了对长久期利率债的投资力度。公司 2020 年净投资收益率、总投资收益率、考虑当期计入其他综合收益的可供出售金融资产公允价值变动净额后的综合投资收益率分别为 4.34%、5.30%、6.33%，同比分别下降 27 个基点、上升 7 个基点、下降 96 个基点，净投资收益率主要受 2020 年利率总体下行、存量资产到期等因素影响，总投资收益在公司把握权益市场变化下保持了基本稳定。

图表 16　投资资产随负债端规模增长而增长

图表 17　公司组合收益表现良好

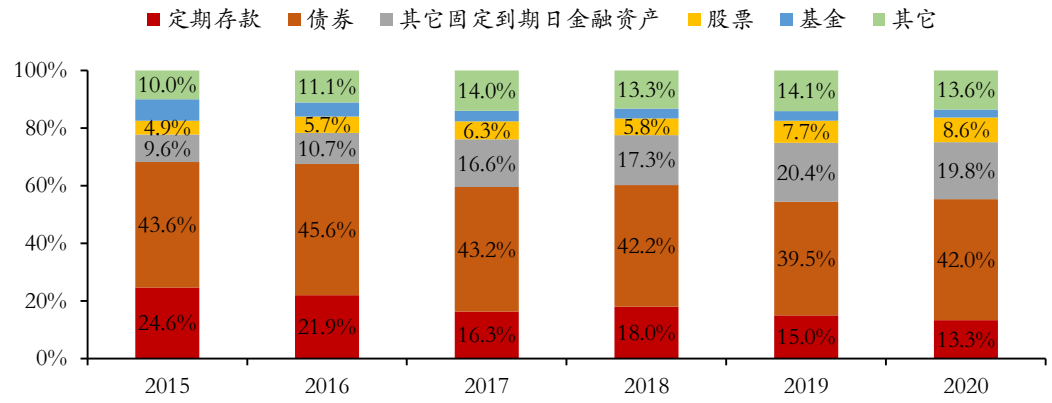


资料来源：公司公告，万和证券研究所



资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 18　公司加大对债券、股票的投资比例

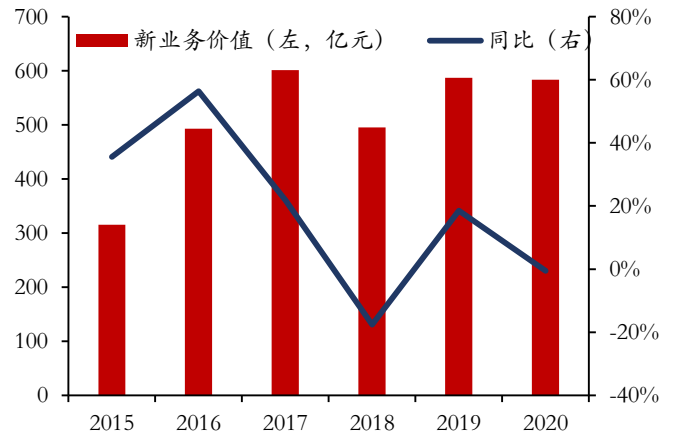


资料来源：公司公告，万和证券研究所

三、新业务价值表现优于同业，内含价值稳步提升

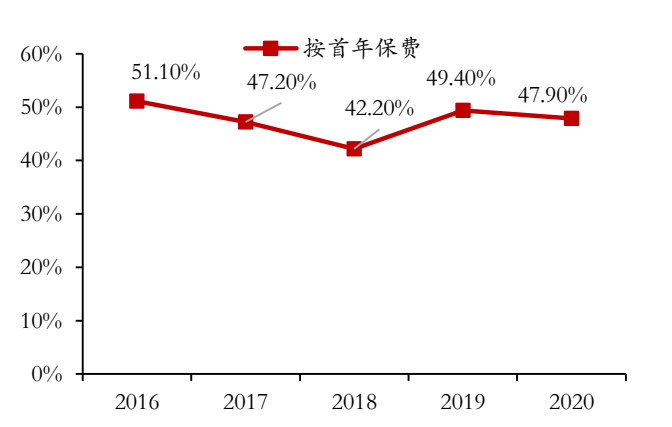
新业务价值同比增速表现优于同业。2020 年公司新业务价值 583.73 亿元，同比-0.55%，与同业相比，公司新业务价值增速表现相对优异。2020 年公司个险渠道新业务价值率为 47.9%，同比小幅下降 1.5 个百分点，保持相对稳定。

图表 19　新业务价值增速在同业中表现相对优秀



资料来源：公司公告，万和证券研究所

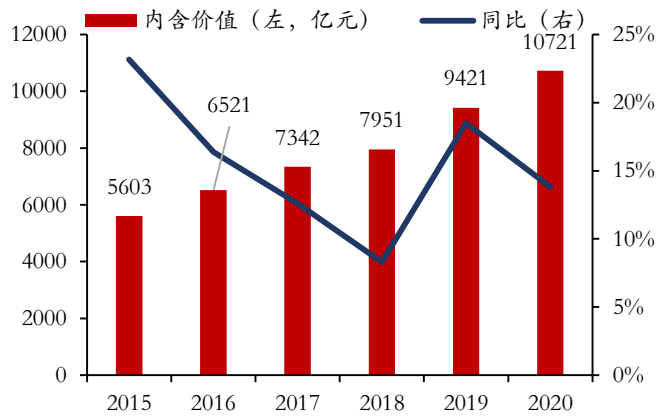
图表 20　个险渠道新业务价值率小幅下滑



资料来源：公司公告，万和证券研究所

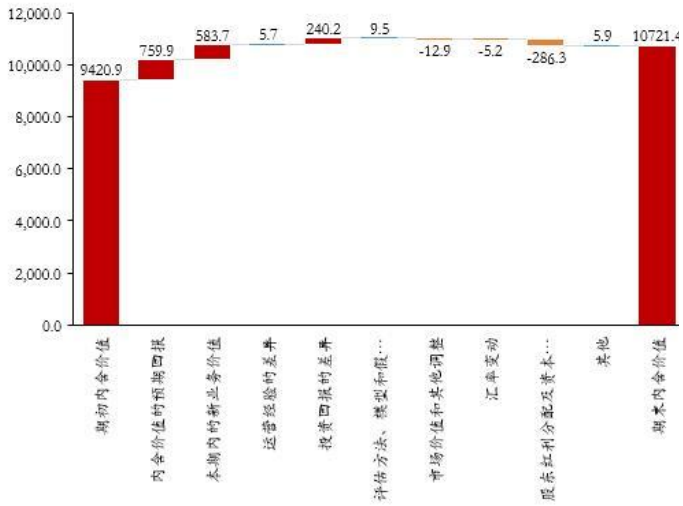
内含价值增速平稳，归母净利润受多因素影响同比负增长。2020 年公司内含价值 10721 亿元，同比+13.8%，内含价值实现两位数稳步增长，主要受内含价值预期回报、新业务价值、投资回报的差异等因素共同贡献。截止到 2020 年末，公司剩余边际为 8373 亿元，同比+8.98%，公司剩余边际增速较 2019 年度小幅下滑。公司寿险业务、健康险业务、其它业务实现利润总额 280.7 亿元、116.1 亿元、142.3 亿元，同比分别-33.82%、+97.63%、+29.23%，寿险业务受传统准备金折现率假设更新而同比下滑较大；实现归属于母公司净利润 502.7 亿元，同比-13.76%，净利润主要受传统险准备金折现率假设更新、2019 年执行手续费及佣金支出税前扣除政策调整以及投资收益变化的共同影响，其中公司会计估计变更准备金计提影响税前利润 385.4 亿元。

图表 21　内含价值稳步增长



资料来源：公司公告，万和证券研究所

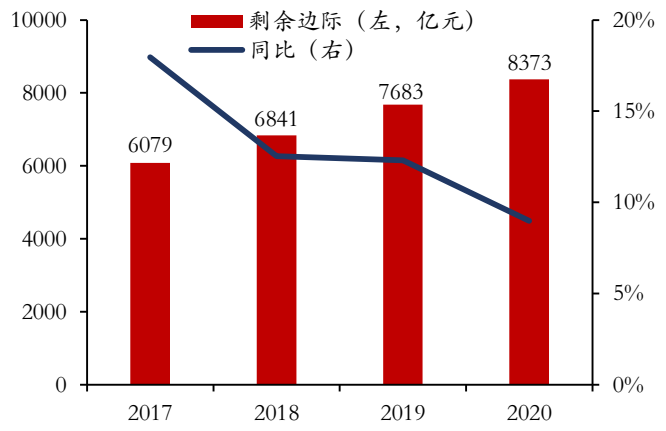
图表 22　预期回报为内含价值正增长做出较大贡献（亿）



资料来源：公司公告，万和证券研究所

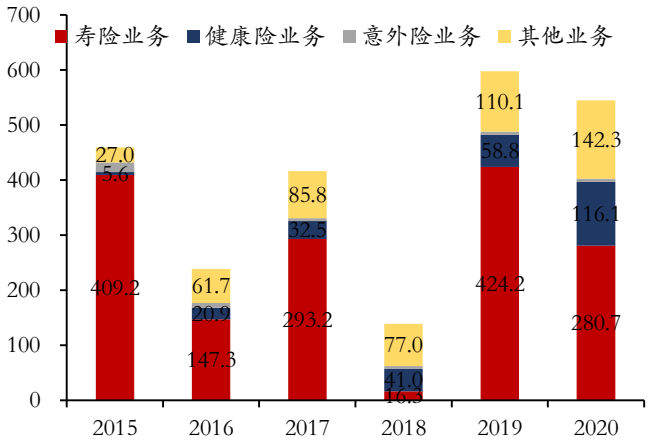
注：图中省略标签分别为评估方法、模型和假设的变化，股东红利分配及资本变动

图表 23　剩余边际增速边际下降



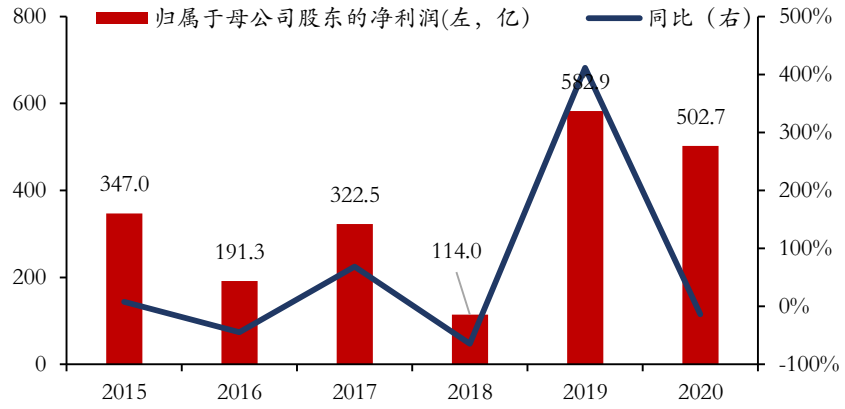
资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 24　各业务板块利润总额构成（亿）



资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 25　归母净利润同比小幅下降



资料来源：公司公告，万和证券研究所

四、盈利预测与投资建议

首次覆盖给予“增持”评级。公司强力推进“鼎新工程”改革与“重振国寿”战略部署，2020 年在疫情冲击下，公司人力队伍质态提升、业务结构得到优化，主要经营指标内含价值、保费收入实现平稳增长，价值与规模实现有机统一。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 2.02 元、2.21 元、2.43 元，每股内含价值分别为 43.6 元、50 元、56.7 元，对应 P/EV 为 0.74 倍、0.65 倍、0.57 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

五、风险提示

新单销售不及预期；新业务价值增长不及预期；资本市场波动加大等。

图表 26 财务预测与估值

财务预测摘要

利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	824961	893566	978937	1075811
已赚保费	604666	653039	705282	768758
保险业务收入	612265	670430	726746	797967
分出保费	-6053	-7021	-8145	-9448
提取未到期责任准备金	-1546	-1546	-1701	-1871
投资收益	207541	217918	246247	270872
公允价值变动损益	3441	4129.2	4336	4552.443
汇兑损益	119	48	-48	-33
其他业务收入	9010	9461	11353	13623
退保金	-33275	-35937	-39531	-43484
赔付支出	-133340	-140007	-154008	-166328
手续费及佣金支出	-84342	-96993	-104753	-114181
业务及管理费	-39714	-42494	-46318	-50950
其他业务成本	-24018	-26900	-30128	-33744
资产减值损失	-12416	-15520	-19400	-24250
营业利润	54911	62550	68526	75307
利润总额	54488	67946	67946	74626
所得税费用	-3103	-3723	-4077	-4478
净利润	51385	58334	63869	70149
归母净利润	50268	57167	62592	68746

内含价值	2020	2021E	2022E	2023E
经调整的净资产价值	568587	631544	716803	813571
扣除要求资本成本前的有效业务价值	565797	668694	773022	877380
持有要求资本成本	-62244	-68108	-77302	-87738
扣除要求资本成本后的有效业务价值	503553	600586	695720	789642
内含价值	1072140	1232130	1412523	1603213

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	57,605	65445	71335	78468
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	161564	184214	216646	220873
定期存款	545667	654446	660506	900930
可供出售金融资产	1215603	1381608	1505953	1656548
持有至到期投资	1189369	1211937	1373852	1453112
资产总计	4252410	4847747	5284045	5812449
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	3732	4194	4509	4847
卖出回购金融资产款	122249	188730	157799	193868
保户储金及投资款	288202	335520	338142	315035
寿险责任准备金	2768584	3019683	3291245	3489621
应付债券	34992	34992	34992	34992
负债合计	3795479	4194004	4508555	4846696
股东权益	456931	653743	775490	965753

关键财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
保险业务收入增速	7.97%	9.50%	8.40%	9.80%
新业务价值增速	14.06%	5.00%	9.00%	10.00%
净利润增速	-12.93%	13.52%	9.49%	9.83%
资产增速	14.11%	14.00%	9.00%	10.00%
负债增速	14.41%	10.50%	7.50%	7.50%
内含价值增速	13.80%	15.50%	14.00%	13.50%
每股内含价值	37.9	43.6	50.0	56.7
每股收益	1.77	2.02	2.21	2.43
每股净资产	15.9	23.13	27.44	34.17
P/EV	0.85	0.74	0.65	0.57

资料来源：公司公告，万和证券研究所

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

同步大市：相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深300指数涨幅15%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深300指数跌幅5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，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。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333　传真：0755-25170093

邮编：518040　公司网址：http://www.vanho.cn