证券研究报告

公司研究

点评报告

中国人寿(601628.SH)

投资评级 增持

上次评级 增持

王舫朝 非银金融行业首席分析师
执业编号：S1500519120002
联系电话：（010）83326877
邮 箱： wangfangzhao@cindasc.com

朱丁宁 研究助理
邮 箱：zhudingning@cindasc.com

相关研究

《中国人寿深度报告：经营改革提效，估值有望提升》2020.05

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

NBV 增长领先行业，人力质态提升

2021 年 03 月 29 日

事件：中国人寿公布 2020 年年报，实现营业收入 8049.6 亿元，同比+10.3%，实现归母净利润 502.68 亿元，同比-13.8%，扣非后归母净利润 505.1 元，同比-5.1%。加权平均每股收益 1.77 元，同比-13.5%。加权平均净资产收益率 11.84%，同比-4.63pct。

点评：

- **净利润同比-13.8%。**中国人寿 2020 实现营业收入 8049.6 亿元，同比+10.3%，实现归母净利润 502.68 亿元，同比-13.8%，主要因为 1）2019 年佣金手续费支出税前扣除比例政策导致去年同期基数较高，2）传统准备金折现率的调整减少税前利润 385.4 亿元。

- **新业务价值基本持平，个险人力缩量提质。**2020 保费收入同比+8%，在同业中排名前列。保费结构逐步优化。1）长险首年期交保费同比+5.5%，占长险首年保费提升 0.1ppts 至 98%，其中十年期及以上期交 YoY-4.7%(Q3 YoY-4%)，占首年期交比重为 48.9%，较 Q3 提升 3.1ppts，2）续期保费同比+8.4%（Q3 YoY+10.1%），占比较 Q3 提升 0.5ppts 至 68.3%，3）保障型产品继续发力，特定保障型产品保费占首年期交比重提升 0.6pct，且件均保费同比持续提升。价值方面，全年新业务价值 YoY-0.6%（Q3 YoY+2.7%），较同业领先，1）新单保费增速放缓，同比+7%（Q3 +7.8%），源于公司四季度较早开始开门红准备，以及人力数量下降所致，2）新业务价值率 30.1%，同比-2.3ppts，较 1H20 略有上升（25.2%）。个险渠道价值创造能力显著，NBV 同比+1.2%，新业务价值率略降 1.3ppts 至 48.1%。 内含价值同比+13.8%，同比-4.7ppts，主要因为预期回报、NBV、投资回报偏差贡献下降。ROEV14.4%，同比-0.5ppts，其中预期回报、新业务价值贡献分别为 8.1%，6.2%，较去年同期分别-0.3ppts、-1.2ppts，而运营经验偏差提升 0.1ppts 至 0.1%。投资回报差异-1.5ppts 至 2.6%。销售队伍量缩质增。公司加大对代理人的考核和清虚力度，个险代理人数量 137.8 万人，较年初-14%，月均有效销售人力同比+9.7%，我们测算人均 FYP 同比+7.7%至 6392 元。

- **投资收益保持稳定。**2020 投资资产 4.1 万亿元，同比+14.6%。净投资收益率 4.34%，同比-0.27ppts，受利率下行以及存量资产到期影响。总投资收益率达 5.3%，同比+0.6ppts，低于同业，源于投资资产买卖价差贡献（同比+233.6%）。综合投资收益率 6.33%，较年初下降 95bp，源于可供出售金融资产公允价值变动-24%。固收资产配置比例上升，占比+0.27pct 至 75.12%。其中债券占比较年初+2.49ppts 至 41.97%，非标资产配置-0.54ppts 至 11.08%；权益类资产配置比例有所上升，占比较年初+0.15ppts 至 17.1%，其中股票+基金占比+0.29ppts 至 11.34%。

- **盈利预测与投资评级：**考虑到去年同期高基数以及代理人数量下滑，开门红表现较弱，预计今年负债端保费或将放缓，NBV 增速难有明显增长。投资端仍将受益于利率上行预期。我们预计 PEV 2021-2023E PEV

0.75x/0.66x/0.59x，给予 0.85x 目标 PEV，目标价调至 36.57 元，给予“增持”评级。

- **风险因素：**受疫情影响，代理人展业恢复进度不及预期；代理人产能下滑导致人员脱落；资本市场大幅波动带来投资收益急剧下降；利率下行将缩窄固定利率工具利差空间，并影响会计利润；750 天均线下移带来准备金计提增加。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	745,165	824,961	857,684	916,135	984,859
增长率 YoY %	15.87%	10.71%	3.97%	6.81%	7.50%
归属母公司净利润(百万元)	58,287	50,268	57,935	64,890	72,750
增长率 YoY%	411.51%	-13.76%	15.25%	12.01%	12.11%
NBV margin%	32.38%	30.10%	30.00%	30.00%	30.00%
净资产收益率 ROE%	14.44%	11.17%	11.40%	11.33%	11.27%
EPS(摊薄)(元)	2.06	1.78	2.05	2.30	2.57
市盈率 P/E(倍)	15.61	18.11	15.71	14.03	12.51
市净率 P/B(倍)	2.25	2.02	1.79	1.59	1.41

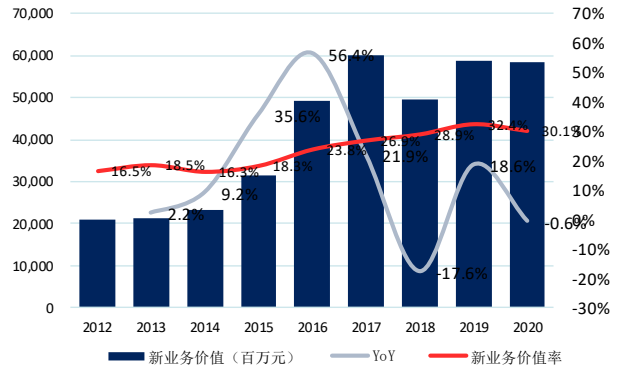
资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 03 月 26 日收盘价

图 1：新单保费（百万元）及增速



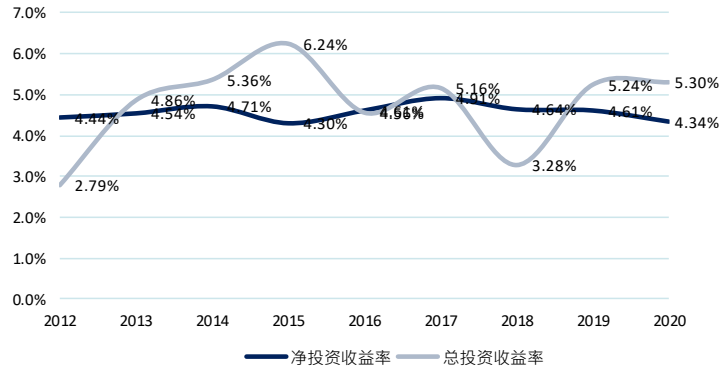
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：新业务价值（百万元）、增速及价值率



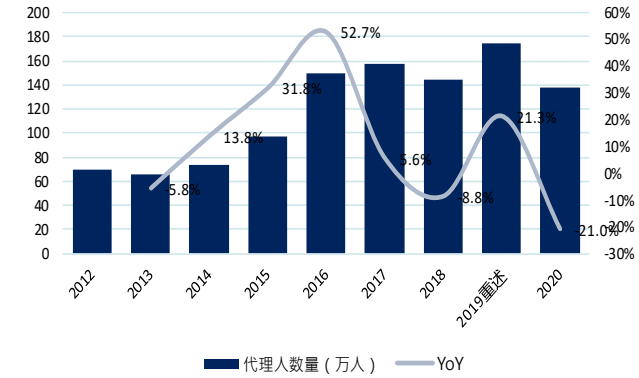
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3：投资收益率



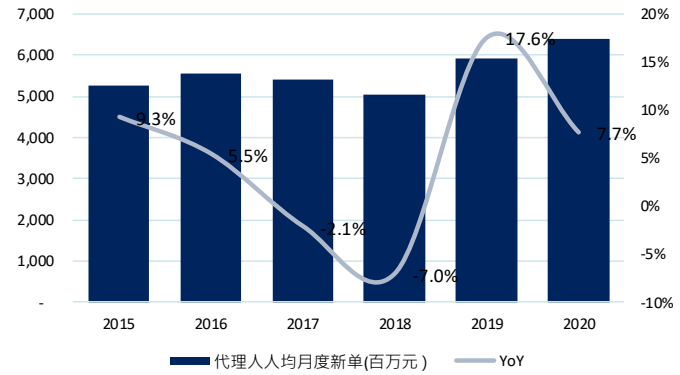
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 4：代理人数量（万人）及增速



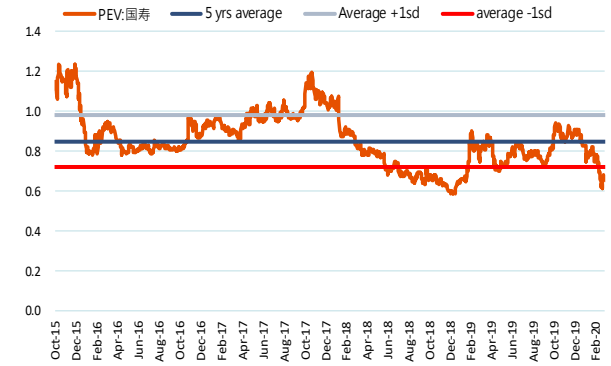
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：代理人人均 FYP（元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 6：滚动 PEV



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 1：内含价值变动

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
内含价值预期回报	9.9%	9.3%	8.0%	8.2%	8.4%	8.1%
新业务价值	6.9%	8.8%	9.2%	6.7%	7.4%	6.2%
运营经验偏差	0.6%	-0.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%
投资回报偏差	4.5%	-5.5%	-0.7%	-6.1%	4.0%	2.6%
评估方法、模型和假设的变化	-1.2%	8.6%	-0.9%	-0.2%	-0.9%	0.1%
市场价值和其他调整	3.1%	-2.5%	-1.8%	1.2%	0.4%	-0.1%
汇率变动	0.2%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%

股东红利分配及资本注入	-0.8%	-2.2%	-1.1%	-1.6%	-0.6%	-3.0%
其他	0.0%	0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	0.1%
EV 增速	23.2%	16.4%	12.6%	8.3%	18.5%	13.8%
ROEV	16.2%	26.4%	16.4%	14.8%	14.9%	14.4%

资料来源：公司年报、信达证券研发中心

损益表 单位：百万元

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	745,165	824,961	857,684	916,135	984,859
已赚保费	560,278	604,666	622,951	660,280	706,515
保费业务收入	567,086	612,265	628,609	666,276	712,932
投资净收益	162,480	207,541	225,303	245,861	267,650
其他业务收入	8,055	9,194	9,429	9,994	10,694
营业支出	685,175	770,050	794,990	845,924	906,154
退保金	50,851	33,275	35,679	36,930	37,739
赔款支出	127,919	133,340	148,661	164,508	181,146
提取保险责任准备金	335,122	418,773	420,779	444,586	473,854
营业税金及附加	951	1,278	1,257	1,333	1,426
手续费及佣金支出	81,396	84,342	84,862	87,948	92,681
业务及管理费用	42,008	39,714	40,860	43,308	46,341
其他业务支出	21,486	24,018	20,744	21,321	22,814
营业利润	59,990	54,911	62,694	70,211	78,705
其他	-195	-423	-465	-512	-563
利润总额	59,795	54,488	62,228	69,699	78,142
所得税	781	3,103	3,111	3,485	3,907
净利润	59,014	51,385	59,117	66,214	74,235
少数股东权益	727	1,117	1,182	1,324	1,485
归属母公司净利润	58,287	50,268	57,935	64,890	72,750
基本 EPS (rmb)	2.06	1.78	2.05	2.30	2.57

每股指标

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
每股收益（元）	2.06	1.78	2.05	2.30	0.00
每股净资产（元）	14.28	15.92	17.97	20.27	0.00
每股内含价值（元）	33.33	37.93	43.02	48.43	0.00
每股新业务价值（元）	2.08	2.07	2.14	2.29	0.00

内含价值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
调整后净资产	482793	568587	628556	708415	797918
有效业务价值	459295	503553	587530	660426	738151
内含价值	942088	1072140	1216086	1368841	1536069
一年新业务价值	58698	58373	60580	64753	69333
ROEV(%)	14.9%	14.4%	14.2%	13.8%	13.6%

收入/支出增长率（%）	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
已赚保费收入增长	5.8%	8.0%	2.7%	6.0%	7.0%
投资收益增长	45.9%	27.7%	8.6%	9.1%	8.9%
营业收入增长	15.9%	10.7%	4.0%	6.8%	7.5%
退保金增长	-56.2%	-34.6%	7.2%	3.5%	2.2%
佣金及手续费增长	29.8%	3.6%	0.6%	3.6%	5.4%

当期成本率（%）	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
佣金率	14.5%	13.9%	13.6%	13.3%	13.1%
行政费用率	7.5%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%

资产负债表					单位:百万元
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总资产	3726734	4252410	4801202	5398439	6038801
投资资产	3,574,928	4,096,424	4,470,195	4,866,363	5,290,272
非投资资产	151806	155986	331007	532076	748529
总负债	3,317,392	3,795,479	4,285,786	4,817,538	5,384,508
准备金负债	2552736	2973225	3357312	3773865	4218006
保户储金及投资款	267,794	288,202	325,432	365,810	408,862
其他负债	384269	411542	464706	522363	583840
所有者权益	403,764	450,051	507,986	572,875	645,626
股本	28265	28265	28265	28265	28265
资本公积	55,009	53,954	53,954	53,954	53,954
盈余公积	53026	58391	63536	68029	75161
一般风险准备	37,888	43,047	48,840	55,329	62,604
未分配利润	170487	183896	230244	282156	340356
负债及股东权益	3,726,734	4,252,410	4,801,202	5,398,439	6,038,801
少数股东权益	5578	6880	7430	8025	8667

赔付率	22.8%	22.1%	23.9%	24.9%	25.6%
退保率	9.1%	5.5%	5.7%	5.6%	5.3%
准备金提转差	59.8%	69.3%	67.5%	67.3%	67.1%
当期综合成本率	113.7%	117.3%	117.3%	117.7%	117.7%

资产/负债增长率（%）	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总资产增长率	14.5%	14.1%	12.9%	12.4%	11.9%
投资资产增长率	15.1%	14.6%	9.1%	8.9%	8.7%
总负债增长率	13.2%	14.4%	12.9%	12.4%	11.8%
寿险准备金增长率	15.2%	16.5%	12.9%	12.4%	11.8%
股东权益增长	26.8%	11.5%	12.9%	12.8%	12.7%

估值分析	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
PE	15.61	18.11	15.71	14.03	12.51
PB	2.25	2.02	1.79	1.59	1.41
PEV	0.97	0.85	0.75	0.66	0.59
隐含新业务倍数	-0.54	-2.78	-5.05	-7.08	-9.03

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019 年 11 月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于 2020 年 4 月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019 年加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 20%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～20%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。