人力提质带动价值增长，业绩表现符合预期

——中国人寿（601628）2020 年年报点评

增持（维持）

日期：2021 年 03 月 26 日

事件：

中国人寿发布 2020 年年报，全年实现总保费收入 6122.65 亿元，同比增长 8.0%，归母净利润 502.68 亿元，同比-13.8%，内含价值 10721.40 亿元，同比+13.8%，总投资收益率增长 0.07 个百分点至 5.3%。

投资要点：

- **“鼎新工程”成效显现，个险队伍质态得到有效提升。**2020年末，个险销售人力137.8万人，同比下降21.0%，月均有效人力同比提升9.7%，低产能人力大幅削减，人均产能提升助推个险渠道长期险首年保费同比+3.7%至998.38亿元。我们认为，个险队伍规模在经济复苏、疫情好转的情况下将有所改善，人力数量和质量的共同提升将推动个险渠道规模与价值的进一步增长。

- **个险价值稳健增长，银保价值转型成效可期。**国寿新业务价值583.73亿元，在2019年末高基数下同比微降0.6%。分渠道来看，个险实现价值正增长，同比+1.2%至576.69亿元。银保在规模大幅提升62.1%的情况下，新业务价值负增长，拖累整体价值表现，但我们认为在季均实际动能和人均产能均大幅提高的带动下，银保渠道实现规模与价值并驾齐驱具有较强的确定性。

- **多因素叠加使归母净利润负增长，预计21年有望改善。**报告期末，国寿归母净利润502.68亿元，同比-13.8%，主要原因为：准备金折现率曲线下移导致增提长期险未到期责任准备金350.71亿元，经验恶化等原因导致发生率及其他假设变更使准备金增提34.72亿元，受2019年执行手续费及佣金税前扣除政策影响所得税增加23.22亿元。

- **盈利预测与投资建议：**预测2021-2023年EPS为2.02/2.33/2.58元，对应PE为15.56/13.49/12.18倍，EVPS为41.61/45.75/50.30元，对应PEV为0.75/0.69/0.62倍，当前估值仍存在较大上升空间，维持公司“增持”评级。

- **风险因素：**价值增长不及预期，人力产能增速不及预期，长端利率超预期下行，权益市场表现不及预期。

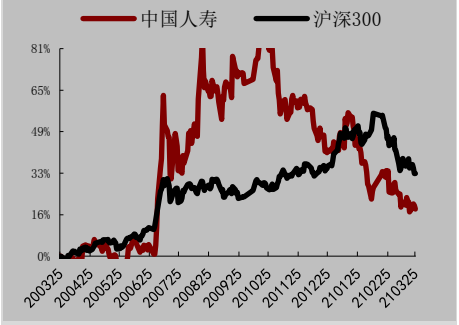
	2020 年	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	8,249.61	9,003.63	10,156.59	11,315.97
增长比率(%)	10.71	9.14	12.81	11.42
净利润(亿元)	502.68	570.44	658.00	728.90
增长比率(%)	-13.76	13.48	15.35	10.78
每股收益(元)	1.78	2.02	2.33	2.58
市盈率(倍)	17.66	15.56	13.49	12.18

数据来源：WIND，万联证券研究所

基础数据

行业	非银金融
公司网址	
大股东/持股	中国人寿保险(集团)公司/68.37%
实际控制人/持股	
总股本（百万股）	28,264.70
流通A股（百万股）	20,823.53
收盘价（元）	31.41
总市值（亿元）	8,877.94
流通A股市值（亿元）	6,540.67

中国人寿相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期： 2021 年 03 月 25 日

相关研究

万联证券研究所 20200424_公司季报点评_AAA_中国人寿 2020 年一季报点评
万联证券研究所 20200326_公司年报点评_AAA_中国人寿 2019 年年报点评
万联证券研究所 20191030_公司季报点评_AAA_中国人寿 2019 年三季报点评

分析师： 徐飞
执业证书编号：S0270520010001
电话：021-60883488
邮箱：xufei@wlzq.com.cn

万联证券

利润表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	**824,961**	**900,363**	**1,015,659**	**1,131,597**
保费业务收入	612,265	678,057	761,801	854,445
投资净收益	207,541	217,068	242,158	268,376
营业支出	**770,050**	**835,245**	**940,608**	**1,048,453**
退保金	33,275	72,292	81,843	92,545
赔付支出	133,340	153,807	174,128	196,899
提取保险责任准备金	418,773	401,785	451,408	506,304
保户红利支出	28,279	34,607	39,270	35,624
手续费及佣金支出	84,342	93,405	104,941	117,703
管理费用	39,714	43,982	49,414	55,423
利润总额	**54,488**	**64,790**	**74,736**	**82,788**
所得税	3,103	6,479	7,474	8,279
净利润	**51,385**	**58,311**	**67,262**	**74,510**
归母净利润	**50,268**	**57,044**	**65,800**	**72,890**
每股收益	**1.78**	**2.02**	**2.33**	**2.58**

资产负债表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
交易性金融资产	161,564	180,894	201,151	222,255
可供出售金融资产	1,215,603	1,356,904	1,511,151	1,668,428
持有至到期投资	1,189,369	1,259,048	1,440,413	1,569,232
长期股权投资	239,584	276,550	302,903	337,232
投资性房地产	14,217	15,714	17,587	19,369
定期存款	545,667	647,362	699,611	784,197
总资产	**4,252,410**	**4,760,953**	**5,294,214**	**5,849,604**
保户储金及投资款	288,202	323,959	361,153	399,673
未到期责任准备金	14,701	18,231	22,227	26,703
未决赔款准备金	21,991	26,426	31,362	36,813
寿险责任准备金	2,768,584	3,141,567	3,562,367	4,036,298
长期健康险责任准备金	167,949	188,786	210,461	232,909
总负债	**3,795,479**	**4,266,377**	**4,756,214**	**5,263,501**
归母所有者权益	**450,051**	**487,129**	**529,899**	**577,278**
所有者权益合计	**456,931**	**494,576**	**538,000**	**586,103**

内含价值 单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
新业务价值	**58,373**	**64,210**	**70,631**	**77,694**
内含价值	**1,072,140**	**1,176,005**	**1,293,215**	**1,421,600**
每股内含价值（元）	**37.93**	**41.61**	**45.75**	**50.30**

资料来源：Wind，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

万联证券

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
电话：021-60883482 传真：021-60883484
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场