2020 年 10 月 28 日
公司研究●证券研究报告

中国人寿（601628.SH）

公司快报

Q3 人力脱落、新单下滑，对 NBV 造成拖累

投资要点

◆ **事件：**公司发布 2020 年三季报，前三季度营收 6915.71 亿元、同比+10.82%，归母净利润 470.78 亿元、同比-18.41%；Q3 营收 1778.36 亿元、同比+6.62%、环比+1.06%，归母净利润 165.43 亿元、同比-17.71%、环比+23.04%。

归母净利润同比下滑主要系传统险准备金折现率假设更新等，增提 191.23 亿元准备金；此外去年上半年手续费及佣金税优政策下，今年实际税负同比提升。

◆ **新单下滑拖累 Q3 NBV 表现：**【人力】代理人规模出现阶段性下滑，Q3 末个险销售人力 158.1 万人，较 Q2 末的 169 万人下滑 6.45%。我们判断，在持续快速增员后，重心将逐步转移至代理人团队的管理，以提升投入产出比。增员步骤放缓是大概率事件，Q4 乃至 2021 年的增员预计都不会有较大幅度。夯实代理人质量，提升产能将是接下来的重点，叠加疫情的影响，预计短期保费波动较大。【保费】Q3 新单出现明显下滑，同比-16.62%，续期保费同比+3.34%，续期拉动效应明显。同时三季度逐步以国寿福、康宁系列等高价值率产品为主打，销售难度加大。此外，公司于 9 月即推出 2021 年开门红产品，预计 8 月已投入准备工作，保险业务端受到一定影响。【价值】新单下滑明显，对价值造成一定拖累，前三季度 NBV 同比+2.7%（上半年同比+6.7%）。随着 Q4 人力企稳，业务完成过渡到开门红，NBV 全年预计仍可保持个位数正增长。

◆ **前三季度总投资收益率 5.36%:**Q3 末公司总投资资产同比+12.83%至 3.88 万亿元，Q3 把握利率上升窗口加大长久期利率债配置、适度兑现权益品种浮盈，前三季度总/净投资收益同比-36bp/-36bp 至 5.36%/4.47%（H120 分别为 5.34%/4.29%）。

◆ **投资建议：**公司是上市同业中唯一 NBV 正增长，同时抢跑 2021 年开门红，加大产品力度和数量，保费表现值得期待。目前对应 2020E P/EV1.38x，维持买入-B。

◆ **风险提示：**开门红销售不及预期，长端利率下行，代理人脱落率提升

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	643,101	745,165	830,861	918,745	999,551
同比增长（%）	-1.55%	15.87%	11.50%	10.58%	8.80%
归母净利润（百万元）	11,395	58,287	48,035	60,785	79,991
同比增长（%）	-64.67%	411.51%	-17.59%	26.54%	31.60%
ROE（%）	4%	14%	11%	13%	16%
EPS（元）	0.40	2.05	1.70	2.15	2.83
EVPS（元）	26.73	31.78	35.51	40.03	44.98
PE	121.69	23.93	28.87	22.81	17.34
PEV	1.84	1.54	1.38	1.23	1.09

数据来源：wind，华金证券研究所

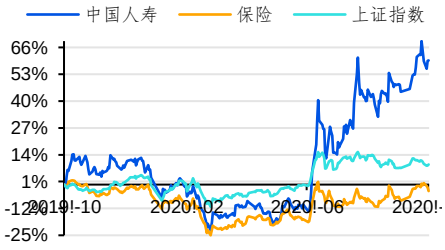
非银行金融 | 保险 III

投资评级	买入-B(维持)
股价(2020-10-28)	49.06 元

交易数据

总市值（百万元）	1,386,666.43
流通市值（百万元）	1,021,602.38
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	23.97/52.16 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.11	37.74	53.24
绝对收益	7.66	39.73	63.88

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

报告联系人 范清林
fanqinglin1@huajinsc.cn
021-20377065

相关报告

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

中国人寿：NBV+18.56%，重振国寿值得赞许 2020-03-26

中国人寿：NBV 增速高于同业、转型值得赞许 2019-10-30

中国人寿：NBV 同比+23%，业绩表现好于同业 2019-08-23

财务报表预测和估值数据汇总

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
已赚保费	532,023	560,278	640,850	714,353	786,028
投资净收益	103,248	176,899	181,666	195,630	204,323
营业收入	643,101	745,165	830,861	918,745	999,551
退保金	116,229	50,851	51,424	71,796	79,237
赔付支出	174,439	127,919	132,634	142,443	157,206
提取保险责任准备金	191,718	335,122	422,132	448,697	471,617
保户红利支出	19,646	22,375	32,700	35,213	36,778
手续费及佣金支出	62,705	81,396	70,708	78,976	87,160
业务及管理费	39,116	42,008	41,543	45,937	47,978
营业支出	628,814	685,175	774,310	847,183	905,378
营业利润	14,287	59,990	56,551	71,562	94,173
税前利润	13,921	59,795	56,551	71,562	94,173
所得税	1,985	781	7,917	10,019	13,184
净利润	11,936	59,014	48,634	61,543	80,989
归属于母公司股东的净利润	11.395	58.287	48.035	60.785	79.991
少数股东损益	541	727	599	758	998
险企财务指标	**2018A**	**2019A**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
EPS(元)	0.40	2.05	1.70	2.15	2.83
BVPS(元)	11.26	14.28	14.88	16.23	18.03
EVPS(元)	26.73	31.78	35.51	40.03	44.98
PE(X)	121.69	23.93	28.87	22.81	17.34
PB(X)	4.36	3.43	3.30	3.02	2.72
P/EV	1.84	1.54	1.38	1.23	1.09

资产负债表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	52,586	55,082	62,202	70,099	78,705
买入返售金融资产	9,905	4,467	5,044	5,685	6,383
交易性金融资产	138,716	141,606	159,910	180,211	202,336
定期存款	559,341	535,260	604,449	681,184	764,814
可供出售金融资产	870,533	1,058,9	1,195,8	1,347,6	1,513,1
持有至到期投资	806,717	928,751	1,048,8	1,181,9	1,327,0
长期股权投资	201,661	222,983	229,672	236,563	243,660
资产合计	3,254,4	3,726,7	4,113,6	4,613,8	5,158,8
保户储金及投资款	255,425	267,794	293,925	323,112	355,836
未到期责任准备金	11,432	13,001	14,270	15,687	17,275
未决赔款准备金	14,805	18,404	17,295	19,544	22,085
寿险责任准备金	2,082,4	2,386,1	2,594,3	2,820,6	3,066,7
长期健康险责任准备金	107,369	135,201	173,057	221,513	283,537
应付保单红利	85,071	112,593	114,179	128,798	144,864
负债合计	2,931,1	3,317,3	3,687,3	4,148,8	4,642,1
股本	28,265	28,265	28,265	28,265	28,265
归属于母公司所有者权益合计	318,371	403,764	420,474	458,718	509,684
少数股东权益	4,919	5,578	5,809	6,337	7,041
所有者权益合计	323,290	409,342	426,283	465,055	516,726
内含价值（百万元）	**2018A**	**2019A**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
调整后净资产	386,054	482,793	533,793	597,479	667,122
扣偿后有效业务价值	369,516	415,365	470,012	533,873	604,107
内含价值	755,570	898,158	1,003,8	1,131,3	1,271,2
一年新业务价值	44,201	52,726	54,647	63,861	70,234

资料来源：wind，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.huajinsc.cn