证券研究报告

公司研究——事项点评

中国人寿（601628.SH）

买入	增持	持有	卖出

上次评级：买入，2020.08.27

王舫朝　非银金融首席分析师

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 1H20 点评：新业务价值增速领先，人力量稳质升》2020.08

《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

Q3 保费和 NBV 承压，人力数量回落

2020 年 10 月 29 日

事件：中国人寿公布 2020 年三季报，实现营业收入 6915.7 亿元，同比+10.8%，实现归母净利润 470.8 亿元，同比-18.4%。加权平均每股收益 1.66 元，同比-18.4%。加权平均净资产收益率 11.43%，同比-5.23pct。

点评：

- **净利润同比-18.4%。**中国人寿前三季度实现营业收入 6915.7 亿元，同比+10.8%，实现归母净利润 470.8 亿元，同比-18.4%，主要受准备金折现率假设变动减少税前利润 191.2 亿元，以及手续费及佣金支出税前政策调整的影响。

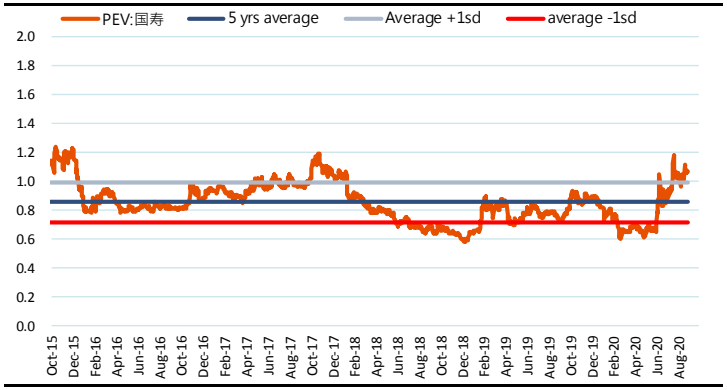
- **Q3 新单保费负增拖累 NBV 增速，个险人力数量回落。**Q3 负债端承压，前三季度总保费、首年期交、续期增速均回落，十年期以上由正转负。总保费同比+9.4%（1H20 YoY+13%），首年期交保费同比 7.1%（1H20 YoY+13.9%），其中十年期以上期交 YoY-4%（1H20 YoY+4%），续期保费同比+10.1%(YoY+12.4%)。队伍数量回落，个险代理人数量 158.1 万人，环比下降 6.45%，源于疫情的影响持续，同时公司主动清虚前期增员的不合格人力。前三季度新业务价值 YoY+2.7%（1H20 YoY+6.7%），增速回落但在行业中依旧保持领先，其中新单保费（首年+短期险）同比+7.8%（1H20 YoY+14.4%），Q3 单季下滑 16.7%，符合管理层预期，主要因为三季度公司提前备战开门红，以及售卖高 margin 产品（件均较低），同时新业务价值率略有上升。考虑到明年开门红公司竞争压力较大，在规模与去年相近的预期下，开门红 NBV 难有较大增长。健康险方面，重疾定义修订即将落地，不少老产品将退出，公司将通过产品形态的调整满足细分市场和细分客户的需求，加大老客户加保和新客户销售，健康险在疫情过后有望迎来快速增长。

- **投资收益率边际改善。**前三季度净投资收益率和总投资收益率分别为 4.47%和 5.36%，同比均-0.3ppts，但较上半年边际改善 0.18ppts 和 0.02ppts，主要由于公司把握利率上行窗口加大长久期利率债配置，资产负债久期缺口缩小，同时把握三季度权益市场的机会适度兑现收益。随着投资管理体系市场化改革的推进，投资能力有望不断提升。

- **投资评级：**Q3 新单承压导致前三季度 NBV 增速回落，人力数量边际下滑。考虑到明年开门红竞争压力较大，年金险保费增长难有明显提振。而疫情过后，居民收入的提升将转化为对健康保险的购买需求，同时重疾定义落地后险企将推出更多新产品满足市场需求，健康险销售有望迎来拐点，高 margin 有望带来 NBV 提升。投资端，受长端利率企稳利好，投资收益有望明显改善。考虑到 Q3 保费增长低于我们预期，我们下调了 EVPS 至 38.4/44.1/50.7，我们预计 PEV 2020-2022E PE 1.28x/1.11x/0.97x，维持目标价至 53.96 元，给予“增持”评级。

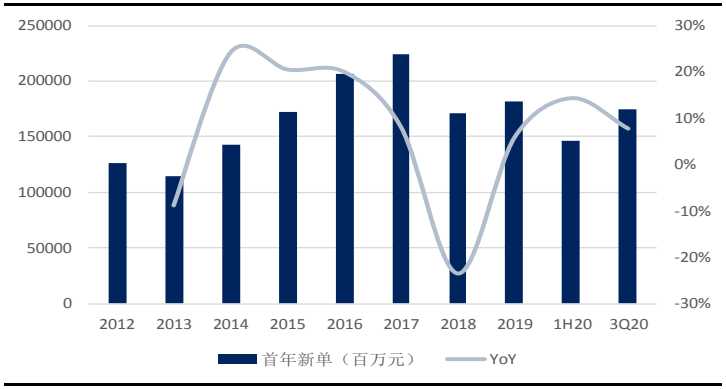
➢ **风险因素：** 受疫情影响，代理人展业恢复进度不及预期；代理人产能下滑导致人员脱落；资本市场大幅波动带来投资收益急剧下降；利率下行将缩窄固定利率工具利差空间，并影响会计利润；750 天均线下移带来准备金计提增加。

图 1：中国人寿滚动 PEV



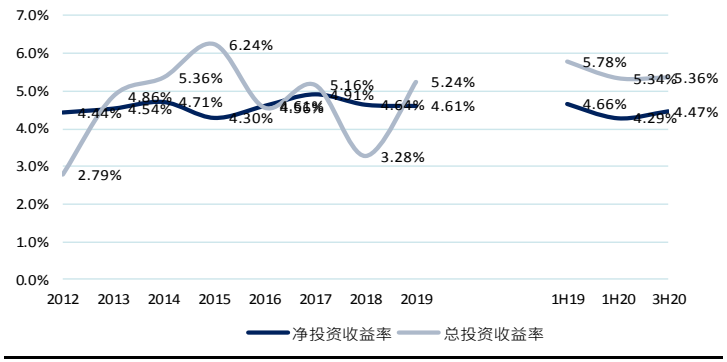
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：新单保费（百万元）及增速



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

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	643,101	745,165	806,362	883,157	975,079
增长率 YoY %	-1.5%	15.9%	8.2%	9.5%	10.4%
归属母公司净利润(百万元)	11,395	58,287	48,684	73,771	92,247

增长率 YoY%	-64.7%	411.5%	-16.5%	51.5%	25.0%
NBV margin%	28.9%	32.4%	30.5%	31.0%	31.5%
净资产收益率 ROE%	3.6%	14.4%	10.8%	14.0%	14.9%
EPS(摊薄)(元)	0.40	2.06	1.72	2.61	3.26
市盈率 P/E(倍)	121.69	23.79	28.48	18.80	15.03
市净率 P/B(倍)	4.36	3.43	3.06	2.64	2.24

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测 *注：股价为 2020 年 10 月 28 日收盘价*

损益表					单位:百万元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	643,101	745,165	806,362	883,157	975,079
已赚保费	532,023	560,278	613,058	677,828	748,560
保费业务收入	535,826	567,086	617,379	682,606	753,837
投资净收益	111,396	162,480	185,896	197,138	217,473
其他业务收入	8,024	8,055	7,409	8,191	9,046
营业支出	628,814	685,175	753,856	803,683	875,736
退保金	116,229	50,851	30,633	29,177	33,086
赔款支出	174,439	127,919	132,742	145,886	165,431
提取保险责任准备金	191,718	335,122	396,380	418,494	445,560
营业税金及附加	743	951	1,235	1,365	1,508
手续费及佣金支出	62,705	81,396	92,607	102,391	113,076
业务及管理费用	39,116	42,008	45,734	49,830	55,030
其他业务支出	19,708	21,486	21,608	22,526	24,123
营业利润	14,287	59,990	52,507	79,474	99,343
其他	-366	-195	-215	-236	-260
利润总额	13,921	59,795	52,292	79,238	99,084
所得税	1,985	781	2,615	3,962	4,954
净利润	11,936	59,014	49,678	75,276	94,129
少数股东权益	541	727	994	1,506	1,883
归属母公司净利润	11,395	58,287	48,684	73,771	92,247
基本 EPS (rmb)	0.40	2.06	1.72	2.61	3.26

资产负债表					单位:百万元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总资产	3254403	3726734	4250165	4832417	5464570

每股指标					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益（元）	0.40	2.06	1.72	2.61	3.26
每股净资产（元）	11.26	14.28	16.01	18.62	21.88
每股内含价值（元）	28.13	33.33	38.41	44.09	50.72
每股新业务价值（元）	1.75	2.08	2.11	2.34	2.59

内含价值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
调整后净资产	386054	482793	545800	634197	744634
有效业务价值	408998	459295	539776	612094	688880
内含价值	795052	942088	1085577	1246291	1433513
一年新业务价值	49510	58698	59729	66063	73158
ROEV(%)	14.8%	14.9%	14.8%	14.6%	14.4%

收入/支出增长率（%）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
已赚保费收入增长	4.7%	5.8%	8.9%	10.6%	10.4%
投资收益增长	-17.5%	45.9%	14.4%	6.0%	10.3%
营业收入增长	-1.5%	15.9%	8.2%	9.5%	10.4%
退保金增长	22.8%	-56.2%	-39.8%	-4.8%	13.4%
佣金及手续费增长	-3.2%	29.8%	13.8%	10.6%	10.4%

当期成本率（%）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
佣金率	11.8%	14.5%	15.1%	15.1%	15.1%
行政费用率	7.4%	7.5%	7.5%	7.4%	7.4%
赔付率	32.8%	22.8%	21.7%	21.5%	22.1%
退保率	21.8%	9.1%	5.0%	4.3%	4.4%
准备金提转差	36.0%	59.8%	64.7%	61.7%	59.5%

投资资产	3,105,790	3,574,928	3,942,763	4,349,459	4,798,595
非投资资产	148613	151806	307402	482958	665974
总负债	2,931,113	3,317,392	3,791,692	4,299,692	4,839,077
准备金负债	2216031	2552736	2917711	3308617	3723674
保户储金及投资款	255,425	267,794	306,082	347,089	390,631
其他负债	374586	384269	439209	498053	560533
所有者权益	318,371	403,764	452,448	526,219	618,466
股本	28265	28265	28265	28265	28265
资本公积	54,945	55,009	55,009	55,009	55,009
盈余公积	53026	58391	63536	68029	75161
一般风险准备	31,933	37,888	42,756	50,133	59,358
未分配利润	133022	170487	209434	268451	342248
负债及股东权益	3,254,403	3,726,734	4,250,165	4,832,417	5,464,570
少数股东权益	4919	5578	6024	6506	7027

当期综合成本率	109.8%	113.7%	113.9%	110.0%	108.5%

资产/负债增长率（%）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总资产增长率	12.3%	14.5%	14.0%	13.7%	13.1%
投资资产增长率	12.7%	15.1%	10.3%	10.3%	10.3%
总负债增长率	13.9%	13.2%	14.3%	13.4%	12.5%
寿险准备金增长率	9.4%	15.2%	14.3%	13.4%	12.5%
股东权益增长	-0.8%	26.8%	12.1%	16.3%	17.5%

估值分析	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
PE	121.69	23.79	28.48	18.80	15.03
PB	4.36	3.43	3.06	2.64	2.24
PEV	1.74	1.47	1.28	1.11	0.97
隐含新业务倍数	11.95	7.57	5.04	2.13	-0.64

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
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@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。