

601628.SH

增持

原评级: 增持

市场价格:人民币 44.77

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	30.4	27.5	74.6	57.1
相对上证指数	20.1	22.1	55.0	39.5

发行股数 (百万)	28,265
流通股 (%)	74
总市值 (人民币 百万)	1,265,411
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	1,349
净负债比率 (%)(2020E)	净现金
主要股东(%)	
中国人寿保险(集团)公司	68

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以 2020 年 8 月 28 日收市价为标准

相关研究报告

《中国人寿》 20200423
《中国人寿》 20200326
《中国人寿》 20191029

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融：保险

证券分析师： 兰晓飞
(8610)66229085
xiaofei.lan@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300511040003

中国人寿

负债端核心指标领先同业，个险渠道价量企稳

公司 2020 上半年实现归母净利润 305.4 亿元，同比-18.8%；新业务价值 368.9 亿元，同比+6.7%；上半年实现内含价值 10158.6 亿元，环比 2019 年末增加 7.8%。

- **去年高基数压制 2020 上半年净利润增长，保费增速优于同业：**2020 上半年公司实现归母净利润 305.4 亿元，同比-18.8%；净利润有所下滑主要受到去年开门红销售情况好于同业、2019 年上半年权益市场回暖及一次性减税冲回影响。2020 上半年公司实现保费收入 4,273.7 亿元，同比+13.1%。在疫情影响下，保费规模增速优于同业，受益于 2020 年提早布局开门红，个险渠道价量企稳。
- **代理人规模小幅下滑，但月均有效人力同比+40.4%：**（1）首年期交保费达 941.7 亿元，占长险首年保费占比达 99.0%，同比+0.24 个百分点。其中，十年期及以上首年期交保费实现 395.0 亿元，同比+3.7%；（2）内含价值 10,158.6 亿元，环比 19 年+7.8%；新业务价值 368.9 亿元，同比+6.7%；个险渠道新业务价值率为 39.3%，环比 19 年末-6.0 个百分点；（3）2020 上半年代理人规模为 177.4 万人，较年初-4.0%。公司现阶段注重队伍的质态，强化队伍培训，代理人队伍实现提质增效。月均有效销售人力增长迅速，同比+40.4%。
- **投资规模及投资收益双项提升：**（1）2020 上半年公司投资资产达 37,828.6 亿元，环比 19 年末+5.8%，实现总投资收益 961.3 亿元，同比+8.1%；（2）上半年权益类资产占比环比 19 年末增加 0.4 个百分点至 16.5%，总规模达 6,254.0 亿元。受益于权益市场回暖，拉动资产收益显著提升。总投资收益率为 5.3%，同比-0.5 个百分点；净投资收益率为 4.3%，同比下降 0.4 个百分点，主要受经济下行，股息派发延后的拖累。

投资建议

- 公司负债端指标优于同业，代理人规模虽有小幅下降，但月均有效人力同比+40.4%，产能有效提升。投资表现改善明显，投资规模及投资收益双项提升。公司 2020 P/EV 为 1.14，维持***增持***评级。

风险提示

- 保障型保险产品保费增速不及预期；市场波动对行业业绩、估值的双重影响；利率下行带来的险企投资不确定性。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (人民币 百万)	643,101	745,165	795,144	905,357	1,015,874
变动 (%)	(1.55)	15.87	6.71	13.86	12.21
归母净利润 (人民币 百万)	11,395	58,287	56,486	67,979	80,446
变动 (%)	(64.67)	411.51	(3.09)	20.35	18.34
EV（人民币百万）	795,052	942,087	1,081,825	1,258,376	1,467,706
EV 增速(%)	8.29	18.49	14.83	16.32	16.63
NBV（人民币百万）	49,511	58,698	61,552	67,690	75,666
NBV 增速(%)	(17.6)	18.56	4.86	9.97	11.78
P/EV	1.55	1.31	1.14	0.98	0.84

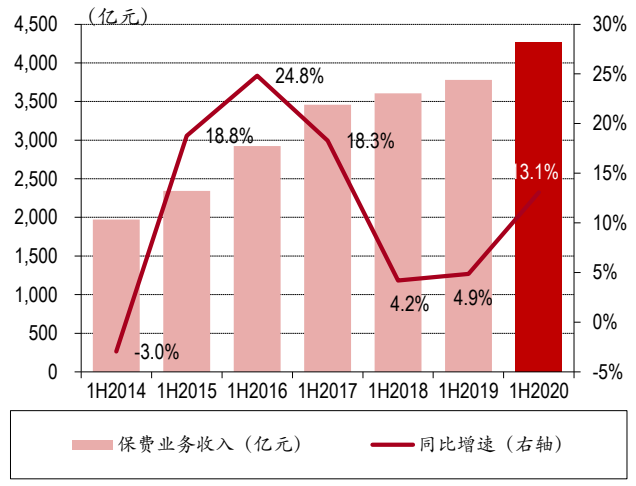
资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 1H 2020 业绩摘要

单位：亿元	1H 2019	1H 2020	同比（%）
营业收入	**4,572.3**	**5,137.4**	**12.4**
已赚保费	3,613.0	4,079.4	12.9
保费业务收入	**3,779.8**	**4,273.7**	**13.1**
减：分出保费	26.4	31.1	17.8
投资净收益	804.2	977.6	21.6
其他业务收入	36.1	42.3	17.2
营业支出	**4,182.8**	**4,780.9**	**14.3**
退保金	361.8	176.6	(51.2)
赔付支出	691.8	674.0	(2.6)
减：摊回赔付支出	18.3	16.8	(8.2)
提取保险责任准备金	2,270.5	2,888.9	27.2
减：摊回保险责任准备金	5.3	3.0	(43.4)
保户红利支出	108.4	145.1	33.9
税金及附加	4.8	6.4	33.3
手续费及佣金支出	**455.9**	**565.2**	**24.0**
管理费用	178.1	180.6	1.4
其他业务成本	102.6	112.5	9.6
资产减值损失	33.7	53.8	59.6
营业利润	**389.6**	**356.5**	**(8.5)**
利润总额	**388.9**	**355.6**	**(8.6)**
减：所得税	9.6	45.0	368.8
净利润	**379.3**	**310.6**	**(18.1)**
减：少数股东损益	3.3	5.3	60.6
归属于母公司所有者的净利润	**376.0**	**305.4**	**(18.8)**
加：其他综合收益	202.2	22.8	(88.7)
综合收益总额	581.5	333.5	(42.6)
减：归属于少数股东的综合收益总额	3.7	5.5	48.6
归属于母公司普通股东综合收益总额	577.8	328.0	(43.2)

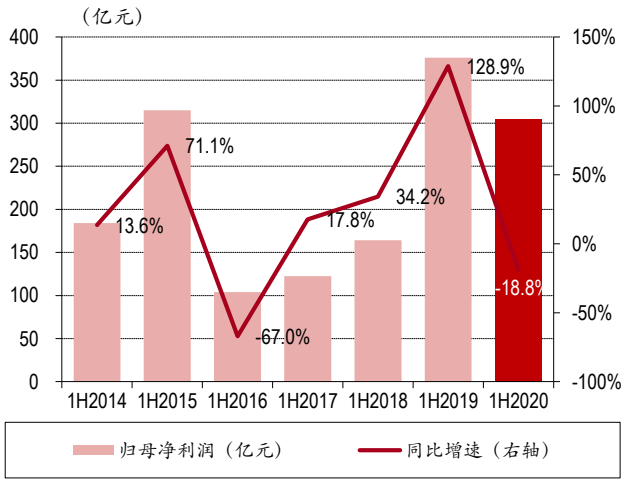
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 1H 2014-1H 2020 保费收入及同比增速



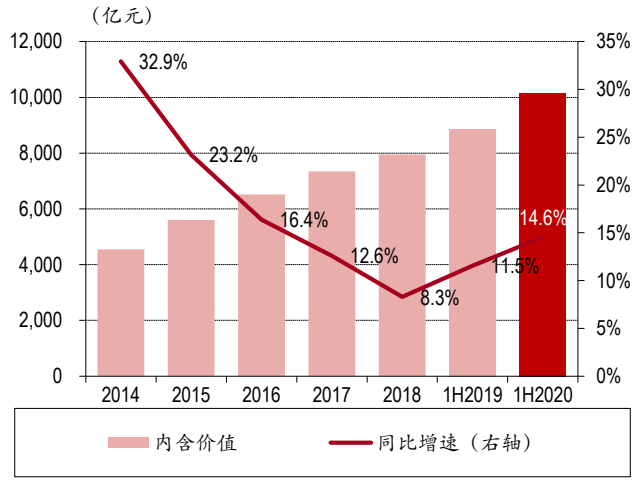
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 1H 2014-1H 2020 归母净利润及同比增速



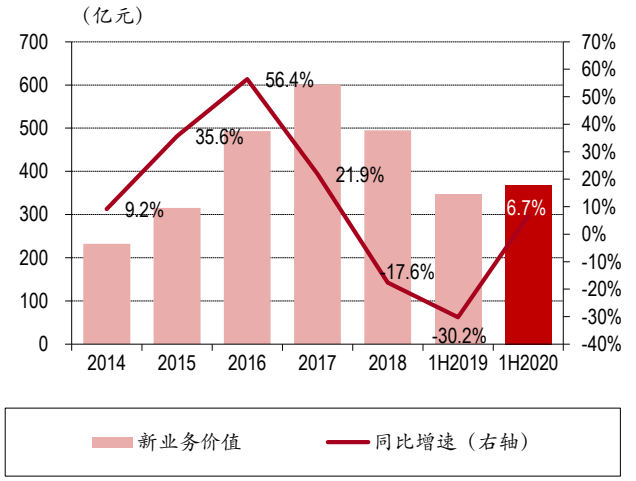
资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 2014-1H 2020 内含价值及同比增速



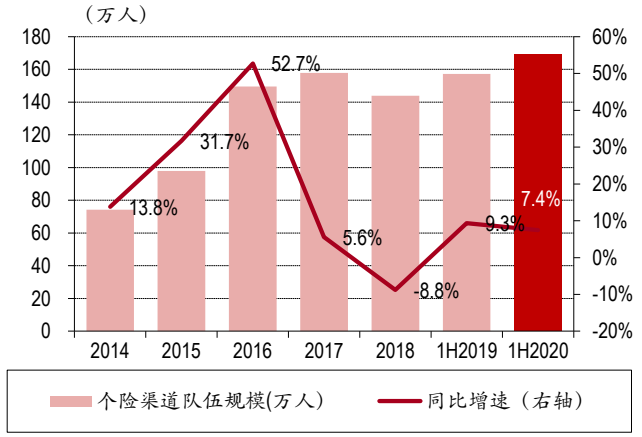
资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 2014-1H 2020 新业务价值及同比增速



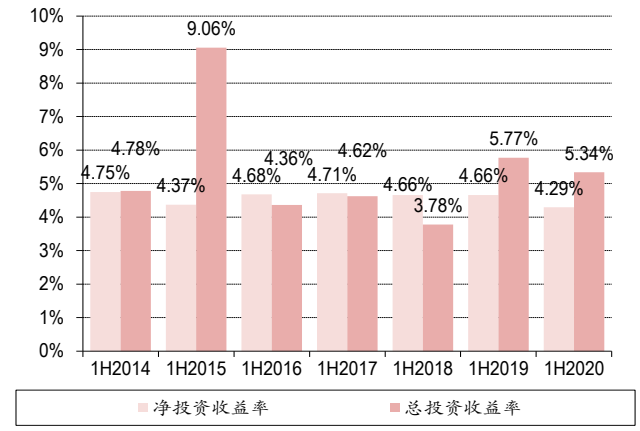
资料来源：公司公告，中银证券

图表 6.2014-1H 2020 代理人数量及同比增速



资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 1H 2014-1H 2020 公司总/净投资收益率



资料来源：公司公告，中银证券

损益表 *(人民币百万)*

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一、营业收入	643,101	745,165	795,144	905,357	1,015,874
已赚保费	532,023	560,278	641,448	697,839	759,947
保险业务收入	535,826	567,086	640,807	697,839	759,947
其中：分保费收入	7	5	5	6	5
减：分出保费	(4,503)	(5,238)	(1,922)	(1,396)	(1,520)
提取未到期责任准	700	1,570	1,282	1,396	1,520
投资收益	111,396	162,480	141,650	198,851	250,054
公允价值变动收益	(8,148)	(14,419)	3,136	8,777	5,956
汇兑损失	(194)	(67)	(70)	(110)	(82)
二、营业支出	(628,814)	(685,175)	(736,947)	(834,645)	(932,275)
退保金	(116,229)	(50,851)	(58,713)	(95,248)	(115,733)
赔款支出	(174,439)	(127,919)	(51,055)	(126,998)	(154,311)
减摊回赔款支出	2,359	3,704	1,478	1,778	2,160
提取保险责任准备金	(191,718)	(335,112)	(622,213)	(682,814)	(703,075)
减摊回保险责任准备	808	721	229,746	412,743	462,932
保单红利支出	(19,646)	(22,375)	(127,637)	(158,747)	(192,888)
营业税金及附加	(743)	(951)	(25,632)	(27,914)	(30,398)
保险业务手续费及佣	(62,705)	(81,396)	(32,040)	(55,827)	(91,194)
业务及管理费用	(39,116)	(42,008)	(25,632)	(55,827)	(60,796)
减摊回分保费用	533	570	348	837	912
其他业务支出	(19,708)	(21,486)	(19,224)	(39,079)	(42,557)
资产减值损失	(8,210)	(8,062)	(6,373)	(7,548)	(7,328)
营业利润	14,287	59,990	58,197	70,713	83,600
加：营业外收入	74	140	109	108	119
减：营业外支出	(440)	(335)	(366)	(380)	(360)
利润总额	13,921	59,795	57,939	70,440	83,358
减：所得税	(1,985)	(781)	(579)	(1,409)	(1,667)
五、净利润	11,936	59,014	57,360	69,031	81,691
少数股东损益	541	727	874	1,052	1,245
归属母公司股东净利	11,395	58,287	56,486	67,979	80,446
七、其他综合损益	(2,025)	34,912	8,359	0	0
八、综合收益总额	9,911	93,926	65,719	69,031	81,691

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表 (人民币百万)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产	3,254,403	3,726,734	4,620,123	5,566,646	6,549,254
货币资金	52,586	55,082	68,286	82,276	96,800
定期存款	559,341	535,260	663,575	799,521	940,650
交易类金融资产	138,716	141,606	175,552	211,518	248,854
可供出售	870,533	1,058,957	1,312,815	1,581,771	1,860,980
持有到期	806,717	928,751	1,151,395	1,387,281	1,632,160
投资性房地产	9,747	12,141	15,051	18,135	21,336
其他可投资资产	0		0	0	0
投资资产	2,437,640	3,460,472	4,063,652	4,780,955	3,460,472
独立账户资产	9	10	12	15	18
其他非投资资产	816,754	994,927	1,233,435	1,486,14,15	1,748,456
负债	2,931,113	3,317,392	4,159,183	5,053,670	5,974,699
股本	28,265	28,265	28,265	28,265	28,265
其他权益工具	7,791	7,791	7,791	7,791	7,791
资本公积	54,945	55,009	55,009	55,009	55,009
其他综合收益	(5,614)	29,163	37,395	37,395	37,395
盈余公积	68,029	75,161	77,985	81,384	85,407
一般风险准备	31,933	37,888	43,537	50,335	58,379
未分配利润	133,022	170,487	204,379	245,166	293,434
归属母公司股东权	318,371	403,764	454,360	505,345	565,680
少数股东权益	4,919	5,578	6,579	7,631	8,876
负债及股东权益	3,254,403	3,726,734	4,620,123	5,566,646	6,549,254

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lot1Hbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371