

强烈推荐-A (维持)

中国人寿 601628.SH

目标估值: 38-38 元

当前股价: 29.05 元

2019 年 10 月 16 日

革故鼎新，重振国寿

基础数据

上证综指	2991
总股本 (万股)	2826471
已上市流通股 (万股)	2082353
总市值 (亿元)	8211
流通市值 (亿元)	6049
每股净资产 (MRQ)	13.0
ROE (TTM)	8.8
资产负债率	89.3%
主要股东	中国人寿保险 (集团)
主要股东持股比例	68.37%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	2	37
相对表现	0	3	11



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中国人寿 (601628) —重振国寿再出发, 改革新篇超预期》2019-08-25
- 2、《中国人寿 (601628) —重振国寿显威力, 业绩、价值增长可期待》2019-04-26
- 3、《中国人寿 (601628) 2018 年年报点评—扬帆再启航, 再造新国寿》2019-03-28

郑积沙

zhengjisha@cmschina.com.cn  
S1090516020001

刘淇

liuqi9@cmschina.com.cn  
S1090519080005

刘雨辰

liuyuchen3@cmschina.com.cn  
S1090518100002

研究助理

曾广荣

zengguangrong@cmschina.com.cn

我们通过对国寿进行深度分析来看, 公司新任管理层及战略可期, 同时存在较大的预期差, 并且基本面未来能持续增长且超越同业。

- 我们通过分析上一届管理层的战略及经营结果来还原过去的国寿面貌, 上一届管理层带领下的国寿虽然战略目标不达预期且转型力度低于同业, 但并没有市场想象中的那么差, 过去 7 年的各项指标 (负债、价值) 增速并未严重落后太保/新华; 同时我们通过研究新任管理层的战略及目标来展现当前国寿的变化, 新任管理层过往战绩辉煌, 同时“重振国寿”的目标和经营方针都紧紧围绕价值持续增长, 公司组织架构大幅调整、考核指标发生质的变化都彰显公司不一样的转型决心, 因此我们认为在有勇有谋的新任管理层的带领下, 国寿有望重振雄风, 实现大股东的期望, 再次迸发勃勃生机。
- 市场围绕着国寿的过去、现在及未来均存在较大的预期差。无论是过去的国寿是否真的有这么差, 还是改革中的国寿是否在真的转型, 或者明年开门红能否“红”, 甚至是未来管理层退休后的国寿是否可以持续增长, 市场均存在较大的分歧和怀疑。但我们通过横向及纵向比较发现: 第一, 国寿过去不可否认转型力度弱于主要竞争对手 (平安), 但资产、负债、价值的关键指标并未明显落后太保/新华, 甚至部分指标还优于同业; 第二, 2019 年转型并非纸上谈兵, 无论是重价值还是强队伍的经营方针均在实际中被有效的执行, 而且 2019 年的高增长也并非完全是基数低的原因, 还有自身基本面的转暖。从 2018 及 2019 年两年中报平均增速来看, 仅新单增速略低于同业, 而其他价值和队伍的指标增速综合优于同业; 第三, 2020 年开门红预售时间明显提前, 叠加代理人规模再攀高峰, 并考虑到公司组织架构、生产效率优化等, 预计 2020 年开门红 NBV 增速并不会归于平淡; 第四, 未来此届管理层退任后公司仍可持续增长, 基于当前战略并非激进不顾后果, 重价值仍是首要经营目标, 同时无论是队伍还是产品并未持续采取激进猛药, 并且当前各项指标也是循序渐进。
- 负债端结构改善空间大, 资产端深化改革有望利好公司业绩和 EV 的稳定增长。公司新单结构仍以储蓄型为主, 保障型产品占比仍旧较低, 但从另一个角度来看, 公司业务结构改善空间较大, 价值率还有很大的提升空间。国寿的销售队伍规模日益壮大, 但质量指标 (产能、收入) 和同业一样并未出现明显提升。我们根据国寿新单的季度分布与代理人的增长情形, 预测 2020 年国寿新单有望实现 5% 左右的正增长。展望更长远的未来, 在体制机制改革、考核和培训机制强化的背景下, 公司队伍有望实现整体提质扩量的目标, 推动新单维持稳健增长。公司资产配置中权益资产占比持续提升, 同时收益率的定期存款比重较高, 导致公司投资收益率波动较大, 虽然平均收益率低于同业, 但其实差异非常小。展望未来, 公司轻装上阵, 同时投资管理中心市场化改革, 建立完善的投资管理体系, 并且加强投资管理人员的低业绩考核

体系，有望加速公司资产端转型深化的进程，降低收益率的波动，进而增强公司业绩和内含价值增长的稳定性。

我们分析国寿新业务价值的历史增长情况，纵向来看，公司 NBV 的波动主要来自于 FYP 的变动，而 Margin 呈现相对缓慢的提升趋势；横向来看，相对较低的 Margin 导致公司历史 NBV 平均增速低于同业。目前公司较低的利润率水平反而是公司未来发展的方向，在未来价值导向的转型背景下，公司的利润率提升幅度将会是同业中最高，也将是公司未来三年新业务价值复合增速接近 20% 的核心驱动力。而在新业务价值增长的背景下，公司内含价值未来三年中枢增长为 17%。

**投资建议：我们把国寿列为首推标的。公司新任管理层有勇（能力）有谋（战略），强力带领公司转型及持续发展。市场对于国寿一直存在部分误解，造成比较大的预期差。随着公司转型深入及成果的逐步展现，公司未来价值提升的空间将会高于同业。对于公司基本面来看，公司通过新单情况与队伍的相互促进，队伍的规模有望再攀高峰，新单也将维持稳健增长，我们预计 2020 年开门红有望实现两位数新单增长。考虑到公司业务结构仍有显著改善空间，未来价值率的增长空间将是同业最高，也是公司价值增长的核心驱动力。综上所述，管理层能力、公司基本面（负债、资产、价值）、市场预期差均有非常大的看点，且改善并非昙花一现。当前公司 2019 年 PEV 仅 0.88X，目标估值为 2019 年 1.15X（若考虑到即将估值切换，则 2020 年估值仍未超过 1X），目标价 38 元，空间 30%。**

风险提示：2020 年开门红同业竞争加大，叠加 2019 国寿基数最高，新单及价值增长低于同业；转型力度低于预期，价值率的提升低于市场预期

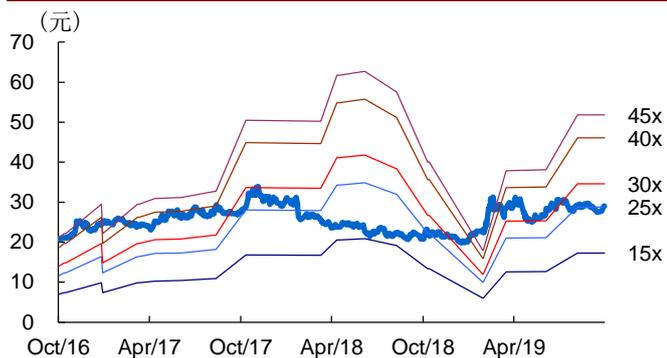
表 1：中国人寿盈利预测表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	653,195	643,101	813,834	943,632	1,080,744
已赚保费	506,910	532,023	690,320	793,551	912,583
保险业务收入	511,966	535,826	697,205	801,466	921,686
其中：分保费收入	3	7	4	5	5
减：分出保费	3,661	4,503	4,986	5,731	6,591
提取未到期责任准备金	1,395	-700	1,900	2,184	2,511
投资收益（含公允价值变动）	134,983	111,396	115,166	140,485	157,124
汇兑损失	52	-194	0	0	0
其他业务收入	11,250	-124	8,348	9,597	11,036
营业支出	-611,313	-628,814	-763,364	-870,764	-983,524
退保金	-94,629	-116,229	-135,636	-162,763	-182,475
赔款支出	-198,088	-174,439	-209,327	-230,259	-264,798
减摊回赔款支出	1,427	2,359	1,711	1,891	2,128
提取保险责任准备金	-175,322	-191,718	-220,476	-242,523	-266,776
保单红利支出	-21,871	-19,646	-37,307	-41,223	-46,400
分保费用	0	0	0	0	0
营业税金及附加	-733	-743	-782	-1,603	-1,843
手续费及佣金支出	-64,789	-62,705	-95,203	-109,440	-125,856
业务及管理费用	-37,685	-39,116	-51,320	-72,132	-82,952
减摊回分保费用	664	533	904	1,039	1,195
利息支出	0	0	0	0	0
其他业务支出	-18,010	-19,708	-15,928	-13,751	-15,749
资产减值损失	-2,846	-8,210	0	0	0
营业利润	41,882	14,287	50,471	72,868	97,220

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
加：营业外收入	112	74	0	0	0
减：营业外支出	-323	-440	0	0	0
利润总额	41,671	13,921	50,471	72,868	97,220
所得税	-8,919	-1,985	-2,524	-3,643	-4,861
净利润	32,752	11,936	47,947	69,225	92,359
减：少数股东权益	499	541	1,121	1,619	2,160
所属公司股东净利润	32,253	11,395	46,826	67,606	90,199

资料来源：公司公告，招商证券

图 1：中国人寿历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：中国人寿历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑积沙，非银金融行业首席分析师，美国纽约大学硕士。7年证券从业经历。2015年获得金牛奖第5名（团队），2017年新财富第7名，2018年金牛奖第3名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。