

公司评级：推荐（维持）

报告日期：2020年03月27日

#### 市场数据

目前股价	26.98
总市值（亿元）	6643.91
流通市值（亿元）	5618.19
总股本（万股）	2,826,471
流通股本（万股）	2,082,353
12个月最高/最低	35.8/24.33

#### 分析师

分析师：刘文强 S1070517110001

☎ 021-31829700

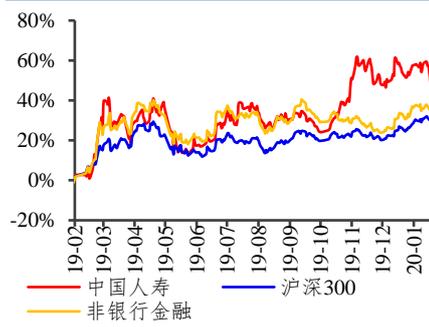
✉ liuwq@cgws.com

联系人（研究助理）：张永 S1070118090027

☎ 010-88366060-8865

✉ zhangyong@cgws.com

#### 股价表现



数据来源：贝格数据

#### 相关报告

<<王苏新政砥砺前行，2020年有望再创新高>>2020-01-20

<<“鼎新工程”下新业务价值增速领跑同业，预计“开门红”表现领先行业>>

2019-10-29

<<人身险业务量价齐升，代理人队伍改善+科技赋能奠定发展基础>> 2019-08-22

## “重振国寿”改革成效显著，高质量发展领跑同业

——中国人寿（601628）2019年业绩点评

#### 盈利预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	643,101	745,165	794,010	879,644	973,582
(+/-%)	-1.55	15.87	6.55	10.79	10.68
净利润	11,936	59,014	55,137	62,926	75,437
(+/-%)	-63.56	394.42	-6.57	14.13	19.88
摊薄 EPS	0.42	2.09	1.95	2.23	2.67
PE	66.92	13.08	14.00	12.27	10.23

资料来源：长城证券研究所

#### 核心观点

##### ■ 核心要点

##### ■ 1. 核心保险和财务指标亮眼，NBV 价值增长领跑行业

2019 年公司实现营业收入 7,451.7 亿元（YoY+37.8%），其中保费收入 5,670.9 亿元（YoY+5.8%），Q4 同比提升 4.1%，环比下降 41.2%。公司总投资收益 1,690.4 亿元，同比大幅增长 77.7%。受投资收益增加、手续费及佣金支出税前扣除政策调整影响，归母净利润达 582.9 亿元，同比增长 411.5%。拟每股派发现金股息 0.73 元（含税）。

公司 EV 为 9,420.9 亿元（YoY+ 18.5%），其中有效业务价值为 4,827.9 亿元（YoY+ 25.1%），营运偏差扭正至 1.3 亿元、投资偏差增至 319.1 亿元，占期初 EV 比重分别为 0.02% 和 4.0%。NBV 达成 587.0 亿元，同比上升 18.6%（H1、H2NBV 增速分别为 22.7%、13.0%），个险及银保渠道 NBV margin 分别增长 3.2pct 和 5.1pct 至 45.3% 和 23.8%，NBV 增速和 NBV margin 行业领先。主要得益于公司积极优化业务结构：聚焦长期期缴业务，大力发展保障型保险，以及个险渠道队伍驱动业务增长。

##### ■ 2. 业务结构持续优化，大力发展长期期交业务和保障型业务

公司健康险业务增长迅速，实现保费收入 1055.8 亿元（YoY+26.3%），占总保费收入比重 18.62%，较同期提升 3.02pct。寿险和意外险业务增速趋缓，分别为 2.1% 和 1.8%。公司大力发展长期期交业务，首年期交保费达 1,094.2 亿元，占长险首年保费比重为 97.9%，同比提升 7.7pct，其中 10 年期及以上首年期交保费达 591.7 亿元（YoY+42.1%），占首年期交保费比重 54.1%，同比提升 14.2pct。公司业务增长及期交业务调整导致手续费及佣金增加，同比上升 29.8%。

公司坚持回归保险本源，着力发展保障型业务，产品结构日益多元，首年期交前十大主销产品中 6 款为保障型产品；特定保障型产品保费占首年期交保费的比重同比提升 8.6 个百分点，特定保障型业务保单件数与件均保

费同步提升。业务品质保持较高水平，退保率为 1.89%，同比下降 2.8pct。受业务增长、保单期满及退保减少叠加影响，公司提取保险责任准备金同比上升 74.8%。

### ■ 3. 个险渠道销售队伍实现“量质齐升”，队伍驱动业务增长成效明显

公司聚焦价值、强化效益导向，“鼎新工程”基本完成组织架构优化和人员调整。“一体多元”发展体系初步形成，构建大个险发展体系，全面整合个人业务销售资源，将现有保险规划师队伍、电话销售队伍与收展队伍融合，传统营销与新型收展部门分设管理，两支队伍实行独立运作。2019 年公司考核激励增员效果明显，个险销售队伍达 161.3 万人（YoY+12.1%），队伍中更年轻、学历更高的收展队伍规模达到 57.7 万人（YoY+42.1%），增速优于渠道整体增速。队伍质态有效改善，个险渠道月均有效销售人力同比增长 34.9%，其中月均销售特定保障产品人力规模同比大幅增长 43.8%。公司积极发挥个险企划、个险运营、培训与综合金融共享支持平台作用，深化个险业务转型升级，贡献个险渠道保费收入 4,366.2 亿元（YoY+6.9%），占总保费比重较同期提升 0.8pct 至 76.2%。

同时，公司巩固提升多元板块传统优势，团险渠道着重提升专业经营能力，保费收入增长 9.2%；银保渠道统筹好规模与价值，银保渠道 10 年期及以上首年期交保费同比增长 47.2%；健康险渠道注重专业化发展。

### ■ 4. 价值链引领重塑投资团队，投资端业绩大幅改善

2019 年，公司通过对投资端进行市场化改革，完善符合投资价值创造的投资管理体系，持续优化资产配置结构。受权益市场拉动，公司实现总投资收益 1690.4 亿元（YoY+77.7%），其中公允价值变动损益为 144.19 亿元（2018 年同期为-81.48 亿元），投资资产买卖价差收益 18.3 亿元（2018 年同期-195.9 亿元）。总投资收益率为 5.24%，较同期上升 195bp；公司实现净投资收益 1491.1 亿元（YoY+12.1%），净投资收益 4.61%，在利率震荡下行背景下保持稳定水平；综合投资收益率 7.28%，同比增长 4.18pct，源于可供出售金融资产公允价值变动大幅增长至 694.9 亿元（2018 年同期为-246.08 亿元）。

从资产配置来看，公司加大对长久期债券、高股息股票和非标资产等生息资产的配置力度。债券投资资产占比下降 2.72pct 至 39.48%；权益类金融资产占比达 16.95%，较同期上升 3.27pct。其中，股票+基金配置比例由 2018 年底的 9.18% 提升至 11.05%，并获得较高投资利润；在风险可控的前提下增加债权类和股权类非标资产投资比重，有助于提升信用溢价和流动性溢价。2020 年公司将继续投资债券型金融产品，多配比长久期债券类标的。我们认为，随着投资管理体系市场化改革的稳步推进，激励机制更加完善，同时秉持着长期投资、价值投资和稳健投资的理念，公司投资收益有望取得较好表现，同时需防范国际市场动荡对境外投资影响。

### 5. 全面启动“科技国寿”三年行动，疫情短期影响不改长期增长趋势

2019 年公司全面启动“科技国寿”建设三年行动，重赋能、重创新，加快推进数字化转型，助力公司高质量发展。公司运用人工智能、物联网、大数据等先进技术，赋能保险全价值链，实现了销售模式、支撑网点以及

客户体验的升级，线上获客同比提升 47%，线上增员占比达到了 70%，线上培训新人超 490 万人次；个险保单自动化审核通过率达 89.4%，全流程理赔自动化案件 1130 余万。

公司利用科技赋能和科技创新，积极应对疫情的短期冲击。从销售支持、队伍管理、人员培训方面采取措施，增强在线服务和在线销售推广，加强线上活动量监控，强化代理人队伍培训，增强非现场的销售能力。同时根据疫情严重程度，调整相关考核标准。鉴于公司“开门红”产品销售超预期，为 2020 年应对市场变化赢得空间。短期业务开展受疫情冲击，长期随着疫情结束逐步恢复，有望达成年内目标，NBV 有望保持持续领先。

## ■ 6. 估值与投资建议

2019 年中国人寿核心保险和财务指标表现优异。负债端聚焦个险期交战略，产品结构持续优化，代理人规模和质态表现良好，NBV 增速远超同业。负债端投资能力大幅改善。公司将保持战略定力，构建以客户为中心、以市场为导向的组织架构体系、推进投资体系改革，多项举措增强销售队伍硬实力，着力大中城市振兴。公司“开门红”产品销售超预期，为业务结构的进一步改善留出空间。公司全面启动“科技国寿”三年行动，加快推进数字化转型，助力公司高质量发展。展望 2020 年，公司“重振国寿”战略将迈向新台阶。我们看好公司的发展前景，预计 2020 年-2022 年的摊薄 EPS 分别为 1.95/2.23/2.67 元，对应 PEV 分别为 0.69/0.59/0.51 倍，维持“推荐”评级。

**风险提示：中美贸易摩擦波动风险；市场系统性下跌风险；业绩不及预期风险；长端利率下行风险；监管风险；流感肺炎疫情蔓延风险**

附图表：

图 1：中国人寿归母净利润及同比增速



资料来源：公司财报，长城证券研究所。

图 2：中国人寿营业收入及同比增速



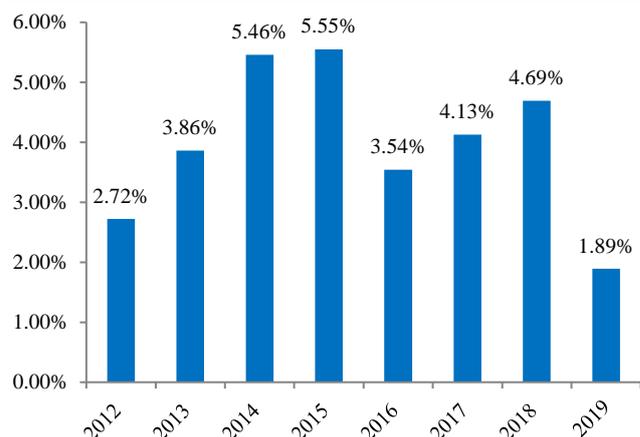
资料来源：公司财报，长城证券研究所。

图 3：中国人寿分险种保费收入及同比增速



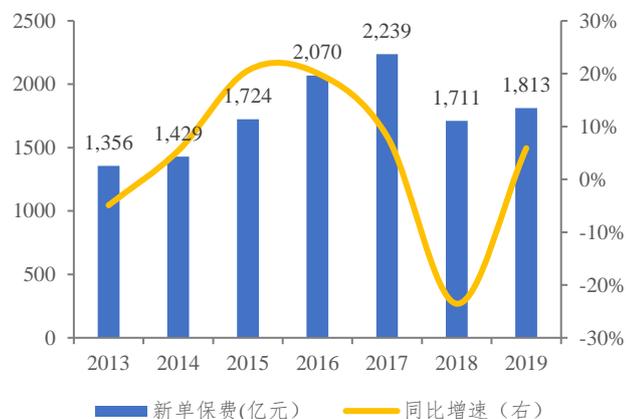
资料来源：公司财报，长城证券研究所。

图 4：中国人寿退保率



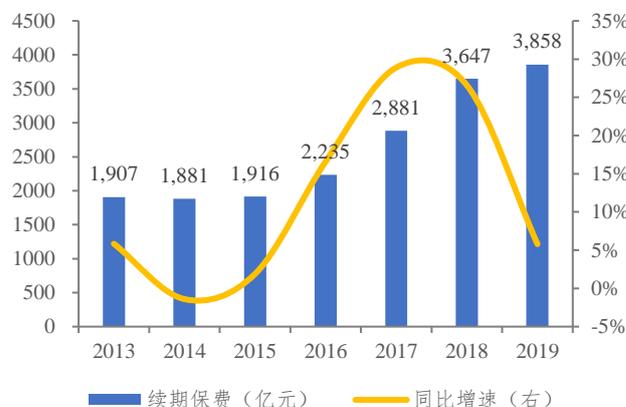
资料来源：公司财报，长城证券研究所。

图 5：中国人寿新单保费及同比增速



资料来源：公司财报，长城证券研究所。

图 6：中国人寿续期保费及同比增速



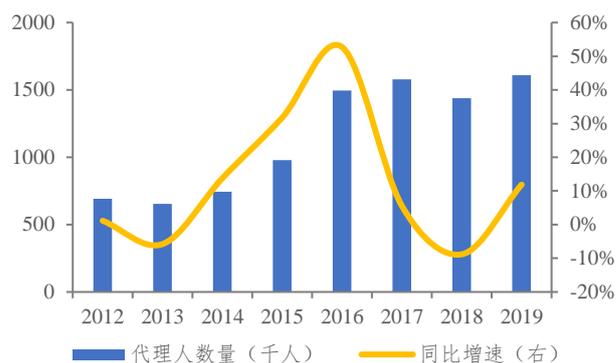
资料来源：公司财报，长城证券研究所。

图 7: 中国人寿首年期交保费收入及增速



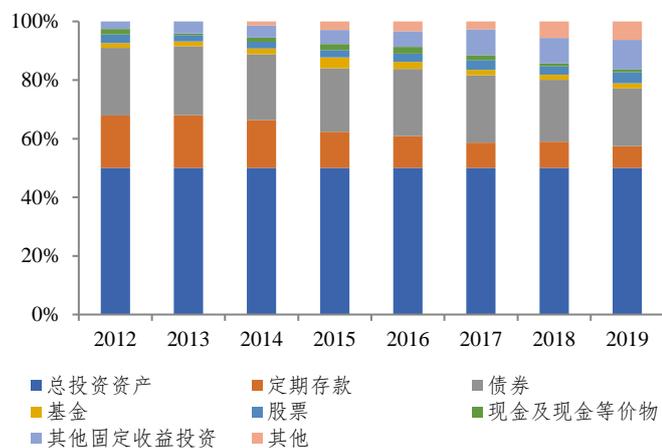
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 8: 中国人寿代理人数量单位: 千人



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 9: 中国人寿投资资产配置



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 10: 中国人寿投资收益率



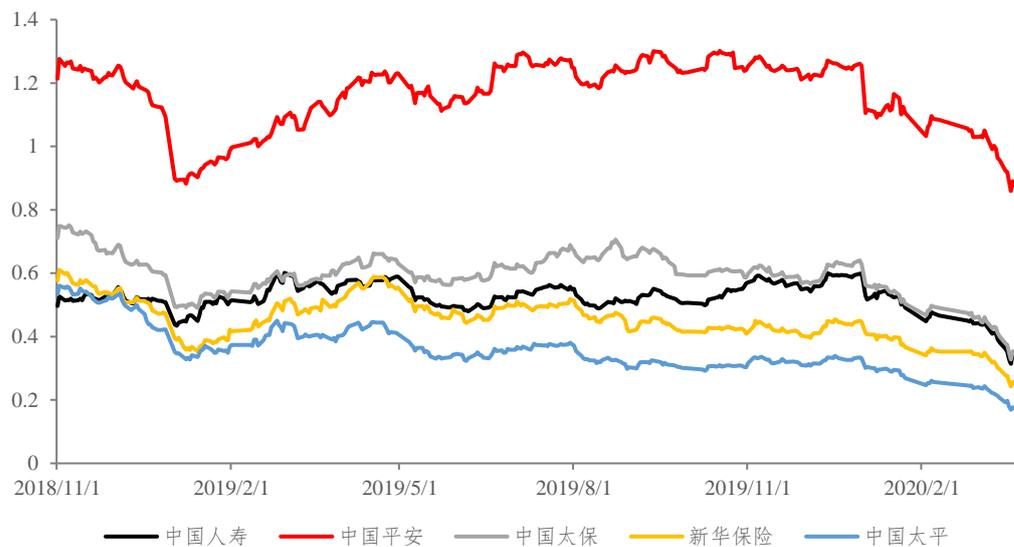
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 11: 中国人寿等 A 股估值图



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 12: 中国人寿等 H 股估值图



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 13: 中债国债 750 日移动平均线变化



资料来源: wind, 长城证券研究所

## 附：盈利预测表

利润表(百万)	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入合计	745,165.00	794,009.56	879,643.86	973,582.10	净利润构成				
营业支出合计	-685,175.00	-732,012.22	-809,743.15	-889,869.02	保险业务				
营业利润	59,990.00	61,997.35	69,900.70	83,713.07	银行业务				
加：营业外收入	140.00	108.67	107.56	118.74	投资业务(信托、证券)				
减：营业外支出	-335.00	-366.00	-380.33	-360.44	成长性				
利润(亏损)总额	59,795.00	61,740.01	69,627.93	83,471.37	营业收入增长	15.87%	6.55%	10.79%	10.68%
减：所得税费用	-781.00	-6,602.65	-6,701.58	-8,033.99	营业成本增长	8.96%	6.84%	10.62%	9.90%
净利润	59,014.00	55,137.37	62,926.35	75,437.38	净利润增长	394.42%	-6.57%	14.13%	19.88%
归属于母公司股东的净利润	58,287.00	54,458.12	62,151.15	74,508.06	综合收益总额增长	847.69%	-42.78%	13.87%	19.87%
少数股东损益	727.00	679.24	775.20	929.32	投资资产增长率	14.87%	-4.83%	6.20%	5.89%
其它综合收益	34,912.00	-1,393.87	-1,729.55	-2,079.78	净资产增长率	26.62%	6.66%	7.78%	5.05%
综合收益总额	93,926.00	53,743.49	61,196.80	73,357.60	总资产增长率	14.51%	6.07%	6.20%	5.89%
归属母公司股东的综合收益总额	792.00	453.17	516.02	618.56	盈利能力				
归属少数股东的综合收益总额	93,134.00	53,290.32	60,680.78	72,739.03	ROE	14.44%	12.66%	13.40%	15.30%
资产负债表	2019A	2020E	2021E	2022E	ROA	1.69%	1.44%	1.54%	1.75%
投资资产	3,578,967.0	3,406,099.64	3,617,155.52	3,830,314.37	营运效率				
非投资资产	147,757.00	168,474.13	178,913.48	189,456.85	综合成本率				
资产合计	3,726,734.0	3,953,040.22	4,197,986.77	4,445,373.99	净投资收益率	4.54%	5.09%	5.53%	5.38%
保险合同准备金	2,552,736.0	2,720,287.21	2,917,381.18	3,109,362.64	总投资收益率	4.72%	4.80%	4.90%	3.80%
保户储金及投资款	267,794.00	313,546.77	336,264.29	358,392.53	保单继续率(13个月)	91.10%	91.10%	91.10%	91.10%
应付保单红利	112,593.00	93,788.44	87,589.81	95,084.60	偿付能力				
其他负债	384,269.00	388,813.09	386,186.37	388,227.17	寿险偿付能力充足率	272.61%	272.61%	272.61%	272.61%
负债合计	3,317,392.0	3,516,435.52	3,727,421.65	3,951,066.95	产险偿付能力充足率				
股本	28,265.00	28,265.00	28,265.00	28,265.00	银行资本充足率				
资本公积	55,009.00	56,659.27	58,359.05	60,109.82	集团偿付能力				
盈余公积	75,161.00	77,883.91	80,991.46	84,716.87	每股指标(元)				
一般风险准备	37,888.00	43,333.81	49,548.93	56,999.73	摊薄 EPS	2.09	1.95	2.23	2.67
未分配利润	170,487.00	192,015.24	211,367.04	218,204.04	每股净资产	14.48	15.45	16.65	17.49
外币报表折算差额	-	-	-	-	每股经营现金流				
归属于母公司股东权益合计	403,764.00	430,236.52	463,818.70	487,111.41	每股经营现金/EPS				
少数股东权益	5,578.00	6,368.18	6,746.42	7,195.63	每股内含价值	33.33	39.09	45.51	52.76
负债及股东权益	3,726,734.0	3,953,040.22	4,197,986.77	4,445,373.99	每股一年新业务价值	2.08	2.24	2.44	2.66
现金流量表				(百万)	估值	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流					P/EV	0.81	0.69	0.59	0.51
投资活动现金流					VNBX	-3.06	-5.41	-7.59	-9.69
融资活动现金流					PE	13.08	14.00	12.27	10.23
净现金总变化					PB	1.89	1.77	1.64	1.57

**研究员承诺**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

**行业评级：**

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>