

中国人寿(601628.SH/02628.HK)

重振成效显著，业务、价值优化

核心观点：

- **利润强劲回升，价值稳健增长。**公司公布 2019 年报，2019 年度实现归属于母公司股东净利润 582.87 亿元，同比增长 411.5%；2019 年末公司内含价值 9,420.87 亿元，较上年末提升 18.5%。
- **人力持续扩张，新业务价值率明显改善。**2019 年末，公司代理人规模达 161.3 万人，同比增长 12.1%；月均有效销售人力同比增长 34.9%，月均销售特定保障型产品人力同比增长 43.8%。公司一年新业务价值为 586.98 亿元，同比增长 18.6%；其中，个险、银保渠道一年新业务价值率分别为 45.3%、23.8%，同比分别提升 3.1、5.1 个百分点。
- **资产配置更加积极，投资收益率稳步提升。**公司投资组合净投资收益率为 4.61%，同比下降 0.03 个百分点；总投资收益率为 5.23%，同比提升 1.95 个百分点；综合投资收益率为 7.27%，同比提升 4.17 个百分点。
- **投资建议。**3 月 26 日收盘，公司港股股价为 15.12 港币，按照汇率 0.91 计算，折合人民币约 13.76 元，约为 A 股收盘价 51%。预计 2020 至 2022 每年 EPS 分别为 1.61、2.14、2.85 元/股，对应 3 月 26 日 A 股收盘价 PE 分别为 16.8、12.6、9.5 倍，相应 P/EV 估值 0.71、0.62、0.56 倍。基于公司业务模式稳定，假设各项业务平稳增长，人寿保险剩余边际长期摊销稳定贡献利润，采用寿险评估价值法测算，得到公司 A 股的合理价值为 37.63 元每股（考虑一定折价，H 股合理价值为 28.95 港币每股）、对应 2020 年 P/EV 为 0.99 倍，维持 A、H 股“买入”评级。
- **风险提示。**外部金融环境发生重大变化带来系统性风险的传导，保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等，以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。

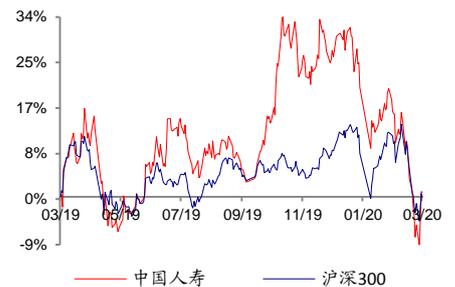
盈利预测：

币种：人民币	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
内含价值（百万元）	795,052	942,087	1,078,103	1,226,507	1,351,949
增长率(%)	8.29	18.49	14.44	13.77	10.23
新业务价值(百万元)	49,510	58,698	66,534	71,798	73,856
增长率(%)	-17.64	18.56	13.35	7.91	2.87
归母净利润（百万元）	11,395	58,287	45,480	60,503	80,522
增长率(%)	-64.67	411.51	-21.97	33.03	33.09
EPS（元/股）	0.39	2.06	1.61	2.14	2.85
P/EV	0.96	0.81	0.71	0.62	0.56
市净率（P/B）	2.40	1.89	1.72	1.52	1.38

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	26.98 元/15.12 港元
合理价值	37.63 元/28.95 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2020-03-26

相对市场表现



分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师：

鲍淼



SAC 执证号：S0260518020001



010-59136635



baomiao@gf.com.cn

请注意，鲍淼并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

中国人寿 (601628.SH/02628.HK):净利	2019-10-30
同比增幅扩大，业务优化发展	
中国人寿 (601628.SH/02628.HK):投资	2019-08-23
及业务改善明显，净利润大幅	
提升	
中国人寿 (601628.SH/02628.HK):投资	2019-07-30
及税收影响，中期业绩大幅预	
提升	

目录索引

一、利润强劲回升，价值稳健增长	4
二、人力持续扩张，新业务价值率明显改善	4
三、资产配置更加积极，投资收益率稳步提升	4
四、投资建议与风险提示	4

图表索引

表 1: 估值及盈利预测 (币种: 人民币)	5
------------------------------	---

一、利润强劲回升，价值稳健增长

公司公布2019年报，2019年度实现归属于母公司股东净利润582.87亿元，同比增长411.5%；2019年末，公司总资产达37,267.34亿元，较上年末增长14.5%；归属于母公司股东权益达4,037.64亿元，较上年末提升26.8%；公司实现内含价值9,420.87亿元，较上年末提升18.5%。

受精算假设调整影响，公司2019年减少税前利润24.02亿元。公司拟每股派发税前0.73元现金红利，派发现金股利总额占归属于母公司股东净利润的比例为35%。

二、人力持续扩张，新业务价值率明显改善

2019年末，公司代理人规模达161.3万人，同比增长12.1%；月均有效销售人力同比增长34.9%，月均销售特定保障型产品人力同比增长43.8%。

代理人渠道依然是业务主体，保费收入占比稳定，达76.99%；十年期及以上首年期交保费达591.68亿元，同比增长42.1%。

在产品结构方面，健康险业务依然保持较快发展，同比增长26.3%，保费收入占比18.62%，同比提升3.01个百分点。

公司一年新业务价值为586.98亿元，同比增长18.6%；其中，个险、银保渠道一年新业务价值率分别为45.3%、23.8%，同比分别提升3.1、5.1个百分点。

三、资产配置更加积极，投资收益率稳步提升

2019年，公司权益类金融资产占比达16.95%，同比提升3.28个百分点；其中，股票占比达7.74%，同比提升1.99个百分点。

公司投资组合净投资收益率为4.61%，同比下降0.03个百分点；总投资收益率为5.23%，同比提升1.95个百分点；综合投资收益率为7.27%，同比提升4.17个百分点。

四、投资建议与风险提示

公司整体经营稳健，长期价值稳定，作为寿险市场龙头，依旧是我国人身保险市场发展红利的受益者；渠道和业务结构持续优化，为业务长期健康发展提供保证。公司新领导层提出“重振国寿”的战略目标，持续重价值、强队伍、稳增长、兴科技、优服务、防风险，大力推进公司从销售主导向销售与服务并重转型，从人力驱动向人力与科技双轮驱动转型，从规模取向向价值与规模的有机统一转型。

3月26日收盘，公司港股股价为15.12港币，按照汇率0.91计算，折合人民币约13.76元，约为3月26日A股收盘价的51%。预计2020至2022每年EPS分别为1.61、2.14、2.85元，对应3月26日A股股价PE分别为16.8、12.6、9.5倍，相应P/EV估值

0.71、0.62、0.56倍。

基于公司业务模式较为稳定，假设其各项业务平稳增长，人寿保险剩余边际长期摊销稳定贡献利润，采用寿险评估价值法，对未来相关指标进行预测，得到公司A股的合理价值为37.63元每股（考虑一定折价，H股合理价值为28.95港币每股）、对应2020年P/EV为0.99倍，维持A、H股“买入”评级。

表 1：估值及盈利预测（币种：人民币）

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
内含价值(百万元)	795,052	942,087	1,078,103	1,226,507	1,351,949
新业务价值(百万元)	49,510	58,698	66,534	71,798	73,856
归属于母公司股东净利润(百万元)	11,395	58,287	45,480	60,503	80,522
归属于母公司股东净资产(百万元)	318,371	403,764	444,278	502,566	554,152
EVPS (元/股)	28.13	33.33	38.14	43.39	47.83
1YrVNBPS (元/股)	1.75	2.08	2.35	2.54	2.61
BVPS (元/股)	11.26	14.28	15.72	17.78	19.61
EPS (元/股)	0.39	2.06	1.61	2.14	2.85
P/EV (倍)	0.96	0.81	0.71	0.62	0.56
PB (倍)	2.4	1.9	1.7	1.5	1.4
PE (倍)	66.9	13.1	16.8	12.6	9.5

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

风险提示：外部金融环境发生重大变化带来系统性风险的传导，保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等，以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。

资产负债表

单位: 亿元 (人民币)

至12月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	526	551	665	714	761
定期存款	5593	5353	6131	6529	7116
交易性金融资产	1387	1416	1572	1693	1850
可供出售金融资产	8705	10590	11178	12251	13460
持有至到期投资	8067	9288	10130	10979	12019
贷款	4503	6089	6355	7069	7720
应收保费	156	173	357	340	340
长期股权投资	2017	2230	2500	2693	2933
投资性房地产	97	121	123	136	150
固定资产	296	363	375	410	455
其他资产	61	98	98	109	121
资产总计	32544	37267	40629	44150	48256
应付手续费及佣金	53	74	82	86	95
应付赔付款	495	510	573	613	667
寿险责任准备金	20824	23861	26361	28392	30926
长期健康险准备金	1074	1352	1446	1570	1719
应付保单红利	851	1126	1175	1279	1410
其他应付款	133	168	173	186	208
保户储金及投资款	2554	2678	3026	3238	3516
其他负债	268	469	460	514	569
负债合计	29311	33174	36125	39055	42638
股本	283	283	283	283	283
资本公积	549	550	552	551	552
未分配利润	1330	1705	2120	2378	2721
归属母公司股东权益	3184	4038	4443	5026	5542
少数股东权益	49	56	61	69	77
负债和股东权益	32544	37267	40629	44150	48256

利润表

单位: 亿元 (人民币)

至12月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6431	7452	8475	10064	11917
已赚保费	5320	5603	6605	7900	9489
投资收益	1114	1625	1599	2004	2245
公允价值变动损益	-81	144	175	45	46
其他业务收入	80	81	97	116	139
营业支出	-6288	-6852	-8038	-9450	-11101
退保金	-1162	-509	-514	-514	-465
赔付支出	-1744	-1279	-1516	-1560	-1560
提取寿险责任准备金	-1917	-3351	-3975	-4984	-6299
手续费及佣金支出	-627	-814	-970	-1169	-1340
业务及管理费	-391	-420	-478	-567	-672
其他业务成本	-197	-215	-258	-309	-371
营业利润	143	600	437	613	816
利润总额	139	598	436	611	814
净利润	119	590	461	613	815
归属母公司股东净利润	114	583	455	605	805
其他综合收益	-20	349	347	504	455
综合收益总额	99	939	807	1117	1270

主要财务比率

至12月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力(%)					
营业收入增长	16.97	14.08	31.78	18.75	18.42
归属母公司净利润增长	-64.67	411.51	-21.97	33.03	33.09
归属母公司净资产增长	-0.80	26.82	10.03	13.12	10.26
获利能力					
ROE	3.69%	14.42%	10.22%	12.02%	14.51%
ROA	0.37%	1.58%	1.13%	1.39%	1.69%
每股指标(元)					
每股收益	0.39	2.06	1.61	2.14	2.85
每股净资产	11.26	14.28	15.72	17.78	19.61
估值比率					
P/E	66.92	13.08	16.77	12.60	9.47
P/B	2.40	1.89	1.72	1.52	1.38

广发非银行金融行业研究小组

- 陈福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心，带领团队荣获2019年新财富非银行金融行业第三名。
- 鲍淼：资深分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 文京雄：资深分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈韵杨：资深分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。