

个险渠道量质齐升，NBV 持续增长

——中国人寿 (601628.SH、2628.HK) 2020 年半年报点评

跨市场公司动态

◆事件：2020 年上半年公司实现保费收入 4274 亿元 (YOY+13%)；归母净利润为 305 亿元 (YOY-19%)；新业务价值同比增长 7% 至 369 亿元。

◆保费收入增速领先，NBV 逆势增长 7%。2020 年上半年中国人寿保费收入/归母净利润同比增速分别为 13%/-19%，保费收入增速领先行业，归母净利润受去年手续费及佣金支出税前抵扣政策和准备金假设变动影响，同比下降；公司上半年实现 NBV369 亿元 (YOY+7%)，是上市险企中新业务价值唯一正增长的公司。

◆新单保费稳健增长，长险及保障型产品占比提升。2020 年上半年公司实现新单保费收入 1462 亿元 (YOY+14%)，其中首年期缴保费/十年期及以上首年期缴保费占比分别为 64%/42%，占比保持稳定，特定保障型产品保费占首年期交保费的比重同比提升 3.4 个百分点。

◆公司聚焦个险渠道，人均产能逐步提高。个险板块保费收入包括营销队伍保费收入和收展队伍保费收入，上半年公司个险渠道实现保费收入 3561 亿元 (YOY+10%)，占总保费比重为 83%；上半年个险规模人力达到 169 万人 (YOY+7%)；1H18/1H19/1H20 个险月人均新业务价值分别为 3258/3663/3638 元，保持平稳；1H18/1H19/1H20 个险月人均新单保费分别为 7802/8789/9143 元，稳步提升；个险渠道新业务价值率保持平稳为 39.3% (去年同期 39.7%)。

◆投资资产稳健增长，总投资收益率略下滑。1H18/1H19/1H20 公司投资资产总值分别为 27117/33059/37829 亿元，同比增速分别为 4%/22%/14%；投资收益率方面，受部分股息派发延迟和利率下行，上半年净投资收益率下滑 0.37 个 pct 至 4.29%，总投资收益率下滑 0.34 个 pct 至 5.34%。

◆维持 A/H 股“买入”评级：公司代理人人数持续提升，同时寿险业务质量持续优化，准备金计提增加及净投资收益下降导致上半年净利润承压，预计下半年有所恢复，长期 EV 增长可期。我们维持 2020-2022 年净利润预测为 628/729/930 亿元，维持 A/H 股“买入”评级。

◆风险提示：保费增长不及预期；宏观经济波动。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	643,101	745,165	834,317	934,482	1,057,636
营业收入增长率	-2%	16%	12%	12%	13%
净利润 (百万元)	11,395	58,287	62,799	72,859	93,003
净利润增长率	-65%	412%	8%	16%	28%
EPS (元)	0.40	2.06	2.22	2.58	3.29
EVPS (元)	28.13	33.33	36.53	39.92	43.66
P/E (A 股)	1.53	1.29	1.18	1.08	0.99
P/E (H 股)	0.59	0.50	0.46	0.42	0.38

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 8 月 27 日

A 股：买入 (维持)

当前价：43.10 元

H 股：买入 (维持)

当前价：18.78 港元

分析师

王一峰(执业证书编号：S0930519050002)

010-58452066

wangyf@ebsec.com

联系人

郑君怡

010-56513153

zhengji@ebsec.com

市场数据

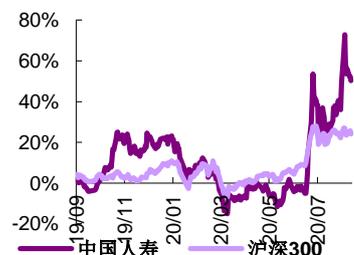
总股本(亿股)：282.65

总市值(亿元)：11,459.73

一年最低/最高(元)：23.97/50.88

近 3 月换手率：17.2%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	19.7	57.8	51.6
绝对	22.6	68.0	51.1

资料来源：Wind

相关研报

厚积薄发，拐点将至——保险行业 2020 年下半年投资策略报告…2020-06-14

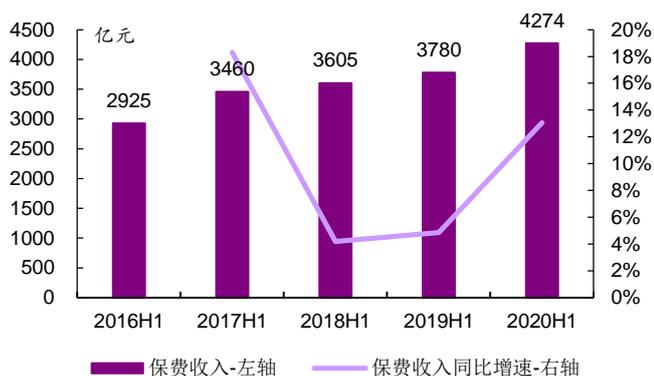
NBV 逆势增长，短期利润承压——中国人寿 (601628.SH) 2020 年一季报点评…2020-04-24

代理人质量双提升，重振国寿战略亮眼——中国人寿 (601628.SH) 2019 年年报点评…2020-03-26

1、2020 年上半年，公司 NBV 逆势增长

保费收入增速领先，NBV 逆势同比增长 7%。2020 上半年中国人寿保费收入/归母净利润同比增速分别为 13%/-19%，保费收入增速领先行业，归母净利润受去年手续费及佣金支出税前抵扣政策和准备金假设变动影响，同比下降；公司上半年实现 NBV369 亿元 (YOY+7%)，是上市险企中新业务价值唯一正增长的公司。

图 1：上半年保费收入同比增速 13%



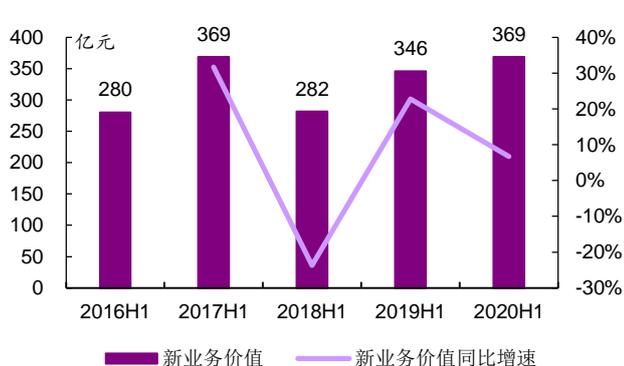
资料来源：公司公告整理，光大证券研究所

图 2：上半年归母净利润同比增速-19%



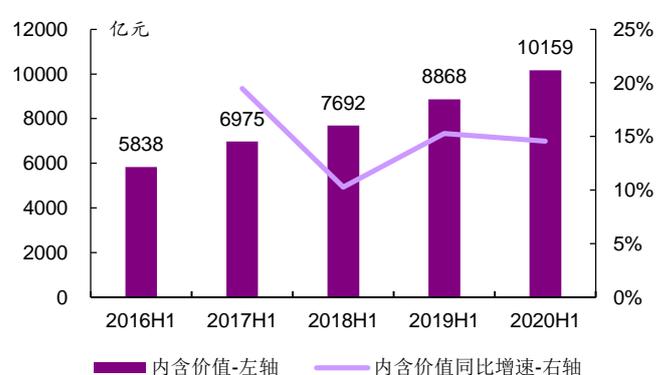
资料来源：公司公告整理，光大证券研究所

图 3：上半年国寿 NBV 逆势同比增长 7%



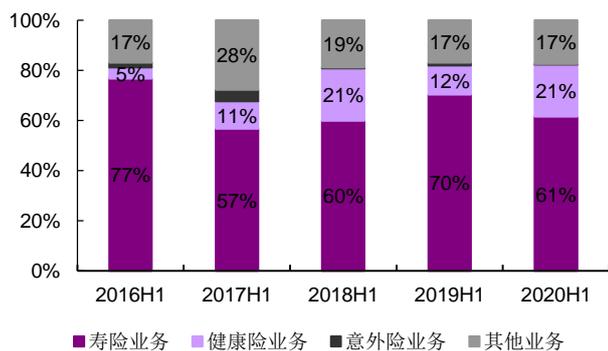
资料来源：公司公告整理，光大证券研究所

图 4：上半年 EV 同比增长 15%



资料来源：公司公告整理，光大证券研究所

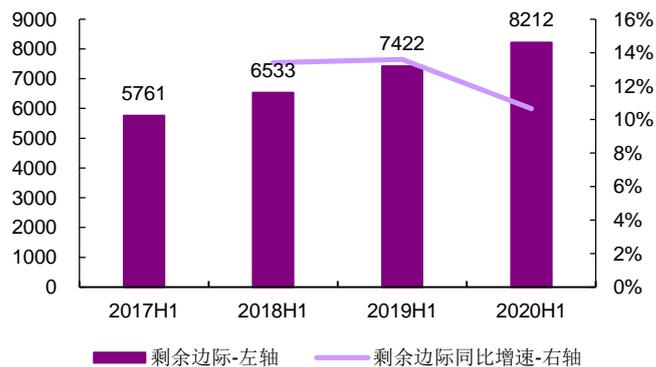
图 5：中国人寿分险种利润总额分布



资料来源：公司公告整理，光大证券研究所

备注：2020H1 寿险业务利润总额因受传统准备金假设调整影响较大同比下滑-20%，从而影响上半年净利润释放

图 6：上半年剩余边际同比增长 11%

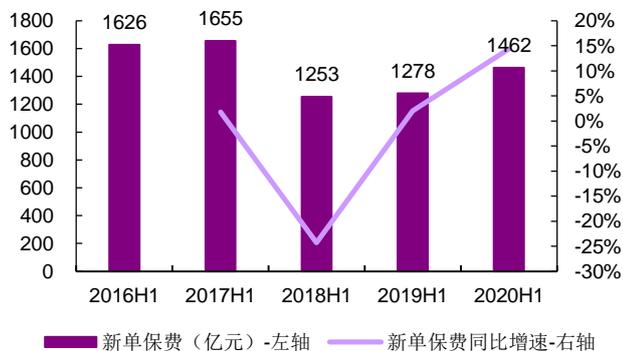


资料来源：公司公告整理，光大证券研究所

2、聚焦个险渠道，量质提升

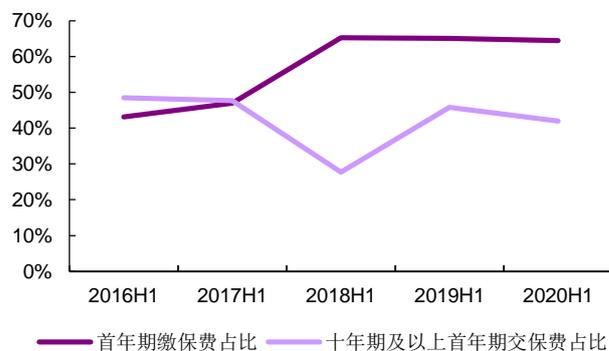
核心指标保持稳健，特定保障型产品占比提升。2020 年上半年公司实现新单保费收入 1462 亿元 (YOY+14%)，其中首年期缴保费/十年期及以上首年期缴保费占比分别为 64%/42%，占比保持稳定，特定保障型产品保费占首年期交保费的比重同比提升 3.4 个百分点。

图 7：上半年新单保费增速 14%



资料来源：公司公告整理，光大证券研究所

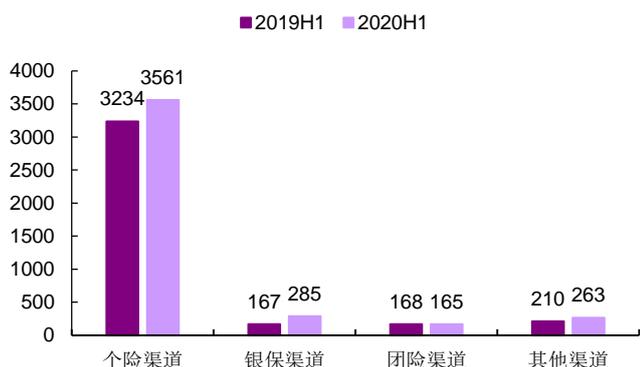
图 8：核心指标保持稳健



资料来源：公司公告整理，光大证券研究所

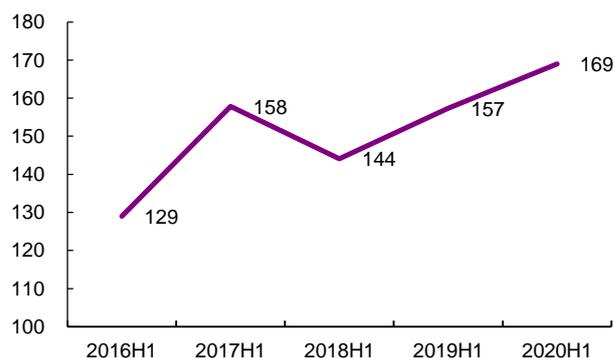
公司聚焦个险渠道，人均产能逐步提高。个险板块保费收入包括营销队伍保费收入和收展队伍保费收入，上半年公司个险渠道实现保费收入 3561 亿元 (YOY+10%)，占总保费比重为 83%；上半年个险规模人力达到 169 万人 (YOY+7%)；2018H1/2019H1/2020H1 公司月人均新业务价值分别为 3258/3663/3638 元，保持平稳；2018H1/2019H1/2020H1 公司月人均新单保费分别为 7802/8789/9143 元，稳步提升。

图 9：个险渠道保费收入占总保费收入 83%



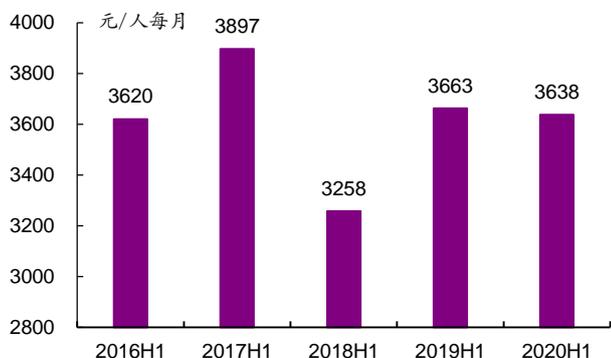
资料来源：公司公告整理，光大证券研究所

图 10：个险规模人力逐步提升（万人）



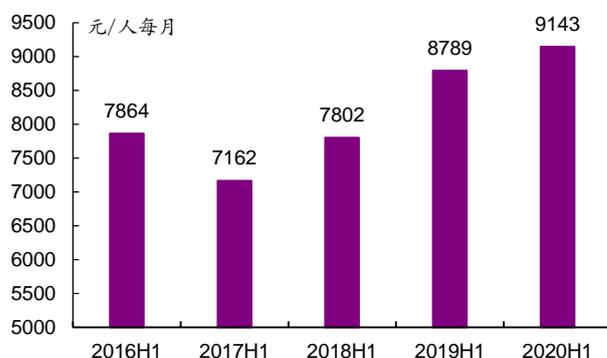
资料来源：公司公告整理，光大证券研究所

图 11：月人均 NBV 保持平稳



资料来源：公司公告整理，光大证券研究所

图 12：月人均新单保费稳步增长



资料来源：公司公告整理，光大证券研究所

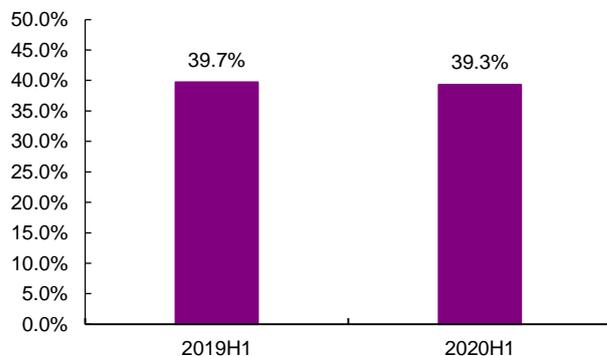
个险渠道新业务价值率保持平稳，手续费及佣金支出上升明显。上半年因疫情影响个险营销员展业，新业务价值率较高的保障型产品销售困难，公司手续费及佣金支出同比增加 24%，但新业务价值率保持平稳为 39.3%（去年同期 39.7%）。

图 13：手续费及佣金支出/NBV 上升



资料来源：公司公告整理，光大证券研究所

图 14：个险渠道新业务价值率保持平稳

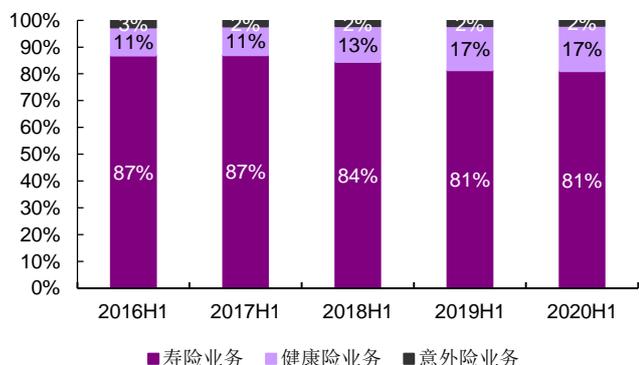


资料来源：公司公告整理，光大证券研究所

疫情短期影响健康险保费收入增速，长期仍看好。由于疫情影响人们的收入预期，新业务价值率较高的长期健康险销售难度加大，2020 年上半年健康

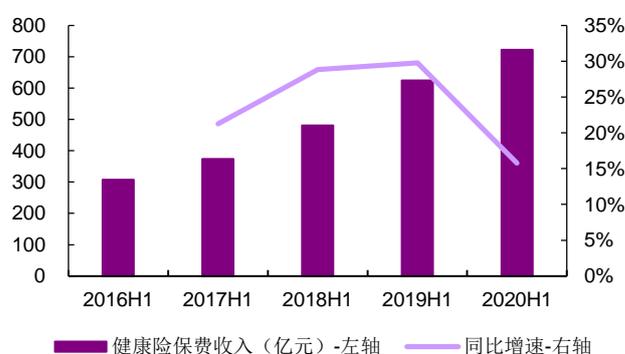
险保费收入增速为 16%（较去年同期下降 14 个 pct）。长远来看健康险保费收入占比有大幅提高的空间。

图 15：上半年健康险占比为 17%



资料来源：公司公告整理，光大证券研究所

图 16：上半年健康险保费收入增速有所下滑

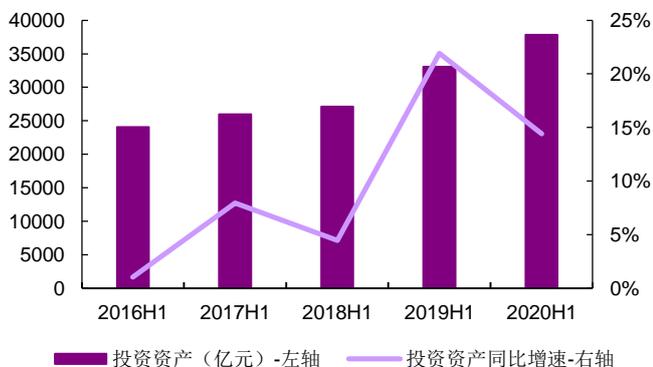


资料来源：公司公告整理，光大证券研究所

3、投资端稳健增长，符合预期

公司投资资产稳健增长，总投资收益率保持平稳。2018H1/2019H1/2020H1 公司投资资产总值分别为 27117/33059/37829 亿元，同比增速分别为 4%/22%/14%；投资收益率方面，受部分股息派发延迟和利率下行，上半年净投资收益率下滑 0.37 个 pct 至 4.29%。

图 17：投资资产稳健增长



资料来源：公司公告整理，光大证券研究所

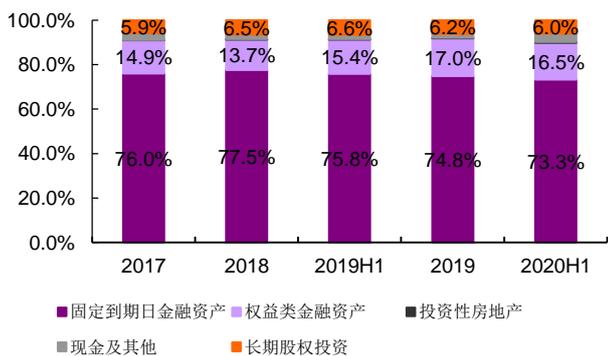
图 18：投资收益率保持稍有下滑



资料来源：公司公告整理，光大证券研究所

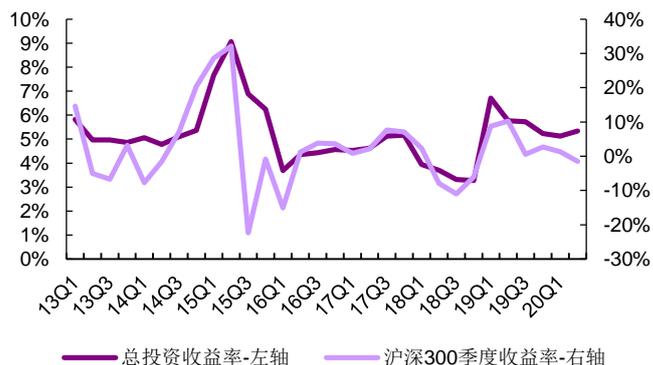
公司投资资产结构稳健，总投资收益率与沪深 300 高度相关。2020 上半年公司固收类投资/权益类投资/投资性房地产/现金及其他/长期股权投资占比分别为 73.3%/16.5%/0.4%/3.8%/6.0%。

图 19：公司投资资产结构保持稳定



资料来源：公司公告整理，光大证券研究所

图 20：总投资收益率与沪深 300 高度相关



资料来源：公司公告整理，光大证券研究所

4、投资建议与评级

公司代理人人数持续提升，同时寿险业务质量持续优化，准备金计提增加及净投资收益下降导致上半年净利润承压，预计下半年有所恢复，长期 EV 增长可期。我们维持 2020-2022 年净利润预测为 628/729/930 亿元，维持 A/H 股“买入”评级。

5、风险提示

保费增长不及预期；宏观经济波动。

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	643,101	745,165	834,317	934,482	1,057,638
已赚保费	532,023	560,278	616,733	695,913	799,822
投资收益及公允价值变动	103,238	162,582	209,241	229,809	248,617
营业支出	628,814	685,175	760,757	849,372	949,377
退保金	116,229	50,851	124,845	140,874	161,908
净赔付支出	174,439	127,919	149,814	197,223	242,862
提取保险责任准备金	191,718	335,122	312,113	316,966	323,816
保单红利支出	19,646	22,375	31,211	35,218	40,477
保险业务手续费及佣金支出	62,705	81,396	74,907	84,524	97,145
业务及管理费	39,116	42,008	43,696	49,306	56,668
营业利润	14,287	59,990	73,560	85,109	108,261
营业外收支	-366	-195	10	246	693
利润总额	13,921	59,795	73,569	85,356	108,954
所得税费用	1,985	781	8,828	10,243	13,074
少数股东损益	541	727	1,942	2,253	2,876
归母净利润	11,395	58,287	62,799	72,859	93,003

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产总计	3,254,403	3,726,734	4,024,873	4,306,614	4,608,077
货币资金	52,586	55,082	80,497	86,132	92,162
交易性金融资产	138,716	141,608	120,746	129,198	138,242
买入返售金融资产	9,905	4,467	16,099	17,226	18,432
应收保费	15,648	17,281	18,514	19,810	21,197
可供出售金融资产	870,533	1,058,957	1,345,112	1,439,270	1,540,019
持有至到期投资	806,717	928,751	885,472	947,455	1,013,777
长期股权投资	201,661	222,983	72,448	77,519	82,945
负债合计	2,931,113	3,317,392	3,590,970	3,846,677	4,120,544
未到期责任准备金	11,432	13,001	14,073	15,075	16,149
未决赔款准备金	14,805	18,404	19,922	21,340	22,860
寿险责任准备金	2,082,425	2,386,130	2,582,909	2,766,834	2,963,820
所有者权益合计	323,290	409,342	433,903	459,937	487,533
股本	28,265	28,265	28,265	28,265	28,265
归属于母公司所有者权益合计	318,371	403,764	429,563	455,337	482,658

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼