

中国人寿 (601628.SH)

2019年业绩靓丽，2020年有望继续领先

重振国寿，转型再出发。中国人寿自2014年以来持续推进转型发展，考虑到公司是我国规模最大的寿险公司，转型过程中需要综合考虑股东利益、现金流、市占率、数百万代理人留存稳定等诸多层面，转型步调虽然并不快但已属难能可贵。从渠道、期限结构的优化，到价值与队伍的稳定增长，当前公司质地已相对优良，核心指标如个险价值率、新业务价值增速、渠道结构分布、代理人产能等相较于同业没有明显劣势，部分指标目前已居于同业前列。当前重振国寿转型明确、彻底且坚决，以“三大转型”、“双心双聚”、“资负联动”为战略内核，同时为实现公司的高质量转型发展与“重振国寿”的多重目标，公司启动了以总部及分支机构组织架构调整和人员优化为核心的“鼎新工程”，计划用2-3年实现相关工作，完成体制与机制的改革，其中市场化的激励机制也是公司坚定转型的重要举措。此外在具体落地方面公司同样展现出了决心并采取明确的措施保障。

以持续的业绩验证公司转型成果。对于国寿转型的结果，一定需要用业绩的支撑来验证，同时须为持续的业绩而非短期的增速。单从2019年看，公司各主要指标均优于上市同业整体情况，全年业绩具备确定性。2019年全年公司利润同比预计增加400-420%；率先走出134号文阴影，实现新单正增长；代理人方面公司2019年再次进入代理人的增长周期，同时产能有所突破。预计公司2019年NBV增速及总投资收益率分别为19%、5.6%，处于同业前列。

展望2020年：主要指标领先，积极应对不确定性。预计公司2020年开门红表现较好，叠加人力数量到位及Margin的提升空间，我们对公司2020年整体负债端表现保持乐观，预计全年代理人数量保持相对稳定、产能进一步提升，全年NBV增速预计14%，继续显著领先同业。对于2020年在投资端及利润方面的不确定性，公司积极采取包括固收类资产加大长期限国债配置并强化资产负债管理、非标类资产提早布局并以其他品种替代以应对供给下降、权益类资产保持稳定敞口等措施应对，IFRS9布局预计也进程完成大半。利润方面虽然2020年整体承压，但公司也通过对19Q4的利润调整在保障2019年利润大幅增长的同时为2020年利润留下空间。

投资建议：我们认为公司当前质地已优良，核心指标目前基本处于同业中上水平，重振国寿的转型也获得实质性推进并在业绩层面得到持续验证。2020年公司负债表现有望再度领先同业，预计公司19-21年EV增速分别为19.2%、15.2%、14.2%，对应P/EV分别为0.92倍、0.79倍、0.70倍，我们认为公司2020年合理价格为38.63元，对应1倍P/EV，较当前仍有26%空间，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：转型持续性不及预期风险；受疫情影响新单增速下滑及代理人脱落风险；长端利率如持续下行，对保险公司资产配置产生压力；权益市场下行对公司投资端造成影响。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	653,195	643,101	727,798	776,426	854,902
YoY(%)	18.8	-1.5	13.2	6.7	10.1
净利润(百万元)	32,253	11,395	58,237	57,206	66,310
YoY(%)	68.6	-64.7	411.1	-1.8	15.9
每股净资产	11.35	11.26	13.64	14.65	16.32
ROE(%)	10.07	3.69	15.14	13.86	14.44
EPS(摊薄/元)	1.13	0.39	2.06	2.02	2.35
P/EV(倍)	1.18	1.09	0.92	0.79	0.70

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (首次)

股票信息

行业	保险
前次评级	
最新收盘价	30.63
总市值(百万元)	865,747.91
总股本(百万股)	28,264.71
其中自由流通股(%)	73.67
30日日均成交量(百万股)	10.18

股价走势



作者

分析师 马婷婷

执业证书编号：S0680519040001

邮箱：matingting@gszq.com

分析师 赵耀

执业证书编号：S0680519090002

邮箱：zhaoyao@gszq.com



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	50,189	52,586	58,896	63,608	69,333	营业收入	653,195	643,101	727,798	776,426	854,902
交易性金融资产	136,808	138,716	155,362	167,791	182,892	已赚保费	506,910	532,023	559,156	609,480	676,523
买入返售金融资产	36,184	9,905	11,094	11,981	13,059	投资收益	134,983	111,396	149,828	154,322	165,125
可供出售金融资产	810,734	870,533	1,023,747	1,105,647	1,205,155	公允价值变动收益	3,869	-8,148	10,592	4,237	4,449
持有至到期投资	717,037	806,717	903,523	975,805	1,063,627	其他业务收入	7,433	7,830	8,222	8,386	8,805
长期股权投资	161,472	201,661	225,860	243,929	265,883	营业支出	52	628,814	663,383	710,288	778,272
投资性房地产	3,064	9,747	10,917	11,790	12,851	退保金	94,629	116,229	55,916	48,758	40,591
定期存款	449,400	559,341	626,462	676,579	737,471	赔款支出(减摊回)	196,661	172,080	142,585	182,844	196,192
其他资产	532,703	605,197	633,738	684,605	746,642	提取保险责任准备金	174,753	190,910	309,213	305,959	351,792
资产总计	2,897,591	3,254,403	3,649,599	3,941,735	4,296,913	保单红利支出	21,871	19,646	21,248	24,379	27,061
卖出回购金融资产	87,309	192,141	215,198	232,414	253,331	营业税金及附加	733	743	783	853	947
应付赔付款	44,820	49,465	44,265	61,305	71,043	手续费及佣金支出	64,789	62,705	78,282	85,327	94,713
应付保单红利	83,910	85,071	92,008	105,567	117,179	业务及管理费用	37,021	38,583	30,754	32,302	33,826
保户储金及投资款	232,488	255,425	268,452	292,612	324,800	其他业务支出	18,010	19,708	19,570	24,379	27,061
责任准备金	2,025,133	2,216,031	2,507,464	2,680,804	2,891,210	资产减值损失	2,846	8,210	5,032	5,485	6,089
其他负债	98,621	132,980	131,790	150,021	173,227	营业利润	37,685	39,116	64,415	66,137	76,630
负债	2,572,281	2,931,113	3,259,176	3,522,723	3,830,790	利润总额	41,671	13,921	64,265	65,997	76,500
股本	28,265	28,265	28,265	28,265	28,265	所得税	8,919	1,985	5,141	7,920	9,180
资本公积	55,142	54,945	54,835	54,835	54,835	净利润	32,752	11,936	59,124	58,078	67,320
未分配利润	139,202	133,022	173,788	208,112	247,898	减: 少数股东损益	499	541	887	871	1,010
其他综合收益等	-3,544	-5,614	14,596	2,189	2,408	归母净利润	32,253	11,395	58,237	57,206	66,310
少数股东权益	4,377	4,919	4,919	4,919	4,919						
所有者权益合计	325,310	323,290	390,422	419,012	466,123						

盈利指标						关键指标					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
ROA	1.13	0.37	1.62	1.47	1.57	归母净利润增速	68.6%	-64.7%	411.1%	-1.8%	15.9%
ROE	10.07	3.69	15.14	13.86	14.44	已赚保费增长率(%)	18.93	4.95	5.10	9.00	11.00
EPS	1.13	0.39	2.06	2.02	2.35	总投资资产(亿)	27,815	31,304	35,061	37,866	41,274
BVPS	11.35	11.26	13.64	14.65	16.32	总投资资产增速	7.4%	12.5%	12.0%	8.0%	9.0%
每股内含价值	25.97	28.13	33.53	38.63	44.11	净投资收益率	4.91	4.64	4.80	4.70	4.70
每股新业务价值	2.13	1.75	2.08	2.37	2.56	总投资收益率	5.16	3.28	5.60	4.80	4.80
P/E(倍)	27.16	78.69	14.90	15.16	13.08	新业务价值(亿)	601.17	495.11	591.16	673.92	727.84
P/B(倍)	2.70	2.72	2.25	2.09	1.88	新业务价值增速	21.9%	-17.6%	19.4%	14.0%	8.0%
P/EV(倍)	1.18	1.09	0.92	0.79	0.70	内含价值(亿)	7,342	7,951	9,477	10,918	12,468
						内含价值增速	12.6%	8.3%	19.2%	15.2%	14.2%

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、重振国寿，转型再出发	5
1.1 国寿转型一直在持续推进，已为公司奠定了良好的经营基础	5
1.2 当前重振国寿转型更为明确、彻底且坚决	6
1.2.1 “三大转型”、“双心双聚”、“资负联动”的战略内核	6
1.2.2 “鼎新工程”实现大型国企的市场化运作	7
二、以持续的业绩验证公司转型成果	8
2.1 多因素贡献 2019 年全年净利润增长超 4 倍	8
2.2 负债结构长期改善基础上 2019 年表现显著超越同业	9
2.2.1 个险期缴转型基础上 2019 年新单显著改善	9
2.2.2 “扩量提质”指引下代理人数量明显增长且产能有所突破	11
2.2.3 价值率稳步提升 NBV 有望延续双位数增长	12
2.3 2019 年权益市场行情带动公司总投资收益率明显提升	12
三、展望 2020 年：主要指标领先，积极应对不确定性	14
3.1 负债端“量”与“价”有望保持双增长	14
3.2 积极应对投资及利润的不确定性	14
3.3 转型及业绩支撑下估值水平提升有望延续	16
盈利预测与投资建议	17
风险提示	18

图表目录

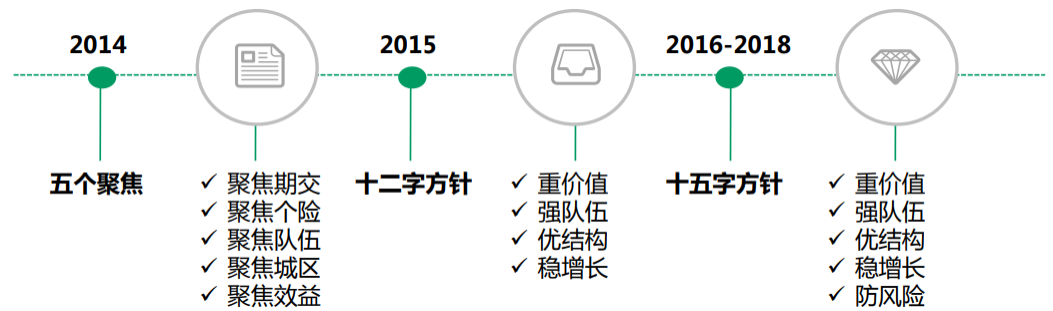
图表 1: 中国人寿 2014 年以来经营方针	5
图表 2: 中国人寿总保费渠道结构情况	5
图表 3: 中国人寿新单保费期限结构情况	5
图表 4: 中国人寿发展道路及方向	6
图表 5: 中国人寿"双心双聚": 以客户为中心	7
图表 6: 中国人寿"双心双聚": 以生产单元为重心	7
图表 7: 中国人寿"深度资负联动"	7
图表 8: 中国人寿"鼎新工程"总部改革部分细节情况	8
图表 9: 19 年国寿净利润预计显著增长 (亿元)	9
图表 10: 19 年国寿扣非后归母净利润仍预计显著增长 (亿元)	9
图表 11: 19 年国寿投资净收益显著增长 (亿元)	9
图表 12: 19 年国寿公允价值变动净收益显著提升 (亿元)	9
图表 13: 国寿新单期限结构情况	10
图表 14: 国寿总保费期限结构情况	10
图表 15: 国寿总保费渠道结构情况	10
图表 16: 国寿新单期缴保费规模及同比增速 (亿元)	10
图表 17: 国寿个险代理人数量及变动情况 (万人)	11
图表 18: 国寿代理人月均产能情况 (元)	11
图表 19: 上市险企代理人人均月度新单情况 (元)	11
图表 20: 上市险企代理人人均月度 NBV 情况 (元)	11
图表 21: 国寿个险及银保渠道 margin 情况	12
图表 22: 国寿 NBV 及同比增速情况 (亿元)	12
图表 23: 国寿股票资产配置比例	13
图表 24: 国寿股票+权益基金配置比例	13
图表 25: 上市险企整体净投资收益率情况	13
图表 26: 上市险企整体总投资收益率情况	13
图表 27: 中国人寿 19 年对不同类资产投资策略情况	14
图表 28: 中国人寿资产配置情况	15
图表 29: 十年期国债到期收益率情况 (%)	15
图表 30: 准备金折现率下降 10bp 对公司当年税前利润影响的测算	16
图表 31: 上市险企总保费中个险保费占比情况	16
图表 32: 上市险企 Margin 情况	16
图表 33: 上市险企 P/EV 估值情况	17
图表 34: 中国人寿 2019-2021EV 变动预测分拆表 (百万元)	17

一、重振国寿，转型再出发

1.1 国寿转型一直在持续推进，已为公司奠定了良好的经营基础

2014年以来公司转型步调虽然并不快但已难能可贵，主要指标持续改善且当前质地已相对优良：中国人寿自2014年以来持续推进转型发展，且依据行业及社会经济环境不断优化与跟进，考虑到公司是我国规模最大的寿险公司，转型过程中需要综合考虑股东利益、现金流、市占率、数百万代理人留存稳定等诸多层面，转型步调虽然并不快但已属难能可贵。在2014年公司提出推进“创新驱动发展战略”和聚焦期交、个险、队伍、城区及效益的“五个聚焦”发展策略，2015年及以后以重价值、强队伍、优结构、稳增长、防风险为指导，从渠道、期限结构的优化，到价值与队伍的稳定增长，当前公司质地已相对优良，核心指标如个险价值率、新业务价值增速、渠道结构分布、代理人产能等相较同业没有明显劣势，部分指标居于同业前列。

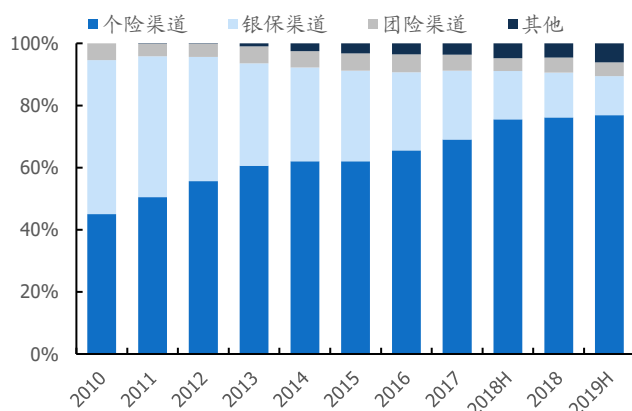
图表1：中国人寿2014年以来经营方针



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

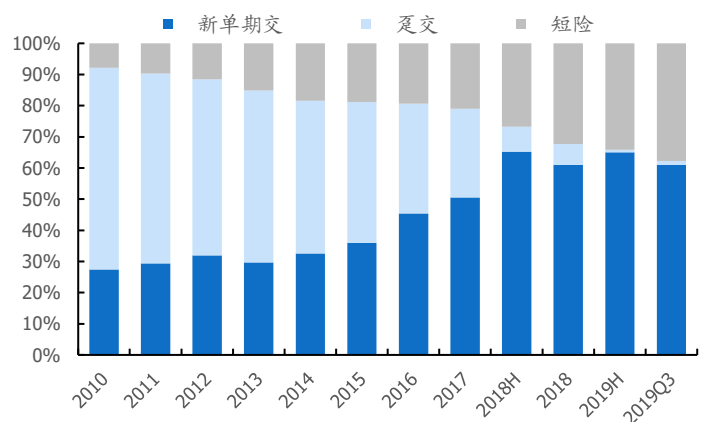
渠道及期限结构逐步优化，以个险渠道+期缴产品为主：渠道结构方面公司一直以来在持续优化，当前总保费收入中75%以上来自于个险渠道；同时从总体新单构成情况看，原来大量的银保趸交产品也在持续控制整体规模，降低业务计划，截至19Q3公司新单中趸交保费收入19.47亿元，仅占总新单的1.2%。当前公司已经形成了以个险渠道及期缴产品为主的渠道及期限结构情况。

图表2：中国人寿总保费渠道结构情况



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

图表3：中国人寿新单保费期限结构情况



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

1.2 当前重振国寿转型更为明确、彻底且坚决

19年初,中国人寿集团董事长王滨明确了重振国寿的战略部署,并首次提出了“两步走”的战略部署:

- **第一步**,用一到两年时间,抓好战略布局,升级发展理念,突破发展格局,重构组织体系,提振品牌形象,凝聚精神力量,聚焦做强做优国寿,为建设国际一流金融保险集团奠定坚实基础。
- **第二步**,再用两到三年时间,基本建成综合化经营特色突出、科技化创新能力强大、国际化布局基本成型,核心主业市场引领地位稳固、服务国家战略能力和全球竞争能力卓越的国际一流金融保险集团。

此后,在19年初资本市场开放日上,管理层也与市场就公司转型进行了有效沟通,在“重振国寿、持续成长”发展目标的指引下,坚持战略内核与八字经营方针,构建四大驱动引擎,走国寿特色寿险发展道路。

图表 4: 中国人寿发展道路及方向



资料来源:公司公告、国盛证券研究所

1.2.1 “三大转型”、“双心双聚”、“资负联动”的战略内核

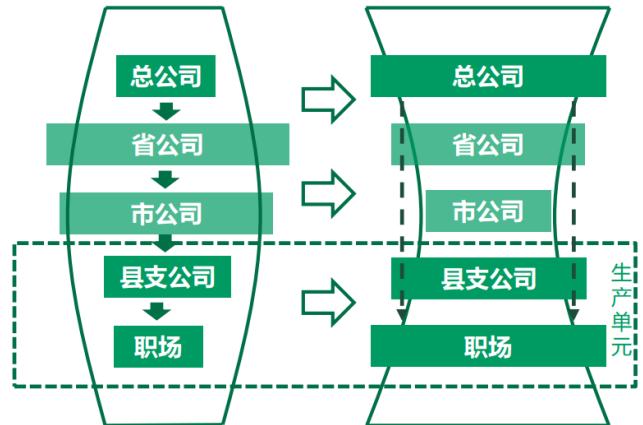
- “三大转型”:随着客户更加注重服务体验的变化,坚持从销售主导转向销售与服务并重转型;随着科技变革,数字化成为新生产力,公司坚持从人力驱动向人力与科技双轮驱动转型;而随着对质量与价值的关注,公司坚持从规模取向向价值与规模有机统一转型。
- “双心双聚”:“双心双聚”即以客户为中心、以生产单元为重心,聚焦价值、聚焦大个险。尤其在以生产单元为重心方面,公司加大了对基层职场及销售队伍的软硬件投入,包括基层销售职场建设、销售软硬件建设、培训讲师队伍及体系建设等方面均有较为明显的投入。

图表 5: 中国人寿“双心双聚”: 以客户为中心



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

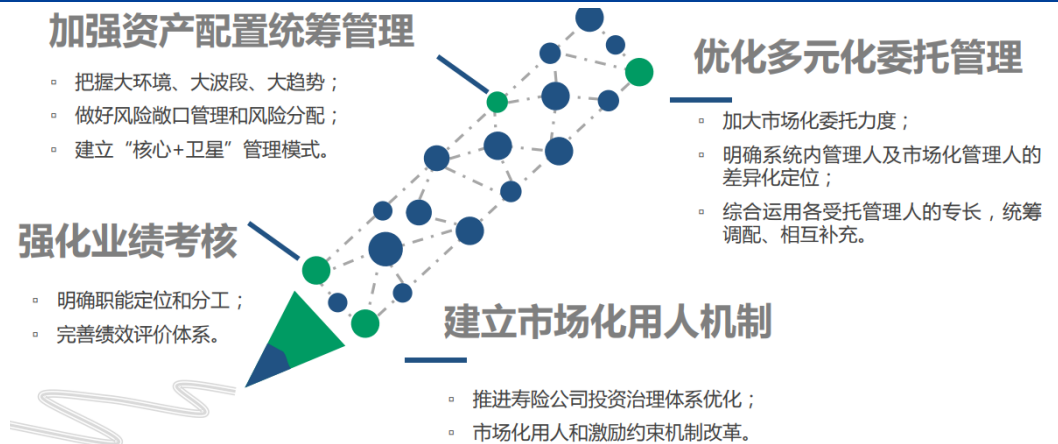
图表 6: 中国人寿“双心双聚”: 以生产单元为重心



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- “**资负深度联动**”: 主要包括加强资产配置统筹管理、优化多元化委托管理、强化业绩考核、建立市场化用人机制等。鼎新工程中也对投资管理中心进行了调整, 由原来的一个部下设为 6 个团队, 建立了市场化的职级序列、激励机制及考核基准, 有助于整体投资能力的提升。

图表 7: 中国人寿“深度资负联动”



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.2.2 “鼎新工程” 实现大型国企的市场化运作

为了实现公司的高质量转型发展与“重振国寿”的多重目标, 必然需要体制与机制的改革作为基础, 否则难以真正意义上实现高质量转型发展。

因此在 19 年下半年, 即“重振国寿”推进半年左右, 公司启动了以**总部及分支机构组织架构调整和人员优化为核心的“鼎新工程”**, 计划用 **2-3 年**实现相关工作。目标层面坚持价值导向、市场导向、效率导向和问题导向, 总体定位“强总部、精省域、优地市、活基层”, 构建经营型战斗型组织体系, 实现机制的优化及长远布局。

具体看, 总部方面目标为强化决策指挥、专业决策、科技赋能、风险管控四大方面能力, **强化前台、优化中台、精简后台**, 前台人员占比有望在 2021 年明显提升, 而省级以下机

构改革方案也在计划安排当中。在组织框架之下进行了一体多元的布局，以个人业务为主体及核心，多元包括互联网保险、健康险等多方面。

此外，考核机制的市场化也是转型的重要关注点之一。我们了解到公司在今年的考核指标上也做出了安排，董事会对管理层的评价体系方面，价值与利润相关指标成为最核心的权重指标，预计权重达70%以上，此外还考核收入、队伍等指标。同时管理层也会对大中城市进行考核排名并实行末尾淘汰。市场化的激励机制是公司坚定转型的重要举措。

图表 8: 中国人寿“鼎新工程”总部改革部分细节情况

前台构成	大个险中心: 由原个险部拓展到包括营销、收展、企划、运营、教育培训、综合金融6个部门。
	多元发展中心: 明确发挥多元板块的协同作用, 包括团、银、基金销售等部门。
	投资管理中心: 设立六大团队, 实行团队制, 招募、管理、考核等推行市场化机制。
中台构成	科技板块: 增加科技供应能力, 建立研发分中心, 实行产品制, 探索推进科技运用创新, 强化科技孵化能力建设。
	运营板块: 优化现有部门职能, 积极构建客户服务为中心的模式。
	产品板块: 着重市场调研、产品经营、提升开发敏捷性。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

此外在具体落地方面公司也展现出了决心及明确的措施保障: 整个工程分 33 个项目、10 个板块进行推进, 其中 20 年重点推进 16 个项目, 主要包括个险进一步专业化升级、多元板块新的探索、重建专业健康险公司和互联网公司, 部分项目会持续数年时间。同时为了确保整体项目的执行, 集团专门成立转型项目管理办公室 PMO, 由总裁亲自担任负责人。

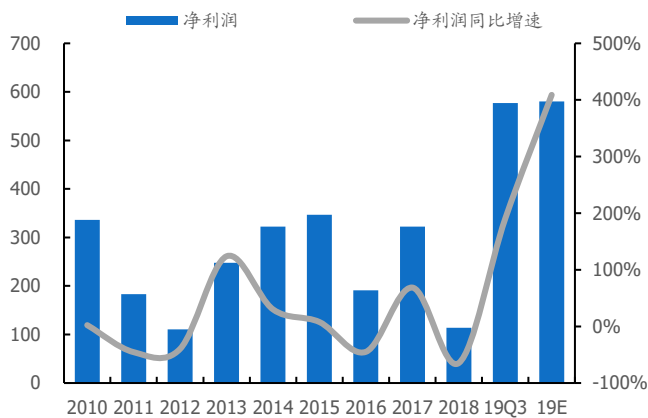
二、以持续的业绩验证公司转型成果

对于国寿转型的结果, 一定需要用业绩的支撑来验证, 同时须为持续的业绩而非短期的增速。单从 2019 年看, 公司各主要指标均优于上市同业整体情况, 全年业绩具备确定性。展望 2020 年, 新单及 NBV 增速同样仍有望明显超越同业, 实现双位数增长。

2.1 多因素贡献 2019 年全年净利润增长超 4 倍

19 年全年利润同比增加 400-420%: 1 月底公司发布 2019 年业绩快报, 全年归母净利润预计 569.75-592.54 亿元, 同比增长约 400%-420%; 截至 19Q3, 公司实现归母净利润 577.02 亿元, 较去年同期大幅增长 190.4%。利润大幅增长主要原因包括手续费税前抵扣政策的一次性影响以及 19 年投资收益的显著增长, 同时今年保险主业增速明显提升, 而 18Q4 单季度净利润-84.74 亿元。即便看扣除非经常性损益后的归母净利润, 19 年全年仍然预计同比增长 350-370%。

图表 9: 19 年国寿净利润预计显著增长 (亿元)



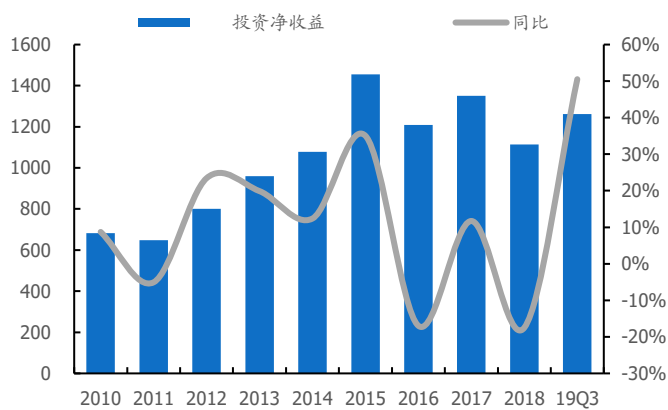
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 19 年国寿扣非后归母净利润仍预计显著增长 (亿元)



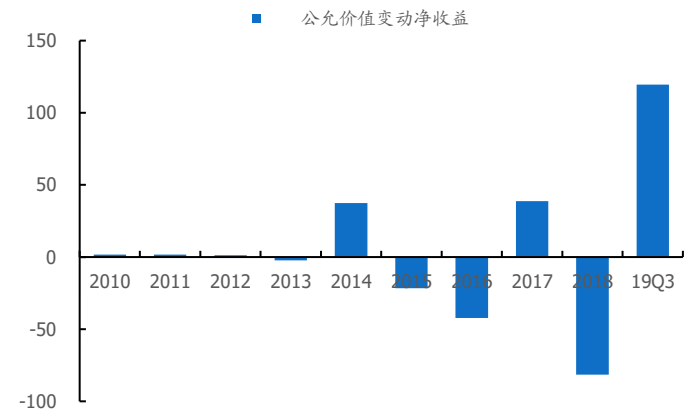
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 19 年国寿投资净收益显著增长 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 19 年国寿公允价值变动净收益显著提升 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.2 负债结构长期改善基础上 2019 年表现显著超越同业

对于市场更为关注的负债端表现, 公司在 2019 年显著超越同业。

2.2.1 个险期缴转型基础上 2019 年新单显著改善

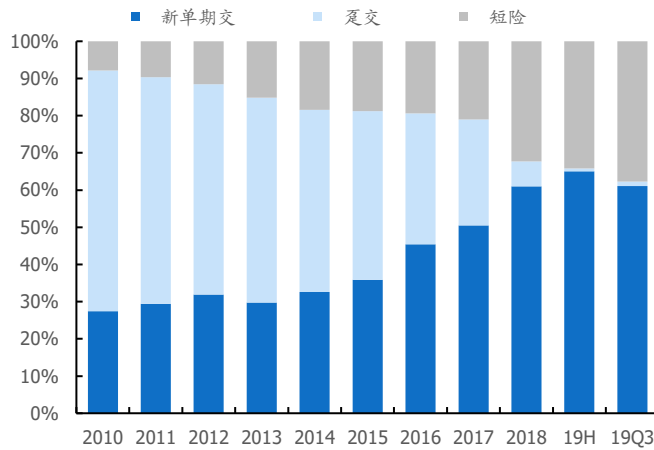
18 年公司基本形成了续期拉动保费增长、个险及长期期缴产品为主的渠道及产品结构: 国寿在 13 年就明确提出发展方式由规模速度型向规模效益型转变, 增长方式由以首年保费推动向续期保费拉动增长转变。具体看:

- **渠道结构方面:** 代理人渠道占比逐年提升, 19H 个险渠道保费占比达 76.9%;
- **新单保费期限结构方面:** 13 年起趸交占比逐年下降, 18 年大幅缩窄趸交业务计划,

19年基本不作考核安排使得优化加速，19Q3公司新单保费中趸交占比仅为1.2%，新单期缴占比达到61.1%，同时短险贡献同样显著提升。

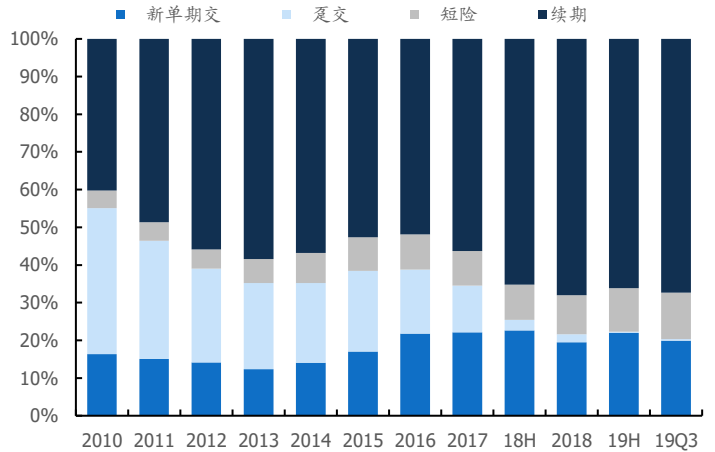
- **总保费结构结构方面:**16年以后续期保费占总保费比重提升明显,已由16年的51.9%上升至19Q3的67.4%，公司总保费主要依靠续期拉动。

图表 13: 国寿新单期限结构情况



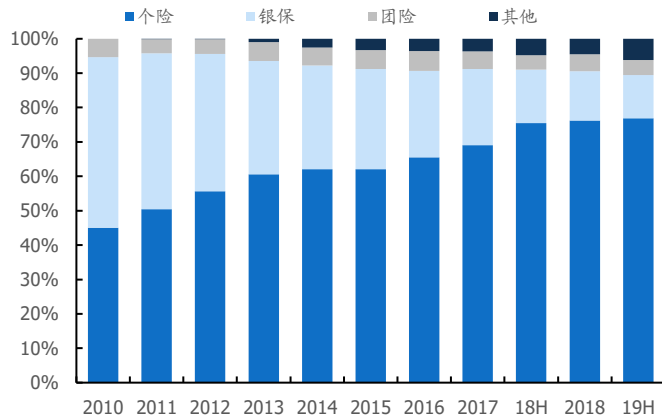
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 国寿总保费期限结构情况



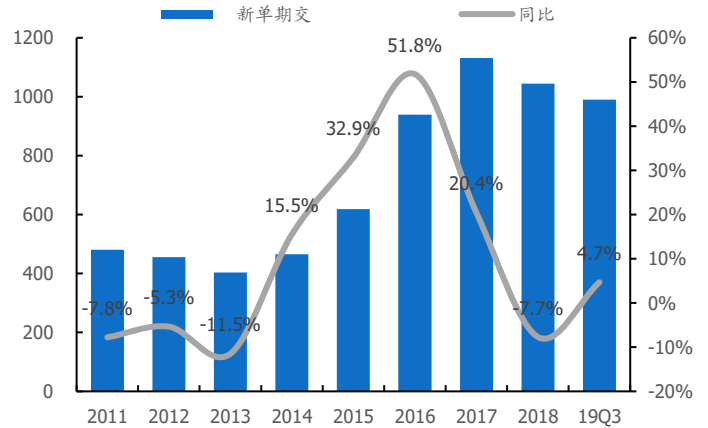
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 15: 国寿总保费渠道结构情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 16: 国寿新单期缴保费规模及同比增速 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

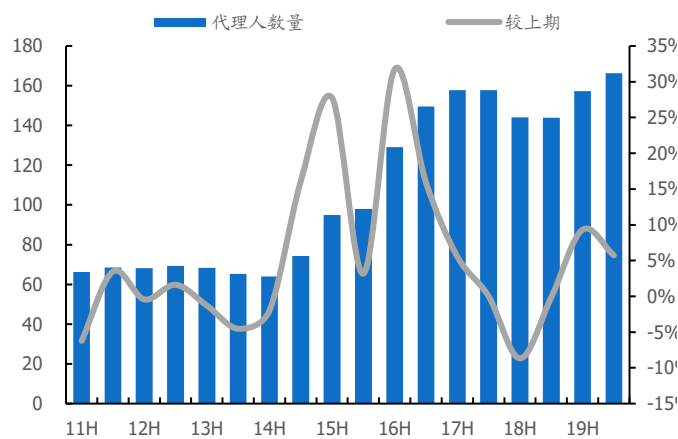
19年公司率先走出134号文阴影, 实现新单正增长:17年下半年134号文对行业产生了持续而显著的影响, 消费者对年金险首次返还需满5年且每年返还不得超过累计已交保费20%的设计形态认可程度显著下滑, 产品形态变化使得行业在18、19年新单经历了较为明显的负增长。国寿在2019年从开门红开始积极布局, 在产品形态、队伍增员、保障型产品销售等方面进行了准备与应对, 19Q3公司新单期缴保费990.53亿元, 同比增长4.7%, 也是四家上市寿险公司中唯一一家实现正增长的险企, 率先走出134号文的阴影。

2.2.2 “扩量提质”指引下代理人数量明显增长且产能有所突破

19年以来公司代理人数量再次进入增长周期: 2014年至2017H为公司人力增长的一波高峰,在代理人考试放开、行业高增长的契机下公司个险人力由14H的64万人增长到17H的157.8万人,3年年化增速达35%。17年下半年到18年底在134号文影响行业保费增速显著下滑的背景下,公司个险人力下降8.8%。19年以来在软硬件以及教育培训体系方面投入加大,代理人数量恢复较为明显的增长,同时质量相对较高的城区收展队伍发展速度更为显著。展望2020预计公司人力数量增速有明显放缓但仍能实现增长。

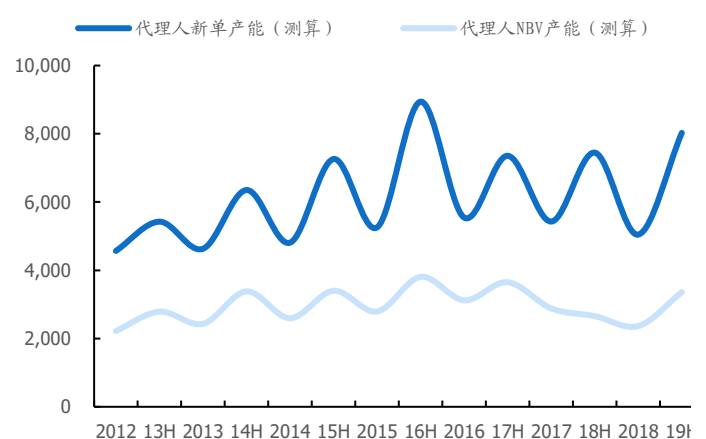
代理人数量增长同时产能有所突破: 在公司“扩量提质”策略的指引下,代理人数量实现增长的同时,产能同样有所突破。19H公司个险代理人人均新单及NBV分别为8027元及3362元,同比增长7.8%及26.5%,优于上市同业整体水平。

图表 17: 国寿个险代理人数量及变动情况 (万人)



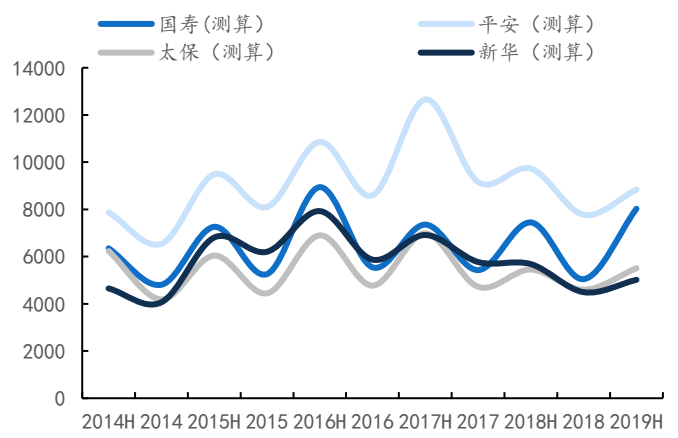
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 18: 国寿代理人月均产能情况 (元)



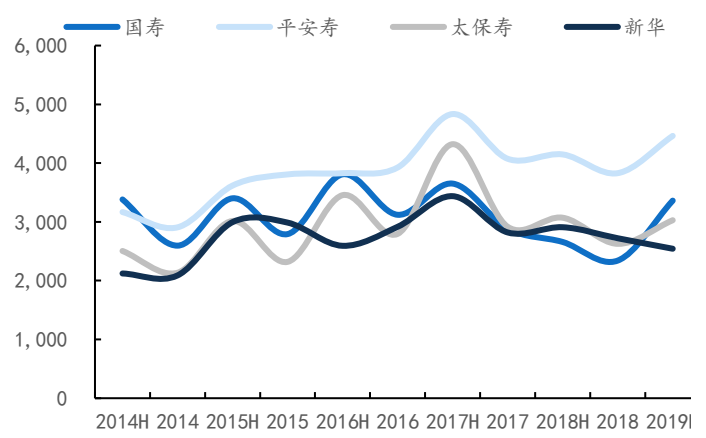
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 19: 上市险企代理人人均月度新单情况 (元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 20: 上市险企代理人人均月度 NBV 情况 (元)



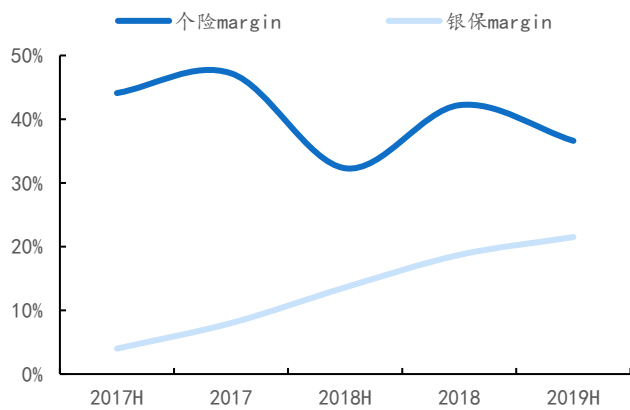
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.2.3 价值率稳步提升 NBV 有望延续双位数增长

个险渠道 2020 年 margin 有望突破，银保渠道 margin 持续改善：18H、19H 公司个险渠道 margin 分别为 32.3%、36.6%，与同业相比仍有一定差距，18 年主要因为新单压力使得公司除了开门红产品以外还销售了一定规模的盛世臻品年金，整体价值率受到拖累；19 年由于公司潜在的现金流压力销售一定规模的 4.025% 高定价利率产品；而 20 年由于代理人基数提升、现金流压力缓解以及开门红准备充分，公司有更大的动力提升价值。银保渠道方面由于趸交规模持续收缩，margin 逐期提升，19H 已达到 21.5%，给公司带来额外的价值贡献。

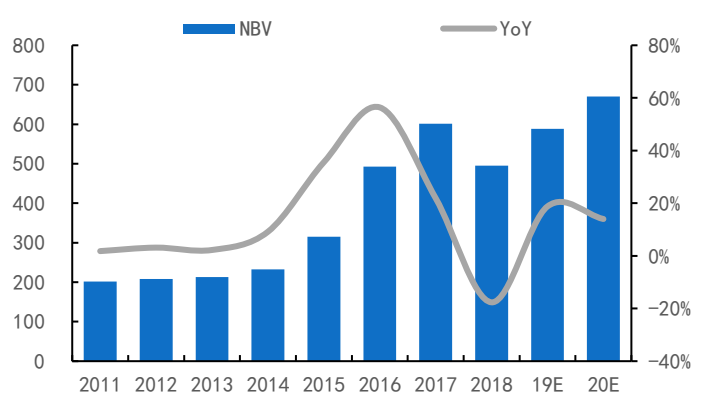
2019 年全年 NBV 增速预计 19%，2020 有望延续高增长：截至 19H 及 19Q3，公司累计 NBV 同比增速分别为 22.7%、20.4%，我们预计公司 2019 年全年 NBV 增速有望达 19%。展望 2020 年由于个险渠道 margin 有望进一步提升，新单延续增长趋势，叠加看公司 2020 年 NBV 整体有望实现双位数增长。

图表 21: 国寿个险及银保渠道 margin 情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 22: 国寿 NBV 及同比增速情况 (亿元)

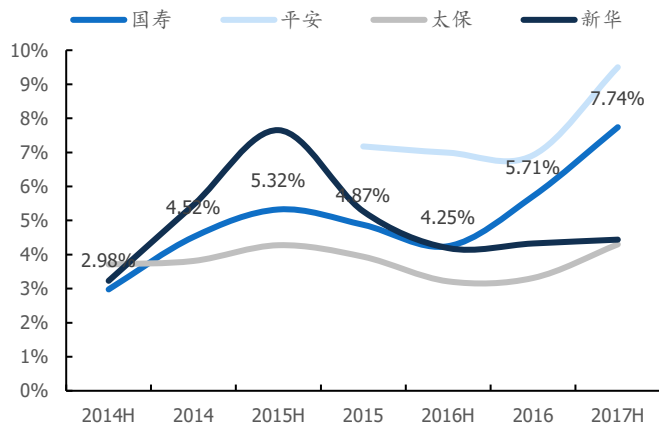


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2.3 2019 年权益市场行情带动公司总投资收益率明显提升

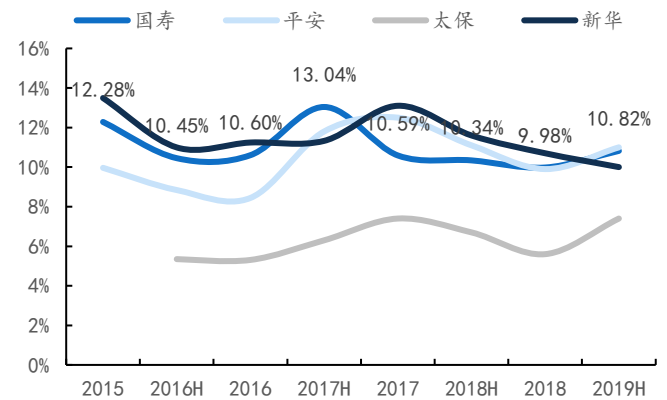
长期看公司权益资产配置略高于同业，总投资收益率弹性更高：资产配置角度看，公司权益类资产配置比例相对高于同业整体，19H 公司股票配置比例 7.13%，股票+权益基金配置比例为 10.82%，处于上市险企整体的较高水平。同时公司权益资产操作相对同业更为积极，因此在权益市场较好年份往往能取得超越同业的收益率水平。

图表 23: 国寿股票资产配置比例



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

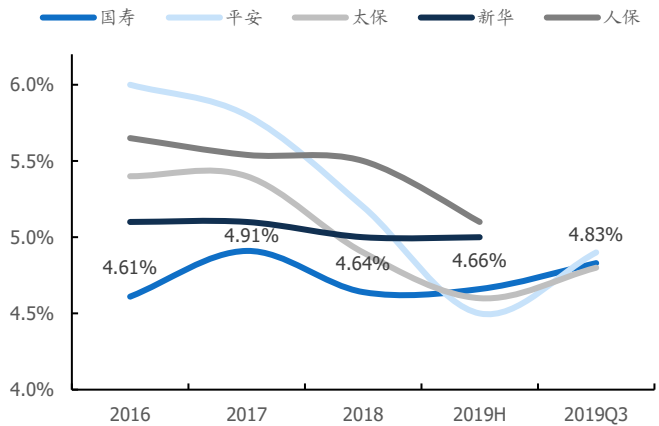
图表 24: 国寿股票+权益基金配置比例



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

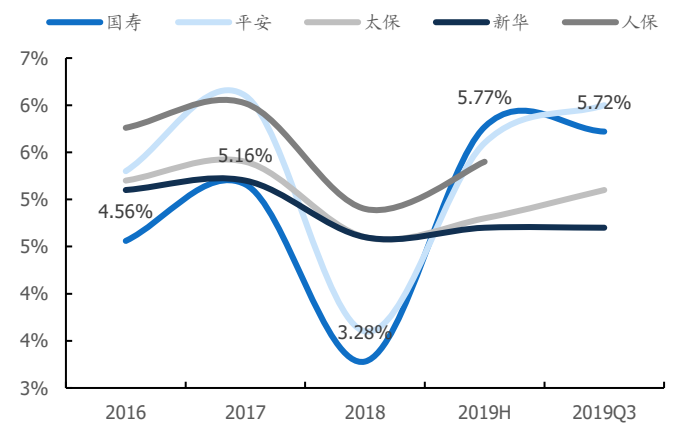
19年权益市场行情显著提升总投资收益率, 贡献EV及利润: 从近几年国寿投资收益率的角度看, 相较于同业并不具备显著优势, 但19年公司积极抓住长期和超长期国债及地方政府债、优质非标固收等资产机会, 19Q3净投资收益率达4.83%, 已与上市险企整体水平相当; 19全年上证综指、深证成指分别上涨22.30%、44.08%, 带动公司总投资收益率达5.72%, 优于上市同业。总投资收益率的提升显著贡献公司19年净利润, 同时给EV带来较为正向的投资偏差。

图表 25: 上市险企整体净投资收益率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 26: 上市险企整体总投资收益率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 中国人寿 19 年对不同类资产投资策略情况

固收资产	1、把握基础类资产机会，在合适时间窗口加大长期和超长期国债和地方政府债机会，在国债收益率有压力的情况下通过配置超长期债券来改善资产负债匹配管理。 2、在利率下行总趋势下，配长债的同时积极优选高资质优先股、银行二级资本债、非标固收产品进行灵活配置。
权益资产	1、在估值低位或者合理区间积极布局高股息核心股票。 2、公开权益投资有严格中枢限制，通过再平衡操作积极控制公开市场的风险敞口，降低波动和对收益利润的影响。
另类资产	积极创新另类投资策略，在风险可控前提下严选较好的另类投资，获取稳定现价红利回报和流动性溢价，在利率下行的环境下通过配置另类资产提升收益率。
委托管理	重点加大对委托方的管理，通过绩效考核和日常沟通，使投管人更好落实策略。
严防风险	严防包括信用市场违约频发等在内的投资风险。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

三、展望 2020 年：主要指标领先，积极应对不确定性

3.1 负债端“量”与“价”有望保持双增长

我们对公司 2020 年整体负债端表现保持乐观，主要基于：

- ✓ **开门红预计表现较好：**公司当前开门红推进显著快于同业，首款产品 3 年缴 10 年期的鑫享至尊 9 月底即推出，12 月之前主推；10 年期长缴年金鑫福临门也在 12 月-1 月持续推进，此外 1 月份以后保障型产品也加入到开门红销售中来。从实际推动效果看，鑫享至尊预计超额完成目标，鑫福临门当前也在加速推进中。公司开门红准备充分、有序推动、产品设计及万能账户结算利率具备吸引力，目前销售情况预计显著好于同业，2020 年开门红整体趋势较好。
- ✓ **人力数量到位：**公司 19 年前三季度增员幅度达 15.6%，预计 Q4 仍然有持续增员的动作，对于 20 年预计公司整体人力数量平稳，更多注重质量的提升，包括转型之下对人力专业化发展的推动，同时公司也增加了相关指标的考核，且后期在人力质态指标方面的披露同样有望更加透明，加强与同业公司的可比性，进一步验证质态提升。
- ✓ **Margin 及新单仍有提升空间：**预计 20 年公司在价值业务方面仍会继续推动，整体个险渠道 margin 有提升空间；同时新单也在人力基数、产品推动的前提下有明显增长。

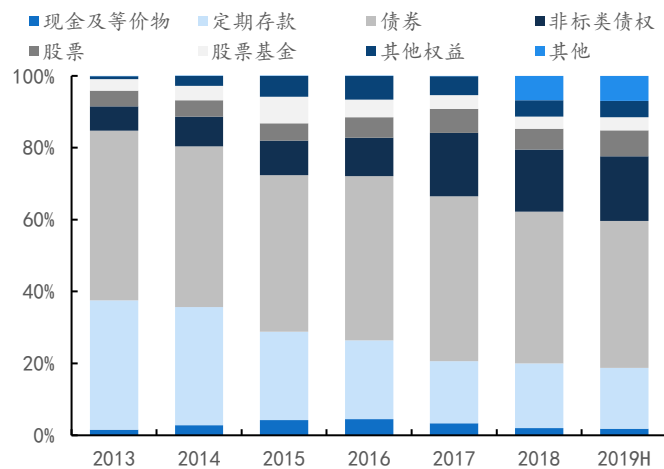
我们预计国寿 2020 年全年人力水平保持相对稳定，代理人产能仍有进一步提升空间，全年 NBV 增速预计 14%，继续显著领先同业。

3.2 积极应对投资及利润的不确定性

19年整体市场投资环境相对较好，大多上市险企都实现了5%以上的投资收益率，而20年包括利率、权益市场等不确定性有所增加，但公司积极应对市场的不确定性，拉长资产久期，维持收益率水平的相对稳定。

- ✓ **固收类资产：**19年10年期国债收益率基本在3-3.4%之间振荡，20年当前受疫情影响市场风险偏好，长端利率短期快速下行至2.8%附近。虽然利率持续下行的空间有限，但是整体中枢下移。公司持续加大长期国债配置，加强资产负债久期管理。
- ✓ **非标类资产：**19H公司非标资产配置总规模6337亿元，占总投资资产的19.2%。资管新规以来市场整体优质非标供应有限，疫情之下非标供给将再度承压。公司由于整体负债业务布局更早，现金流规划中提前在19年底至20年初集中进行了非标资产配置，较同业具备前瞻性，对于后期缺口主要通过优先股、协议存款及固收

图表 28: 中国人寿资产配置情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 29: 十年期国债到期收益率情况 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

增强型品种替代以缓解非标下降的压力。

- ✓ **权益类资产：**权益市场19年整体走势较好，20年相对存在一定压力，公司20年权益资产配置方面整体敞口较为稳定，重点在调结构、防回撤，冲击更多为短期影响。

积极提前应对19布局，中性假设下预计20年公司总、净投资收益率分别为4.8%、4.9%：随着21年以后各家保险公司切换至IFRS9准则，权益类资产以公允价值进行计量将明显加大利润的波动。公司从18年下半年开始提前进行相关资产准备的准备，对港股高股息资产等进行了配置，目前准备进程已完成大半。19年预计公司净投资收益率、总投资收益率分别为4.9%、5.6%，在中性假设下预计公司20年净投资收益率、总投资收益率分别为4.8%、4.9%。

19年的利润调节为20年利润表现留下更大空间：19年由于税收返还、减税政策以及投资收益率大幅增长影响，行业及公司净利润均大幅增长导致基数较高。20年由于投资收益率相对承压且税收返还仅为一次性影响，同时准备金折现率当前已反转向下，保险公司需要增提准备金进而导致利润减少，预计20年整体行业利润将有所压力。依据19年业绩快报，公司对19Q4单季度利润进行了调整，在保障19年利润大幅增长的同时为20年利润留下空间。

图表 30: 准备金折现率下降 10bp 对公司当年税前利润影响的测算

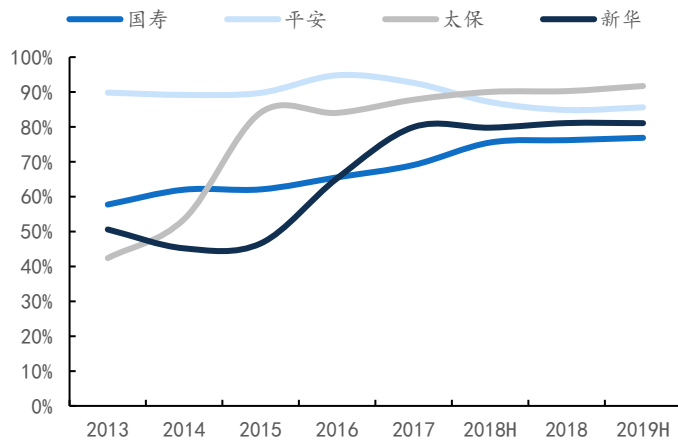
公司	2017		2018	
	折现率下降 10bp 对 税前利润 (亿元)	占上市公司税前 利润百分比	折现率变动 10bp 对 税前利润 (亿元)	占上市公司税前利 润百分比
国寿	-160.30	38.5%	-190.42	136.8%
平安	-49.57	3.7%	-64.46	4.0%
太保	-58.24	27.6%	-70.65	25.2%
新华	-47.21	64.4%	-55.73	53.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.3 转型及业绩支撑下估值水平提升有望延续

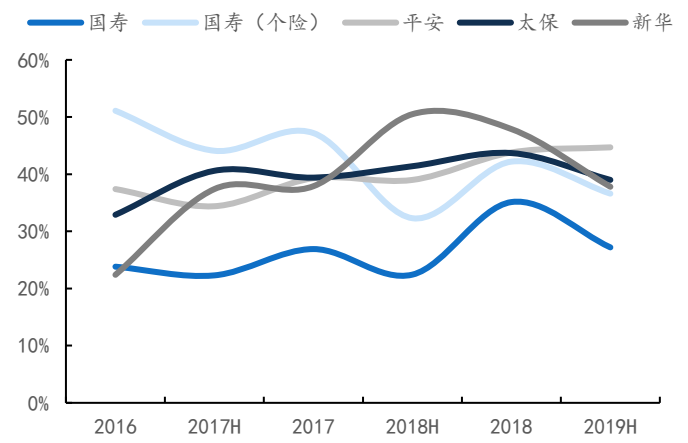
当前看公司主要核心指标与同业基本相当, 部分指标表现居于前列: 公司一直作为寿险行业市占率首位的公司, 业务结构持续改善: 个险渠道保费收入占比当前已稳定在 75% 以上, 银保方面公司在分支机构布局上具备显著优势, 且基本以期缴保费为主。公司整体 margin 虽然受到渠道结构影响略低于同业, 但个险渠道 margin 维持 40% 左右与同业相当。此外从 NBV 及新单增速、代理人增长以及产能等维度看, 公司当前在上市同业中处于中上水平, 竞争力逐步体现。

图表 31: 上市险企总保费中个险保费占比情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

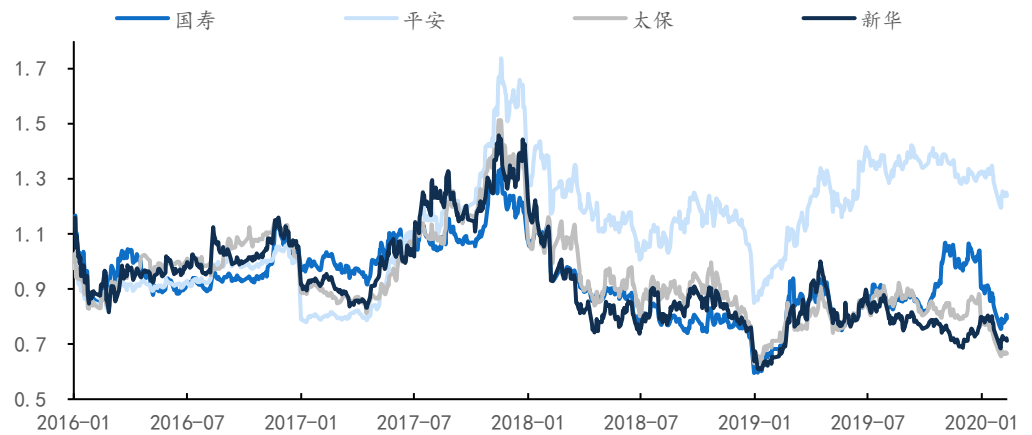
图表 32: 上市险企 Margin 情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

转型及基本面转变支撑公司估值的提升: 19 年以前公司估值水平整体与同业相当, 随着转型的持续推进以及业绩的明显改善, 19 年下半年起估值逐步提升并保持优势。我们认为随着转型的持续推进及深化以及业绩增速领先优势的保持, 公司仍然能维持优于同业整体的估值水平。

图表 33: 上市险企 P/EV 估值情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所 注: 以当年年底 EV 为估值基础。

盈利预测与投资建议

负债端看公司新单保费预计能保持持续增长, 同时价值率仍有提升空间, 预计公司 19-21 年新业务价值增速分别为 19.4%、14.0%、8.0%, 领先上市同业整体水平。

投资端由于整体利率中枢下行以及权益市场的不确定性, 中性假设下公司 19-21 年的总投资收益率为 5.6%、4.8%、4.8%, 净投资收益率为 4.8%、4.7%、4.7%。

价值层面, 公司预计未来三年仍然能够实现 15% 以上的 ROEV 增速, 预计 19-21 年公司 ROEV 增速分别为 17.2%、16.2%、15.7%, EV 增速分别为 19.2%、15.2%、14.2%。

图表 34: 中国人寿 2019-2021EV 变动预测分拆表 (百万元)

项目	2019E	19E 增速	2020E	20E 增速	2021E	21E 增速
年初 EV	795,052		947,984		1,092,163	
EV 预期回报	71,555	9.0%	80,579	8.5%	93,926	8.6%
NBV	59,116	7.4%	67,392	7.1%	72,784	6.7%
分散效应	-	-	-	-	-	-
评估方法、模型和假设变化	-1,590	-0.2%	-1,896	-0.2%	-1,092	-0.1%
运营经验差异	7,951	1.0%	7,584	0.8%	5,461	0.5%
投资回报差异	33,392	4.2%	-2,844	-0.3%	-3,604	-0.3%
市场价值和其他调整	-1,590	-0.2%	8,532	0.9%	5,461	0.5%
股东红利分配	-15,901	-2.0%	-15,168	-1.6%	-17,475	-1.6%
年末 EV	947,984	19.2%	1,092,163	15.2%	1,247,624	14.2%

资料来源: 国盛证券研究所

我们认为公司当前质地已优良, 核心指标目前基本处于同业中上水平, 重振国寿的转型也获得实质性推进并在业绩层面得到持续验证。2020 年公司负债表现有望再度领先同业, 预计公司 19-21 年 EV 增速分别为 19.2%、15.2%、14.2%, 对应 P/EV 分别为 0.92 倍、0.79 倍、0.70 倍, 我们认为公司 2020 年合理价格为 38.63 元, 对应 1 倍 P/EV, 较

当前仍有 26%空间，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

如公司转型持续性不及预期，可能会对公司基本面产生负面影响；
疫情影响如持续，可能会存在新单增速下滑及代理人脱落风险；
长端利率如持续下行，对保险公司资产配置产生压力；
权益市场下行使得公司股票浮亏增加，影响整体投资收益。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com