

中国人寿 (601628.SH)

负债核心指标增速持续领先同业 投资表现相对稳定

事件: 公司发布 2020 年半年报, 上半年公司实现保费收入 4273.67 亿元, YoY+13.1%; 实现归母净利润 305.35 亿元, YoY-18.8%。

负债端表现仍领先同业, 个险渠道量增价稳: 上半年公司首年期缴保费收入 941.70 亿元, YoY+13.0%, 其中十年期及以上新单 395.02 亿元, YoY+3.7%。上半年公司 NBV 为 365.59 亿元, YoY+6.7%仍然显著领先同业, 同时下半年预计同样能够维持较好的增速; 个险渠道实现 NBV365.59 亿元, YoY+9.7%, 首年保费 Margin 为 39.3%, 同比基本持平。

总销售人力较年初小幅下滑, 代理人产能实现有效提升: 截至 2020 年中期公司总销售人力 177.4 万人, 较年初小幅下降 4.0%, 但个险渠道代理人为 169.0 万人, 较年初增长 4.8%, 月均有效销售人力同比增长 40.4%, 代理人质量逆市提升, 测算下个险代理人人均月新单、NBV 分别为 9356 元、3689 元, YoY+16.6%、9.7%, 公司一方面提升代理人利益并引导高产代理人留存, 另一方面对低产能代理人进行及时清退, 维持整体代理人质量。

投资表现相对稳定, 实现总投资收益率 5.34%: 公司上半年实现净投资收益率 4.29%, 与 Q1 基本持平, 同比略下降主要因为利率下行以及股票股息派发延后; 实现总投资收益率 5.34%, 资产买卖价差实现较为明显的增长。公司投资端秉承稳健投资策略, 有效管控市场风险敞口, 灵活调整利率债配置节奏。

净利润负增长有所收窄, EV 及剩余边际稳定增长。 公司上半年实现归母净利润 305.35 亿元, YoY-18.8%, 较 Q1-34.4% 的负增长有所收窄, 虽然所得税及准备金假设仍然有负面影响, 但 Q2 单季度实现投资净收益+公允价值变动损益 551.96 亿元, YoY+40.1%。公司上半年末 EV 为 10158.56 亿元, YoY+7.8%; 剩余边际为 8211.99 亿元, YoY+6.9%, 均实现稳定增长。

投资建议: 公司业绩表现持续领先同业, 个险渠道量增价稳, 代理人产能仍实现有效提升, 投资端表现相对稳定, 当前公司对应 2020E、2021E 的 P/EV 分别为 1.11 倍、0.97 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 权益市场下行风险; 长端利率下行风险; 2021 年开门红表现不及预期风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	643,101	745,165	798,856	882,170	972,683
增长率 yoy (%)	-1.5	15.9	7.2	10.4	10.3
净利润(百万元)	11,395	58,287	52,885	64,545	79,504
增长率 yoy (%)	-64.7	411.5	-9.3	22.0	23.2
每股净资产	11.26	14.28	15.06	17.05	19.61
ROE(%)	3.69	14.42	12.42	13.41	14.38
EPS(摊薄/元)	0.39	2.05	1.87	2.28	2.81
P/EV(倍)	1.53	1.28	1.11	0.97	0.85

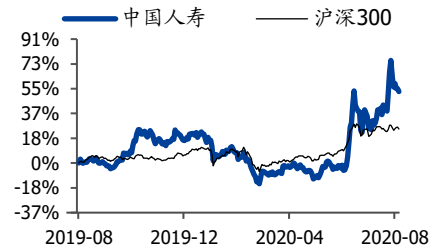
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	保险
前次评级	买入
最新收盘价	43.05
总市值(百万元)	1,216,795.55
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)	29.86

股价走势



作者

分析师 马婷婷

执业证书编号: S0680519040001

邮箱: mattingting@gszq.com

分析师 赵耀

执业证书编号: S0680519090002

邮箱: zhaoyao@gszq.com

相关研究

- 1、《中国人寿 (601628.SH): 一季度资产负债两端表现可圈可点 利润有所承压》2020-04-24
- 2、《中国人寿 (601628.SH): 19 年核心指标表现亮眼 20 年“重振国寿”有望延续》2020-03-25
- 3、《中国人寿 (601628.SH): 2019 年业绩靓丽, 2020 年有望继续领先》2020-02-15



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	52,586	55,082	59,213	65,134	71,648
交易性金融资产	138,716	141,606	152,226	167,449	184,194
买入返售金融资产	9,905	4,467	4,802	5,282	5,810
可供出售金融资产	870,533	1,058,957	1,138,379	1,252,217	1,377,438
持有至到期投资	806,717	928,751	998,407	1,098,248	1,208,073
长期股权投资	201,661	222,983	239,707	263,677	290,045
投资性房地产	9,747	12,141	13,052	14,357	15,792
定期存款	559,341	535,260	575,405	632,945	696,239
其他资产	605,197	767,487	821,694	903,720	993,917
资产总计	3,254,403	3,726,734	4,002,885	4,403,030	4,843,158
卖出回购金融资产	192,141	118,088	126,945	139,639	153,603
应付赔付款	49,465	51,019	54,677	90,939	111,895
应付保单红利	85,071	112,593	124,052	136,457	150,103
保户储金及投资款	255,425	267,794	294,573	324,031	356,434
责任准备金	2,216,031	2,552,736	2,731,047	2,920,046	3,109,441
其他负债	132,980	215,162	240,361	304,433	401,879
负债	2,931,113	3,317,392	3,571,655	3,915,546	4,283,354
股本	28,265	28,265	28,265	28,265	28,265
资本公积	54,945	55,009	55,009	55,009	55,009
未分配利润	133,022	170,487	202,218	240,945	288,648
其他综合收益等	-5,614	29,163	4,374	4,812	9,864
少数股东权益	4,919	5,578	5,578	5,578	5,578
所有者权益合计	323,290	409,342	431,230	487,483	559,804

盈利指标

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
ROA	0.37	1.58	1.34	1.48	1.66
ROE	3.69	14.42	12.42	13.41	14.38
EPS	0.39	2.05	1.87	2.28	2.81
BVPS	11.26	14.28	15.06	17.05	19.61
每股内含价值	28.13	33.53	38.91	44.48	50.61
每股新业务价值	1.75	2.09	2.41	2.55	2.70
P/E (倍)	110.38	21.00	23.01	18.85	15.30
P/B (倍)	3.82	3.01	2.86	2.52	2.20
P/EV (倍)	1.53	1.28	1.11	0.97	0.85

利润表 (百万元)

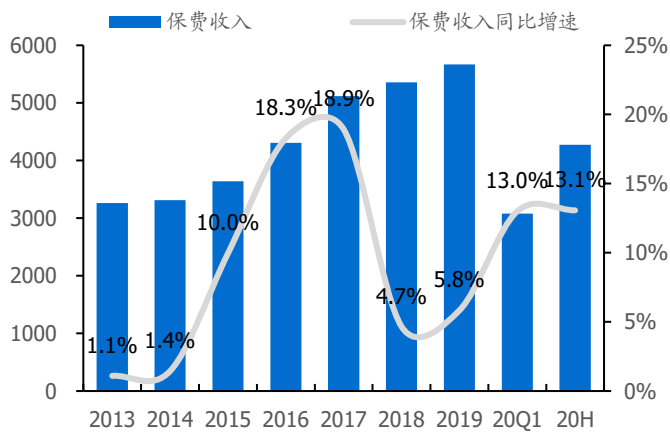
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	643,101	745,165	798,856	882,170	972,683
已赚保费	532,023	560,278	616,306	677,936	745,730
投资收益	111,396	162,480	178,728	194,814	216,243
公允价值变动收益	-8,148	14,419	-4,326	865	1,471
其他业务收入	7,830	7,988	8,148	8,555	9,240
营业支出	628,814	685,175	740,430	807,693	881,005
退保金	116,229	50,851	30,815	40,676	29,829
赔款支出 (减摊回)	172,080	124,215	123,261	189,822	216,262
提取保险责任准备金	190,910	334,401	382,110	366,086	402,694
保单红利支出	19,646	22,375	24,652	27,117	29,829
营业税金及附加	743	951	863	949	1,044
手续费及佣金支出	62,705	81,396	101,690	101,690	111,860
业务及管理费用	38,583	41,438	46,223	47,456	52,201
其他业务支出	19,708	21,486	24,652	27,117	29,829
资产减值损失	8,210	8,062	6,163	6,779	7,457
营业利润	39,116	42,008	58,426	74,477	91,678
利润总额	13,921	59,795	58,201	74,262	91,473
所得税	1,985	781	4,656	8,911	10,977
净利润	11,936	59,014	53,545	65,350	80,496
减: 少数股东损益	541	727	660	805	992
归母净利润	11,395	58,287	52,885	64,545	79,504

关键指标

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
归母净利润 (亿)	113.95	582.87	528.85	645.45	795.04
归母净利润增速	-64.7%	411.5%	-9.3%	22.0%	23.2%
已赚保费增长率 (%)	5.0	5.3	10.0	10.0	8.0
总投资资产 (亿)	31,304	36,004	38,704	42,575	46,832
总投资资产增速	12.5%	15.0%	7.5%	10.0%	10.0%
净投资收益率	4.64	4.80	4.60	4.60	4.50
总投资收益率	3.28	5.60	5.55	5.00	5.00
新业务价值 (亿)	495.11	591.16	679.84	720.63	763.86
新业务价值增速	-17.6%	19.4%	15.0%	6.0%	6.0%
内含价值 (亿)	7,951	9,477	10,998	12,571	14,306
内含价值增速	8.3%	19.2%	16.1%	14.3%	13.8%

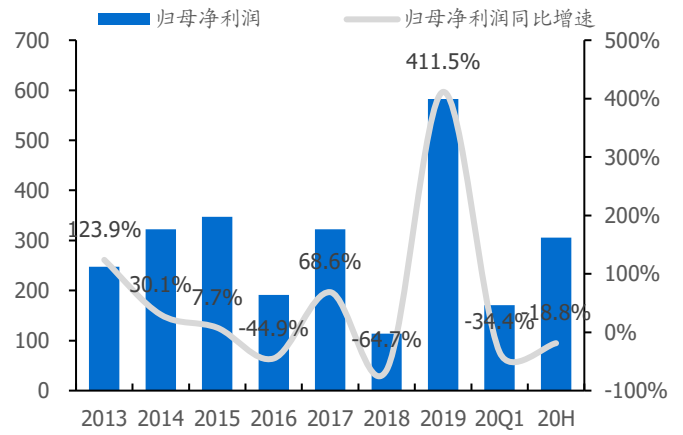
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

图表 1: 2020H 公司总保费收入同比增长 13.0% (亿元)



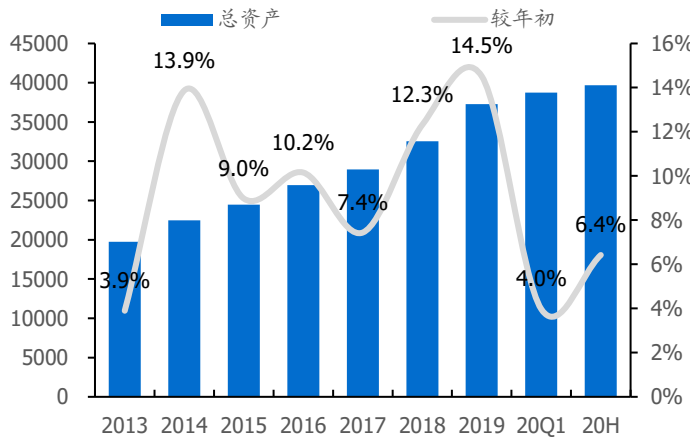
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 2020H 公司归母净利润同比下降-18.8% (亿元)



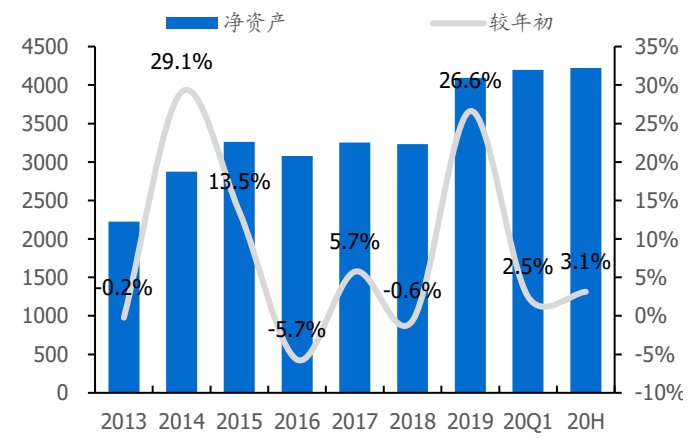
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 2020H 公司总资产增速 6.4% (亿元)



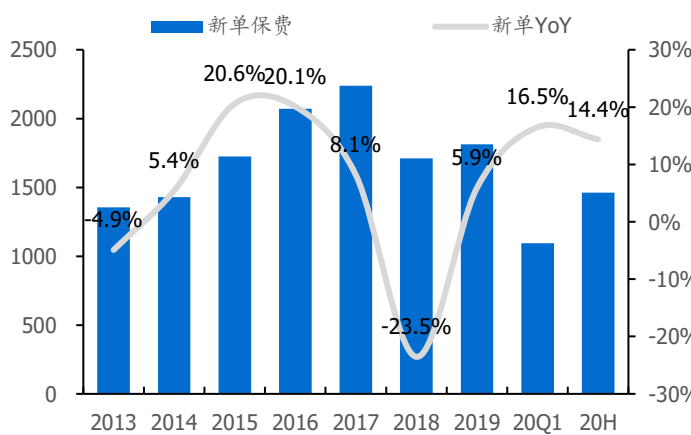
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 2020H 公司净资产增速 3.1% (亿元)



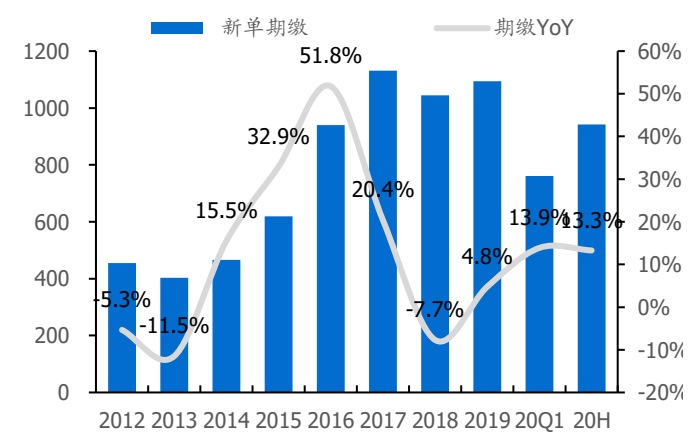
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 2020H 公司新单保费同比增长 14.4% (亿元)



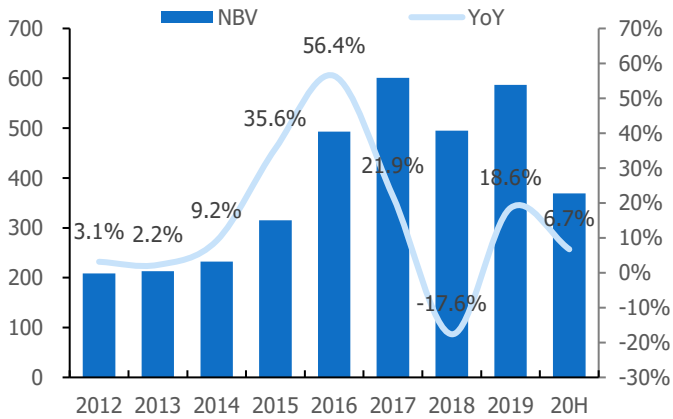
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 2020H 公司新单期缴保费同比增长 13.3% (亿元)



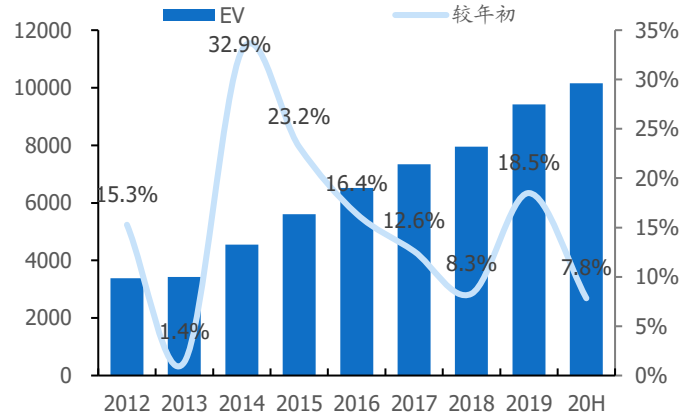
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 7: 2020H 公司 NBV 同比增长 6.7% (亿元)



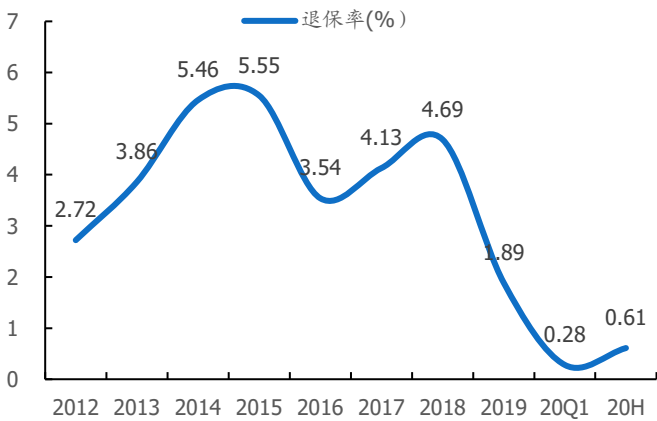
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 8: 2020H 公司 EV 较去年年底增长 7.8% (亿元)



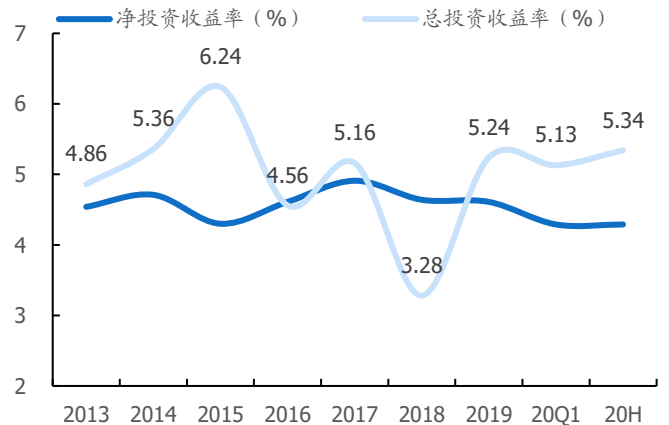
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 2020H 公司退保率降至 0.61%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 2020H 公司总投资收益率为 5.34%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

风险提示

- 1) 权益市场下行风险: 如权益市场持续下行, 会对公司投资产生负面影响, 从而影响公司股价;
- 2) 长端利率下行风险: 如长端利率持续下行, 公司长期投资及估值均会受到负面影响;
- 3) 2021 年开门红表现不及预期风险: 如公司 2021 年开门红表现不及预期, 对股价或估值均会有所压制。

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