

证券研究报告—动态报告

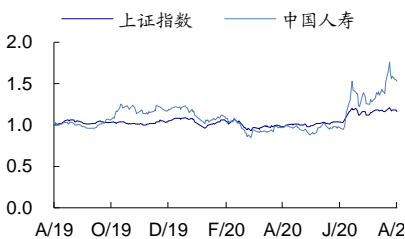
金融

非银行金融

中国人寿(601628)
买入
2020 年中报点评

(维持评级)

2020 年 08 月 27 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	28,265/28,265
总市值/流通(百万元)	1,216,796/896,453
上证综指/深圳成指	3,330/13,428
12 个月最高/最低(元)	50.88/23.97

相关研究报告:

《中国人寿-601628-2020 年一季度业绩点评: 业务表现靓丽, 竞争力持续提升》——2020-04-24
 《中国人寿-601628-深度报告: 国之重器, 何以为重》——2020-04-20
 《中国人寿-601628-2019 年年度业绩点评: 华丽转型, 彰显实力》——2020-03-26
 《中国人寿-601628-2019 年年度业绩预增公告点评: 重振国寿, 步步为营》——2020-01-22
 《中国人寿-601628-2019 年中期业绩点评: 双稳-稳扩张, 稳利率风险敞口》——2019-10-31

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002
联系人: 王鼎
 电话: 0755-81981000
 E-MAIL: wangding1@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

乘风破浪, 量价兼得

● 业绩略低于预期, 但价值数据出众

截止于 2020 年中期, 中国人寿营业收入达到 5137 亿元 (+12%), 已赚保费为 4080 亿元 (+13%), 但受传统准备金折现率假设更新、19 年手续费税前扣除政策及公允价值变动的共同影响, 归母净利润为 305 亿元 (-19%)。同时, 新业务价值达到 369 亿元 (+7%), 增速出众。

● 业务价值和规模兼得, 渠道维持高质扩张

分业务线, 寿险业务的收入达到 3461 亿元 (+12.6%), 首年保费达到 897 亿元 (+14.1%), 其中期交为 887 亿元 (+14.4%)。同时, 健康险业务的收入为 723 亿元 (+16%), 首年保费为 479 亿元 (+16%), 趸交保费为 425 亿元 (+18.2%)。26 个月的保单继续率下滑至 83% (-3.7 pt), 值得注意。

分渠道, 个险渠道的首年期交保费为 822 亿元 (+11%), 其中十年期以上的首年保费为 393 亿元 (+6.4%), 创造的新业务价值为 366 亿元, 新业务价值率为 39.3% (-0.4 pt)。个险销售人力为 169 万人, 其中营销队伍为 101 万人, 月均有效人力同比增长 40.4%。银保渠道的总保费为 285 亿元 (+70%), 其中首年期交保费达 119 亿元 (+44%), 同时该渠道的客户经理为 3.1 万人, 季均实动人力实现较大幅度的增长。

● 投资业务: 现金类占比提升明显, 投资收益略微下滑

同期, 现金及其他的占比提升明显, 至 3.8% (+1.13%), 同时净资产收益率为 4.29% (-0.37 pt), 而投资资产买卖价差收益为 204 亿元 (+143%), 公允价值变动损益为 38 亿元 (-68%), 使得总收益率为 5.34% (-0.43 pt)。

● 投资建议: 下调盈利预测, 维持“买入”评级

考虑到长险准备金的计提规模, 我们下调盈利预测, 预计公司 20-22 年归母净利润 627/949/1196 亿元 (+8%/51%/26%), 摊薄 EPS 为 2.2/3.4/4.2 元, 对应动态 PE 分别为 19/13/10x。当下股价表现的关键在于货币政策及经济形势, 我们保持乐观, 维持“买入”评级。

● 风险提示: (1) 货币政策超出预期; (2) 疫情对经济的影响超出预期。
盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	627419	729474	803565	890044	1018421
(+/-%)	-2%	16%	10%	11%	14%
净利润(百万元)	11395	58287	62747	94924	119563
(+/-%)	-65%	412%	8%	51%	26%
摊薄每股收益(元)	0.40	2.06	2.22	3.36	4.23
市盈率(PE)	107	21	19	13	10
市净率(PB)	3.9	3.3	2.9	2.5	2.1
PEV	1.53	1.29	1.11	0.98	0.87

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 股价及估值水平情况



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议及估值

国内寿险行业的主要战场历来都聚焦于东部发达省份及一线城市，而其他省市的成长空间仍待释放，仿佛一片蓝海。同时，中国人寿的线下网络规模巨大，布局全面。这才是中国人寿作为国之重器，真正的杀手锏，是其他寿险企业难以在中短期内企及的竞争壁垒。再鉴于当下中国人寿的高级管理层正全力推动市场化改革，近期的改革成效凸出，所以我们持续看好中国人寿的发展，维持“买入”评级。

具体估值逻辑请参见我们于 2020 年 4 月 20 日外发的中国人寿深度报告，《国之重器，何以为重》。

主要风险

- 1、货币政策超出预期;

附表：财务预测与估值

利润表部分数据 (百万元)					资产负债表部分数据 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
总保费收入	567,086	637,242	710,516	818,867	物业、厂房及设备	51,758	51,758	51,758	51,758
分出保费	-5,238	-5,266	-6,135	-7,134	投资性房地产	12,141	13,458	14,992	16,717
净保费收入	561,848	631,976	704,381	811,733	联营企业和合营企业投资	222,983	231,795	241,488	252,151
未到期准备金提转差	-1570	-889	-677	-1397	持有至到期证券	928,751	1,018,679	1,125,802	1,247,098
已赚保费	560,278	631,087	703,704	810,336	贷款	608,920	562,070	621,176	688,103
投资收益	139,919	164,283	177,892	199,516	定期存款	535,260	706,306	780,580	864,681
已实现金融资产收益净额	1,831	-			存出资本保证金	6,333	8,970	9,914	10,982
通过净利润反应的公允价值收益净额	19,251	-			可供出售证券	1,058,957	1,099,263	1,214,859	1,345,751
其他收入	8,195	8,195	8,448	8,569	通过净利润反映公允价值变动的证券	141,608	158,226	174,865	193,705
收入合计	729,474	803,565	890,044	1,018,421	买入返售证券	4,467	4,467	4,467	4,467
保险给付和赔付	-509,467	-565,026	-596,477	-660,687	应收保费	17,281	18,840	20,579	23,413
寿险死亡和其他给付	-127,877	-171,347	-220,469	-226,248					
赔款支出及未决赔款准备金	-50,783	-59,226	-82,242	-103,253					
保险合同负债提转差	-330,807	-334,453	-293,766	-331,186					
投资合同支出	-9,157	-9,524	-9,820	-10,117					
保户红利支出	-22,375	-27,168	-29,010	-32,339					
佣金及手续费支出	-81,396	-82,231	-92,275	-109,852					
财务费用	-4,255	-4,255	-4,255	-4,255					
管理费用	-40,275	-44,864	-50,065	-57,836					
其他支出	-9,602	-11,274	-12,208	-13,692					

内含价值数据 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E
期初内含价值			1,091,785	1,239,586
内含价值的预期回报	795,051	942,086		
本期内的新业务价值	66,625	78,946	91,491	103,877
运营经验的差异	58,698	73,373	78,509	84,005
投资回报的差异	128	3,626	1	2
评估方法、模型和假设的变化	31,906	3,463	-	-
市场价值和其他调整	-6,846	-240	-240	-240
汇率变动	3,023	8,688	-	-
股东红利分配及资本注入	198	110	1	2
其他	(4,916)	(20,633)	(21,961)	(33,223)
期末内含价值	-1,781	2,366		
扣除资本变动的内含价值	942,086	1,091,785	1,239,586	1,394,008
增长结构	947,002	1,112,418	1,261,547	1,427,231
内含价值预期回报	18.5%	15.9%	13.5%	12.5%
新业务价值贡献	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%
每股内含价值	7.4%	7.8%	7.2%	6.8%
	33	39	44	49

投资资产				
	2019	2020E	2021E	2022E
固定到期日金融资产	75%	80%	80%	80%
定期存款	15%	16%	16%	16%
债券	39%	42%	42%	42%
债权型金融产品	12%	12%	12%	12%
其他固定到期日投资	9%	9%	9%	9%
权益类金融资产	17%	18%	18%	18%
股票	8%	8%	8%	8%
基金	3%	4%	4%	4%
银行理财产品				
其他权益类投资	5%	5%	5%	5%
总资产	3,722,658	4,029,647	4,424,171	4,871,478

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032