

## 方正证券研究所证券研究报告

中国人寿(601628)

公司研究

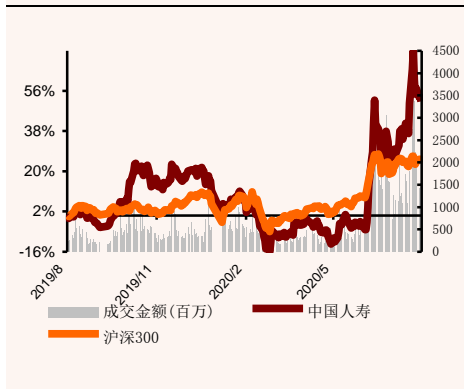
非银金融行业

公司财报点评

2020.08.26/强烈推荐(维持)

高级分析师：左欣然  
 执业证书编号：S1220517110001  
 E-mail: zuoxinran@foundersc.com

### 历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

### 相关研究

《NBV 与新单逆势双升》2020.04.23  
 《量价齐升，改革成效初显》2020.03.26  
 《转型成效凸显，投资+减税助高增》  
 2020.01.19

请务必阅读最后特别声明与免责条款

**核心业绩：**20H 公司归母净利润 305.4 亿 (YoY-18.8%)，ROE 为 7.3%；扣除 19H 汇算清缴的 52.3 亿，20H 归母净利润同比 -5.7pct、ROE 同比-1.5pct。本次净利润下降受传统险准备金折现率下降的影响 (2019H 折现率假设为 3.46%-4.83%；2020H 下调至 3.31%-4.83%)，带来税前利润下滑 127 亿，拉低税前利润约 36%。

总投资收益 961.3 亿 (YoY+8.1%)、净投资收益 773.9 亿 (YoY+7.4%)，总投资收益率、净投资收益率为 5.3%、4.3%，同比有所下滑 (YoY-0.43pct、-0.37pct)，表现仍优于同业。内含价值 10,158.6 亿 (YoY+14.6%)、剩余边际 8,212.0 亿 (YoY+10.6%) 持续增长，增厚未来利润。

### 负债端：保费规模与价值逆势双升

① **总保费从容增长，规模、新业务价值均有提升，但 NBVM 有所下降。**虽受疫情影响，上半年总保费收入 4273.7 亿元逆势增长 (YoY+13.1%)，其中新单保费 1,462 亿 (YoY+14.4%)，系因国寿于去年 10 月布局 2020 年开门红，春节前完成大部分年金任务计划，精准踩点、规避了疫情冲击。同时，续期保费 (2811.5 亿) 同步高增 (YoY+12.4%)，**新单及续期均有提升，业务发展节奏稳健。**新业务价值 368.9 亿 (YoY+6.7%)，增速略低于新单规模，测算 NBVM 为 25.2% 同比有所下降 (YoY-1.8pct)。

② **个险量价齐升：**个险总保费 3560.8 亿 (YoY+10.1%)，新单保费 927.1 亿 (YoY+11.8%)。个险渠道价值持续优化，首年期缴业务 822.39 亿 (YoY+10.7%)，NBVM 提升至 39.3% (YoY+2.7pct)。国寿“大个险”改革成果初现，规模与价值率同步提升，拉高个险 NBV 达 366 亿 (YoY+20.5%)。

③ **多元板块总保费 712.9 亿 (YoY+30.6%)，以银保为主 (占比 40%)。银保渠道结构调优、高速增长：**银保总保费 285.4 亿 (YoY+70.4%) 增速最快，新单保费 120.8 亿 (YoY+42.4%)。上半年公司持续压缩银保渠道趸交业务 (YoY-64.3%)、提升银保期缴业务 (YoY+43.9%)，我们推测银保 NBVM 将有所提升。银保续期业务增速近乎翻倍 (YoY+99.3%)，体现银保渠道业务品质的提高。银保渠道 2019H 的 NBV 为 40.4 亿，假设银保渠道 NBVM 提升 1%，因 FYP 增长了 42.4%，经测算银保渠道 NBV 将增长约 43.8%，NBV 达 58.1 亿。

#### ④ 渠道改革从量到质，建立业绩“护城河”

自实施“鼎新工程”以来，“一体多元”的发展架构引领下，主要渠道个险与银保渠道实现了规模、价值的同步提升。个险人力自年初的近200万，逐渐下降至169万，国寿所打造的核心大个险自年初以来，开启了人力数量向质量的转型，通过建立大个险人力“蓄水池”实现“优中选优”的渠道改革策略。20H人力数量同比提升7.4%，测算产能达到9143元/月，同比提升4.0%。人力与产能的双升，将持续驱动个险新单的增长，为后续业绩增长建立了强大的业绩“护城河”。

#### 投资端：灵活+稳健兼具，带来利差益

公司总、净投资收益水平均有提升（分别为YoY+8.1%、+7.4%），受年内利率大幅下行等影响，公司净投资收益有所下降（YoY-0.4pct）。长短端利率自4月低点以来企稳回升，有望拉高后续净投资收益水平。

**浮盈消化、投资收益确定性增强：**20H公司综合投资收益下降（YoY-15.9%），总/综合投资收益率分别为5.34%、5.40%，较去年同期有所下降（分别YoY-0.4pct、-2.8pct），系因去年同期浮盈抬高基数所致：1）当前可供出售金融资产公允价值89.8亿，较去年同期大幅下降（YoY-71.6%），拉低其他综合收益（YoY-88.7%）。2）公允价值变动损益37.6亿（YoY-68.3%），拉低浮盈水平。**推测去年同期的浮盈已逐渐转化为当期确定性的投资买卖价差，当期投资买卖价差收益203.6亿，同比大幅提升（YoY+142.1%）。**受权益市场回暖影响，公司加大权益市场操作。股票投资占比8.1%，同比+0.9pct，股票投资金额大幅提升（YoY+29.5%）。截止当前，公司加大了粤高速A、千禾味业、贵州茅台等业绩稳健、刚需型蓝筹股，及具备高精技术的龙头股（生益科技、胜宏科技、沪电股份）配置，稳健+灵活兼备。当前公司总投资收益率5.34%高于评估投资收益率假设5%，获得利差益、增厚当期EV约34.63亿。

**投资建议：**负债端量价齐升，个险、银保渠道规模与价值共振；投资端灵活与稳健兼具，增厚利润及EV水平。双端表现均超预期，“鼎新工程”改革转型成果初步显现，后续有望持续发力。国寿年内NBV、EV有望超同业，但因国寿精算假设较同业相对激进（风险贴现率10%，同业为11%），新业务价值、内含价值或存在一定预期差。目前股公司股价对应2020-2022年P/EV分别1.1x、1.0x、0.8x，维持“强烈推荐”评级

**风险提示：**长端利率持续下滑、投资收益大幅下滑、保费增长与改革推进不及预期。

**盈利预测：**

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	745,165	849,126	919,832	1,052,565
(+/-) (%)	16%	14%	8%	14%
净利润	58,287	55,387	60,957	69,845
(+/-) (%)	412%	-5%	10%	15%
EVPS(元)	33.33	37.83	43.08	48.99
P/EV	1.03	1.14	1.00	0.88

数据来源：Wind 方正证券研究所

图表 1: 国寿 20H 核心业绩

业绩概览	2019H	2019Q3	2019	2020Q1	2020H
<b>核心业绩数据</b>					
归母净利润 (亿元)	376	577	583	171	305
YoY	129%	190%	412%	-34%	-19%
单季度归母净利润 (亿元)	116	201	6	171	134
YoY	298%	483%	-107%	-34%	16%
ROE	11.1%	16.7%	16.5%	4.2%	7.4%
同比提升	6.0pct	10.5pct	12.9pct	-3.5pt	-3.78pct
EPS(元)	1.32	2.03	2.05	0.6	1.07
每股股息 (元)	/	/	/	/	/
内含价值 (亿元)	8868	/	9421	/	10159
较上年末变动	12%	/	18%	/	8%
新业务价值 (亿元)	346	/	587	/	369
YoY	23%	20%	19%	8%	7%
个险	304	/	522	/	366
YoY	26%	/	22%	/	20%
银保	40	/	63	/	/
YoY	4%	/	-1%	/	/
新业务价值率 (测算)	27%	/	32%	/	25%
个险	37%	/	45%	/	39%
银保	22%	/	24%	/	/
剩余边际 (亿元)	7422	/	7683	/	8212
偿付能力充足率 (综合)	269%	272%	277%	282%	267%
<b>寿险业务一览</b>					
<b>保费数据</b>					
保费收入 (亿元)	3780	4970	5671	3078	4274
YoY	5%	6%	6%	13%	13%
新单保费 (亿元)	1278	1622	1813	1095	1462
YoY	2%	7%	6%	16%	14%
半年度新单保费 (亿元)	1278	/	534	/	1462
YoY	2%	/	17%	/	14%
健康险保费 (亿元)	624	/	1056	/	723
健康险新单 (亿元)	414	/	662	/	479
YoY	36%	/	31%	/	16%
期交占比	13%	/	17%	/	11%
首年期缴保费 (亿元)	831	991	1087	761	942
YoY	2%	5%	4%	14%	13%
在新单保费中占比	65%	61%	60%	69%	64%
在长险首年期缴保费中占比	99%	98%	90%	90%	90%
个险期交新单	614	/	839	/	822
YoY	0%	/	6%	/	34%
银保期交新单	188	/	238	/	119
YoY	0%	/	3%	/	-37%
十年以上首年期交保费(亿元)	381	506	592	254	395
YoY	68%	51%	42%	2%	4%
在新单保费中占比	30%	31%	33%	23%	27%
趸交+短期险保费 (亿元)	447	632	719	334	520
YoY	3%	10%	8%	23%	16%
个险趸交+短期	87	/	161	/	105
YoY	45%	/	33%	/	21%
银保趸交+短期	2	/	16	/	2
YoY	-98%	/	-84%	/	0%
续期保费 (亿元)	2501	3348	3858	1983	2812
YoY	6%	6%	6%	11%	12%
代理人产能 (测算, 元)	8789	/	5164	/	9143
YoY	13%	/	-2%	/	/
个险渠道代理人数量 (万人)	157	166	161	200	169
YoY	9%	14%	12%	30%	7%
<b>业务质量</b>					
退保率	1.4%	1.7%	1.9%	0.3%	0.6%
同比变动	-2.9pct	-2.8pct	-2.8pct	-0.34pt	-0.82pct
14个月保单继续率	86.1%	/	86.8%	/	89.6%
同比变动	-6.2pct	/	-4.3pct	/	+3.5pct
26个月保单继续率	87.0%	/	85.9%	/	83.3%
同比变动	0.2pct	/	-0.1pct	/	-3.7pct
<b>准备金</b>					
提取保险责任准备金 (亿元)	2270	2951	3351	2166	2889
YoY	91%	82%	75%	23%	27%
因假设变动而增加利润 (亿元)	-21	/	-24	/	-127
利润影响程度	-5%	/	-4%	/	-36%
<b>投资业绩概览</b>					
总投资收益	889	1345	1690	455	961
YoY	82%	/	78%	-11%	8%
总投资收益率	5.8%	5.7%	5.2%	5.1%	5.3%
同比变动	2.0pct	2.4pct	2.0pct	-1.6pt	-0.5pct
净投资收益率	4.7%	4.8%	4.6%	4.3%	4.3%
同比变动	0pct	0.2pct	-0.03pct	-0.02pt	-0.4pct
投资资产中股票+基金占比	11%	/	11%	/	11%
投资资产中债券占比	41%	/	39%	/	39%
其它综合收益	281	279	/	-108	23
同比增长净额	300	255	34	-425	-258
综合投资收益率 (测算)	7.3%	6.6%	5.3%	3.8%	5.2%

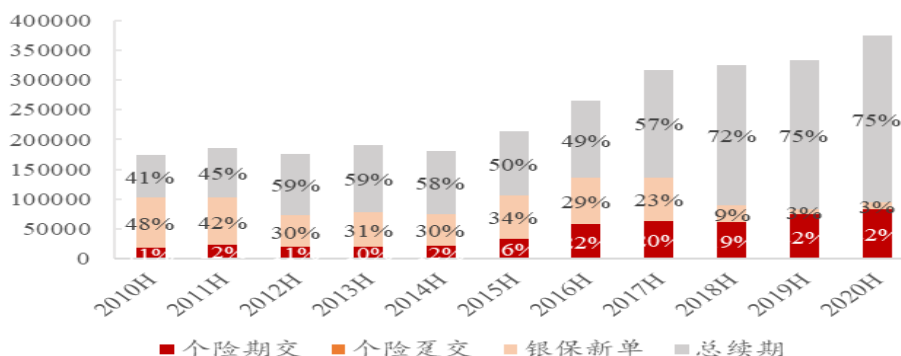
数据来源: 公司公告

注1: 扣除19H减税效应后, 归母净利润同比-5.7%

注2: 2019H, 2020H个险渠道和银保渠道趸交+短期保费按2020H渠道新口径计算

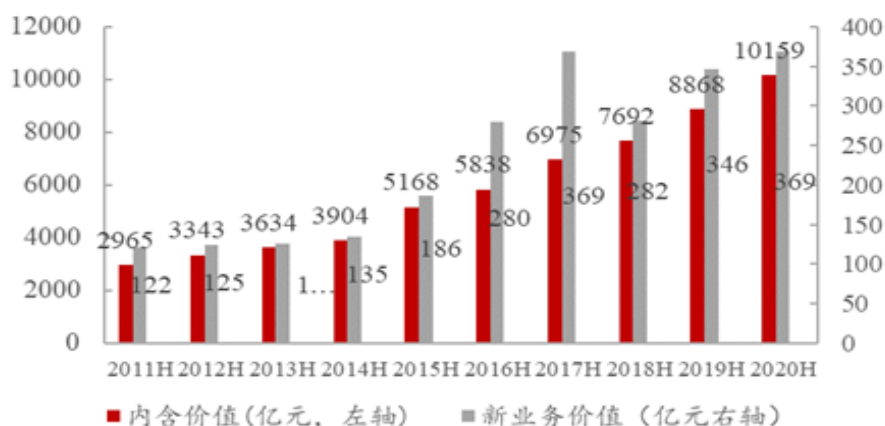
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表 2: 寿险渠道结构 (单位: 百万元)



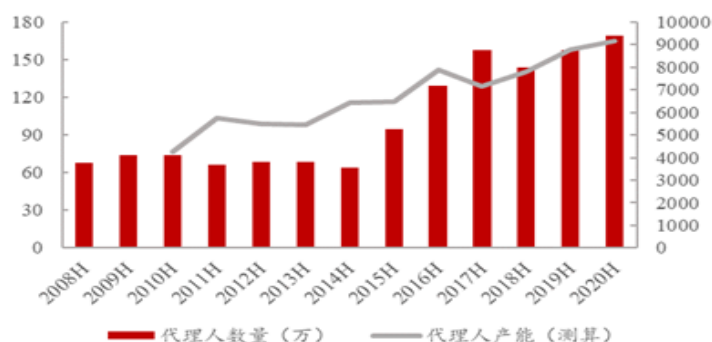
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表 3: 寿险内含价值与新业务价值 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表 4: 代理人数量与产能 (单位: 万人、元/月)



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

## 附录：公司财务预测表

单位：百万元

利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
已赚保费	532,023	560,278	661,500	701,527	805,369
投资收益及公允价值变动损益	103,248	176,899	179,555	210,108	238,872
汇兑损益	-194	-67	0	0	0
其他业务收入	7,825	7,947	8,071	8,197	8,325
营业收入合计	643,101	745,165	849,126	919,832	1,052,565
赔款及保户利益	504,391	539,701	619,264	675,364	775,000
保户业务手续费及佣金支出	62,705	81,396	100,227	99,206	113,891
税金及附加	743	951	1,121	1,188	1,364
业务及管理费	39,116	42,008	49,497	52,492	60,262
其他业务成本	19,708	21,486	21,821	22,161	22,507
资产减值损失	8,210	8,062	0	0	0
营业支出合计	628,814	685,175	791,258	849,699	972,206
所得税	1,985	781	6,944	8,416	9,643
净利润	11,936	59,014	56,078	61,717	70,717
归属于母公司净利润	11,395	58,287	55,387	60,957	69,845

内含价值表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
期初内含价值	734,172	795,052	942,087	1,069,157	1,217,781
期初内含价值的预计回报	60,250	66,625	75,367	85,533	97,422
一年新业务价值	49,511	58,698	62,817	68,232	75,483
新业务价值分散效应	0	0	0	0	0
假设及模型变动	-1,131	-6,846	-5,000	0	0
市场价值调整影响	8,785	3,023	0	0	0
投资回报差异	-44,462	31,906	-942	0	0
营运经验差异	277	128	-500	0	0
其他经验差异	0	0	0	0	0
汇率变动	325	198	0	0	0
资本变动前寿险业务内含价值	807,727	948,784	1,073,829	1,222,922	1,390,686
股东红利分配及资本注入	-11,690	-4,916	-4,671	-5,141	-5,891
寿险业务期末的内含价值	795,051	942,087	1,069,157	1,217,781	1,384,795
寿险内含价值增速	8%	18%	13%	14%	14%
每股内含价值	28.13	33.33	37.83	43.08	48.99

数据来源：Wind 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在不相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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保持在最新状态。同时, 本公司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。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明:

- 强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;
- 推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;
- 中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;
- 减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明:

- 推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;
- 中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;
- 减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址:	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com