新业务价值表现优于同业，代理人队伍量稳质升

中国人寿（601628.SH）

推荐 维持评级

分析师

武平平
☎：010-66568224
✉: wupingping@chinastock.com.cn
分析师登记编号： S0130516020001

张一纬
☎：010-66568668
✉: zhangyiwei_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编号：S0130519010001

市场数据	2020.08.26
A 股收盘价(元)	43.05
A 股一年内最高价(元)	50.88
A 股一年内最低价(元)	23.53
上证指数	3329.74
市净率	3.16
总股本（亿股）	282.65
实际流通 A 股(亿股)	208.24
限售的流通 A 股(亿股)	74.41
流通 A 股市值(亿元)	8964.53

核心观点：

1. 事件

公司发布了 2020 年半年度报告。

2. 我们的分析与判断

1）受准备金计提和去年同期手续费及佣金支出税前扣除政策影响，净利润有所下滑

2020H1，公司共计实现营收 5137.35 亿元，同比增长 12.4%；实现归母净利润 305.35 亿元，同比下降 18.8%；基本 EPS1.07 元，同比下降 18.9%；加权平均 ROE 为 7.36%，同比下降 3.78 个百分点。受传统险准备金折现率假设更新、2019 年同期执行手续费和佣金支出税前扣除政策调整的影响，公司业绩有所下滑。2020H1，公司会计估计变更分别增加寿险与长期健康险责任准备金 115.64 亿元和 10.92 亿元，合计减少税前利润 126.56 亿元；所得税费用 45.02 亿元，同比增长 367%。

2）新业务价值表现优于同业，代理人队伍量稳质升

公司 2020 年开门红销售较早，代理人队伍量稳质升，疫情影响下新单保费仍实现正增长，推动 NBV 表现优于同业。2020H1，公司 NBV 368.89 亿元，同比增长 6.7%；新单保费 1462.14 亿元，同比增长 14.37%；首年期交保费 941.70 亿元，同比增长 13.3%。公司坚持多元化产品策略，大力发展保障型业务，业务结构持续优化，新业务价值率基本保持稳定。公司首年期交前十大主销产品中 6 款为保障型产品；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，特定保障型业务保单件数与件均保费同步提升。2020H1，公司个险渠道 NBVM 为 39.3%，同比小幅下降 0.4 个百分点，基本保持稳定。公司代理人队伍销售管理实现转型升级，个险营销、收展两支销售队伍协同并进，制度升级释放红利，促进关键基础管理指标稳步提升，个险队伍量稳质升。截至 2020 年上半年末，公司个险销售人力 169 万，较 2019 年末增长 4.77%。其中，营销队伍规模 100.7 万，收展队伍规模 68.3 万；月均有效销售人力同比增长 40.4%。

3）受利率下行和持仓上市股票股息派发延后的影响，投资收益率有所下降

截至 2020 年上半年末，公司投资资产 37828.55 亿元，较 2019 年末增长 5.8%。2020H1，公司实现净投资收益 773.91 亿元，同比增长 7.4%，净投资收益率 4.29%，同比下降 0.37 个百分点，主要来自年内利率大幅下行、持仓上市股票股息派发延后的影响；总投资收益为 961.34 亿元，同比增长 8.11%，总投资收益率 5.34%，同比下降 0.43 个百分点。资产配置方面，公司持续强化资产负债管理，固收类投资在年内利率大幅下行过程中把握阶段性波动机会，及时调整长久期利率债配置节奏，稳定资产久期的同时控制利率风险；公开市场权益投资遵守既定的战略配置策略安排，持续调整内部结构，提高收益稳定性。

3. 投资建议

公司重价值、强队伍，持续推动业务高质量发展。代理人队伍量稳质升，疫情影响下新单保费仍实现正增长，推动 NBV 表现优于同业。投资端重视资产负债管理，有望受益长债收益率触底反弹和权益市场回暖，实现投资收益率改善。结合公司基本面和股价弹性，我们维持“推荐”评级，预测 2020/2021 年每股内含价值 38.33/44.85 元，对应 2020/2021 年 PEV 为 1.12X/0.96X。

4. 风险提示

长端利率曲线持续下移的风险，保险产品销售不及预期的风险。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6－12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6－12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6－12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%－20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6－12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6－12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

武平平，张一纬，金融行业分析师。本人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，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn