

2020年08月26日

中国人寿 (601628.SH)

公司快报

非银行金融 | 保险 III

投资评级

买入-B(维持)

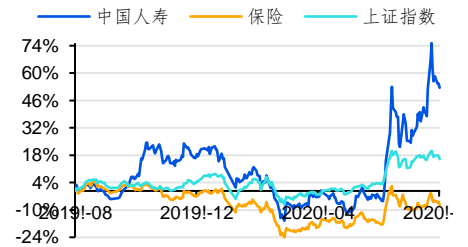
股价(2020-08-26)

43.05 元

交易数据

总市值(百万元)	1,216,795.55
流通市值(百万元)	896,452.97
总股本(百万股)	28,264.71
流通股本(百万股)	20,823.53
12个月价格区间	23.97/50.88 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	17.69	53.43	34.21
绝对收益	21.85	71.59	49.13

分析师

崔晓雁

 SAC 执业证书编号: S0910519020001
 021-20377098

报告联系人

范清林

 fanqinglin1@huajinsec.com
 021-20377065

相关报告

 中国人寿: NBV+8.3%、Q2 仍有规模诉求
 2020-04-23

 中国人寿: NBV+18.56%, 重振国寿值得赞许
 2020-03-26

 中国人寿: NBV 增速高于同业、转型值得赞许
 2019-10-30

 中国人寿: NBV 同比+23%, 业绩表现好于
 同业 2019-08-23

投资要点

◆ **事件:** 公司发布 H120 财报, 实现营收 5137.35 亿元、同比+12.36%, 归母净利润 305.35 亿元、同比-18.79%; Q220 营收 1759.63 亿元、同比+21.35%、环比-47.90%, 归母净利润 134.45 亿元、同比+16.26%、环比-21.33%。业绩变动主要系 1) 传统险准备金折现率变更, 增提 126.56 亿元准备金, 税前利润相应减少; 2) 去年同期手续费及佣金税优惠政策下导致今年相比实际税负加重。

◆ **NBV 同比+6.71%, NBVM 同比略下滑 1.81pct:** 【个险】得益于规模人力的增长, 即个险销售人力同比+7.4%至 169 万人, 创历史新高。个险在新版基本法激励下, 营销动力十足, 制度升级释放红利。上半年疫情冲击中, 仍实现个险新单同比+11.77%, 个险贡献新单 63.41%的保费, 略微下滑。在规模加持下, 个险价值率并未出现较大牺牲, NBVM 仅下滑 0.4pct 至 39.3%, 在新单实现良好增长下, 个险 NBV 同比+9.68%, 贡献整体 NBV99.11%。个险新单中, 期缴占比同比下滑不足 1pct, 得以有效支撑价值率。【银保】回归渠道定位, 规模与价值并举。银保并未走单一趸交路线, 期缴占新单比进一步上升至 98.25%, 同比增速达 43.88%。银保渠道持续加强队伍管理, 客户经理达 3.1 万人, 有效助力渠道规模与价值增长。目前来看国寿的重心开始偏向价值, 但规模仍是地基。我们判断代理人规模仍是冲量的核心指标, 营销仍是险企的核心竞争力。

◆ **投资风险仍然偏保守:** 期末投资资产同比+14.43% (较年初+5.82%), 净/总投资收益率同比-37/-43bp 至 4.29%/5.34%权益型资产配置同比略有提升, 但较年初-42bp 至 16.53%, 其中股基占比较年初-37bp 至 10.68%。国寿 EV 受投资收益偏差影响较大, 稳定的投资收益率有助于价值的长期稳定增长。

◆ **投资建议:** 夯实规模地基走价值并举路线, 上半年 NBV 是上市险企内唯一实现正增长, 国寿转型值得称赞, 我们对公司 2020NBV 增速保持乐观。鉴于目前 2020E P/EV1.21x, 维持买入-B 评级。

◆ **风险提示:** 代理人流失加剧、长端利率下行超预期

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	643,101	745,165	835,230	927,467	1,012,522
同比增长(%)	-1.55%	15.87%	12.09%	11.04%	9.17%
归母净利润(百万元)	11,395	58,287	69,605	78,900	86,821
同比增长(%)	-64.67%	411.51%	19.42%	13.35%	10.04%
EPS(元)	0.40	2.05	2.46	2.79	3.07
EVPS(元)	26.73	31.78	35.58	39.91	44.73
PE	106.78	21.00	17.48	15.42	14.02
PEV	1.61	1.35	1.21	1.08	0.96

数据来源: wind, 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
已赚保费	532,023	560,278	645,031	722,552	798,055	货币资金	52,586	55,082	62,266	70,286	79,068
投资净收益	103,248	176,899	181,855	196,153	205,267	买入返售金融资产	9,905	4,467	5,050	5,700	6,412
营业收入	643,101	745,165	835,230	927,467	1,012,52	交易性金融资产	138,71	141,60	160,07	180,69	203,27
退保金	116,229	50,851	51,760	72,620	80,449	定期存款	559,34	535,26	605,07	683,00	768,34
赔付支出	174,439	127,919	128,364	144,078	159,611	可供出售金融资产	870,53	1,058,9	1,197,0	1,351,2	1,520,0
提取保险责任准备金	191,718	335,122	404,348	432,234	470,852	持有至到期投资	806,71	928,75	1,049,8	1,185,1	1,333,1
保户红利支出	19,646	22,375	32,734	35,308	36,948	长期股权投资	201,66	222,98	229,67	236,56	243,66
手续费及佣金支出	62,705	81,396	71,170	79,882	88,494	资产合计	3,254,4	3,726,7	4,117,7	4,625,6	5,181,6
业务及管理费	39,116	42,008	41,761	46,373	48,601	保户储金及投资款	255,42	267,79	293,92	323,11	355,83
营业支出	628,814	685,175	753,285	834,578	910,307	未到期责任准备金	11,432	13,001	14,270	15,687	17,275
营业利润	14,287	59,990	81,945	92,889	102,214	未决赔款准备金	14,805	18,404	17,295	19,544	22,085
税前利润	13,921	59,795	81,945	92,889	102,214	寿险责任准备金	2,082,4	2,386,1	2,594,3	2,820,6	3,066,7
所得税	1,985	781	11,472	13,004	14,310	长期健康险责任准备金	107,36	135,20	173,05	221,51	283,53
净利润	11,936	59,014	70,473	79,884	87,904	应付保单红利	85,071	112,59	114,24	129,04	145,40
归属于母公司股东的净利润	11,395	58,287	69,605	78,900	86,821	负债合计	2,931,1	3,317,3	3,676,9	4,133,9	4,633,6
少数股东损益	541	727	868	984	1,083	股本	28,265	28,265	28,265	28,265	28,265
险企财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	归属于母公司所有者权益合计	318,37	403,76	434,76	485,00	540,49
EPS(元)	0.40	2.05	2.46	2.79	3.07	少数股东权益	4,919	5,578	6,006	6,700	7,467
BVPS(元)	11.26	14.28	15.38	17.16	19.12	所有者权益合计	323,29	409,34	440,76	491,70	547,96
EVPS(元)	26.73	31.78	35.58	39.91	44.73	内含价值 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
PE(X)	106.78	21.00	17.48	15.42	14.02	调整后净资产	386,05	482,79	533,85	590,27	653,73
PB(X)	3.82	3.01	2.80	2.51	2.25	扣偿后有效业务价值	369,51	415,36	471,92	537,89	610,45
P/EV	1.61	1.35	1.21	1.08	0.96	内含价值	755,57	898,15	1,005,7	1,128,1	1,264,1
						一年新业务价值	44,201	52,726	56,556	65,977	72,552

资料来源: wind, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com