



Research and  
Development Center

# 经营改革提效，估值有望提升

—— 中国人寿（601628.SH）深度报告

2020 年 05 月 25 日

王舫朝 非银行金融行业  
首席分析师

证券研究报告 □□公

司研究——深度研究

□□ 中 国 人 寿  
(601628.SH) □□

□公司研究——深度

研究 □□ 中 国 人 寿  
(601628.SH) □□

公司研究——深度研  
究 □□ 中 国 人 寿  
(601628.SH) □□

□中国人寿

(601628.SH) □□

中 国 人 寿  
(601628.SH) □□

## 经营改革提效，估值有望提升

2020 年 05 月 25 日

### 本期内容提要：

- ◆ **重振国寿明确战略目标，调整组织架构，坚定价值转型。** 相比过往转型，2019 年“重振国寿”提出了更高质量的发展要求，明确追求价值优先、规模与价值共同增长的战略目标，同时启动鼎新工程，对组织架构调整，突出大个险发展地位，并加大激励机制，激发基层活力；投资方面加快市场化投资管理体系。借鉴王滨三年再造一个太平的经验，我们预计国寿规模和价值有望同步增长，收复市占率的失地。
- ◆ **价值转型成效显著，未来有望持续。** 2019 年各项业务领先同业，新单和 NBV margin 助力 NBV 增长领先。保单期限结构不断优化，已逐步形成期交拉动首年保费，续期拉动总保费增长模式，首年期交占首年保费比重从 2012 年的 36.1% 提升至 2019 年的 60.4%。加大保障型产品销售，年销售特定保障型保费占首年期交比重同比+8.6pct。个险渠道继续发力，占比有望进一步提升，加大队伍建设，队伍量质齐升。展望未来，负债端从需求端、供给端和政策端分析，我们预计 2020 年新单有望高速增长，同时价值率望提升。ROEV 保持高位稳定，市场化改革下投资偏差大幅扰动的可能下降，NBV 持续贡献，预计 EV 料稳健增长。
- ◆ **利率下行对 EV 短期影响有限。** 我们测算当前估值隐含的总投资收益率假设为 3.29%，低于长期投资收益率假设 5%，估值隐含了投资端悲观预期。若假设长期投资收益率为 4%（投资收益率高于长端利率 100-150bp），测算得出对 EV 影响为-17.4%，相对可控。对应的调整后 PEV 为 0.82x，对应 2020E 内含价值倍数为 0.68x，相对较低。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 我们预测 2020-2022E NBV 增速分别为 12.1%/14.9%/13.3%，EV 增速分别为 15.9%/14.1%/14.0%，目前国寿 2020E PEV 估值为 0.68x，考虑到重振国寿战略清晰，组织架构调整带来经营管理效益提升，激励机制更加完善，费用投放更加精准，科技、保障型布局有望提速，带来负债端业务和价值的逐步改善。同时资产端通过市场化改革，带来投资业绩的提升。我们采用戈登模型，根据 2020E 调整后 EV，得出目标价 34.4 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：** 长端利率上行、权益市场表现强劲、保费大幅增长、代理人产能提升等
- ◆ **风险因素：** 疫情影响持续，代理人新单和新业务价值不及预期；长端利率持续下行，影响再投资收益率；资本市场波动导致浮亏增加；750 天国债收益率下行导致准备金计提增加。

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

中国人寿相对沪深 300 表现



王舫朝 非银行业分析师  
执业编号：S1500519120002  
联系电话：(010) 83326877  
邮 箱：  
wangfangzhao@cindasc.com

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	643,101	745,165	807,786	908,560	1,018,786
增长率 YoY %	-1.55%	15.87%	8.40%	12.48%	12.13%
归属母公司净利润(百万元)	11,395	58,287	54,414	61,725	70,295
增长率 YoY%	-64.67%	411.51%	-6.64%	13.44%	13.88%
新业务价值率%	28.93%	32.38%	31.00%	31.00%	31.00%
净资产收益率 ROE%	3.58%	14.44%	11.88%	11.87%	11.91%
EPS(摊薄)(元)	0.40	2.06	1.93	2.18	2.49
市盈率 P/E(倍)	65.26	12.76	13.67	12.05	10.58
市净率 P/B(倍)	2.34	1.84	1.62	1.43	1.26

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2020 年 05 月 22 日收盘价

## 目 录

一、中国领先的寿险龙头 .....	1
(一) 公司概况 .....	1
(二) 复盘过去十年 .....	2
三、国寿自 2014 年来开始价值转型 .....	3
四、重振国寿再出发 .....	5
(一) 王滨董事长加入国寿, 开启国寿转型 .....	5
(二) 明确战略目标: 追求价值优先, 规模与价值共同成长 .....	6
(三) 启动鼎新工程, 深化机制改革 .....	7
五、转型成效显著 .....	8
(一) 价值: 转型提速 .....	8
(二) 投资: 加大非标配置, 投资风险可控, 收益提升 .....	19
(三) 净利润: 2019 年净利润领先同业, 2020 年预期放缓 .....	23
六、盈利预测、估值与投资评级 .....	25
(一) 盈利预测及假设 .....	25
(二) 估值 .....	26
七、风险因素 .....	30

## 表 目 录

表 1: 中国人寿内含价值变动项拆解分析 .....	16
表 2: 举牌情况 .....	21
表 3: 估值隐含投资收益率 .....	22
表 4: 折现率变动对净利润影响 .....	24
表 5: 负债端盈利预测假设 (百万元) .....	25
表 6: 内含价值估算 (百万元) .....	26
表 7: 调整后内含价值 (百万元) .....	27
表 8: 同业比较 .....	29

## 图 目 录

图 1: 股权结构 (截止 2020 年一季度) .....	1
图 2: 国寿原保费市占率 .....	2
图 3: 国寿股价表现 .....	3
图 4: 国寿估值表现 vs 十年期国债收益率 .....	3
图 5: 国寿寿险业务收入 (百万元) 及增速 .....	4
图 6: 四家险企寿险保费增速 .....	4
图 7: 近年来价值转型举措 .....	5
图 8: “重振国寿” 战略 .....	6
图 9: 鼎新工程 .....	7
图 10: 个险首年新单 (百万元) 及增长 .....	9
图 11: 四家险企个险新单保费增速 .....	9
图 12: 首年期交 (百万元) 及增速 .....	10
图 13: 首年期交占首年保费比重 .....	10
图 14: 十年期及以上首年期交占比 .....	10
图 15: 续期保费占比 .....	10
图 16: NBV 增速 .....	11
图 17: NBV margin .....	11
图 18: 国寿渠道结构 .....	12
图 19: 个险新业务价值率 .....	12
图 20: 四大险企个险渠道占比 .....	13
图 21: 四大险企个险渠道首年保费/首年保费 .....	13
图 22: 各渠道 NBV 占比 .....	13
图 23: 个险代理人规模及增速 (万人) .....	14
图 24: 个险代理人人均月度 FYP (元) .....	15
图 25: 个险代理人人均月度 NBV (元) .....	15
图 26: EV 增速 .....	17
图 27: ROEV .....	17
图 28: 投资偏差和市场价值调整/期初 EV .....	18
图 29: 新业务价值/期初 EV .....	18
图 30: 四家险企净投资收益率 .....	19
图 31: 四家险企总投资收益率 .....	19
图 32: 四家险企投资配置 .....	20
图 33: 公司投资资产配置 .....	20
图 34: 现金+存款配置 .....	21
图 35: 股票+权益基金配置 .....	21
图 36: 中国人寿投资收益率 vs 十年期国债收益率 .....	22
图 37: 四险企净利润增速 .....	23
图 38: 750 天国债收益率曲线 .....	23
图 39: 国寿滚动 PEV .....	29
图 40: 四家险企滚动 PEV .....	29

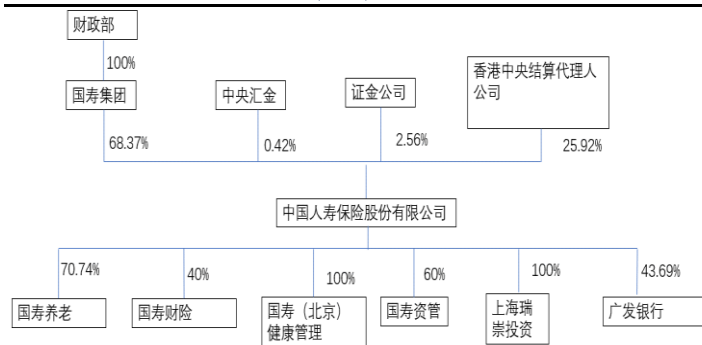
## 一、中国领先的寿险龙头

### （一）公司概况

**历史悠久，品牌卓越。**中国人寿成立于 1949 年 10 月，前身是原中国人民保险公司，是国内最早经营保险业务的企业之一。1996 年分设为中保人寿保险有限公司，1999 年更名为中国人寿保险公司。2003 年重组改制，变更为中国人寿保险（集团）公司，并发起设立中国人寿保险股份有限公司。改制重组后于 2003 年 12 月在纽约和香港两地同步上市，于 2007 年在境内上市，是国内首家在三地上市的金融保险企业。2016 年中国人寿入主广发银行，保险、投资、银行三大板块协同发展。集团公司目前下设中国人寿保险、国寿资管、国寿财险、国寿养老、国寿电子商务、国寿（海外）、国寿投资控股、国寿健康产业投资等多家分支机构。公司连续 17 年入选《财富》500 强企业，排名由 2003 年的 290 位跃升为 2019 年的 51 位。截止 2019 年，公司总资产规模达 37267 亿元，位列寿险业首位。

**国资绝对控股，股东背景强。**公司股权结构较为集中，公司实际控制人为财政部，其中国寿集团绝对控股 68.37%，而国寿集团为国务院 100%控股。公司下设保险与养老业务、投资管理以及银行等板块，其中公司持股国寿养老、国寿财险、国寿资管、广发银行分别为 70.74%、40%、60%、43.69%。

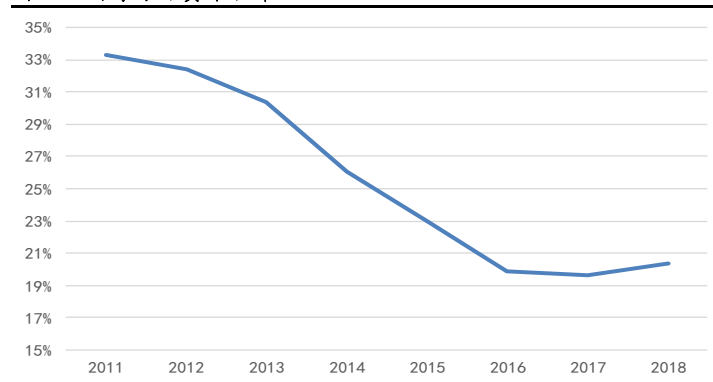
图 1：股权结构（截止 2020 年一季报）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

市占率有所下降，但仍居龙头地位。国寿市占率从2011年的34.7%下降至2018年的22.2%，一方面源于中小险企加大银保销售力度，以及来自银行系保险公司的激烈竞争导致传统大型险企市占率承压，一方面也源于公司2014年新领导班子到位后重新战略调整，不再追求总保费市场份额，而强调重价值、强队伍、优结构、稳增长、防风险，银保趸交规模大幅收缩。

图 2：国寿原保费市占率



资料来源：银保监会，信达证券研发中心

## （二）复盘过去十年

2010-2014年，公司估值震荡下行，主要因为负债端：1) 银保渠道受新规冲击，银保渠道保费增速大幅下行，2) 公司银保渠道占比较高，利率上行期较理财产品吸引力下降，退保迎来高峰，3) 前期粗放式增长，短交产品期满，续期保费增长明显下降。资产端：权益市场震荡下行影响投资收益。伴随着业绩增长大幅下滑以及市占率大幅缩水，估值从2010年初的2.57x下降至2014年底的1.62x。

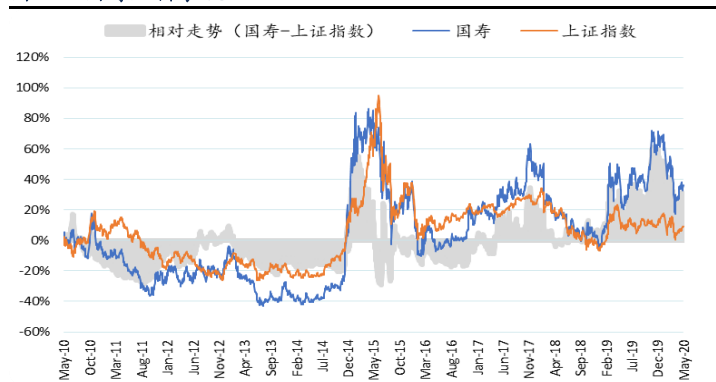
2014年下半年之后，公司股价有三次跑赢大盘，同时带来估值的回升，1) 2014年中期到2015年中期，源于货币宽松环境下权益市场迎来大涨，2) 2017年初到2018年一季度，源于市场利率持续上行利好再投资，同时准备金计提减少，3) 2019年至今，源于1、权益市场表现较好拉动投资表现，2、准备金折现率较年初仍上行，3、重振国寿明确价值转型战略目标，组织架构调整以及市场化改革推进有助于经营效率提升，投资绩效更优，大个险发展提速，负债端保费和价值逆势增长，4、手续费及佣金支出抵扣加大释放及利润。估值下行区间有1) 2015年下半年到2017年初跑输大盘，主要因为权益市场下行，同时

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

市场利率下行影响再投资收益。2) 2018 年来，负债端受 134 号文对快返型年金的约束，估值持续走低。

因此我们认为，影响保险股估值最重要的因素主要是 1) 负债端保费和价值增长，2) 资产端利率走势以及权益市场变动。

图 3：国寿股价表现



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：国寿估值表现 vs 十年期国债收益率

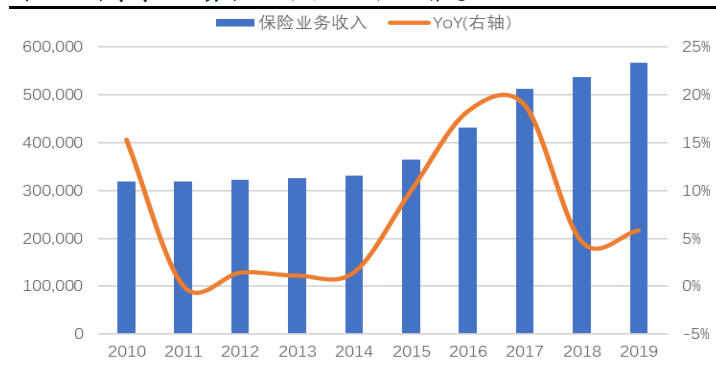


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

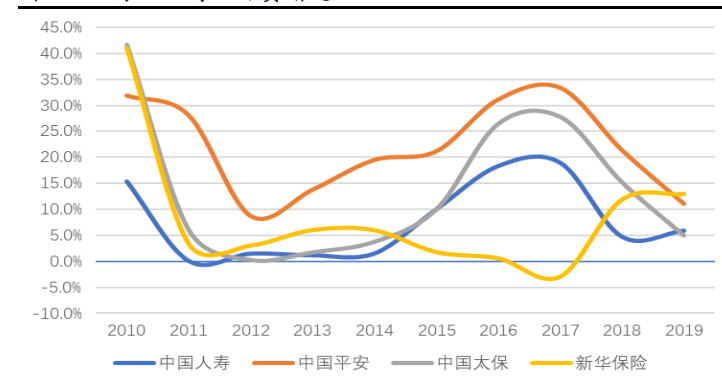
### 三、国寿自 2014 年来开始价值转型

2014 年以前，公司保费增长乏力。2010-2014，国寿保费收入持续低增长，年复合增速仅 1%，低于四家上市险企平均（6.5%），源于 2011 年受银保监管政策影响，银保渠道收入增速大幅下滑，拉低新单增长。公司银保占比较高（2011 年占比为 45.5%，银保渠道首年保费/首年保费达 65%），拖累价值率。期限结构方面，公司趸交型产品占比较高（基本超过 50%）。中小公司和银行系保险发力导致公司市占率下降，市占率从 2010 年的三分天下到 2014 年跌破 30%。同时面临较大的满期给付和退保压力，2013 年赔付支出大增 85%。2013 年后公司迎来退保大潮，源于受到银行理财产品的冲击较大，银保业务退保增加，退保率从 2012 年的 2.72% 上升至 2013 年的 3.86%，26 个月保单持续率从 92.5% 下降至 89%。利源结构看，利差占比较高，2005 年来区间维持在 85%-114%。



**图 5：国寿寿险业务收入（百万元）及增速**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

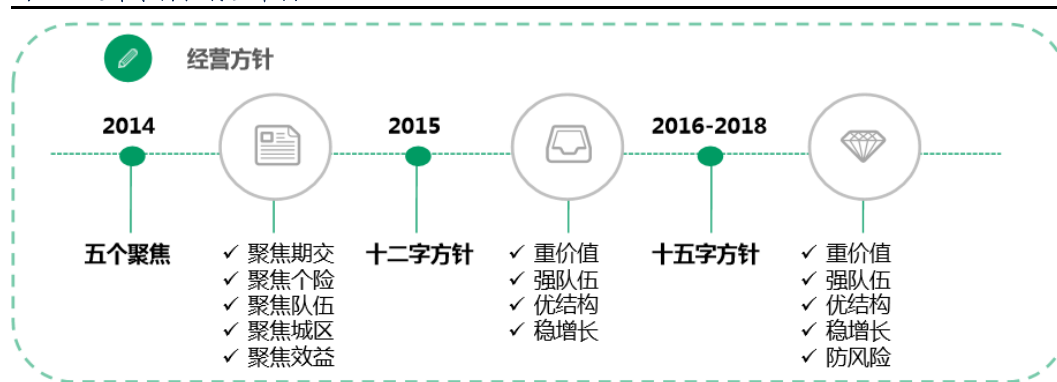
**图 6：四家险企寿险保费增速**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

国寿自 2014 年以来多次转型，以规模速度型向规模效益型转变，致力于建设国际一流寿险公司。2014 年发展五个聚焦，即“聚焦期交、聚焦个险、聚焦队伍、聚焦城区、聚焦效益”。2015 年公司强调“重价值、强队伍、优结构、稳增长”，2016-2018 年在 15 年 12 字方针基础上增加“防风险”。多年来，公司重要指标方面均有所改善，包括期交占比提升，十年期以上期交占比提升，续期拉动逐步显现，渠道逐渐由银保转向以个险为主，银保渠道大力发展保险规划师队伍，银保期缴占比提升，同时加大保障型产品销售，新业务价值率稳步提升，队伍规模和质态稳中有升。但公司转型仍然慢于行业，短板在于投资收益率低于行业均值，区域市场上大中城市发展较弱，队伍质态仍有待提升，客户差异化服务有待细化，另外市场化程度有待提升，科技创新能力有待加强。



图 7：近年来价值转型举措



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 四、重振国寿再出发

随着中国经济从高速度转向高质量发展阶段，保险行业转型升级也逐步纵深推进，客户需求更加多元化，金融科技重塑保险生态，面对新的发展形势，公司提出了“重振国寿”战略目标，起航保险高质量发展。

### （一）王滨董事长加入国寿，开启国寿转型

王滨曾于 2012 年担任太平集团董事长，在“三年再造”一个新太平的目标引领下，截止 2014 年底太平各项业务均实现显著突破，总保费、总资产、净利润均实现翻番，市占率明显提升。其中净利润增速达 3 倍，总保费增长 123.5%，个险新单期缴业务增长近 2.5 倍，个险代理人队伍数量增长近 2 倍，银保新单规模保费增长近 1 倍，银保新单期缴规模保费增长 51.9%。市占率提升 1.8pct 至 5.1%。个人业务 13 个月保单继续率从 2011 年的 92% 提升至 2014 年的 92.6%，25 个月保单继续率从 81% 提升至 88.7%，位列行业第一。除规模之外，价值改善也较为显著，2014 年新业务价值 43.26 亿港元，近乎翻番，CAGR 达 24.5%，为同业平均的至少两倍。内含价值达 820.2 亿港元，提升近 3 倍，CAGR 达 44%。

2019 年初，王滨提出“重振国寿”战略，开启了国寿的转型，强调价值优先、规模与价值共同增长，用 3 到 5 年时间实现重

振国寿目标。“重振国寿”主要分两步走，第一、用 1-2 年时间抓好战略布局，升级发展理念，重建组织体系，突破发展格局，提振品牌形象，聚焦做强做优国寿，为建设国际一流金融保险集团打下基础。第二，再用 2-3 年时间，基本建成综合化经营特色突出、科技化创新能力强大、国际化布局基本成型、核心主业地位巩固、服务国家战略和全球竞争能力卓越的国际一流金融保险集团。去年来各项业务转型初见成效，包括首年保费、新业务价值、净利润增长、代理人规模和产能增长等均领先行业。今年是重振国寿的第二年，可以预见 3 到 4 年后，公司规模增长有望重新收复市占率失地，同时价值也有望进一步提升。

图 8：“重振国寿”战略



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## （二）明确战略目标：追求价值优先，规模与价值共同增长

“重振国寿”坚持“重价值、强队伍、稳增长、兴科技、优服务、防风险”的经营方针，聚焦“三大转型、双心双聚、资负联动”的战略内核，以“人才驱动、机制驱动、创新驱动、融合驱动”为发展动能，引领“重振国寿、持续成长”的发展目标，具体内容有 1) 提升发展质量，核心指标持续成长，2) 推动大中城市振兴，巩固县域优势，3) 做大做强队伍，销售队伍扩量提质，4) 提升运营效率，改善服务体验，强化品牌形象，5) 积极创新变革。“三大转型”主要通过从销售主导向销售与服务并重转型，从人力驱动向人力与科技双轮驱动转型，从规模取向向价值与规模有机统一转型。“双心双聚”中以生产

单元为重心强调费用由总部直达基层，向县支公司和营销职场倾斜，激发基层活力。“双聚”强调聚焦价值、聚焦大个险：优化产品结构和渠道结构，聚焦期缴业务，资源配置向价值贡献大的渠道和区域集中，大力发展大个险，加大资源投入。

总的来说，“重振国寿”讲求价值优先，规模与价值有机统一。价值方面，优化产品结构和渠道结构，提振大个险的地位，并将投入与销售保障型产品绩效挂钩。代理人方面，提振举绩能力，加大特定保障型产品销售目标，驱动价值增长。

### （三）启动鼎新工程，深化机制改革

公司于 2019 年上半年启动了基于“重振国寿”战略目标下的“鼎新工程”，对未来变革转型全面规划。鼎新工程主要定位是强总部、精省域、优地市、活基层。2019 年下半年公司完成总部及分支机构的组织架构和人员调整，建立起与公司战略相匹配的组织模式和机制。公司以“强化前台、优化中台、精简后台”为组织架构调整主要内容。按照这一方向，公司前台建立起了三大中心：大个险发展中心、多元发展中心和投资管理中心。优化中台则强调科技板块（建立研发分中心、强化孵化能力建设）、运营板块（构建客户为中心的服务体系）和产品板块（优化现有部门职能，提高产品开发敏捷性）。后台方面，构建以客户为中心的服务体系，加快共享中心和运营模块的集中管理。公司将通过构建新的发展布局，提升价值创造能力；建立市场化投资管理体系，提升投资收益水平；强化科技驱动和运营支撑，提升公司效能；完善市场化激励约束和人才发展机制，增强队伍活力。

图 9：鼎新工程



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**组织架构调整，强化大个险地位。**销售领域，公司构建了“一体多元”的发展体系，聚焦大个险战略，强化价值创造，将原来的个险部门扩展成大个险板块，下设6个部门，分别是营销、收展、企划、运营、教育培训和综合金融，实现老队伍突破，营销转型升级，收展核心队伍突破。此外，还要把银保理财规划师队伍、电销坐席队伍，与收展队伍进行融合，统一管理。而原来与个险平级的团险、银保、健康险以及基金销售归入多元发展中心，形成与大个险协调发展的整体布局。此次调整将价值率较高的大个险置于战略地位，体现了公司价值转型明确。

**提升市场化投资管理考核。**投资端采用市场化改革，淡化行政概念，将原来的投资团队进行架构调整，下设6个团队，包括战略配置、战术配置、另类投资、境外投资、信用评估和运营团队；建立市场化考核、薪酬和用人机制，使人员能进能出，职级能上能下，收入能高能低，发挥市场化激励约束淘汰，提升公司整体投资水平。同时也建立起以价值创造为核心的资源配置机制。

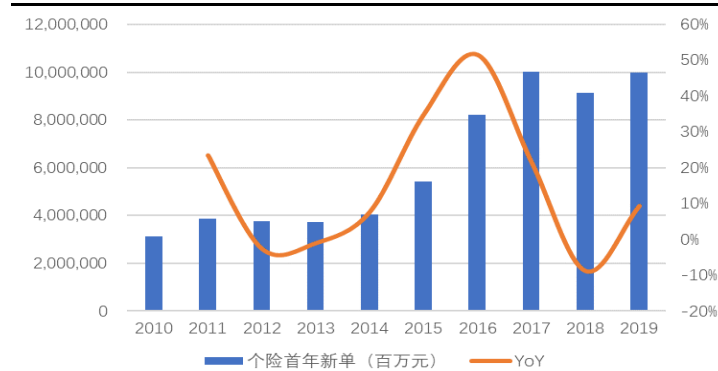
**振兴重点城市，激发城区活力，巩固现有市场先发优势。**公司一直以来在农村和县域市场拥有较为巩固的市场份额，但大中城市略显薄弱。在振兴大中城市中，公司将强化顶层设计，以推进市场化改革为核心出台《大中城市振兴三年行动方案》，包括用人机制、考核机制以及薪酬分配等。实行战功经济制，对价值贡献高、经营发展好的重点城市的主要负责人予以提拔；根据不同区域的业绩情况，制定相应的惩罚和奖励措施。

## 五、转型成效显著

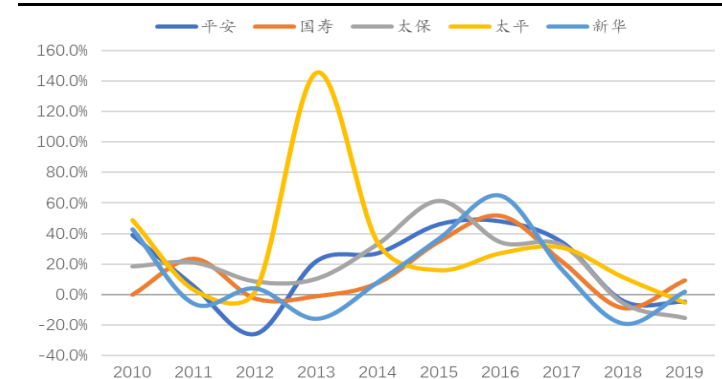
### （一）价值：转型提速

#### 1、NBV：2019 新单和 NBV margin 增长，NBV 增速领先行业

**2019 年新单增速表现优于同业。**面对市占率下行，2019 年公司确定了规模和价值共同增长的转型方向，新单增速恢复增长。2010-2018 年，个险新单复合增速为 14.3%，低于平安（16.4%）、太保（22.9%）和太平（28.5%）。2019 年面对行业负债端增长持续低迷，公司率先通过开门红节奏调整以及战略转型走出 134 号文阴影，个险新单增速实现逆势回升，同比实现正增长，增速在四家险企中位列第一（YoY+9.4%），源于公司开门红布局较早，销售较优提振代理人产能和士气。

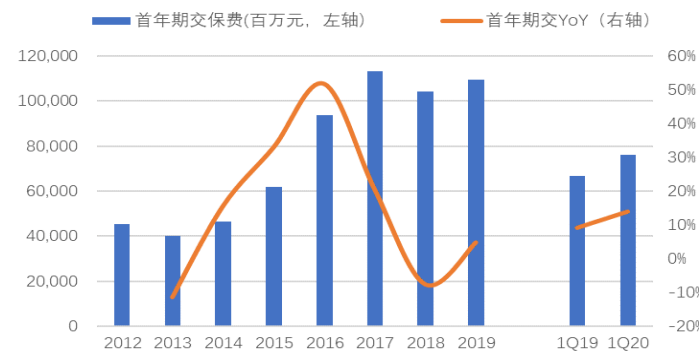
**图 10: 个险首年新单（百万元）及增长**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

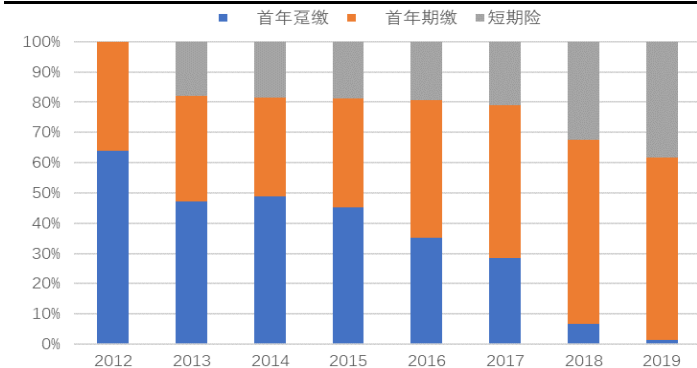
**图 11: 四家险企个险新单保费增速**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

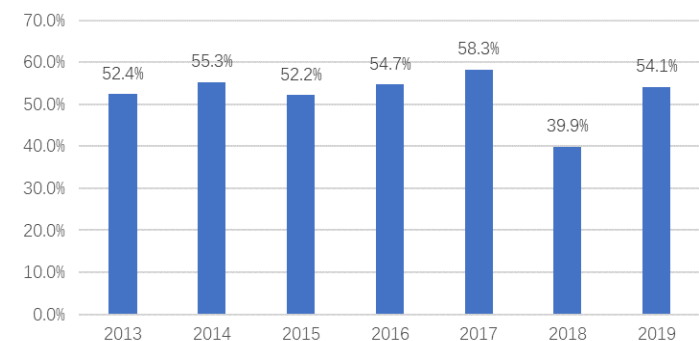
**期限结构不断优化。**公司自 2014 年起就开始期交转型, 已逐步形成期交拉动首年保费, 续期拉动总保费增长模式, 首年期交占首年保费比重从 2012 年的 36.1% 提升至 2019 年的 60.4%, 而趸交占比逐年下降, 从 63.9% 下降至 2.1%。续期保费占比从 55.8% 提升至 68%。十年期占比自 2013 年起基本维持在 50% 以上, 2017 年达到高点 58.3%, 2018 年因 134 号文影响承压, 占比降至 39.9%, 2019 年公司重新恢复增长, 占比提升 14.2pct 至 54.1%。

**图 12: 首年期交(百万元)及增速**


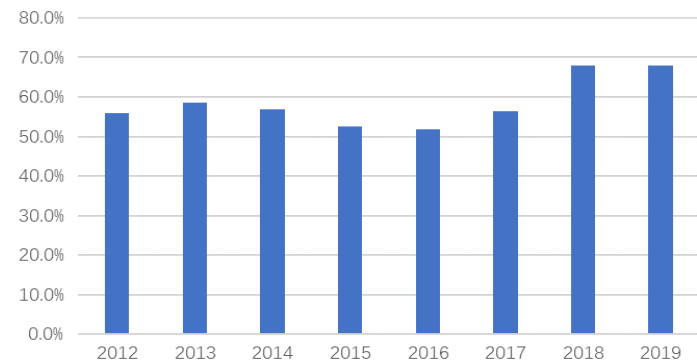
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 13: 首年期交占首年保费比重**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 14: 十年期及以上首年期交占比**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 15: 续期保费占比**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**加大保障型产品销售, 新业务价值率显著提升, 与同业差距收窄。**公司坚持以客户为中心, 坚持价值导向, 公司加快发展保障型业务, 产品结构日益多元化, 产品覆盖各类型客户, 提供寿险、健康险、意外险、年金等保险保障。2019 年全年新业务

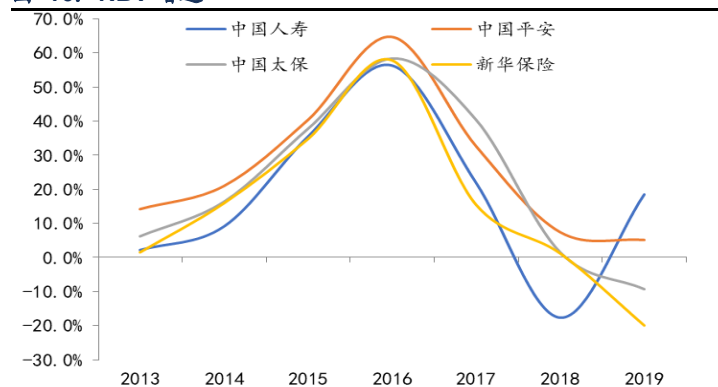
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 10

价值率提升 3.45pct 至 32.4%，其中个险渠道提升 3.2pct 至 45.3%，主要因为在开门红规模布局完善后，加大保障型产品销售，全年销售特定保障型保费占首年期交比重同比+8.6pct，特定保障型业务保单件数和件均保费同步提升，价值率与同业差距收窄（前期因银保渠道占比较高且期缴占比低于同业导致价值率较低）。银保渠道价值率提升 5.1pct 至 23.8%，源于趸交规模的持续收缩。

**2019 年新业务价值增速逆势增长。**2013-2018 年，公司新业务价值增速落后同业，年复合增速为+15.5%，小于平安（28.7%）、太保（25.1%）、新华（19.6%）。2019 年公司新业务价值增速逆势提升，同比+18.6%，增速远超同业（平安 5.1%、太保-9.3%、新华-19.9%）。

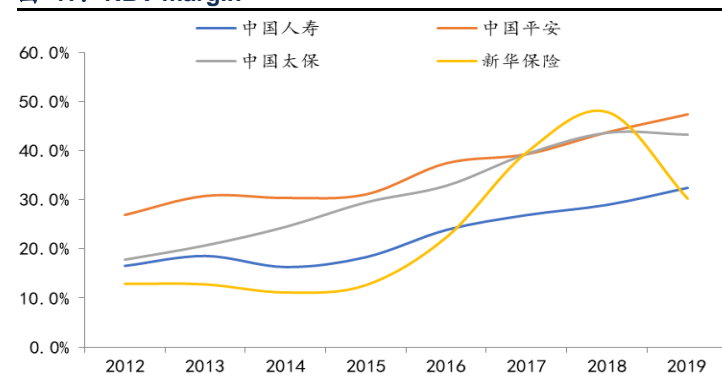
从一季报数据来看，一季度新业务价值同比+8.3%，主要源于新单增长拉动，而价值率因销售节奏安排略有降低。新单方面，源于开门红准备较早，公司新单增速优于同业（首年新单同比+16.5%），且结构持续改善。1）首年期交保费同比+14%，占长险首年保费 99.2%，2）续期保费同比+11.2%，占比 64.4%，保持高位稳定，3）保障型产品继续发力，特定保障型产品保费占首年期交比重在较大的基数下仍然提升了 2.2pct。负面影响是十年期以上压力增大，仅+1.2%，源于疫情影响下短期险易于线上销售。价值率尽管有所下降，但主要跟销售节奏安排有关，也体现了公司以客户为中心，满足客户多元化产品需求，追求规模和价值共同增长。

图 16: NBV 增速



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 17: NBV margin



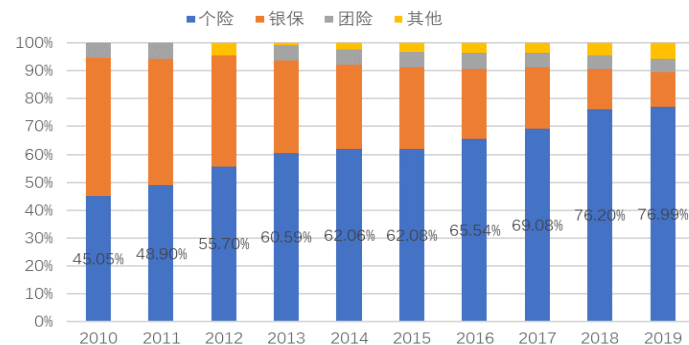
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心



## 2、渠道：发力个险拉动价值率，代理人扩量提质

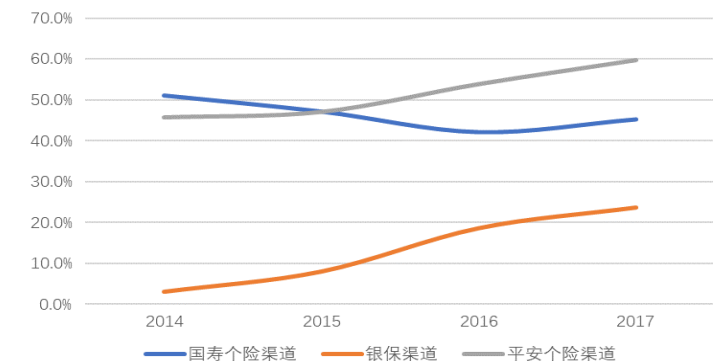
过去几年，公司代理人渠道占比一直处于同业较低水平，而平安因较早发力代理人渠道，其个险新单保费占比从2011年就超过60%，而公司当时仅超过20%。自2014年以来，公司加大个险转型，个险渠道占比从2012年的55.7%提升至2019年的77%，个险首年保费占首年保费比重从2016年的42.4%提升至64.6%，与行业距离进一步拉近。在聚焦个险、聚焦期交的转型下，银保渠道占比大幅下降，从2012年的39.9%下降至2019年的12.35%。尽管目前个险渠道占比仍低于同业，随着未来发力大个险转型，强化代理人培训力度，加大代理人投放，完善激励机制，我们预计未来个险占比仍有望进一步提升。

图 18：国寿渠道结构

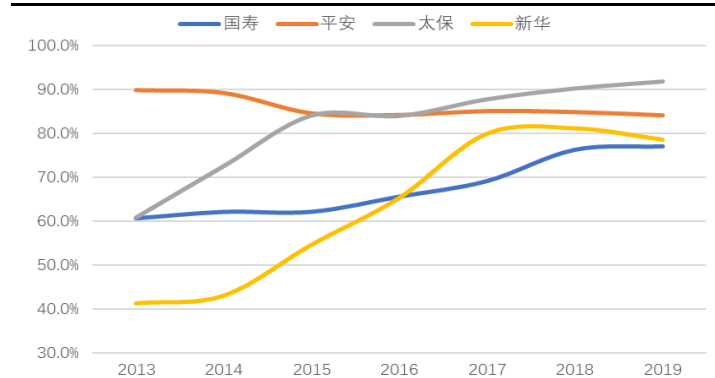


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

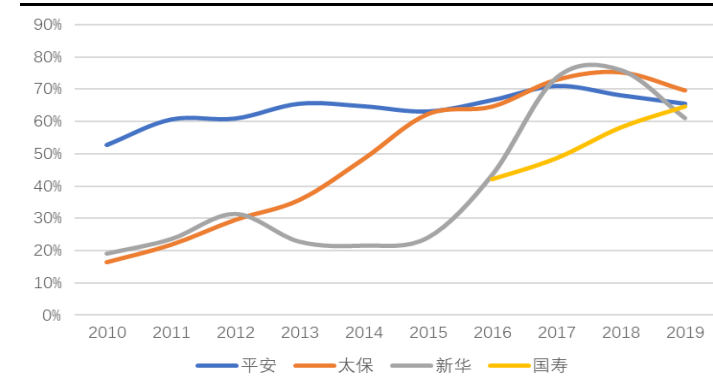
图 19：个险新业务价值率



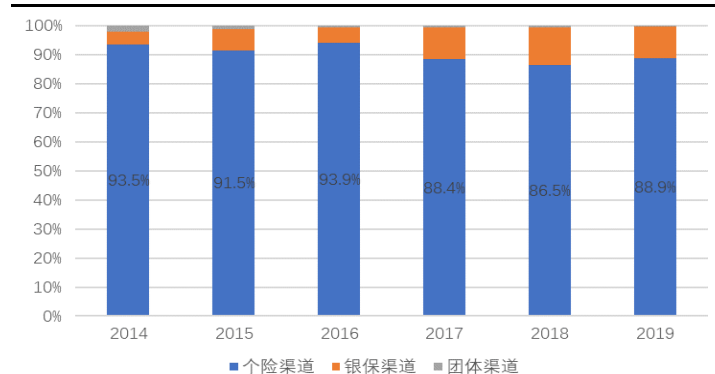
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 20: 四大险企个险渠道占比**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 21: 四大险企个险渠道首年保费/首年保费**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 22: 各渠道 NBV 占比**


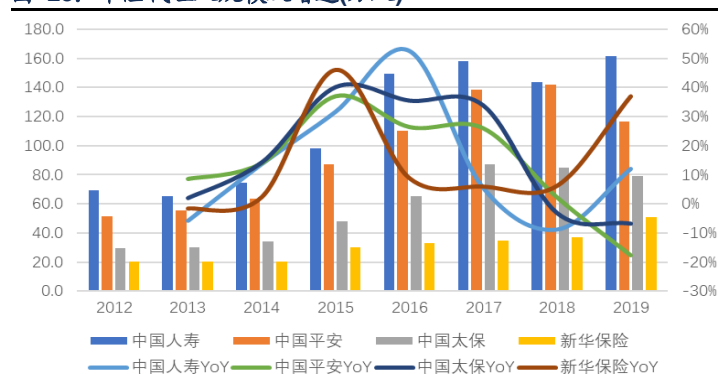
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

从新业务价值率来看, 定位大个险渠道发展有利于新业务价值率提升, 源于个险渠道新业务价值率远超银保渠道 (2019 个险渠道新业务价值率为 45.3%, 银保渠道 23.8%)。横向来看, 国寿个险新业务价值率仍低于中国平安 (2019 国寿 45% vs 平

安 65%)，主要因为国寿在 2019 开门红期间销售了大量高预定利率产品，价值率有所拖累，而平安淡化开门红概念，在价值推动下全力推进保障型产品销售。展望 2020 年，我们预计新业务价值率有望提升，并进一步收窄和同业的距离，一方面源于公司开门红表现好于同业，且代理人增员大幅增长，在前期规模发力之后公司将有更大的动力加大保障型产品布局，预计代理人新业务价值率有望进一步提升。另一方面，银保渠道加大价值转型，趸交规模逐步收缩，聚焦期交业务发展，业务结构持续优化，银保渠道新业务价值率稳步提升（从 2016 年 3% 提升至 2019 年的 23.8%）。2019 年银保渠道保费收入同比-8.8%，而首年期交同比+2.5%，10 年期及以上首年期交增长+47.2%，占比达 24.87%，同比+7.55pct。银保渠道队伍质态稳步提升，2019 年银保规划师月均长险举绩人力同比+36.1%。

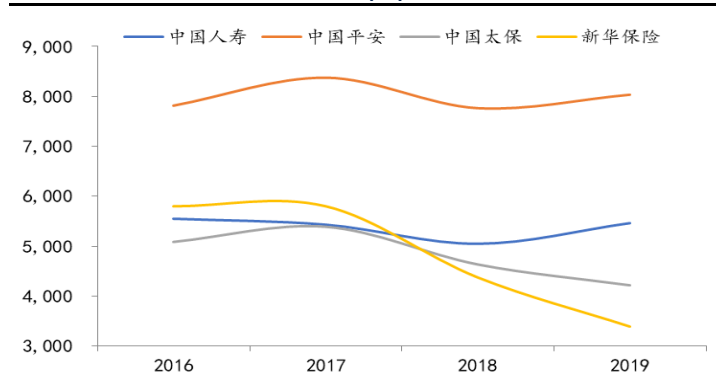
渠道建设方面，公司加强大个险队伍建设，销售队伍坚持扩量提质的策略。一方面，2019 年公司规模人力大幅增长。2018 年受 134 号文影响保费收入下降，代理人规模下降。2019 年加大队伍建设和投入，队伍规模触底回升，2019 年同比+12.9%，规模增速超行业平均。公司提升招募门槛，严格招募标准，建立了比肩平安优才计划的收展队伍（专业和学历要求更高），2019 年个险销售队伍中收展队伍规模达 57.7 万人，同比+42.1%，增速高于渠道整体增速。另一方面，代理人产能稳步提升，源于公司在费用方面加大对代理人的倾斜，将投入与价值率挂钩（保障型产品加佣）引导价值转型，同时投入直达基层，激发基层活力，并加大代理人培训，代理人产能逐步提升。2019 年月均有效人力同比+34.9%，月均销售特定保障型产品人力同比+43.8%。我们测算 2019 年人均月度首年保费 5458 元，同比+8.2%，人均月度 NBV 2850 元，同比 20.4%。

图 23：个险代理人规模及增速(万人)



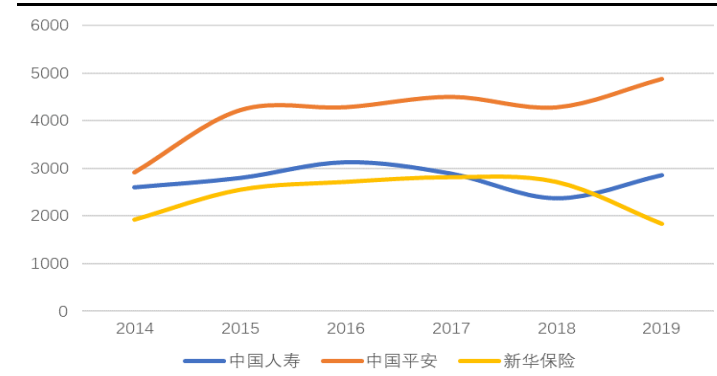
资料来源:Wind, 信达证券研发中心

图 24: 个险代理人人均月度 FYP(元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 25: 个险代理人人均月度 NBV (元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

展望未来,我们预计全年新单和价值率望齐升推动 NBV 增长。在新单增长方面,从需求端,疫情后居民对保障型产品需求或有所升温,从行业数据看,3 月单月健康险保费增速 21%,保持相对高位。从供给端,1) 公司加大对个险渠道的费用投放,在增员力度、激励机制等方面均加大投入,有望推动新单销售回暖。一季度手续费和佣金支出大幅增长,同比+29.8%。2) 人力方面,前期失业人口带来代理人红利,叠加二季度险企加大增员力度,面对今年严峻增员形势,中央提出保就业,以上均有望推动代理人数量恢复。3) 复工复产带来代理人产能恢复。4) 产品端推出新品来增加吸引力。一方面上线高性价比产品让利于客户。例如国寿上线性价比比较高、保障高且满期返还的康宁系列产品,保费更加低廉意味着更高的杠杆,易于扩大新单销售。一方面通过扩大承保范围,例如增加新冠承保内容。疫情过后代理人展业的逐步推进有望拉动产能恢复,促进新单逐步改善。从政策方面,1) 3 月重疾定义重新修订,其中甲状腺癌按严重程度进行分级,将发病率高但治愈率也较高的 TNM 分期为 I 期或更轻分期的甲状腺癌划分为轻疾,且轻度疾病的保险金额不高于所包含的重度疾病保险金额的 20%。我们预计征求意见稿将在下半年逐渐落地,届时赔付将降低,老产品或迎来短期炒停售。2) 监管引导保障型产品转型。2 月份银保监会出台《普通人身保险精算管理办法》,提高了保障型产品退保时候的附加费用率,刺激险企通过降价来扩大营销规模。价值率方面,随着公司负债端结构的逐步优化,大力发展保障型产品转型,以及大个险战略下个险渠道占比的提升以及人力质量

齐升，我们预计价值率有望进一步提升。

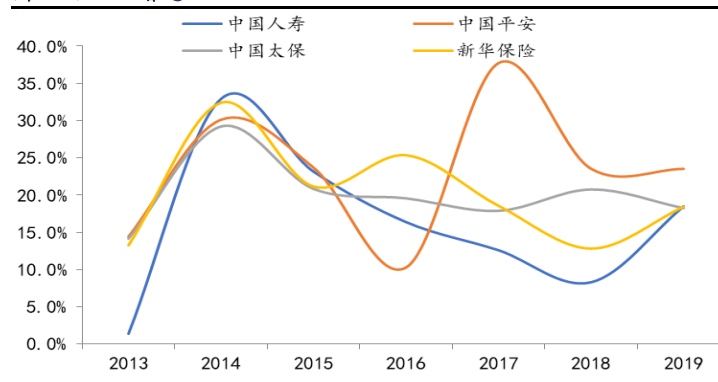
### 3、EV 增长料稳中有升

**投资回暖拉动 EV 增速回升。**2019 年，公司内含价值同比+18.5%，增速较上年大幅提升 10.2pct,主要来自投资偏差、新业务价值和内含价值的贡献。1)2019 年投资偏差 349.3 亿元，而 2018 年为-356.8 亿元，对 EV 贡献为 4.4%，而 2018 年为-6.1%。这主要源于权益市场行情较好，且公司抓住利率高点配置长久期国债和地方债，同时加大非标配置，总投资收益率 5.24%，较上年同期提升 1.96pct，高于长期投资收益率假设 5%，带来正向投资偏差。2) 2019 年新业务价值贡献为 7.4%，较上年同期提升 0.7pct，源于 NBV 增速大幅上升。3)内含价值预期回报贡献 8.4%，贡献长期保持稳定。后两者贡献基本维持在 15-18%。

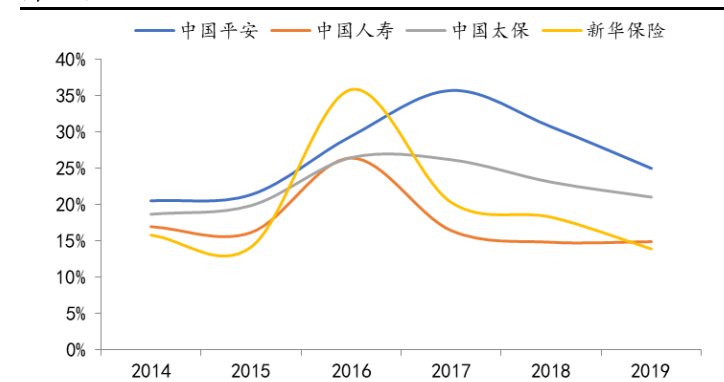
表 1：中国人寿内含价值变动项拆解分析

	2016	2017	2018	2019
内含价值预期回报	9.3%	8.0%	8.2%	8.4%
新业务价值	8.8%	9.2%	6.7%	7.4%
运营经验偏差	-0.3%	0.1%	0.0%	0.0%
投资回报偏差	-5.5%	-0.7%	-6.1%	4.0%
评估方法、模型和假设的变化	8.6%	-0.9%	-0.2%	-0.9%
市场价值和其他调整	-2.5%	-1.8%	1.2%	0.4%
汇率变动	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
股东红利分配及资本注入	-2.2%	-1.1%	-1.6%	-0.6%
其他	0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.2%
EV 增速	16.4%	12.6%	8.3%	18.5%

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

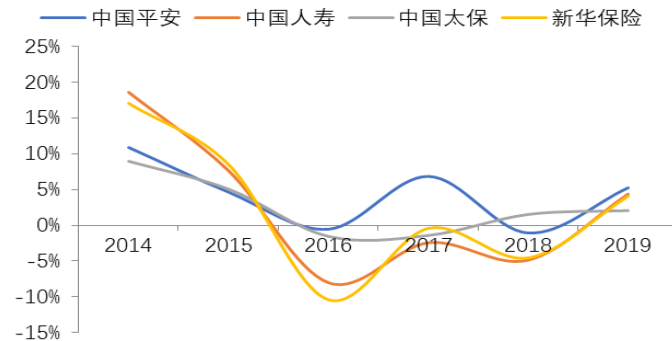
**图 26: EV 增速**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

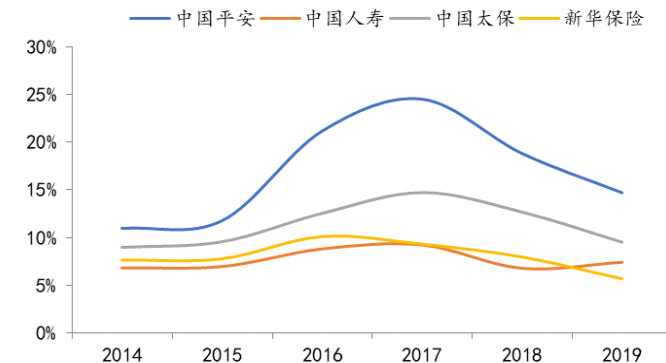
**图 27: ROEV**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**公司 EV 增长落后同业, 源于投资收益波动较大。**2013-2019 公司 EV 年复合增速为 15.8%, 低于平安(23.0%)、太保(20.0%)、新华(20.1%), 且 EV 增长稳定性弱于同业, 源于公司投资偏差和市场价格调整对 EV 影响较大。若剔除投资偏差和市场价格调整等短期因素, ROEV 能更有效反应公司长期内含价值增长。ROEV 较为稳定, 2014-2019 平均 ROEV 为 17.6%, 但较同业仍然偏低, 主要因为 NBV/期初 EV 较低。我们预计, 未来在价值转型的推动下, 新业务价值贡献有望提升, 推动 ROEV 增长, 同时在投资端市场化改革的推进下, 投资端激励机制调整加大优胜劣汰, 投资业绩有望提升, 稳定投资偏差, 两者推动 EV 稳健增长。

**图 28: 投资偏差和市场价值调整/期初 EV**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 29: 新业务价值/期初 EV**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**利率下行对 EV 短期影响有限。**公司固收占比较高,受利率下行敞口较大。短期来看,公司存量长久期债券占比较高,且大多为持有至到期,利率高点已锁定。此外,利率下行一方面会带来存量持有至到期资产市场价值调整上升,一方面也会带来流动性利好权益市场表现,贡献 EV 增长。另外,公司精算假设较为保守,风险贴现率 10%,远高于长期收益率假设 5%,风险溢价较高,内含价值较为可靠和审慎,利率下行安全垫充足。极端情况下,公司可通过下调贴现率来抵消投资收益率下行的影响,保持 EV 稳定。

2012-2019 年,保险行业总投资收益率相对十年期国债收益率有 150bp 的溢价。我们假设长期投资收益率为 4%,对应十年期国债收益率 2.5%,也就是长期投资收益率假设在 5%基础上下降 100bp。我们根据 2019 年公司的敏感性分析测算得出对 EV 影响为-17.4%,相对可控。对应的调整后 PEV 为 0.82x,对应 2020E 内含价值倍数为 0.68x,相对较低。

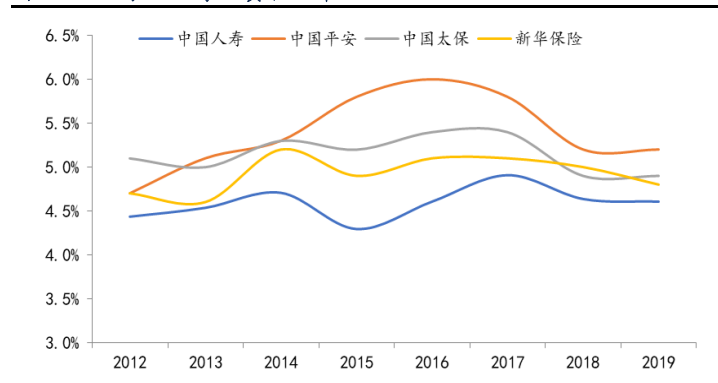
**近期长端利率企稳,压制保险股估值的利率因素有所削弱,**源于 1) 地方债供给有望提升: 国常会指出 5 月将再次提前下达 1 万亿元专项债限额,力争 5 月底发行完毕, 2) 4 月金融数据显示经济有所企稳,信贷和社融大幅改善, 3) 在流动性宽松的支持下,未来通胀压力或有所显现。随着复工复产的推进和信贷支持力度的持续,我们预计利率持续下行的概率不大,保险股估值不具备继续下行空间。



## (二) 投资：加大非标配置，投资风险可控，收益提升

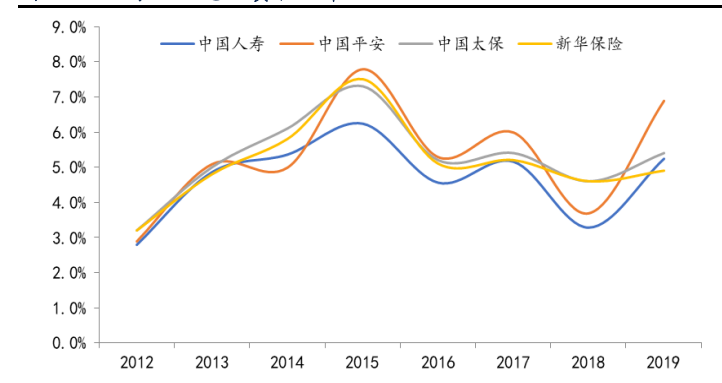
公司强化资产负债管理理念，建立包括战略资产配置、战术资产配置以及委托投资管理在内的“自上而下”的资产配置管理体系，基础资产配置不断优化，来扭转多年来国寿投资收益率落后于同业的局面。战略资产配置方面以资产负债管理为核心，深入研究利率中长期走势，把握周期。战术资产配置方面以战略资产配置为基础，固收方面把握利率高点提前配置长久期国债和地方债，资产负债匹配状况进一步改善，资产久期不断拉长，负债方面通过多元化产品设计，来控制负债久期的增长，久期缺口有望逐步缩窄。权益方面，公司坚持价值投资和长期投资的原则，二级市场方面关注低估值蓝筹投资机会同时把握短期交易机会，同时加大长期股权投资的配置比例，此外也加大优质非标资产布局，拉动投资收益和资产久期。管理人方面以战术配置为方向，明确管理人定位，强化绩效考核执行，对管理人进行优胜略汰，投资能力有望改善。公司净投资收益率保持稳定，2019 年净投资收益率同比-0.03pct 至 4.61%，我们预计未来将保持有望保持稳定。总投资收益率较 2018 年提升 1.96pct 达 5.24%，源于公允价值变动增加 192.5 亿元（上年同期-182.8 亿元），买卖价差 18.3 亿元（上年同期-195.9 亿元）。综合投资收益率 7.27%，同比+417bp。

图 30：四家险企净投资收益率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 31：四家险企总投资收益率

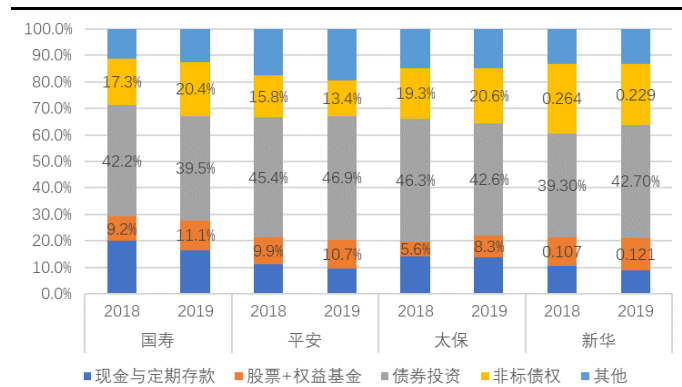


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

从投资结构看，公司大类资产配置以固收为主，2019 年占比达 74.9%。现金+存款配置较高（2019 年现金+存款配置达 16.6%），而非标占比较低，因此过往净投资收益率处于较低水平。股票和权益基金配置相对高位（2019 年达 11.1%），导致总投资收益率和综合投资收益率波动较大。公司不断优化资产结构，近年来现金和存款占比有所下降，加大对非标债权配置，在严控

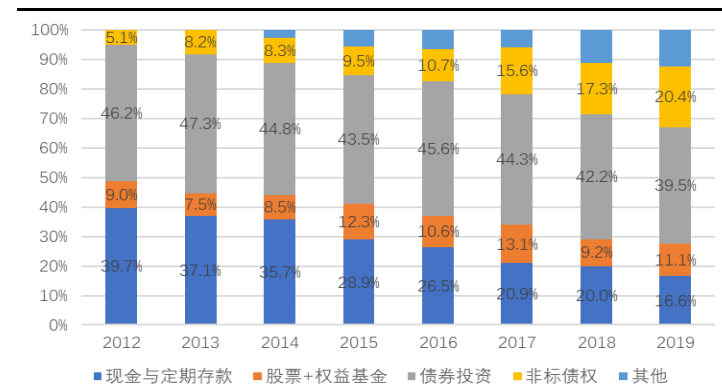
信用风险的同时也提升收益率。公司秉承稳健投资策略，2019 年末公司信用债券规模超过 5,700 亿元，评级 AAA 级占比超过 96%；公司非标固收投资规模超过 4,300 亿元，外部评级 AAA 级占比超过 98%。2019 年，公司新增非标固收投资超过 1,100 亿元，外部评级 AAA 级占比超过 98%，信用风险可控。2019 年把握权益市场投资机会，权益投资同比+3.27pct 至 16.95%，其中股票+权益基金占比+1.87pct 至 11.05%，长期股权投资占比+1.55pct 至 4.99%。我们预计未来随着 IFRS9 的正式实施，由于 FVOCI 下的资产仅股息反应在利润表中，公司或加大对低估值高股息蓝筹的配置，同时加大长期股权投资来提升投资收益。

图 32：四家险企投资配置

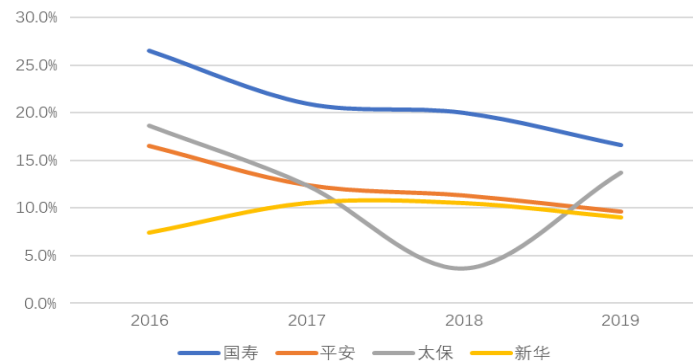


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

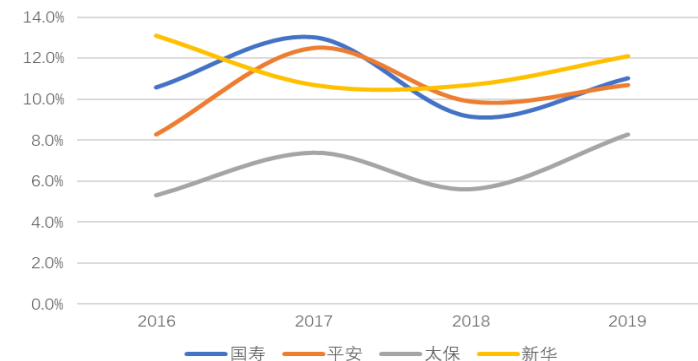
图 33：公司投资资产配置



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 34: 现金+存款配置**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 35: 股票+权益基金配置**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

增加长期股权投资, 获得较高投资收益率。2018 年 10 月开始, 银保监会鼓励险企投资优质上市公司, 险资迎来一波举牌潮。险资一方面参与利润分享, 一方面也是应对即将实施的 IFRS9 而采取的稳定投资收益率的措施 (纳入长期股权投资后, 股息分红计入投资收益而股票市值变动计入所有者权益, 仅影响净资产, 不影响当期利润), 会趋向于价值投资、高股息率、低估值和较强盈利能力的公司。2019 年下半年以来, 国寿分别举牌中广核电力、中国太保港股和万达信息, 且大部分均为港股, 源于 AH 股价差较大, ROE 为 11-17%, 以当前股价测算股息率大于 4% (除万达信息)。

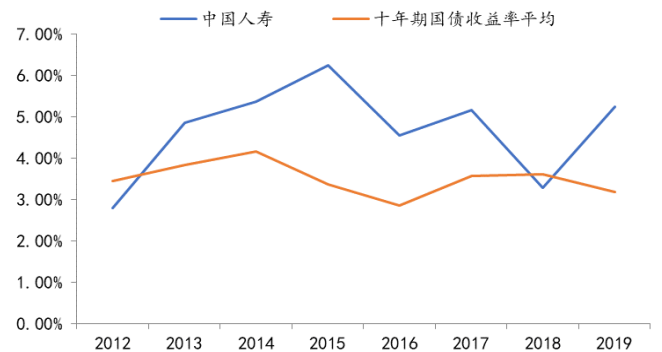
**表 2: 举牌情况**

代码	日期	被举牌公司	当前持股比例	公告日持股比例	PB (2020E)	ROE (2019)	股息率 (当前股价)	行业
2601. hk	2019/8/7	中国太保 H	1. 6%	5. 1%	0. 94	16. 9%	5. 71%	金融
300168. sz	2019/10/21	万达信息	13. 9%	15. 0%	3. 63	7. 3%	0. 21%	信息技术
1288. hk	2020/2/24	农业银行 H	0. 5%	5. 2%	0. 53	11. 7%	6. 31%	金融
1816. hk	2020/3/20	中广核电力	2. 2%	10. 0%	0. 90	11. 8%	4. 49%	公用事业

资料来源: 中国保险业协会, 信达证券研发中心。注: 万达信息采用 2018 年数据

展望未来，面对长期利率下行，我们预计公司通过灵活的策略调整（包括久期、时间节点摆布），有望平滑再投资收益的负面影响，投资收益率有望保持稳定。1）较早研判利率走势，在利率高点提前配置，2）在利率高点加大配置地方政府债和另类资产，拉长资产久期以及提升资产收益水平，3）固收方面抓住短端波动上行的机会，灵活安排久期。另外，投资端市场化改革也有望通过激励机制助力投资收益改善。

图 36: 中国人寿投资收益率 vs 十年期国债收益率



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

投资端隐含的长期投资收益率假设较低，上市险企价值被显著低估。目前上市险企估值均处于历史底部区域，国寿 2020E PEV 估值分别为 0.68x，我们测算当前估值隐含的总投资收益率假设为 3.29%，低于长期投资收益率假设 5%，估值隐含了投资端悲观预期。

表 3: 估值隐含投资收益率

中国人寿	
PEV	0.68
EV (2020E)	1091720
调整后 EV	742370
EV%	-32.0%

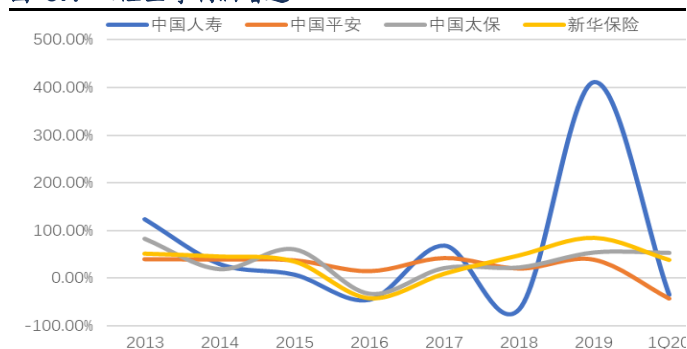
投资收益率降低 50bp 对 EV 影响	-8.69%
投资收益率变动	-1.84%
总投资收益率 (1Q20)	5.13%
估值隐含投资收益率	3.29%

资料来源：公司公告、Wind、信达证券研发中心。注：收盘价为 2020/5/22 收盘价

### （三）净利润：2019 年净利润领先同业，2020 年预期放缓

2010-2018 年，公司净利润年复合增速为-12.7%，远低于平安（25.6%）、太保（9.8%）、新华（17%），主要因为投资收益波动较大。2019 年公司净利润增长远超同业，同比+411%，主要因为 1）权益市场表现较好，2）手续费及佣金税前抵扣增加，所得税费用同比-60.7%，3)750 天移动平均曲线上行使得准备金计提减少。

图 37：四险企净利润增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 38：750 天国债收益率曲线



资料来源：Wind，信达证券研发中心

2019 年投资收益大幅贡献净利润增长。2019 年公司净投资净收益同比+12.1%至 1491.1 亿元。总投资收益 1690.4 亿元，同比+77.7%，其中公允价值变动损益为 192.5 亿元（2018 年同期为-182.8 亿元），投资资产买卖价差收益 18.3 亿元（2018 年同期-195.9 亿元）。综合投资收益率 7.28%，同比增长 4.18 个百分点，源于可供出售金融资产公允价值变动大幅增长至 696 亿元（2018 年同期-245.9 亿元）。

税收优惠政策导致手续费及佣金抵扣增加。财税 72 号《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》规定，手续费及佣金支出不超过当年全部保费收入扣除退保金等后余额 18% 的部分，在计算应纳税所得额时准予扣除；超过部分，允许结转以后年度扣除。公司净利润受益主要体现在两方面，1) 降低未来年度寿险税率，2) 2018 年所得税清缴金额减少在 2019 年一次性体现，调减当期所得税 51.54 亿元。

表 4: 折现率变动对净利润影响

	国寿		平安		太保		新华	
准备金折现率变动	10	-10	10	-10	10	-10	10	-10
税前利润变动 (亿元)	192.26	-217.89	79.60	-81.83	85.12	-91.24	48.04	-65.72
对净利润影响	24.4%	-27.7%	4.0%	-4.1%	23.0%	-24.7%	24.7%	-33.9%

资料来源: Wind、信达证券研发中心

准备金计提减少释放利润。2019 年 750 天国债收益率曲线仍然上升 10.6bp，准备金计提减少。此外，公司折现率变动敏感性较高，我们根据线性推算，得出折现率每增加 10bp 对应税前利润变动为 192.3、79.6、85.1、48 亿元，占税前利润的比重达 24.4%、4%、23%、33.9%。

1Q20 公司净利润增速同比-34.4%，主要源于投资收益下滑、准备金计提增加以及手续费及佣金支出增加。1) 投资收益：2020 年投资收益拖累净利润增长。1Q20，公司投资收益承压，总投资收益同比-12.4%，其中公允价值损益为-54.11 亿元，上年同期为+139.5 亿元。可供出售金融资产浮亏 31 亿元，上年同期浮盈 348.02 亿元，综合投资收益同比-79.8%。2) 准备金折现率：一季度，750 天移动平均线下行 3.8bp，带动准备金计提增加。3) 手续费及佣金支出同比+29.8%，源于加大期缴和保障型产品销售。

展望 2020 年，我们预计净利润增速将放缓，主要因为 1) 750 天国债收益率曲线料下移 40.4bp（按目前十年期国债收益率水平 2.7% 往后推算），准备金增提拖累全年利润 653.7 亿元，2) 税前抵扣影响减退，且去年同期基数较高。但我们认为市场不必过于担心对净利润的影响，1) 公司将通过调整投资策略，加大市场化改革，加大淘汰和激励机制来提升投资能力，减轻净利润波动的影响。2) 2019 年公司考虑发病率假设变更调整发病率假设，增加责任准备金 47.37 亿元，减少税前利润。

## 六、盈利预测、估值与投资评级

### （一）盈利预测及假设

负债端：考虑到新单增长二季度后有望持续回暖，同时保障型产品带动 margin 恢复，NBV 增速料改善，我们预计 2020-2022E 新单增速分别为 17.0%/14.9%/13.3%，NBV 增速为 12.1%/14.9%/13.3%。

资产端：考虑到长端利率下行趋势，我们预计 2020-2022E 总投资收益率分别为 4.5%/4.45%/4.4%。

净利润：考虑到十年期国债收益率下行导致准备金计提增加、利率下行影响再投资收益、手续费及佣金支出税前抵扣影响减弱，我们预计净利润增速将放缓，2020-2022E 分别为-6.64%/13.44%/13.88%。

表 5：负债端盈利预测假设（百万元）

	2019	2020E	2011E	2012E
保费收入	567086	643696	728766	821403
YoY	5.8%	13.5%	13.2%	12.7%
首年保费+短期险	181289	212190	243736	276197
YoY	5.9%	17.0%	14.9%	13.3%
首年期交	109447	124547	139309	154788
YoY	4.82%	13.80%	11.85%	11.11%
续期保费	385797	431506	485030	545206
YoY	5.8%	11.8%	12.4%	12.4%
首年期交/首年保费	97.9%	98.5%	98.9%	99.2%
十年期以上/首年期交	54.1%	49.0%	49.0%	49.0%
续期保费/GWP	68.0%	67.0%	66.6%	66.4%
个险渠道首年保费	99945	116420	132864	149462



YoY	9.4%	16.5%	14.1%	12.5%
个险渠道占比	77.0%	76.9%	76.9%	77.0%
NBV	58698	65779	75558	85621
NBV 增速	18.6%	12.1%	14.9%	13.3%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## （二）估值

### 1、内含价值估算

EV：我们假设 1）2020-2022 内含价值预期回报为 8.5%（2019 年为 8.4%），2）NBV 增速为 12.1%/14.9%/13.3%，3）运营经验差异，评估方法、模型和假设的变化、投资回报差异和市场预期调整、汇率波动均为 0。我们得到 2020-2022E 内含价值分别为 10917.2、12453.2、142192.3 亿元，增速分别为 15.9%/14.1%/14.0%，对应每股内含价值分别为 38.62、44.06、50.21 元。

ROEV：源于内含价值预期回报的稳定增长以及新业务价值创造，我们预计公司 2020-2022E ROEV 有望超过 15%，分别为 15.5%、15.4%、15.4%。

表 6：内含价值估算（百万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
ANW	370500	386054	482793	552622	626678
VIF	363673	408998	459295	539098	618642
期初内含价值	734172	795052	942087	1091720	1245320
内含价值的预期回报	60250	66625	80077	92796	105852
本期内的新业务价值	49511	58698	65779	75558	85621
运营经验的差异	277	128	0	0	0
评估方法、模型和假设的变化	-1131	-6846	0	0	0
非营运贡献前内含价值	843079	913657	1087943	1260074	1436793

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

投资回报的差异	-44462	31906	0	0	0
市场价值和其他调整	8785	3023	0	0	0
汇率变动	325	198	0	0	0
股东红利分配及资本注入	-11690	-4916	-4938	-5069	-5739
其他	-986	-1781	8715	-9685	-11827
期末内含价值	795052	942087	1091720	1245320	1419227
YOY	8.3%	18.5%	15.9%	14.1%	14.0%
内含价值变动	60880	147035	149633	153600	173907
每股内含价值	28.13	33.33	38.62	44.06	50.21
ROEV	14.8%	14.9%	15.5%	15.4%	15.4%

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

我们假设长期投资收益率假设为 4%（假设投资收益率高于长端利率 100-150bp），同时调整贴现率假设至 11%（平安、太保、新华贴现率分别为 11%、11%、11.5%），采用 2019 年公司年报的敏感性数据，测算有效业务价值和新业务价值调整系数分别为 58.6%、61.0%，对应 2020-2022E 调整后每股内含价值分别为 28.67、31.56、34.83 元，对应 PEV 分别为 0.92x、0.83x、0.76x，仍然处于较低水平。

表 7：调整后内含价值（百万元）

	2019	2020E	2021E	2022E
ANW	386054	445624	499899	550381
VIF	239683	275482	315599	361681
期初内含价值	625737	722291	810263	892086
内含价值的预期回报	39044	44077	50496	57869
本期内的新业务价值	35799	40118	46082	52219
运营经验的差异	128	0	0	0

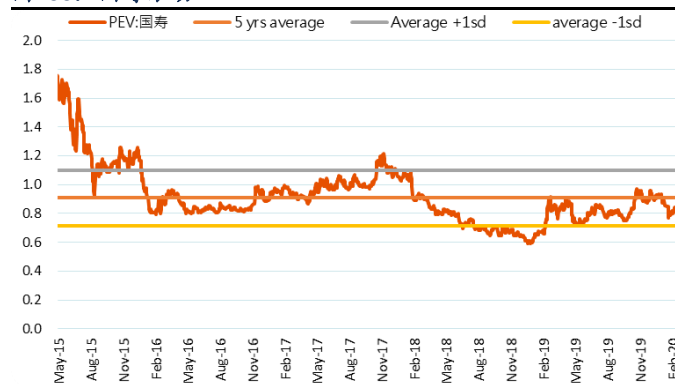
评估方法、模型和假设的变化	-6846	0	0	0
非营运贡献前内含价值	693861	806486	906840	1002174
投资回报的差异	31906	0	0	0
市场价值和其他调整	3023	0	0	0
汇率变动	198	0	0	0
股东红利分配及资本注入	-4916	-4938	-5069	-5739
其他	-1781	8715	-9685	-11827
期末内含价值	722291	810263	892086	984608
YOY	15.4%	12.2%	10.1%	10.4%
内含价值变动	96555	87971	81823	92522
每股内含价值	25.55	28.67	31.56	34.83
ROEV	10.9%	11.7%	11.9%	12.3%

## 2、戈登模型

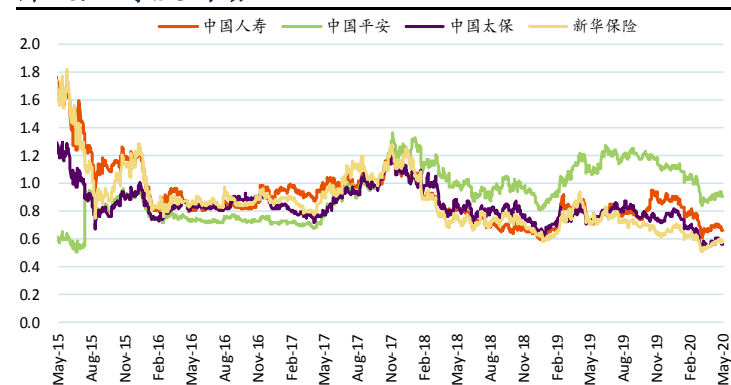
我们采用戈登模型进行估值， $PEV = (ROEV - g) / (r - g)$ ，我们使用调整后未来三年调整后 ROEV 平均值 12%，长期分红增长率假设 5%，风险贴现率假设 11%，测算得到 PEV 为 1.2x。根据 2020E 调整后 EV，得出目标价 34.4 元/股。

## 3、同业比较

目前股价对应 2020-2022E PEV 分别为 0.68x、0.60x、0.52x，2020E 估值水平低于过去五年均值一个标准差下限。去年改革以来，各项指标表现均优于同业，较同业估值溢价有所提升。考虑到重振国寿战略清晰，组织架构调整带来经营管理效益提升，激励机制更加完善，费用投放更加精准，科技、保障型布局有望提速，带来负债端业务和价值的逐步改善。同时资产端通过市场化改革，带来投资业绩的提升。区域方面公司大力布局中心城市，并加大收展队伍招募，有望收复在大中城市的失地，市场份额望逐步提升。

**图 39: 国寿滚动 PEV**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 40: 四家险企滚动 PEV**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**表 8: 同业比较**

名称	代码	股价	EPS			PER (x)			PEV (x)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
中国人寿	601628 SH	26.31	2.06	1.93	2.18	12.76	13.67	12.05	0.79	0.68	0.60
中国平安	601318 SH	70.12	8.17	8.42	10.00	8.58	8.33	7.01	1.07	0.93	0.81
中国太保	601601 SH	28.00	3.06	3.24	3.73	9.15	8.64	7.51	0.66	0.58	0.50
新华保险	601336 SH	43.33	4.67	4.79	5.57	9.28	9.05	7.78	0.66	0.60	0.52
均值			4.49	4.59	5.37	9.94	9.92	8.59	0.79	0.70	0.61

资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 股价为 2020 年 5 月 22 日收盘价

## 七、风险因素

疫情影响持续，代理人新单和新业务价值不及预期

长端利率持续下行，影响再投资收益率

资本市场波动导致浮亏增加

750 天国债收益率下行导致准备金计提增加

损益表	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	643,101	745,165	807,786	908,560	1,018,786
已赚保费	532,023	560,278	639,190	723,664	815,653
保费业务收入	535,826	567,086	643,696	728,766	821,403
投资净收益	111,396	162,480	160,872	176,151	193,276
其他业务收入	8,024	8,055	7,724	8,745	9,857
营业支出	628,814	685,175	749,124	842,024	943,022
退保金	116,229	50,851	30,633	29,140	33,440
赔款支出	174,439	127,919	114,873	125,304	143,792
提取保险责任准备金	191,718	335,122	392,712	458,730	516,904
营业税金及附加	743	951	901	1,020	1,150
手续费及佣金支出	62,705	81,396	109,428	116,602	123,210
业务及管理费用	39,116	42,008	47,683	53,200	59,962
其他业务支出	19,708	21,486	22,529	24,049	26,285
营业利润	14,287	59,990	58,662	66,536	75,765
其他	-366	-195	-215	-236	-260
利润总额	13,921	59,795	58,447	66,300	75,505
所得税	1,985	781	2,922	3,315	3,775
净利润	11,936	59,014	55,525	62,985	71,730
少数股东权益	541	727	1,110	1,260	1,435
归属母公司净利润	11,395	58,287	54,414	61,725	70,295
基本 EPS (rmb)	0.40	2.06	1.93	2.18	2.49

资产负债表	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E

每股指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益 (元)	0.40	2.06	1.93	2.18	2.49
每股净资产 (元)	11.26	14.28	16.21	18.39	20.88
每股内含价值 (元)	28.13	33.33	38.62	44.06	50.21
每股新业务价值 (元)	1.75	2.08	2.33	2.67	3.03

内含价值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
调整后净资产	386054	482793	552622	626678	710983
有效业务价值	408998	459295	539098	618642	708245
内含价值	795052	942088	1091720	1245320	1419227
一年新业务价值	49510	58698	65779	75558	85621
ROEV (%)	14. 8%	14. 9%	15. 5%	15. 4%	15. 4%

收入/支出增长率 (%)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
已赚保费收入增长	4. 7%	5. 8%	13. 5%	13. 2%	12. 7%
投资收益增长	-17. 5%	45. 9%	-1. 0%	9. 5%	9. 7%
营业收入增长	-1. 5%	15. 9%	8. 4%	12. 5%	12. 1%
退保金增长	22. 8%	-56. 2%	-39. 8%	-4. 9%	14. 8%
佣金及手续费增长	-3. 2%	29. 8%	34. 4%	6. 6%	5. 7%

当期成本率 (%)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
佣金率	11. 8%	14. 5%	17. 1%	16. 1%	15. 1%
行政费用率	7. 4%	7. 5%	7. 5%	7. 4%	7. 4%
赔付率	32. 8%	22. 8%	18. 0%	17. 3%	17. 6%
退保率	21. 8%	9. 1%	4. 8%	4. 0%	4. 1%

总资产	3,254,403	3,726,734	4,251,129	4,872,097	5,572,332
投资资产	3,105,790	3,574,928	3,958,442	4,392,640	4,882,032
非投资资产	148,613	151,806	292,687	479,456	690,300
总负债	2,931,113	3,317,392	3,786,926	4,345,687	4,975,107
准备金负债	2,216,031	2,552,736	2,914,043	3,344,010	3,828,349
保户储金及投资款	255,425	267,794	305,697	350,802	401,612
其他负债	374,586	384,269	438,657	503,381	576,290
所有者权益	318,371	403,764	458,178	519,904	590,199
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
盈余公积	53,026	58,391	63,536	68,029	75,161
一般风险准备	31,933	37,888	43,329	49,502	56,531
未分配利润	133,022	170,487	214,018	263,399	319,635
负债及股东权益	3,254,403	3,726,734	4,251,129	4,872,097	5,572,332
少数股东权益	4,919	5,578	6,024	6,506	7,027

准备金提转差	36.0%	59.8%	61.4%	63.4%	63.4%
当期综合成本率	109.8%	113.7%	108.8%	108.2%	107.6%

资产/负债增长率(%)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总资产增长率	12.3%	14.5%	14.1%	14.6%	14.4%
投资资产增长率	12.7%	15.1%	10.7%	11.0%	11.1%
总负债增长率	13.9%	13.2%	14.2%	14.8%	14.5%
寿险准备金增长率	9.4%	15.2%	14.2%	14.8%	14.5%
股东权益增长	-0.8%	26.8%	13.5%	13.5%	13.5%

估值分析	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
PE	65.26	12.76	13.67	12.05	10.58
PB	2.34	1.84	1.62	1.43	1.26
PEV	0.94	0.79	0.68	0.60	0.52
隐含新业务倍数	-1.04	-3.38	-5.29	-6.64	-7.89



## 研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019 年 11 月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于 2020 年 4 月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019 年加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。