

中国人寿(601628)

报告日期: 2023年01月28日

负债端韧性+资产端弹性共驱的寿险龙头

——中国人寿重点推荐

投资要点

- **中国人寿负债端凸显韧性，资产端弹性更大，重点推荐，现价空间 30%。**
- **新气象：新任领导层凝心聚力，开启增长新局面**
 董事长白涛和总裁赵鹏在 22 年回归国寿，23 年为正式开局的首年，在 23 年 1 月中旬举办的公司年度工作会议上，白涛强调继续坚持稳中求进的工作总基调，提出“一增一优六加强”的工作要求，其中，“一增”即“增价值”，确保经营效益、业务价值、投资收益、公司市值全面增长。国寿寿险要求加快推进“八大工程”落地见效，强调在销售渠道、客户经营、健康养老及数字化等方面细化完善。国寿上下同心，人心凝聚，看好公司在新领导层带领下的业绩提升。
- **负债端：队伍量稳质升，驱动业绩率先底部反转**
 (1) 行业供需动能释放，底部反转可期。保险行业从 2020 年转型以来，持续阵痛，2020、2021、22H1 上市险企 NBV 同比分别下降 19.7%、24.8%、25.9%，人力同比分别减少 5.9%、40%、39.7%。2023 年，防疫放开后，消费复苏，保险需求回升，不仅既有的适配市场需求的储蓄型产品继续热销，过往以重疾险为代表的保障型产品，随着居民保障意识和收入预期的提升，亦将迎来销售回暖；从供给侧看，代理人恢复线下展业和增员，队伍产能提升，助力保费止跌企稳。行业供需改善，预计 2023 年上市险企 NBV 同比增速由负转正，小幅增长 4.4%。
 (2) 国寿代理人规模企稳，有望率先反转。国寿总人力出现企稳迹象，22 年前三季度末人力，环比分别减少 4.9%、4.4%、3.5%，降幅逐步收窄，有望在 23 年止跌回升。2019 年起，国寿产能持续提升，近 3 年人均 NBV、人均首年期交保费复合增速分别为 11.2%、12.5%，提升较快，与平安的差距迅速收窄，2021 年、2022H1，国寿人均 NBV 分别为 3.9 万元、3.1 万元，与平安基本相当。同时，在新人入口端，国寿推动优增优育，22Q2 国寿的优增人力相比 22Q1 增加 15%，7/13 个月留存率均有改善，新人产能有望持续提升。国寿在行业逐步回暖趋势下，NBV 有望率先越过拐点，走出下行周期，凸显 α 属性。
 (3) 开门红率先启动，NBV 拐点可期。国寿在 22 年 10 月率先启动开门红，得益于更充足的推动时间，以及储蓄型产品的需求旺盛，预收保费及 NBV 表现较好，随着疫情放开后的供需驱动，预计 23Q1 的 NBV 将实现同比增速转正。
- **资产端：享受权益市场向好 β ，叠加 α 高弹性**
 随着权益市场向好，保险行业的资产端投资收益得到改善，国寿在享受行业 β 的同时，其作为纯寿险公司，权益杠杆高于综合性保险公司，22H1，国寿权益乘数 10.8，且国寿投资资产中的权益资产占比较高，22H1 为 17.2%，因此国寿受益更大，显示更高的资产端弹性。
- **估值：当前仍处低位，看好估值继续深度修复**
 国寿当前 PEV 估值 0.77 倍，分别处于历史、近 5 年的 14%、44%分位，估值较低。基于未来资本市场改善预期，以及代理人队伍规模企稳，产能提升，有望开启 NBV 的良性增长，我们给与国寿 1.0 倍的 22 年 PEV 估值，按 23 年测算则对应 0.9 倍估值，空间 30%。
- **盈利预测与估值**
 中国人寿负债端韧性+资产端弹性共驱，预计 22-24 年，归母净利润同比 -30.9%/30.1%/39.1%，内含价值同比 9.9%/9.8%/9.5%，EVPS 为 46.76/51.33/56.20 元，现价对应 0.77/0.70/0.64 倍 PEV。目标价 46.76 元，对应 2023 年 PEV 0.9 倍，现价空间 30%。
- **风险提示**
 队伍转型不及预期，经济复苏滞缓，权益市场大幅下行，地产风险扩大。

投资评级：买入(维持)

分析师：梁凤洁
 执业证书号：S1230520100001
 021-80108037
 liangfengjie@stocke.com.cn

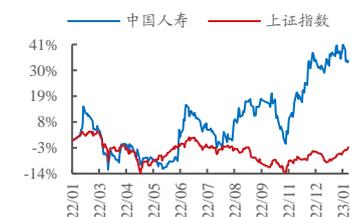
研究助理：胡强
 huqiang@stocke.com.cn

研究助理：洪希柠
 hongxing@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 36.10
总市值(百万元)	1,020,355.85
总股本(百万股)	28,264.71

股票走势图



相关报告

1 《寿险头雁，传承改革——中国人寿首次覆盖报告》
 2022.12.24

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	858,505	888,875	984,864	1,133,819
(+/-) (%)	4.1%	3.5%	10.8%	15.1%
归母净利润	50,921	35,199	45,794	63,700
(+/-) (%)	1.3%	-30.9%	30.1%	39.1%
EVPS(元)	42.56	46.76	51.33	56.20
P/EV	0.85	0.77	0.70	0.64

资料来源：浙商证券研究所

表附录：报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
总投资资产	4,716,829	5,232,818	5,902,618	6,746,693
应收分保资产	6,630	7,521	8,532	9,678
其他资产	167,626	188,766	212,880	243,395
资产合计	4,891,085	5,429,104	6,124,030	6,999,766
保险合同准备金	3,419,899	3,852,767	4,379,607	5,038,524
保户储金及投资款	313,585	363,412	413,106	475,258
其他负债	670,943	723,810	822,786	946,575
负债合计	4,404,427	4,939,989	5,615,499	6,460,358
股本	28,265	28,265	28,265	28,265
少数股东权益	8,073	8,210	8,350	8,492
归母股东权益	478,585	480,905	500,181	530,916
负债和股东权益	4,891,085	5,429,104	6,124,030	6,999,766

利润表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
保险业务收入	618,327	625,747	657,034	709,597
已赚保费	611,251	618,864	649,807	701,791
投资收益(含公允价值)	236,723	259,532	323,857	420,054
其他收入	10,531	10,478	11,201	11,973
营业收入	858,505	888,875	984,864	1,133,819
赔付及保户利益	204,593	176,873	186,448	201,364
提取保险责任准备金	447,296	471,574	497,102	536,870
手续费及佣金支出	65,744	77,358	84,475	91,233
业务及管理费	42,967	53,332	59,092	68,029
税金及附加	1,374	1,400	1,551	1,786
其他成本	45,550	70,332	106,751	165,758
营业支出	807,524	850,869	935,419	1,065,040
营业外收支	(486)	0	0	0

核心指标

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
新业务价值增长率	(23.3%)	(15.0%)	7.4%	12.0%
内含价值增长率	12.2%	9.9%	9.8%	9.5%
每股收益	1.80	1.25	1.62	2.25
每股净资产	16.93	17.01	17.70	18.78
每股内含价值	42.56	46.76	51.33	56.20
PE(倍)	20.04	28.99	22.28	16.02
PB(倍)	2.13	2.12	2.04	1.92
PEV(倍)	0.85	0.77	0.70	0.64

资料来源：公司公告，浙商证券研究所。

利润总额	50,495	38,005	49,445	68,779
所得税费用	(1,917)	1,900	2,472	3,439
净利润	52,412	36,105	46,973	65,340
少数股东损益	1,491	906	1,179	1,640
归母净利润	50,921	35,199	45,794	63,700

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>