

中国人寿(601628.SH)

NBV与投资承压，23Q1业绩有望改善

推荐（维持）

股价：34.01元

主要数据

行业	保险
公司网址	www.e-chinalife.com
大股东/持股	中国人寿保险(集团)公司/68.37%
实际控制人	中华人民共和国财政部
总股本(百万股)	28,265
流通A股(百万股)	20,824
流通B/H股(百万股)	7,441
总市值(亿元)	7,940
流通A股市值(亿元)	7,082
每股净资产(元)	15.43
资产负债率(%)	91.5

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】中国人寿(601628.sh)季报点评-22Q3新单增速回落，“开门红”业绩有望改善20221027

【平安证券】中国人寿(601628.sh)半年报点评-终寿助新单增长，结构使nbv下滑20220826

证券分析师

王维逸	投资咨询资格编号 S1060520040001 BQC673 WANGWEIYI059@pingan.com.cn
李冰婷	投资咨询资格编号 S1060520040002 LIBINGTING419@pingan.com.cn

研究助理

韦霁雯	一般证券从业资格编号 S1060122070023 WEIJIWEN854@pingan.com.cn
-----	---

事项：

中国人寿发布2022年年报和利润分配预案，2022年实现归母净利润321亿元（YoY-37%），寿险总保费6152亿元（YoY-1%）、总新单1848亿元（YoY+5%）；EV为1.2万亿元（YoY+2%）。公司拟派发现金股息每股0.49元（含税），总计约138亿元（含税），在归母净利润中占比43%。

平安观点：

■ 投资与NBV下滑负贡献，拖累EV增速。国寿2022年EV为1.2万亿元（YoY+2%），其中NBV、运营偏差、投资偏差和假设变化在期初EV占比分别3.0%、0.05%、-8.1%、-0.2%，其中，NBV占比同比下滑1.2pct，投资承压是EV最大拖累因素。

■ 总新单增长，业务结构拖累NBVM与NBV下滑。2022年国寿总新单1848亿元（YoY+5%）、总NBV约360亿元（YoY-20%）、总NBVM测算约19%（YoY-6pct）。

1) 从首年期交保费的期限来看，十年期及以上新单418.21亿元（YoY+0.3%）、在新单保费中占比23%（YoY-1pct）；22Q1-22Q4单季度十年期以上新单分别同比-3%、+20%、+6%、-35%，22Q4降幅走阔主要系提前备战“开门红”。具体来看，个险十年期及以上期交新单417.96亿元（YoY+0.5%）、在首年期交保费中占比51%（YoY+1pct），预计主要系储蓄型产品拉动、导致个险NBVM同比下滑；银保渠道五年期及以上期交新单65亿元（YoY-4%），在首年新单期交保费中占比43%（YoY+1.5pct）。

2) 分险种来看，健康险总新单658亿元（YoY-10%），其中长险期交新单51亿元（YoY-62%）、占比7.8%（YoY-10.7pct），预计主要系重疾险销售仍承压。

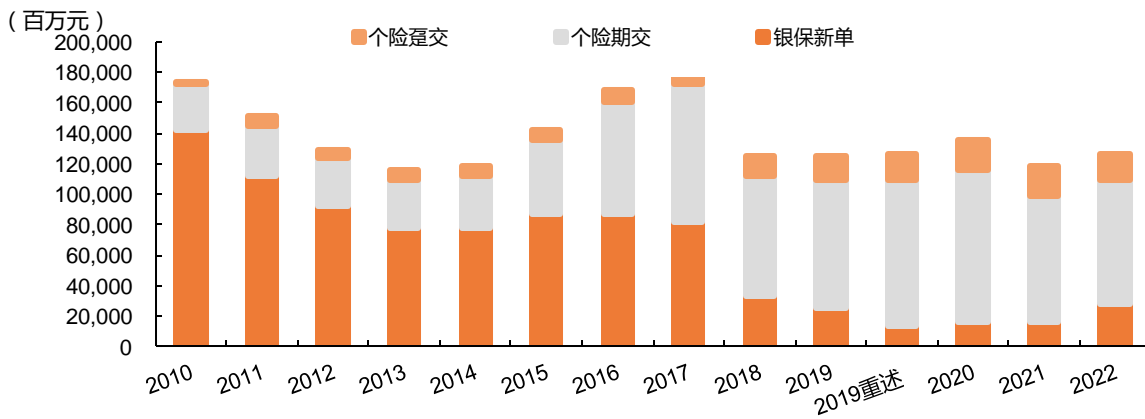
■ 寿险转型深入、队伍规模持续收缩，但绩优人群相对稳定。2022年个险销售人力67万人（YoY-19%），其中营销队伍43万人（YoY-17%）、收展队伍24万人（YoY-21%），但绩优人群占比保持稳定。经测算，人均产能约12424元/月（YoY+20%）。

■ 权益市场波动剧烈，投资收益率同比下滑。2022年总、净、综合投资收益率分别3.9%（YoY-1.1pct）、4.0%（YoY-0.4pct）、1.9%（YoY-3.0pct）。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	858,508	826,055	867,584	906,751	967,712
YoY(%)	4.1	-3.8	5.0	4.5	6.7
归母净利润(百万元)	50,766	32,082	42,410	62,957	83,500
YoY(%)	1.0	-36.8	32.2	48.4	32.6
EVPS(元)	42.56	43.54	47.65	52.05	56.49
P/EV(倍)	0.80	0.78	0.71	0.65	0.60

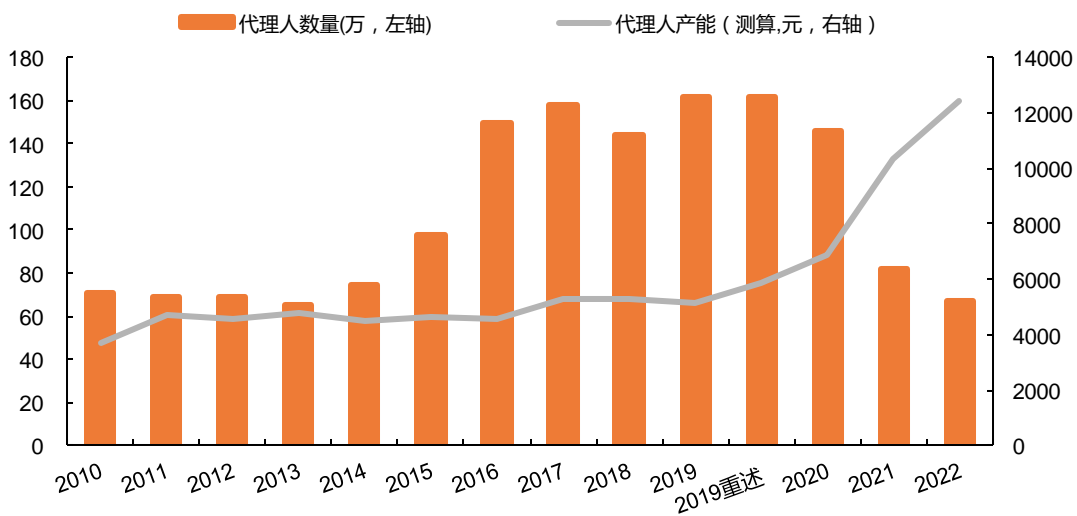
- 投资建议：**负债端，寿险转型深入、人均产能持续提升，22年新单企稳回升，23年率先开启“开门红”、预计“开门红”业绩优于同业；资产端，地产政策发力、权益市场向好，投资收益将迎来一定修复。基于此，我们调整新单、NBVM、保单继续率和准备金折现率假设，23/24年预测EVPS下调为47.65/52.05元（23/24年EVPS原预测51.61/56.81元），并新增25年预测56.49元。公司目前股价对应2023年PEV约0.71倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**1) 权益市场大幅波动，β属性导致板块行情波动加剧。2) 代理人数量持续下滑、质态提升不及预期，新单超预期下滑。3) 利率超预期下行，到期资产与新增资产配置承压。

图表1 中国人寿个险与银保新单一览



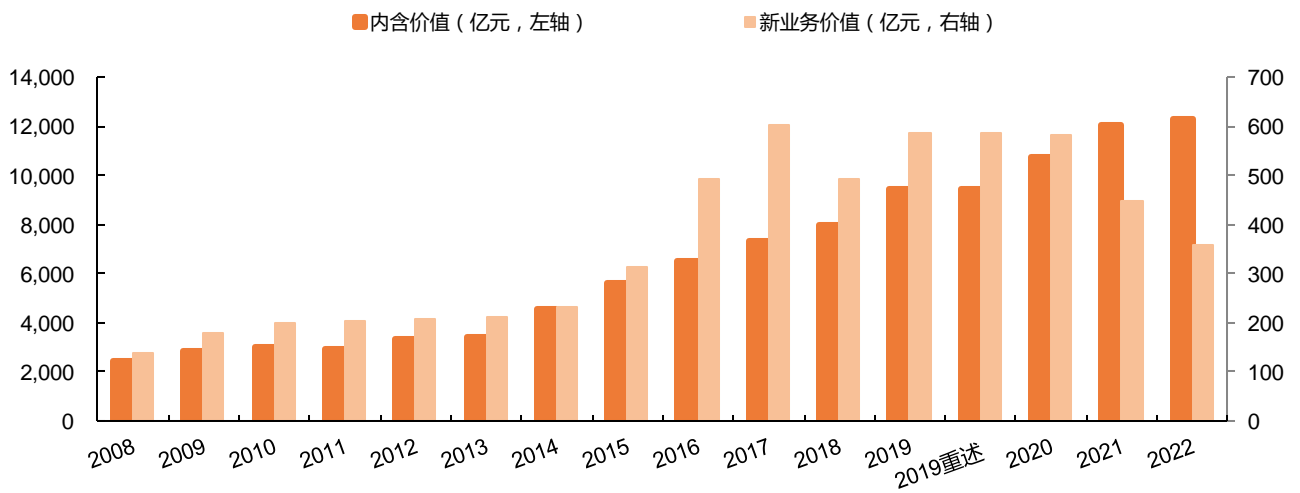
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表2 中国人寿代理人数量及产能



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表3 中国人寿价值指标



资料来源: Wind, 平安证券研究所

利润表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	826,055	867,584	906,751	967,712
保费收入	615,190	635,778	652,958	690,798
投资收益、公允价值变动损益及其他收益	209,200	229,641	252,339	276,344
其他收入	9,099	8,523	7,983	7,478
营业支出	801,672	835,672	859,377	904,880
赔款及保户利益	652,663	699,761	722,365	763,161
手续费及佣金支出	54,777	63,578	65,296	69,080
管理费用	42,213	43,626	44,805	47,401
其他支出	30,387	28,463	26,661	24,973
营业利润	24,383	31,912	47,374	62,832
营业外收支净额	-336	-	-	-
利润总额	24,047	31,912	47,374	62,832
减：所得税	-9,467	-12,390	-18,393	-24,395
净利润	33,514	44,303	65,767	87,227
归属母公司净利润	32,082	42,410	62,957	83,500

关键指标增速

保费收入	-1%	3%	3%	6%
投资收益、公允价值变动损益及其他收益	-12%	10%	10%	10%
赔款及保户利益	1%	7%	3%	6%
手续费及佣金支出	-17%	16%	3%	6%
管理费用	-2%	3%	3%	6%
营业利润	-52%	31%	48%	33%
所得税	394%	31%	48%	33%
归属于母公司净利润	-37%	32%	48%	33%

关键指标在保费占比

赔款及保户利益/已赚	106%	110%	111%	110%
手续费及佣金支出	9%	10%	10%	10%
管理费用	7%	7%	7%	7%

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	128,953	85,755	95,322	107,372
交易性金融资产	223,782	241,912	272,929	314,139
买入返售金融资产	38,533	1,686,303	1,942,867	2,215,027
应收保费	19,697	1,622,145	1,881,794	2,185,754
可供出售金融资产	1,738,108	15,529	17,101	21,518
持有至到期投资	1,574,204	27,660	31,295	35,586
长期股权投资	261,179	344,279	386,644	435,707
定期存款	485,567	828,461	899,402	1,006,638
资产总计	5,251,984	5,973,293	6,810,629	7,758,593
保户储金及投资款	374,742	434,567	486,204	551,616
未到期责任准备金	13,108	20,647	23,401	26,500
未决赔款准备金	26,153	30,600	35,596	40,904
寿险责任准备金	3,607,236	3,957,426	4,531,786	5,188,940
长期健康险责任准备金	233,663	226,336	264,198	304,197
负债合计	4,806,863	5,486,184	6,263,511	7,163,379
股本	28,265	28,265	28,265	28,265
未分配利润	201,688	14,423	22,949	31,183
所有者权益合计	445,121	487,108	547,118	595,213
负债和股东权益总计	5,251,984	5,973,293	6,810,629	7,758,593

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
价值指标 (百万元)				
新业务价值	36,004	39,910	44,998	51,441
内含价值	1,230,519	1,346,905	1,471,156	1,596,681

每股指标 (元)

每股收益	1.14	1.50	2.23	2.95
每股新业务价值	1.27	1.41	1.59	1.82
每股内含价值	43.54	47.65	52.05	56.49

估值指标

P/E	29.83	22.67	15.27	11.51
P/EV	0.78	0.71	0.65	0.60

主要指标增速

归母净利润增速	-37%	32%	48%	33%
新业务价值增速	-20%	11%	13%	14%
内含价值增速	2%	9%	9%	9%

资料来源：Wind，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033