

中国人寿 (601628)

证券研究报告
2023年03月30日

NBV 同比-20%基本符合预期，个险渠道稳健向好，看好 23 年负债端价值高质量增长

1、整体：22 年归母净利润同比-36.8%至 321 亿，Q4 同比-57.4%，下滑压力主要来源于权益市场波动加剧导致公司总投资收益率承压，以及折现率假设变更导致的准备金增提合计减少 2022 年税前利润 345 亿元。归母净利润较年初下降 9.0%，我们认为主因其他综合收益总额从 22 年年初 503 亿元降至年底-49 亿元大幅拖累其增长。公司分红水平延续稳健，22 年分红率为 43%，同比+7pct。

2、价值：

1) 22 年 NBV 同比-19.6%至 360 亿元，H2 同比-31.2%，基本符合预期。我们预计主因去年末疫情快速达峰带来的渠道展业压力，4Q22 公司价值降幅走阔，导致全年累计 NBV 降幅季度环比-4.2pct（前三季度为-15.4%）。新单保费 22 年同比+5.1%至 1848 亿元，其中长险首年新单同比+9.9%至 1105 亿元，短期险同比-1.4%至 743 亿元，整体产品结构年期拉长。

个险方面，NBV 同比-22.4%至 333 亿元，主要由于个险渠道价值率大幅下滑所致。个险新单保费同比-1.9%至 996 亿；NBVM（按首年年化保费口径）同比-9.2pct 至 33.0%，我们判断主因产品结构调整所致，去年居民储蓄需求旺盛，增额终身寿险和年金产品销售情况良好，而高价值率重疾险缩量，压制个险渠道新业务价值率增长，22 年寿险、健康险首年业务分别同比+21.2%、-10.0%至 1052 亿元、658 亿元。随着开门红步入尾声，我们认为，公司将逐步加大高价值产品销售力度，业务结构有望持续优化支撑后续价值增长。

2) 人力方面，22 年末个险销售人力 66.8 万人（营销队伍 43 万、收展队伍 23.8 万），同比-18.5%，较 9 月底环比-7.2%，季度环比小幅上升，预计主要受到去年末疫情冲击影响所致，我们认为人力规模后续企稳可期。质态方面，22 年月人均首年期交保费同比提升 51.7%，同时绩优人群占比延续稳定，队伍质态明显优化，公司“稳中固量、稳中求效”的渠道战略取得显著成效。

银保方面，公司持续推进深化银行合作，22 年总保费 634.2 亿，同比+28.6%；首年期交保费同比-7.6%至 149 亿，其中 5 年期及以上首年期交保费 64.5 亿元，占比同比+1.5pct，保单期限结构持续优化。

3) EV 较年初+2.3%，增速大幅下滑（21 年为+12.2%）。主要受到投资偏差（-971 亿）显著拖累；模型与假设变更（-27 亿）也有一定负贡献。运营经验差异由-64 亿升至 6 亿，预计主因业务质量较稳健，26 个月保单继续率同比-6.9pct 至 74.2%，退保率-0.25pct 至 0.95%。而 14 个月保单继续率同比+2.5pct 至 83%。

3、投资：22 年利率下行叠加权益市场大幅下跌，投资收益显著承压。22 年净投资收益率 4.00%，同比下降 0.38pct；总投资收益率 3.94%，同比-1.04pct；综合投资收益率 1.92%，同比-2.95pct，主要受到计入其他综合收益的可供出售金融资产公允价值亏损净额 628 亿的拖累。资产配置上，债券配置比例同比+0.3pct 至 48.5%；股票和基金（不包含货币市场基金）配置比例同比+2.6pct 至 11.3%，权益仓位小幅提升。

点评：展望 23 年，公司基本面稳健向好，预计当前公司负债端价值修复态势仍有望延续。同时在新任管理层上任首整年的业绩诉求推动下，随着深化转型战略“八大工程”的进一步落地，我们预计公司全年新业务价值有望实现较好增长，长期高质量发展拐点有望显现。此外，我们判断 23 年资本市场回暖预期较强，资产端利空因素有望逐步出清，投资端好转将进一步带动公司业绩和估值双重修复。考虑到公司个险渠道稳健向好以及资本

投资评级

行业	非银金融/保险 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	32.89 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	20,823.53
流通 A 股股本(百万股)	20,823.53
A 股总市值(百万元)	684,885.90
流通 A 股市值(百万元)	684,885.90
每股净资产(元)	15.43
资产负债率(%)	91.52
一年内最高/最低(元)	38.50/23.92

作者

周颖婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521060002
zhouyingjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中国人寿-季报点评:NBV 同比-15.4%，预计人力低点已至，23 年量质企稳回升可期》 2022-10-30
- 《中国人寿-半年报点评:NBV 同比-13.8%预计优于其他上市同业，Q2 投资端已现改善，后续负债端有望保持领先》 2022-08-26
- 《中国人寿-季报点评:归母净利润同比-46.9%，主要源于资产端拖累，NBV 同比-14.3%小超预期》 2022-04-28

市场回暖预期，我们适当调整盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 498 亿、569 亿、654 亿，同比分别+55%、+14%、+15%（前次预估 2023-2024 年归母净利润分别为 443 亿、555 亿）。目前公司对应 2023 年 PEV 为 0.69 倍，处于历史估值相对低位，维持“买入”评级。

风险提示：代理人增长不达预期；保障型产品销售不达预期；费用投放效率低于预期

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	858,505	826,055	922,591	988,937	1,063,888
增长率（%）	4.07	-3.78	11.69	7.19	7.58
归属母公司股东净利润（百万元）	50,766	32,082	49,760	56,855	65,375
增长率（%）	0.99	-36.80	55.10	14.26	14.99
每股收益（元）	1.80	1.14	1.76	2.01	2.31
市盈率(P/E)	18.27	28.98	18.68	16.35	14.22
市净率(P/B)	1.94	2.13	1.94	1.77	1.61

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					
每股收益	1.80	1.14	1.76	2.01	2.31
每股净资产	16.93	15.43	16.97	18.55	20.37
每股内含价值	42.56	43.54	47.79	52.72	58.16
每股新业务价值	1.58	1.27	1.40	1.51	1.63
价值评估 (倍)					
P/E	18.27	28.98	18.68	16.35	14.22
P/B	1.94	2.13	1.94	1.77	1.61
P/EV	0.77	0.76	0.69	0.62	0.57
VNBX	-6.10	-8.36	-10.63	-13.10	-15.46
盈利能力指标 (%)					
净投资收益率	4.38%	4.00%	4.50%	4.50%	4.50%
总投资收益率	4.98%	3.94%	5.00%	5.00%	5.00%
净资产收益率	10.61%	7.36%	10.37%	10.84%	11.36%
总资产收益率	1.04%	0.61%	0.88%	0.92%	0.96%
财险综合成本率	-	-	-	-	-
财险赔付率	-	-	-	-	-
财险费用率	-	-	-	-	-
盈利增长 (%)					
净利润增长率	0.99%	-36.80%	55.10%	14.26%	14.99%
内含价值增长率	12.21%	2.29%	9.77%	10.31%	10.32%
新业务价值增长率	-23.29%	-19.60%	10.00%	8.00%	8.00%
偿付能力充足率					
偿付能力充足率(集团)	-	-	-	-	-
偿付能力充足率(寿险)	262%	207%	250%	250%	250%
偿付能力充足率(产险)	-	-	-	-	-
内含价值 (百万元)					
调整后净资产	513,838	565,222	621,744	683,918	752,310
有效业务价值	689,170	665,297	729,058	806,110	891,505
内含价值	1,203,008	1,230,519	1,350,802	1,490,029	1,643,815
一年新业务价值	44,780	36,004	39,604	42,773	46,195
核心内含价值回报	10.10%	10.13%	9.68%	10.04%	9.99%
寿险新业务保费 (百万元)					
短险和趸缴新单保	77,454	88,341	94,252	101,136	107,926
期缴新单保费	98,410	96,426	101,453	108,162	113,289
新业务合计	175,864	184,767	195,705	209,298	221,215
新业务保费增长率	-9.32%	5.06%	5.92%	6.95%	5.69%
标准保费	106,155	105,260	110,878	118,275	124,082
标准保费增长率	-13.89%	-0.84%	5.34%	6.67%	4.91%

利润表 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
寿险保费	618,327	615,190	662,094	704,738	752,574
非寿险保费	-	-	-	-	-
总保费及管理费收入	618,327	615,190	662,094	704,738	752,574
减: 分出保费	8,015	8,270	8,607	9,162	9,783
净保费收入	610,312	606,920	653,487	695,576	742,791
减: 净提取未到期责任准备	939	-905	-843	1,269	1,396
已赚净保费	611,251	607,825	654,330	694,307	741,395
投资收益	241,814	217,775	254,284	279,689	306,828
营业收入	858,505	826,055	922,591	988,937	1,063,888
赔付及保户利益	178,082	177,805	199,971	214,391	230,533
保险业务综合费用	628,442	623,867	659,648	701,999	749,986
营业费用	807,524	801,672	859,619	916,389	980,519
营业利润	56,319	24,383	62,972	72,548	83,369
税前利润	50,495	24,047	62,628	72,204	83,025
所得税	-1,917	-9,467	10,647	12,812	14,732
归属于母公司股东的净利润	50,766	32,082	49,760	56,855	65,375
少数股东损益	1,491	1,432	2,221	2,538	2,918

资产负债表 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及存款投资	590,363	614,520	656,316	724,992	798,357
债权投资	2,273,423	2,458,437	2,467,747	2,725,971	3,001,824
股权投资	414,774	578,036	619,562	684,393	753,649
其他投资	1,438,269	1,413,987	1,506,901	1,664,582	1,833,028
总投资资产	4,716,829	5,064,980	5,250,525	5,799,939	6,386,859
分保资产	6,630	7,840	4,600	4,600	4,600
其他资产	167,626	179,164	391,010	391,010	391,012
资产总计	4,891,085	5,251,984	5,646,135	6,195,549	6,782,471
保险合同负债	3,419,899	3,880,160	4,342,999	4,841,785	5,370,973
投资合同负债	313,585	374,742	300,000	300,000	300,000
次级债	34,994	34,997	34,997	34,997	34,997
其他负债	635,949	516,964	477,170	480,363	483,716
负债总计	4,404,427	4,806,863	5,155,166	5,657,145	6,189,686
实收资本	28,265	28,265	28,265	28,265	28,265
归属于母公司股东权益	478,585	436,169	479,671	524,421	575,710
少数股东权益	8,073	8,952	11,297	13,983	17,074
负债和所有者权益合计	4,891,085	5,251,984	5,646,135	6,195,549	6,782,470

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com