

# 中国人寿 (601628)

## 2022 年年报点评: 投资拖累业绩, 分红好于预期 买入 (维持)

2023 年 03 月 29 日

证券分析师 胡翔

执业证书: S0600516110001  
021-60199793  
hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书: S0600522040002  
021-60199761  
geyx@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004  
zhujieyu@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
归属于母公司的净利润 (百万元)	32,082	43,378	49,103	53,392
同比增长率 (%)	-37.0%	35.2%	13.2%	8.7%
新业务价值 (百万元)	36,004	38,802	42,177	45,603
新业务价值增长率 (%)	-19.6%	7.8%	8.7%	8.1%
每股内含价值 (元/股)	43.5	47.2	51.0	55.1
P/EV	0.78	0.72	0.67	0.62

关键词: #业绩不及预期

投资要点

■ 事件: 公司披露 2022 年年报: 实现归母净利润 320.82 亿元, 同比下降 37.0% (对应 4Q22 单季同比下降 60.1%); 实现新业务价值 (NBV) 360.04 亿元, 同比下降 19.6% (预期同比下降 20%), 净利润受权益市场波动以及补提责任准备金侵蚀税前利润 344.67 亿元冲击低于预期。2022 年每股股息 0.49 元 (2021 年: 0.65 元), 分红率 43% (2021 年: 36%), 分红好于预期。

■ 新单与价值降幅好于同业, 4Q22 提前聚焦 2023 年开门红 & 疫情扰动反复拖累价值修复表现。2022 年公司实现 NBV 达 360.04 亿元, 同比下降 19.6% (同业平均降幅约三成), 测算 1Q22 至 4Q22 单季同比增速分别为 -14.3%、-10.1%、-24.1% 和 -49.4%, 四季度公司提前聚焦 2023 年开门红叠加疫情扰动反复, 拖累全年价值修复表现。2022 年公司实现新单保费 1847.67 亿元, 同比逆势增长 5.1% (4Q22 单季同比增速为 -8.2%), 其中十年期及以上期交同比增长 0.3% (4Q22 单季增速为 -34.6%)。行业下行期, 公司通过银保趸交稳住规模, 2022 年健康险期缴保费下降 62.1% 是价值增长的核心拖累。

■ 公司坚持“稳中固量、稳中求效”的队伍发展策略, 4Q22 单季人力环比降幅有所扩大。2022 年末总队规模为 72.9 万人, 同比和环比增速为 -18.1% 和 -6.9% (9M22: -25.6% 和 -3.3%), 4Q22 单季度人力降幅有所扩大主要系公司推广“众鑫计划”专项提优提质项目, 加快专业化、职业化转型。2022 年个险板块实现 NBV 333.33 亿元, 同比下降 22.4%, 归因来看: 个险新单同比持平, NBV Margin 为 33.0%, 同比下降 9.2 个 pct。我们测算 2022 年个险产能及个险月人均 NBV 同比分别保持 33.0% 和 14.7% 增长 (1H22: 61% 和 35%); 佣金及手续费支出同比下降 16.7%, 月均人力同比下滑 32.3%, 平均收入延续改善。展望 2023 年公司将继续坚持“稳增长、重价值、优结构、强队伍、推改革、防风险”策略, 推进“八大工程”落地见效。

■ 投资全面拖累 EV、净资产和利润表现。2022 年末内含价值达 1.23 万亿元, 较 2021 年末仅增长 2.3%, 环比 1H22 中期末下滑 1.6%, ROEV 约为 10.5%, 同比下降 1.0 个 pct, 主要系投资回报偏差拖累期初 EV 增速 -8.1 个 pct (1H22: -1.4 个 pct), 不过营运偏差贡献同比由负转正。期末核心股票和基金配置比例达 11.34% (2021: 8.76%, 1H22: 11.2%), 1Q23 业绩有望受益于权益市场回暖。2022 年公司净/总投资收益同比增速分别为 0.8% 和 -12.3%, 净/总/综合投资收益率达 4.00%/3.94%/1.92%, 同比下降 38/104/295bps, 主要受股债市场全年波动下行所致, 2022 年可供出售金融资产公允价值变动损益由 2021 年的 123.48 亿元转负至 -628.49 亿元, 期末归母净资产较年初下滑 8.9% 至 4,361.69 亿元, 期末规模综合收益转负至 -230.70 亿元 (2021 年: 462.03 亿元)。

■ 盈利预测与投资评级: 投资拖累业绩, 分红好于预期。根据年报披露我们下调投资收益预测, 预计 2023-25 年归母净利润为 434.491 和 534 亿元 (原 2023-24 年预测 555/606 亿元, 并新增 2025 年预测), 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 权益市场持续下行, 寿险需求复苏不畅

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	34.01
一年最低/最高价	23.92/38.50
市净率(倍)	2.20
流通 A 股市值(百万元)	708,208.26
总市值(百万元)	961,282.62

### 基础数据

每股净资产(元, LF)	15.43
资产负债率(% , LF)	91.52
总股本(百万股)	28,264.71
流通 A 股(百万股)	20,823.53

### 相关研究

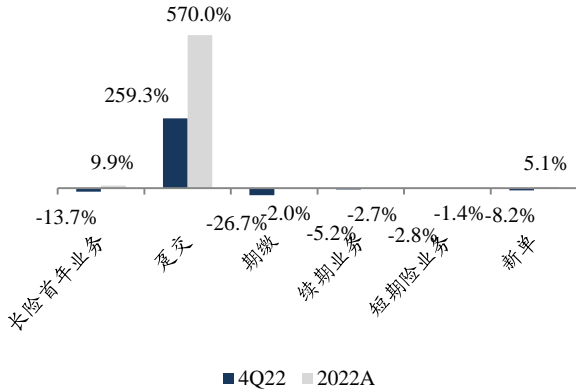
《中国人寿(601628): 2022 年三季度报点评: 新单及价值增长显著优于同业, 市场波动拖累利润释放》

2022-10-28

《中国人寿(601628): 2022 年中报点评: 新单价值显著优于同业, 投资波动拖累利润释放》

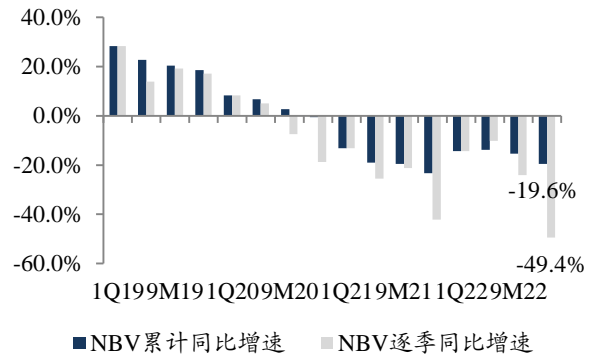
2022-08-25

图1: 公司依靠夏交增长稳住新单规模



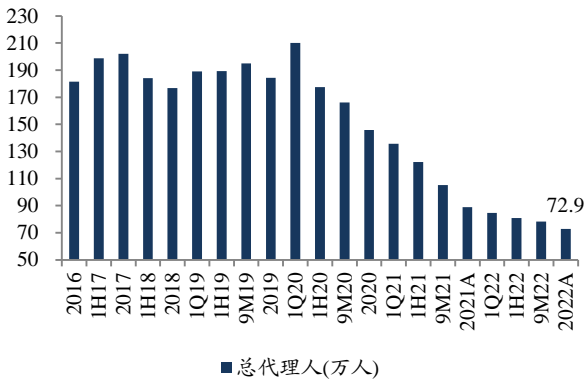
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图2: 4Q22 公司主动降低价值增速



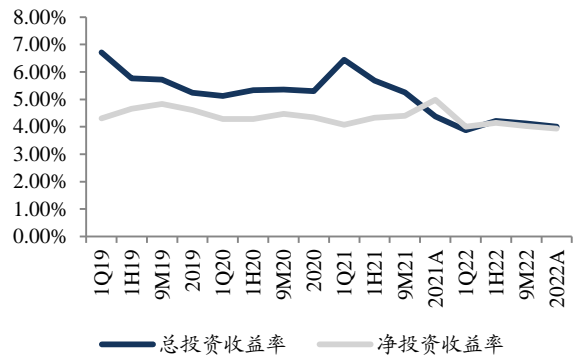
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 公司总代理人队伍规模持续下降 (万人)



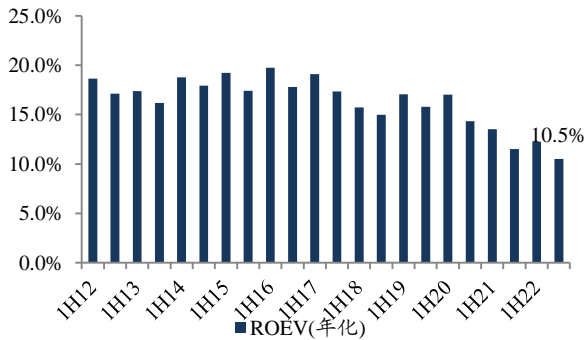
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 公司投资收益率持续下行



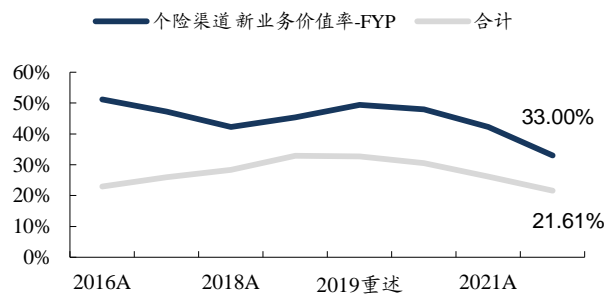
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 公司 ROEV 逐步下降



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 公司 NBV Margin 整体下行



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表1: 中国人寿预测利润表

人民币: 百万	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2024E
一、营业收入	825,049	858,505	826,055	914,083	975,900	1,042,969
已赚保费	604,666	611,251	607,825	648,614	689,198	730,716
保险业务收入	612,265	618,327	615,190	655,338	696,227	738,049
减: 分出保费	-6,053	-8,015	-8,270	-6,226	-6,614	-7,011
提取未到期责任准备金	-1,546	939	905	-498	-415	-321
投资收益	207,541	241,814	217,775	255,791	276,951	302,427
二、营业支出	-770,150	-807,524	-801,672	-870,398	-925,782	-988,600
退保金	-33,275	-41,580	-37,122	-55,365	-61,081	-67,155
赔付支出	-133,340	-136,502	-140,683	-167,978	-180,490	-199,925
提取保险责任准备金	-418,773	-447,296	-461,204	-418,190	-434,453	-455,315
保单红利支出	-28,279	-26,511	-20,685	-48,747	-52,781	-57,636
分保费用	-	-	-	-	-	-
保险业务手续费及佣金支出	-84,361	-65,744	-54,777	-82,267	-97,590	-104,297
营业税金及附加	-1,280	-1,374	-1,261	-1,343	-1,427	-1,513
业务及管理费	-39,733	-42,967	-42,213	-50,275	-53,674	-57,363
财务费用	-	-	-	-	-	-
其他业务成本	-24,078	-30,271	-30,387	-30,387	-30,387	-30,387
资产减值损失	-12,416	-22,809	-21,396	-24,187	-22,848	-24,905
三、营业(亏损)/利润	54,899	50,981	24,383	43,685	50,118	54,369
加: 营业外收入	121	119	108	0	0	0
减: 营业外支出	-544	-605	-444	0	0	0
四、(亏损)/利润总额	54,476	50,495	24,047	43,685	50,118	54,369
减: 所得税费用	-3,103	1,917	9,467	1,268	718	929
五、净利润	51,373	52,412	33,514	44,953	50,836	55,298
归属于母公司股东的净利润	50,257	50,921	32,082	43,378	49,103	53,392
少数股东损益	1,116	1,491	1,432	1,575	1,733	1,906
六、每股收益(元/股)	1.77	1.80	1.14	1.53	1.74	1.89

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

