

中国人寿 (601628.SH) 负债端龙头地位稳固, 2023 年 NBV 同比有望转正

2023 年 03 月 30 日

——中国人寿 2022 年报点评

投资评级: 买入 (维持)

高超 (分析师)

吕晨雨 (分析师)

gaochao1@kysec.cn

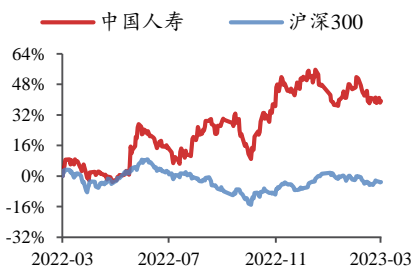
lvchenyu@kysec.cn

证书编号: S0790520050001

证书编号: S0790522090002

日期	2023/3/29
当前股价(元)	34.01
一年最高最低(元)	38.50/23.92
总市值(亿元)	9,612.83
流通市值(亿元)	7,082.08
总股本(亿股)	282.65
流通股本(亿股)	208.24
近 3 个月换手率(%)	3.86

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《NBV 同比降幅扩大但仍领先, 开门红有望延续领跑——中国人寿 2022 年 3 季报点评》-2022.10.28

《传统寿险龙头负债领跑, 资产端弹性突出——中国人寿首次覆盖报告》-2022.10.10

● **NBV 同比降幅扩大, 资产端弹性叠加负债有望率先筑底, 维持“买入”评级**
公司披露 2022 年年报, 2022 年 NBV 360 亿元, 同比-19.6%, 较前 3 季度同比-15.4% 扩大 4.2pct, 略低于此前预期, 优于上市同业; 2022 年归母净利润 320.8 亿元、同比-36.8%, 主要受权益市场波动拖累, 投资收益及公允价值变动同比-11.7%。考虑到疫后保险产品需求有望逐步恢复以及公司产品、渠道结构变化, 我们调整 2023-2024 年 NBV 预测至 373.9/394.2 亿元 (调前 407.5/438.9 亿元), 新增 2025 年预测 437.0 亿元, 分别同比+3.8%/+5.4%/+10.9% (调前+4.1%/+7.7%), 对应 EV 同比分别为+8.6%/+8.5%/+8.7%。我们调整 2023-2024 年归母净利润预测至 532.5/579.9 (调前 774.8/791.5 亿元), 新增 2025 年预测 586.8 亿元, 分别同比+66.0%/+8.9%/+1.2%, 对应 EPS 分别为 1.9/2.1/2.1 元。公司为寿险行业龙头, 负债端表现优于同业, 代理人队伍有望率先筑底, 资产端弹性较大, 或受益于经济复苏, 当前股价对应 2023-2025 年 PEV 分别为 0.7/0.7/0.6 倍, 维持“买入”评级。

● **银保贡献有所提升, 产品结构影响 margin, 2023 年 NBV 同比有望转正**
公司 2022 年寿险保费收入 6152 亿元、同比-0.5%, 新单保费 1848 亿元、同比+5.1%, 银保渠道增速较快, 2022 年银保长险首年保费收入 268.2 亿元、同比+66.4%, 占比提升 8.3pct 至 24.3%。新单价值 360 亿元、同比-19.6%, 其中个险贡献 333 亿元、同比-22.4%, margin 29.1%、同比下降 12.5pct, 预计主要系产品结构改变影响。2022 年末销售人力 72.9 万人、个险 66.8 万人, 个险 Q4 环比降幅-7.2%, 较 Q3 环比降幅扩大 3.7pct, 考虑到公司个险人力已降至 2019 年末高峰时的 41.4%, 预计 2023 年人力有望筑底企稳。公司启动“八大工程”布局引领新发展阶段, 个险筑底企稳, 银保规模价值并重, 2023 年 NBV 同比有望转正。

● **投资回报差异拖累 EV, 权益市场短期波动对价值影响相对有限**
公司 2022 年末投资资产超 5 万亿元, 较 2021 年末增长 7.4%; 受权益市场波动影响, 公司总投资收益率 3.94%, 较 2021 年同比下降 1.04pct, 净投资收益率 4.00%。投资回报差异拖累内含价值变动 970.8 亿元, 成为 EV 微增主要拖累项。若剔除 2022 年波动, 自 2014 年以来公司总投资收益率均值 5.01%, 略高于长期投资假设 5.0%, 短期权益市场波动对公司价值影响相对有限。

● **风险提示:** 长端利率超预期下行; 寿险需求超预期减弱。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
保费业务收入 (百万元)	618,327	615,190	627,846	649,257	679,577
YoY(%)	1.0	-0.5	2.1	3.4	4.7
内含价值(百万元)	1,203,008	1,230,519	1,336,910	1,450,887	1,576,623
YoY(%)	12.2	2.3	8.6	8.5	8.7
新业务价值(百万元)	44,780	36,004	37,389	39,420	43,703
YoY(%)	-23.3	-19.6	3.8	5.4	10.9
归母净利润 (百万元)	50,921	32,082	53,254	57,994	58,675
YOY (%)	1.3	-37.0	66.0	8.9	1.2
P/B	2.0	2.2	2.0	1.9	1.8
P/EV	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
投资资产	3,574,928	4,096,424	5,698,400	6,192,223	6,703,021
其他资产	1,317,552	1,049,370	206,678	224,588	243,115
资产总计	4,892,480	5,145,794	5,905,078	6,416,811	6,946,136
未到期责任准备金	14,062	13,108	15,068	15,582	16,310
未决赔款准备金	26,234	26,153	34,921	38,252	41,606
寿险责任准备金	3,182,083	3,607,236	3,948,241	4,294,932	4,654,059
长健险责任准备金	197,520	233,663	252,020	274,149	297,072
其余所有负债	985,447	926,703	1,176,834	1,280,103	1,387,078
负债合计	4,405,346	4,806,863	5,427,084	5,903,019	6,396,125
归母所有者权益合计	479,061	436,169	470,824	506,086	541,761
少数股东权益	8,073	8,952	7,170	7,707	8,250
所有者权益合计	487,134	445,121	477,994	513,793	550,012
负债及股东权益总计	4,892,480	5,251,984	5,905,078	6,416,811	6,946,136

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	858,505	826,055	892,375	951,655	1,007,601
已赚保费	611,251	607,825	620,312	641,466	671,423
保费业务收入	618,327	615,190	627,846	649,257	679,577
投资净收益	241,814	217,775	265,785	303,696	329,383
公允价值变动损益	-5,091	-8,751	-	-	-
其他业务收入	9,642	8,977	6,278	6,493	6,796
营业支出	807,524	801,672	832,823	886,802	941,987
退保金	41,580	37,122	57,613	63,045	68,577
赔付支出	136,502	140,683	232,810	255,015	277,375
减：摊回赔付支出	5,739	6,720	9,312	10,201	11,095
提取保险责任准备金	447,296	461,204	359,362	368,820	382,050
摊回保险责任准备金	885	311	719	738	764
手续费及佣金支出	65,744	54,777	69,063	71,418	74,754
业务及管理费	42,967	42,213	43,949	45,448	47,570
其他业务成本	30,271	30,387	31,392	32,463	33,299
营业利润	50,981	24,383	59,552	64,853	65,614
加：营业外收入	119	108	-	-	-
减：营业外支出	605	444	-	-	-
利润总额	50,495	24,047	59,552	64,853	65,614
减：所得税	-1,917	-9,467	4,764	5,188	5,249
净利润	52,412	33,514	54,788	59,665	60,365
少数股东损益	1,491	1,432	1,534	1,671	1,690
归母净利润	50,921	32,082	53,254	57,994	58,675

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力(%)					
营业收入同比增长	4.07%	-3.78%	8.03%	6.64%	5.88%
已赚保费同比增长	1.09%	-0.56%	2.05%	3.41%	4.67%
保费收入同比增长	0.99%	-0.51%	2.06%	3.41%	4.67%
归母净利润同比增长	1.30%	-37.00%	65.99%	8.90%	1.17%
归母净资产同比增长	6.45%	-8.95%	7.95%	7.49%	7.05%
获利能力(%)					
ROE	10.76%	7.53%	11.46%	11.61%	10.98%
ROA	1.07%	0.65%	0.93%	0.93%	0.87%
ROEV	4.36%	2.72%	4.10%	4.11%	3.83%
价值数据(百万元)					
新业务价值	44,780	36,004	37,389	39,420	43,703
内含价值	1,203,008	1,230,519	1,336,910	1,450,887	1,576,623
每股指标(元)					
每股收益	1.80	1.14	1.88	2.05	2.08
每股净资产	16.95	15.43	16.66	17.91	19.17
每股内含价值	42.56	43.54	47.30	51.33	55.78
估值比率					
P/B	2.01	2.20	2.04	1.90	1.77
P/EV	0.80	0.78	0.72	0.66	0.61

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn