平安证券

保险

2021 年 10 月 28 日

中国人寿(601628.SH)

高基数+强转型，负债端仍面临一定挑战

推荐（维持）

现价：31.9 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）	7,498
流通 A 股市值(亿元)	6,643
每股净资产(元)	16.66
资产负债率(%)	89.89

行情走势图

相关研究报告

《中国人寿*601628*行业复苏与基数的双重压力下，新单、NBV均有下滑》2021-08-26

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

陈相合 一般证券从业资格编号 S1060121020034 CHENXIANGHE935@pingan.com.cn

事项：

公司发布 2021 年三季报，前三季度实现归母净利润 485 亿元（YoY+3%），寿险总保费 5534 亿元（YoY+2%）。

平安观点：

- **公司 20Q3 主动调整业务节奏、新单基数较低，21Q3 单季度新单降幅收窄、但业务结构未见修复，NBV 降幅走阔。**前三季度总新单 1612 亿元（YoY-8%），其中长险首年期交保费 915 亿元（YoY-14%），十年期及以上首年期交保费 369 亿元（YoY-24%）、在总新单中占比 23%（YoY-5pct）。具体来看，Q1-Q3 长险首年期交保费分别同比-10%、-32%、-9%，十年期及以上首年期交保费分别同比-23%、-34%、-12%，尽管 21Q3 单季度新单降幅收窄，但前三季度 NBV 降幅走阔至-19.6%，预计新单结构并未出现明显改善、负债端仍面临一定挑战。
- **主动清虚+行业转型，代理人数量持续较大幅下滑。**截至 21Q3 末，个险渠道人力仅 98 万人（YoY-38%），2021 年以来，个险渠道代理人数量连续三季度同比下滑 30%以上。
- **退保金和准备金或为归母净利润增幅下滑的主因。**截至 21Q3 末，退保率 0.93（YoY+0.08pct）、750 天均线较 21Q2 末下移约 1bp，会计估计变更导致准备金增提 231 亿元（较 21Q2 增加近 100 亿元）。
- **战术性调整权益类资产配置、适时兑现浮盈；适度调整固收资产配置节奏、关注投资风险；公司投资收益率基本稳定。**公司前三季度总/净投资收益率分别 5.3%、4.4%，均同比-0.1pct。前三季度其他综合损益-112 亿元（同比多亏 33 亿元），预计综合投资收益率 4.8%（YoY-0.2pct）。
- **投资建议：**行业性困局之下，公司代理人队伍规模缩减、保障险销售承压，且“开门红”存在一定基数压力；同时，保单继续率下滑、750 均线下移。基于此，我们下调 NBVM 和保单继续率假设、上调新单和准备金提取比例假设，2021 年 EVPS 预测从 41.60 元调升至 41.78 元，公司目前股价对应 2021 年 PEV 约 0.76 倍、估值切换后对应 2022 年 PEV 仅 0.69 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1）权益市场大幅波动，信用风险集中暴露。2）清虚后代理人质态提升不及预期，新单增长不及预期。3）利率超预期下行，到期资产与新增资产配置承压。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	745,165	824,961	856,694	909,096	960,175
YoY(%)	16%	11%	4%	6%	6%
归母净利润(百万元)	58,287	50,268	52,411	65,564	83,357
YoY(%)	412%	-14%	4%	25%	27%
EVPS(元)	33.33	37.93	41.78	46.38	51.09
P/EV(倍)	0.96	0.84	0.76	0.69	0.62

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表1 中国人寿业绩概览

单位：亿元	2020Q3	2020	2021Q1	2021H	2021Q3
价值指标					
NBV	**/**	**584**	**/**	**299**	**/**
YoY	**2.7%**	**-0.6%**	**-13.2%**	**-19.0%**	**-19.6%**
综合偿付能力充足率	265%	269%	275%	268%	266%
利润指标					
归母净利润	471	503	286	410	485
YoY	**-18%**	**-14%**	**67%**	**34%**	**3%**
承保端经营数据					
寿险业务					
保费收入	5436	6123	3239	4423	5534
YoY	9%	8%	5%	3%	2%
新单保费	**1749**	**1939**	**1024**	**1339**	**1612**
YoY	**8%**	**7%**	**-6%**	**-8%**	**-8%**
单季度新单保费	287	191	1024	315	273
YoY	**-17%**	**0%**	**-6%**	**-14%**	**-5%**
长险首年期交保费	1060	1154	683	807	915
YoY	**7%**	**5%**	**-10%**	**-14%**	**-14%**
十年以上首年期交保费	*486*	*564*	*197*	*289*	*369*
YoY	***-4%***	***-5%***	***-23%***	***-27%***	***-24%***
在新单保费中占比	*28%*	*29%*	*19%*	*21.6%*	*23%*
趸交+短期险保费	688	785	342	532	697
YoY	9%	9%	2%	2%	1%
续期保费	**3687**	**4183**	**2214**	**3084**	**3922**
YoY	10%	8%	12%	10%	6%
个险渠道代理人数量（万人）	158	138	128	115	98
YoY	-5%	-15%	-36%	-32%	-38%
业务质量					
退保率	0.85%	1.09%	0.38%	0.67%	0.93%
YoY	-0.8pct	-0.8pct	+0.10pct	+0.1pct	+0.08pct
准备金					
提取保险责任准备金	3648	4188	2318	3158	3989
YoY	24%	25%	7%	9%	9%
因折现率变动而增加利润	-191	-385	-73	-133	-231
利润影响程度	**-26%**	**-41%**	**-17%**	**-22%**	**-31%**
投资端经营数据					
总投资收益	1470	1986	651	1176	1657
YoY	9%	17%	43%	22%	13%
总投资收益率	**5.4%**	**5.3%**	**6.4%**	**5.7%**	**5.3%**
YoY	-0.3pct	+0.1pct	+1.3pct	+0.4pct	-0.1pct
净投资收益率	**4.5%**	**4.3%**	**4.1%**	**4.3%**	**4.4%**
YoY	-0.3pct	-0.3pct	-0.2pct	+0.04pct	-0.1pct
其它综合收益	-79	286	-124	-17	-112
同比增长净额	-358	-200	-16	-25	-33
综合投资收益率（测算）	**5.0%**	**5.9%**	**5.0%**	**5.4%**	**4.8%**

资料来源：Wind，平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

利润表 单位：百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	824,961	856,694	909,096	960,175
保费收入	612,265	629,506	660,306	688,574
投资收益、公允价值变动损益及其他收益	211,130	223,194	243,690	265,175
其他收入	9,046	10,289	11,703	13,312
营业支出	770,050	799,909	838,061	869,863
赔款及保户利益	609,080	649,429	677,800	699,801
手续费及佣金支出	84,342	81,836	85,840	89,515
管理费用	39,714	40,832	42,830	44,664
其他支出	24,018	27,319	31,073	35,344
营业利润	54,911	56,785	71,035	90,312
营业外收支净额	-423	-	-	-
利润总额	54,488	56,785	71,035	90,312
减：所得税	3,103	3,209	4,014	5,104
净利润	51,385	53,576	67,021	85,209
归属母公司净利润	50,268	52,411	65,564	83,357
关键指标增速				
营业收入	11%	4%	6%	6%
投资收益、公允价值变动损益及其他收益	19%	6%	9%	9%
赔款及保户利益	15%	7%	4%	3%
手续费及佣金支出	4%	-3%	5%	4%
管理费用	-5%	3%	5%	4%
营业利润	-8%	3%	25%	27%
所得税	297%	3%	25%	27%
归属于母公司净利润	-14%	4%	25%	27%
关键指标在保费占比				
赔款及保户利益/已赚	99%	103%	103%	102%
手续费及佣金支出	14%	13%	13%	13%
管理费用	6%	6%	6%	6%

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	57,605	71,660	79,311	89,544
交易性金融资产	161,564	191,074	212,321	243,004
买入返售金融资产	7,947	9,844	1,560,639	1,776,001
应收保费	20,730	23,068	1,447,896	1,677,878
可供出售金融资产	1,215,603	1,349,120	9,381	11,742
持有至到期投资	1,189,369	1,251,313	26,254	30,176
长期股权投资	239,584	286,961	322,635	364,876
定期存款	545,667	714,937	771,672	871,614
资产总计	4,252,410	4,832,626	5,513,439	6,282,340
保户储金及投资款	288,202	351,155	390,025	442,073
未到期责任准备金	14,701	16,841	19,163	21,808
未决赔款准备金	21,991	23,611	27,550	31,515
寿险责任准备金	2,768,584	3,109,954	3,554,706	4,059,810
长期健康险责任准备金	167,949	175,197	205,813	236,721
负债合计	3,795,479	4,321,027	4,917,859	5,607,515
股本	28,265	28,265	28,265	28,265
未分配利润	183,896	6,415	22,552	20,370
所有者权益合计	456,931	511,599	595,581	674,825
负债和股东权益总计	4,252,410	4,832,626	5,513,439	6,282,340

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
价值指标（百万元）				
新业务价值	58,373	47,282	52,956	59,008
内含价值	1,072,140	1,181,042	1,310,845	1,443,981
每股指标（元）				
每股收益	1.77	1.85	2.32	2.95
每股新业务价值	2.07	1.67	1.87	2.09
每股内含价值	37.93	41.78	46.38	51.09
估值指标				
P/E	18.02	17.20	13.75	10.82
P/EV	0.84	0.76	0.69	0.62
主要指标增速				
归母净利润增速	-14%	4%	25%	27%
新业务价值增速	-1%	-19%	12%	11%
内含价值增速	14%	10%	11%	10%

资料来源：Wind，平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

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，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推　　荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中　　性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回　　避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中　　性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 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。

免责条款：

此报告旨为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 2021 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	上海	北京
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 楼 邮编：518033	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	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层 邮编：100033