

# NBV 增长持续承压，投资收益表现成亮点

增持(维持)

——中国人寿(601628)点评报告

2021年10月29日

## 报告关键要素:

2021年10月28日晚,中国人寿发布2021年三季报,前三季度实现保费收入5534.37亿元,同比+1.8%;新业务价值同比-19.6%;归母净利润485.02亿元,同比+3.0%;总投资收益率5.25%,净投资收益率4.40%。

## 投资要点:

**期交新单销售乏力, NBV 同比负增。** 2021年前三季度,受续期保费增长和短险保费增长提振,公司实现保费收入同比微增1.8%。而新业务持续承压,公司前三季度新单保费延续同比负增,但降幅较21H1有所收窄。具体来看,首年期交保费915.17亿元,同比-13.7%,其中十年期及以上首年期交保费368.99亿元,同比大幅下滑24.0%。公司保费结构未见改善,高价值保单销售持续乏力,导致前三季度新业务价值同比大幅下降19.6%。

**公司坚持高质量发展战略, 代理人队伍规模继续压实。** 截至三季度末,公司总销售人力105.2万人。其中,个险销售人力98万人,较21H1下降14.8%,低产能代理人持续脱退,个险人力规模继续压实。我们认为,代理人规模持续收缩是导致高价值保单销售受阻的主因之一,随着公司在基本法制定、人员招募培训体系建设、队伍绩效考核等方面的不断完善,代理人数量有望出现向上拐点,人均产能有望进一步提升。

**投资收益表现成亮点。** 2021年前三季度,公司实现总投资收益1,656.95亿元,同比+12.8%,总投资收益率5.25%;净投资收益1,392.03亿元,同比+13.4%,净投资收益率4.40%。这得益于公司突出的资产配置和风险管理能力,兼顾长期配置需求和短期收益稳定。

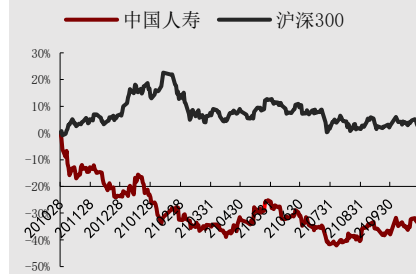
**精算假设变更拖累净利润增速, 前三季度同比微增3.0%。** 2021年前三季度,公司归母净利润485.02亿元,同比+3.0%;第三季度归母净利润75.27亿元,同比大幅下滑54.5%,主要受传统险折现率持续下行影响,准备金计提显著增加。

**盈利预测与投资建议:** 考虑到短期内负债端情况难以大幅改善,且长端

## 基础数据

总股本(百万股)	28,264.71
流通A股(百万股)	20,823.53
收盘价(元)	31.90
总市值(亿元)	9,016.44
流通A股市值(亿元)	6,642.71

## 个股相对沪深300指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

## 相关研究

投资收益助推利润高增, 负债端压力凸显  
万联证券研究所 20210326-公司年报点评-AAA-中国人寿(601628) 2020 年年报点评  
万联证券研究所 20200424-公司季报点评-AAA-中国人寿 2020 年一季报点评

**分析师:** 徐飞  
执业证书编号: S0270520010001  
电话: 021-60883488  
邮箱: xufei@wlzq.com.cn

**研究助理:** 刘馨阳  
电话: 18652269737  
邮箱: liuxy1@wlzq.com.cn

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	824,961.00	870,918.03	939,984.00	1,025,625.77
增长比率(%)	10.71	5.57	7.93	9.11
净利润(百万元)	50,268.00	52,965.94	61,790.30	73,528.45
增长比率(%)	-13.76	5.37	16.66	19.00
每股收益(元)	1.78	1.87	2.19	2.60
市盈率(倍)	17.94	17.02	14.59	12.26
市净率(倍)	2.00	1.86	1.72	1.58

数据来源: Wind, 万联证券研究所

利率存在持续下行风险，我们下调公司盈利预测，预计 2021-2023 年 EPS 为 1.87/2.19/2.60 元，对应 PE 为 17.02/14.59/12.26 倍，EVPS 为 40.87/44.38/48.68 元，对应 PEV 为 0.78/0.72/0.66 倍（对应 2021 年 10 月 28 日收盘价 31.90 元），当前估值仍存在较大向上空间，维持公司“增持”评级。

**风险因素：**新业务增长不及预期，人力质态改善不及预期，长端利率超预期下行。

**利润表 (百万元)**

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	824,961	870,918	939,984	1,025,626
%同比增速	11%	6%	8%	9%
保费业务收入	612,265	649,112	688,431	753,627
%营业收入	74%	75%	73%	73%
投资净收益	207,541	216,546	239,876	263,278
%营业收入	25%	25%	26%	26%
<b>营业支出</b>	<b>770,050</b>	<b>810,431</b>	<b>869,487</b>	<b>941,757</b>
%营业收入	93%	93%	93%	92%
退保金	33,275	71,713	80,037	89,196
%营业收入	4%	8%	9%	9%
赔付支出	133,340	152,575	170,285	189,772
%营业收入	16%	18%	18%	19%
提取保险责任准备金	418,773	384,633	401,133	431,678
%营业收入	51%	44%	43%	42%
保户红利支出	28,279	34,607	39,068	34,987
%营业收入	3%	4%	4%	3%
手续费及佣金支出	84,342	89,418	94,834	103,815
%营业收入	10%	10%	10%	10%
管理费用	39,714	42,104	44,654	48,883
%营业收入	5%	5%	5%	5%
<b>利润总额</b>	<b>54,488</b>	<b>60,159</b>	<b>70,181</b>	<b>83,514</b>
%营业收入	7%	7%	7%	8%
所得税	3,103	6,016	7,018	8,351
%营业收入	0%	1%	1%	1%
<b>净利润</b>	<b>51,385</b>	<b>54,143</b>	<b>63,163</b>	<b>75,162</b>
%营业收入	6%	6%	7%	7%
<b>归母净利润</b>	<b>50,268</b>	<b>52,966</b>	<b>61,790</b>	<b>73,528</b>
%营业收入	6%	6%	7%	7%
<b>BPS (元/股)</b>	<b>1.78</b>	<b>1.87</b>	<b>2.19</b>	<b>2.60</b>

**基本指标**

	2020A	2021E	2022E	2023E
新业务价值 (百万元)	58,373	49,617	57,060	68,472
内含价值 (百万元)	1,072,140	1,155,060	1,254,518	1,375,992
每股内含价值 (元)	37.93	40.87	44.38	48.68

数据来源: Wind, 万联证券研究所

**资产负债表 (百万元)**

	2020A	2021E	2022E	2023E
交易性金融资产	161,564	180,070	198,375	216,989
可供出售金融资产	1,215,603	1,350,717	1,490,295	1,628,896
持有至到期投资	1,189,369	1,253,307	1,420,533	1,532,051
长期股权投资	239,584	275,289	298,722	329,242
投资性房地产	14,217	15,642	17,344	18,910
定期存款	545,667	644,411	689,956	765,616
<b>总资产</b>	<b>4,252,410</b>	<b>4,739,244</b>	<b>5,221,146</b>	<b>5,711,003</b>
保户储金及投资款	288,202	322,515	356,010	389,522
未到期责任准备金	14,701	18,150	21,911	26,025
未决赔款准备金	21,991	26,308	30,916	35,878
寿险责任准备金	2,768,584	3,125,455	3,498,701	3,901,774
长期健康险责任准备金	167,949	187,945	207,464	226,993
<b>总负债</b>	<b>3,795,479</b>	<b>4,247,359</b>	<b>4,688,483</b>	<b>5,129,816</b>
<b>归母所有者权益</b>	<b>450,051</b>	<b>484,479</b>	<b>524,643</b>	<b>572,436</b>
<b>所有者权益合计</b>	<b>456,931</b>	<b>491,885</b>	<b>532,663</b>	<b>581,187</b>

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

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。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场