

2021年三季度报点评：人力清虚加速，新单保费边际改善

2021年10月31日

买入（维持）

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证号：S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

事件：公司发布2021年三季度报，2021年前三季度实现归母净利润485.02亿元，同比+3.0%；归母净资产4,708.32亿元，较2020年末+4.6%；总保费收入5,534.37亿元，同比+1.8%；新单保费收入1,612.36亿元，同比-7.6%，整体业绩符合市场预期。

投资要点

■ **新单保费降幅环比收窄，NBV增速环比较为稳定。**1) 虽然行业仍处于阶段性调整期，但公司新单保费收入边际改善：在2020年高基数背景下，2021年前三季度，公司总保费仍实现了稳健增长，取得保费收入5,534.37亿元，同比+1.8%；其中新单保费1,612.36亿元，同比-7.6%，降幅较2021H1环比收窄0.8pct，Q3单季度同比增速为-3.7%，降幅明显好于2021年前两个季度（Q1：-6.4%、Q2：-14.4%）；长险新单保费、新单期交保费和十年期以上新单期交保费分别为932.91、915.17和368.99亿元，同比分别下滑13.4%、13.7%和24.0%，较2021H1的降幅分别趋缓0.9、0.7、2.7pct，我们认为主要系2021年前三季度公司聚焦客户的陪伴与培养，陆续推出客户节、金融知识普及月和北京环球影城试营业体验活动等服务项目，配合增额终身寿等新产品的发行，刺激潜在与存量客户需求所致。2) **新业务价值虽继续承压，但同比降幅环比保持平稳：**2021年前三季度，公司新业务价值同比增速-19.6%（2021H1：-19.04%），环比仅下降0.6pct，整体保持稳定且环比下滑幅度优于行业平均。但因行业需求仍待修复，长期高价值率产品销售面临一定困境，我们预计公司全年新业务价值持续承压。

■ **人力规模大幅缩减，清虚提质进程加快。**2021年前三季度，行业传统营销体制遭遇瓶颈，公司个险销售人力规模也由2020年同期的158万人降至本期末的98万人，同比大幅下挫38.0%，拖累新业务价值。尽管如此，这一降幅远高于NBV下降水平，体现出公司销售队伍人均产能的提升。考虑疫情反复等因素仍会对代理人增员和展业造成困难，公司也将随之进一步加大代理人改革进度、压实现队伍规模，走高质量发展道路，我们预计全年公司人力规模或将持续走低，但人力效能有望在未来逐步释放。

■ **准备金计提影响业绩，投资端兼顾长期配置优化和短期收益稳定。**由于折现率、死亡率和发病率、退保率等精算假设变动，2021年前三季度公司增提准备金，合计减少税前利润231.18亿元，因而压制公司归母净利润同比增速。2021年前三季度，公司实现归母净利润485.02亿元，同比增速环比2021H1下降31.2pct至+3.0%；而公司在投资端一方面适度调整固收资产配置结构，实现净投资收益1,392.03亿元，同比增长13.4%，净投资收益率4.4%；另一方面则紧密跟踪权益市场，适时调整收益兑现节奏，实现总投资收益1,656.95亿元，同比增长12.8%，总投资收益率为5.3%；浮盈450.02亿元，维持高位。

■ **盈利预测与投资评级：**短期行业人力规模、NBV的修复仍较为乏力，我们维持公司2021-2023年新业务价值预测478.8/470.6/493.1亿元，对应2021-2023年VNPS 1.69/1.67/1.74元。长期来看，旺盛的康养需求将支撑起行业的发展空间，而中国人寿有望凭借其在下沉市场的竞争优势率先受益。此外，公司“鼎新工程”的深入推进也将继续驱动公司实现规模与价值的共振。截至2021年10月29日，公司市值对应2021-2023年A股PEV估值0.69/0.61/0.54倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**1) 保障型产品后续销售不及预期；2) 长端利率大幅下行影响投资端；3) 投资收益大幅下行。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	29.80
一年最低/最高价	27.00/48.87
市净率(倍)	1.79
流通 A 股市值(百万元)	620541.19

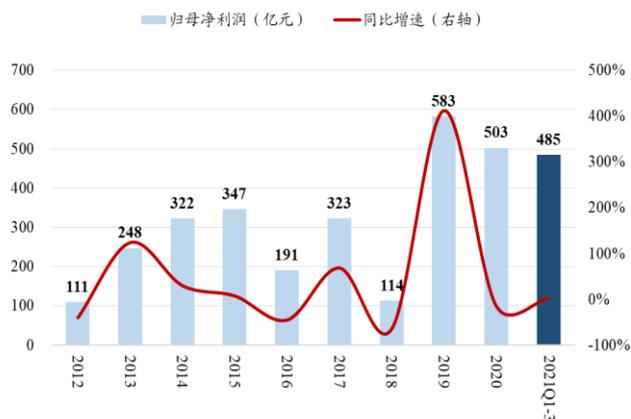
基础数据

每股净资产(元)	16.66
资产负债率(%)	89.89
总股本(百万股)	28264.71
流通 A 股(百万股)	20823.53

相关研究

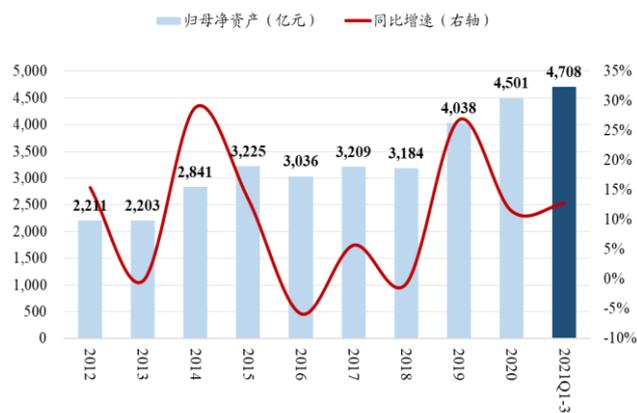
- 1、《中国人寿 (601628)：2021 年中报点评：人力规模缩减，NBV 增长承压》2021-08-26
- 2、《中国人寿 (601628)：2020 年报点评：NBV 增速领先行业，“重振国寿”稳中有进》2021-03-28

图 1: 2012-2021Q1~3 公司归母净利润及同比增速



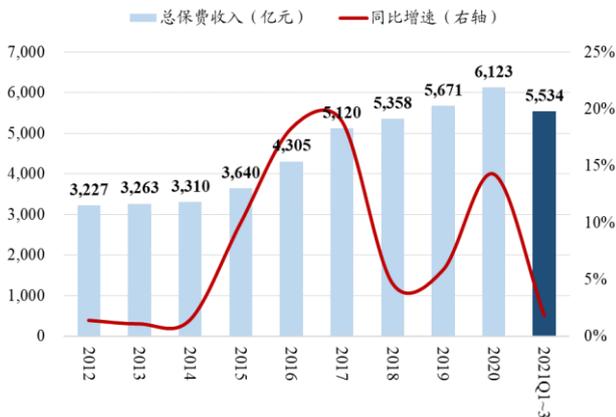
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 2: 2012-2021Q1~3 公司归母净资产及同比增速



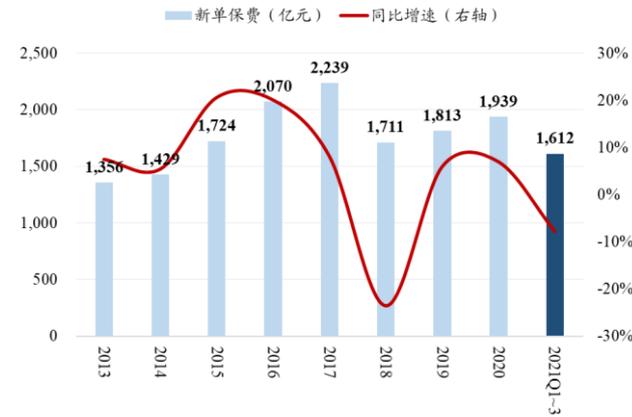
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 3: 2012-2021Q1~3 公司总保费及同比增速



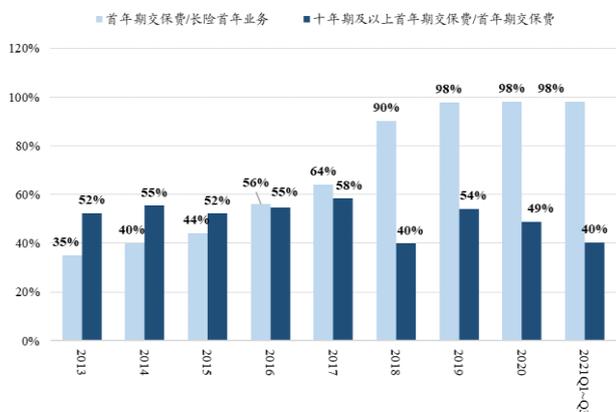
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 4: 2013-2021Q1~3 公司新单保费及同比增速



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 5: 2013-2021Q1~3 公司新单保费结构



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 6: 2012-2021Q1~3 公司新业务价值同比增速



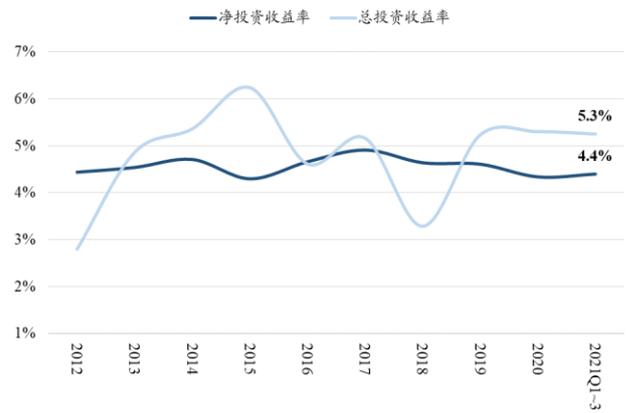
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 7: 2012-2021Q1~3 公司个险代理人数量及同比增速



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 8: 2012-2021Q1~3 公司净投资/总投资收益率



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

中国人寿财务预测表

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总保费收入	567,086	612,265	653,172	723,464	816,679
首年保费收入	181,289	193,939	186,542	189,345	205,166
归属于母公司股东净利润	58,115	50,268	53,468	60,784	73,922
归属于母公司股东净资产	403,764	450,051	495,023	547,578	611,819
新业务价值 (NBV)	58,698	58,373	47,879	47,062	49,314
内含价值 (EV)	942,087	1,072,140	1,216,054	1,375,760	1,557,627
总保费收入增速	5.8%	8.0%	6.7%	10.8%	12.9%
首年保费收入增速	5.9%	7.0%	-3.8%	1.5%	8.4%
归属于母公司股东净利润增速	410.0%	-13.5%	6.4%	13.7%	21.6%
归属于母公司股东净资产增速	26.8%	11.5%	10.0%	10.6%	11.7%
新业务价值 (NBV) 增速	18.6%	-0.6%	-18.0%	-1.7%	4.8%
内含价值 (EV) 增速	18.5%	13.8%	13.4%	13.1%	13.2%
EPS (元/股)	2.06	1.78	1.89	2.15	2.62
BVPS (元/股)	14.29	15.92	17.51	19.37	21.65
VNPS (元/股)	2.08	2.07	1.69	1.67	1.74
EVPS (元/股)	33.33	37.93	43.02	48.67	55.11
P/E (A)	14.49	16.76	15.75	13.86	11.39
P/B (A)	2.09	1.87	1.70	1.54	1.38
VNBX (A)	14.35	14.43	17.59	17.90	17.08
P/EV (A)	0.89	0.79	0.69	0.61	0.54

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: ①数据截至 2021 年 10 月 29 日收盘;

②受准备金计提影响, 我们调整 2021-2023 年公司归母净利润 636.27/750.20/892.85 亿元至 534.68/607.84/739.22 亿元, 对应 2021-2023 年 EPS 降至 1.89/2.15/2.62 元; 维持新业务价值、新单保费等寿险相关指标预测

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>