

中国人寿(601628.SH)

终寿助新单增长，结构使NBV下滑

推荐（维持）

股价：29.2元

主要数据

行业	非银行金融
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)	6,827
流通A股市值(亿元)	6,080
每股净资产(元)	16.98
资产负债率(%)	90.6

行情走势图



相关研究报告

- 《中国人寿*601628*转型影响NBV，投资拖累净利润》 2022-04-27
- 《中国人寿*601628*个险长期业务承压，NBV继续下滑》 2022-03-24
- 《中国人寿*601628*高基数+强转型，负债端仍面临一定挑战》 2021-10-28

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



事项：

公司发布 2022 年中报，22H1 归母净利润 254 亿元 (YoY-38%)，总保费 4400 亿元 (YoY-0.5%)、EV 为 12509 亿元 (较上年末+4%)、剩余边际 8350 亿元 (较上年末-0.1%)。

平安观点：

- **新单增速回暖，十年期以上长险新单正增长。**22H1 总新单 1394 亿元 (YoY+4%)、长险首年期交保费 798 亿元 (YoY-1%)、十年期及以上首年期交保费 302 亿元 (YoY+4%)；单季度新单改善明显，22Q1 分别同比-2%、-4%、-3%，22Q2 分别同比+22%、+17%、+20%。
- **上半年重疾销售仍承压、增额终身寿助增新单，业务结构调整导致 NBVM 下滑、NBV 同比-14%。**22H1 总 NBV 约 257 亿元 (YoY-14%)、个险 NBV 约 242 亿元 (YoY-17%)；测算总 NBVM 约 18% (YoY-3.8pct)、个险 NBVM 约 29% (YoY-7.7pct)。分险种来看，健康险总新单 480 亿元 (YoY-6%)、在总新单中占比 34.4% (YoY-3.5pct)，其中期交新单 30 亿元 (YoY-59%)。
- **渠道转型深入，代理人总规模降幅较深，但绩优人群相对稳定。**22H1 个险销售人力 74.6 万人 (YoY-35%)，其中营销队伍 47.6 万人 (YoY-34%)、收展队伍 27 万人 (YoY-37%)，绩优人群占比保持稳定。
- **上半年权益市场波动剧烈，投资收益率下滑。**22H1 总/净/测算综合投资收益率分别 4.2% (YoY-1.5pct)、4.2% (YoY-0.2pct)、3.8% (YoY-1.9pct)。
- **投资建议：**寿险转型磨底，权益市场震荡，我们调整新单、NBVM、投资收益率和准备金折现率假设，2022 年 EVPS 预测由 46.78 元上调至 46.82 元。2023-2024 年 EVPS 预测分别从 51.50 元、56.80 元下调至 51.46 元、56.62 元，公司目前股价对应 2022 年 PEV 约 0.62 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) β 属性导致板块行情波动加剧。2) 代理人数量下滑、质态提升缓慢，新单改善不及预期。3) 利率超预期下行，资产配置承压。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	824,961	858,505	846,262	905,730	964,231
YoY(%)	11%	4%	-1%	7%	6%
归母净利润(百万元)	50,268	50,921	46,099	76,876	99,252
YoY(%)	-14%	1%	-9%	67%	29%
EVPS(元)	37.93	42.56	46.82	51.46	56.62
P/EV(倍)	0.77	0.69	0.62	0.57	0.52

利润表

单位：百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	858,505	846,262	905,730	964,231
保费收入	618,327	632,955	654,562	682,528
投资收益、公允价值变	236,898	209,212	246,522	276,515
其他收入	9,711	10,425	11,191	12,014
营业支出	807,524	800,533	829,471	865,775
赔款及保户利益	645,265	656,274	679,009	707,811
手续费及佣金支出	65,744	67,299	69,597	72,570
管理费用	42,967	43,983	45,485	47,428
其他支出	30,271	32,496	34,885	37,450
营业利润	50,981	45,729	76,259	98,456
营业外收支净额	-486	-	-	-
利润总额	50,495	45,729	76,259	98,456
减：所得税	-1,917	-1,720	-2,868	-3,702
净利润	52,412	47,449	79,127	102,158
归属母公司净利润	50,921	46,099	76,876	99,252

关键指标增速

保费收入	1%	2%	3%	4%
投资收益、公允价值变	12%	-12%	18%	12%
赔款及保户利益	6%	2%	3%	4%
手续费及佣金支出	-22%	2%	3%	4%
管理费用	8%	2%	3%	4%
营业利润	-7%	-10%	67%	29%
所得税	-162%	-10%	67%	29%
归属于母公司净利润	1%	-9%	67%	29%

关键指标在保费占比

赔款及保户利益/已赚	104%	104%	104%	104%
手续费及佣金支出	11%	11%	11%	11%
管理费用	7%	7%	7%	7%

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	60,875	76,144	84,684	96,275
交易性金融资产	206,764	220,861	256,058	298,387
买入返售金融资产	12,915	1,610,240	1,851,617	2,130,413
应收保费	20,361	1,573,358	1,870,029	2,173,712
可供出售金融资产	1,429,287	10,660	13,718	16,394
持有至到期投资	1,533,753	25,538	29,087	32,523
长期股权投资	257,953	315,449	353,819	402,881
定期存款	529,488	710,034	777,252	873,857
资产总计	4,891,085	5,602,547	6,418,105	7,362,040
保户储金及投资款	313,585	383,179	431,426	493,484
未到期责任准备金	14,062	18,473	20,747	23,237
未决赔款准备金	26,234	29,090	33,875	39,123
寿险责任准备金	3,182,083	3,651,254	4,207,558	4,837,534
长期健康险责任准备金	197,520	218,367	256,012	294,642
负债合计	4,404,427	5,045,038	5,801,799	6,683,457
股本	28,265	28,265	28,265	28,265
未分配利润	201,265	19,217	26,259	36,377
所有者权益合计	486,658	557,508	616,306	678,583
负债和股东权益总计	4,891,085	5,602,547	6,418,105	7,362,040

主要财务比率

会计年度

2021A 2022E 2023E 2024E

价值指标 (百万元)

新业务价值	44,780	39,701	43,077	48,013
内含价值	1,203,007	1,323,378	1,454,554	1,600,268

每股指标 (元)

每股收益	1.80	1.63	2.72	3.51
每股新业务价值	1.58	1.40	1.52	1.70
每股内含价值	42.56	46.82	51.46	56.62

估值指标

P/E	16.22	17.90	10.74	8.32
P/EV	0.69	0.62	0.57	0.52

主要指标增速

归母净利润增速	1%	-9%	67%	29%
新业务价值增速	-23%	-11%	9%	11%
内含价值增速	12%	10%	10%	10%

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

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，股价表现强于市场表现 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 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：

此报告旨在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 2022 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

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

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