

中国人寿
601628

审慎增持 (维持)

队伍规模和新单增速企稳，期待渠道改革新成效
——中国人寿 2022 年中报点评

2022 年 8 月 27 日

相关报告

《中国平安 2022 年中报点评：归母净利润增速转正，队伍质态持续提升》2022-08-24

《中国平安深度报告：“综合金融+医疗健康”构筑长期壁垒，“4 渠道+3 产品”助力二次腾飞》2022-08-04

分析师：

孙寅

S0190521060002

徐一洲

S0190521060001

研究助理：

唐亮亮

tangliangliang@xyzq.com.cn

周安桐

zhouantong@xyzq.com.cn

投资要点

中国人寿发布 2022 年中报：上半年实现归母净利润 254.2 亿元，同比-38%；实现新业务价值 257.5 亿元，同比-13.8%。业绩承压主要受权益市场大幅波动下权益品种价差收入同比下降影响，但环比一季度改善。会计估计变更导致准备金多计提 141 亿元，随着经济修复、利率触底企稳，预期后续影响将减弱。

代理人规模逐步企稳，队伍质态持续改善。1) 个险代理人规模较年初下降 9% 至 75 万人，环比一季度下降 4.4%，从趋势看降幅逐步收窄。2) 持续推进代理人专业化和职业化转型取得成效，队伍质态不断提升，绩优人群占比保持稳定，估算上半年个险渠道月人均新单保费同比+60.7%，但应考虑有人力分母变小和产品结构变化原因，后续人均价值创造能否持续改善仍需数据验证。3) 银保渠道队伍质态持续改善，季均实动人力保持稳定，人均产能保持增长。

新单同比转正，价值率和续期保费承压。1) 人力企稳、产能提升以及储蓄业务需求回暖带动下新单保费同比+4.1%；其中十年及以上期缴保费同比+4.4%，占比提升 0.1 个百分点，表明新单期限结构有所优化。2) 银保等多元渠道量质齐升，上半年银保新单同比+38.8%，是新单增长的主要驱动力。3) 退保率同比优化 0.16 个百分点，带动 14 个月保单继续率同比增加 3.9 个百分点至 85.1%，表明近一年来的承保质量在人力脱落改善和品质管控推动下明显优化。4) 受长期保障型产品销售低迷影响，个险渠道新业务价值率同比下降 6.1pct 至 30.4%，进一步加剧 NBV 增长压力。2) 受前期新单增速放缓以及退保率增加等影响，续期保费收入持续负增长，同比-2.5%，拖累总保费收入增速。

投资收益承压，固收资产占比下降，权益资产占比提升。1) 净投资收益率、总投资收益率和综合投资收益率分别同比下降 0.18、1.48、1.86pct 至 4.15、4.21、3.75%。投资收益承压主要受权益市场波动、权益品种价差收入同比下降影响；本期计入其他综合收益的可供出售金融资产公允价值浮亏 29.6 亿，利润储备萎缩。投资收益率下滑可能削弱销售端储蓄型产品竞争力。2) 固收类资产占比同比下降 1.6 个百分点至 74.3%，权益类资产占比提升 1.2 个百分点至 17.2%。

投资建议：短期看，受益于产品策略和队伍质态改善等积极因素，公司 2022 年新业务价值表现预期在主要同业中持续保持领先。长期看，公司作为寿险行业龙头，在下沉市场中竞争力强大，近年来整体经营策略积极稳健，行业地位持续巩固；而持续发力银保等多元渠道建设亦有助于中高端市场开拓，未来在“储蓄+”业务领域将逐步构建长期壁垒，价值增长空间仍大。调整公司 2022、2023、2024 年 EPS 预测值为 1.33 元、1.61 元、1.79 元，维持审慎增持评级。

风险提示：转型进度显著不及预期，权益市场震荡，长期利率大幅下行

表：中国人寿财务报表及指标预测（单位：百万元）

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
一、营业收入	858,505	812,770	873,118	916,695	货币资金	60,875	75,246	79,764	90,321
已赚保费	611,251	599,561	617,354	632,738	交易性金融资产	206,764	215,487	241,078	268,485
保险业务收入	618,327	618,189	636,534	652,396	买入返售金融资产	12,915	48,039	53,745	59,855
投资净收益	241,814	209,209	252,265	277,457	保户质押贷款	-	-	-	-
公允价值变动净收益	-5,091	-	-	-	可供出售金融资产	1,429,287	1,729,787	1,935,217	2,155,222
其他业务收入	9,642	4,000	3,500	6,500	持有至到期投资	1,533,753	1,672,994	1,871,679	2,084,462
二、营业支出	807,524	775,523	828,105	866,788	长期股权投资	257,953	288,197	322,424	359,079
退保金	41,580	27,396	53,112	61,729	存出资本保证金	6,333	6,966	7,663	8,429
赔付支出	136,502	138,938	148,384	139,124	固定资产	46,847	51,532	56,685	62,353
提取保险责任准备金	447,296	475,291	482,678	513,002	无形资产	8,409	9,250	10,175	11,192
营业税金及附加	1,374	855	879	905	独立账户资产	9	10	11	12
手续费及佣金支出	65,744	49,606	51,078	52,351	递延所得税资产	121	133	146	161
管理费用	42,967	31,109	32,002	32,945	投资性房地产	13,374	14,711	16,183	17,801
其他业务成本	30,271	33,298	36,628	40,291	定期存款	529,488	657,668	716,274	795,178
资产减值损失	22,809	3,000	3,000	3,000	资产总计	4,891,085	5,517,087	6,148,287	6,818,131
三、营业利润	50,981	37,247	45,013	49,907	负债：				
四、利润总额	50,495	37,045	44,770	49,637	交易性金融负债	3,416	3,416	3,416	3,416
减：所得税	-1,917	-1,754	-2,119	-2,350	卖出回购金融资产款	239,446	287,335	330,435	380,001
五、净利润	52,412	38,799	46,889	51,986	预收保费	48,699	51,111	52,628	53,939
归属于母公司所有者的净利润	50,921	37,675	45,531	50,481	应付手续费及佣金	5,352	4,092	4,214	4,319
基本每股收益(元)	1.80	1.33	1.61	1.79	保户储金及投资款	313,585	360,623	396,685	436,354
重要指标	2021A	2022E	2023E	2024E	股东权益：				
营业收入	858,505	812,770	873,118	916,695	股本	28,265	28,265	28,265	28,265
增长率	4.06%	-5.33%	7.43%	4.99%	资本公积金	54,304	54,003	54,003	54,003
归属母公司所有者净利润	50,921	37,675	45,531	50,481	其他综合收益	29,163	29,163	29,163	29,163
增长率	1.32%	-26.01%	20.85%	10.87%	盈余公积金	96,132	110,339	126,282	144,530
每股收益(元)	1.80	1.33	1.61	1.79	未分配利润	201,265	221,392	243,531	267,884
净资产收益率	10.97%	7.67%	8.66%	8.83%	一般风险准备	48,320	53,152	58,467	64,314
内含价值	1,203,007	1,321,264	1,472,007	1,650,226	归属于母公司所有者权益合计	478,585	504,104	547,502	595,950
内含价值增速	12.21%	9.83%	11.41%	12.11%	所有者权益合计	486,658	512,209	556,305	605,532
新业务价值	44,781	39,493	42,477	45,818	负债及股东权益总计	4,891,085	5,517,087	6,148,287	6,818,131
新业务价值增速	-23.29%	-11.81%	7.56%	7.86%					
每股内含价值(元)	42.56	46.75	52.08	58.38					
每股新业务价值(元)	1.58	1.40	1.50	1.62					

资料来源：Wind，中国人寿公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,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,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 邮编:200135 邮箱:research@xyzq.com.cn	地址:北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元 邮编:100020 邮箱:research@xyzq.com.cn	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 邮编:518035 邮箱:research@xyzq.com.cn