

保险 III

中国人寿 (601628.SH)

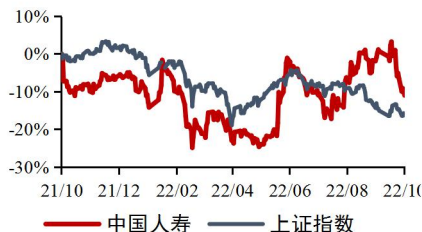
买入-B(首次)

投资拖累短期业绩, NBV 降幅收窄, 人力队伍稳固

2022 年 10 月 27 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



事件描述

➢ 1-3Q22 营收 7010 亿元、同比-3.7%，归母净利润 311.17 亿元、同比-35.9%，加权平均 ROE 6.63%、同比-3.83pct。收入构成：已赚保费 76.6%、投资收益 21.5%、其他 1.9%；收入增速：已赚保费+0.1%、投资收益-14.1%、其他-14.1%。Q322 营收 1727 亿元、同比-1.4%、环比-6.4%，归母净利润 57.01 亿元、同比-24.3%、环比-44.3%。权益市场波动加剧是公司营收及净利润承压的主因。

事件点评

➢ **负债端：**1-3Q22 公司 NBV 同比-15.4% (vs H122 同比-19.0%)，降幅有所收窄。新单保费 1713 亿元、同比+6.3%，其中十年期及以上期交新单 386.94 亿元、同比+4.9%，新单规模增长稳健，主因人力队伍稳固：Q322 末个险代理人 72 万人、环比-3.5%，人力降幅继续收窄 (vs Q222 末环比-4.4%、Q122 末环比-4.9%)。结合公司 NBV 及 FYP 数据可知公司 NBVM 仍呈下降态势，我们判断主因公司为稳规模增加了价值率较低的储蓄险产品投放，以及重疾险等高价值产品因需求减弱增速较低。公司已发布 2023 开门红产品鑫瑞稳赢、鑫瑞年年、鑫享未来，产品结构仍为主险年金&两全+附加万能账户 (保证利率 2.5%)，在当前确定性收益产品较为稀缺的市场环境下，公司开门红销售情况或现惊喜。1-3Q22 退保率 0.74%、同比-0.19pct。

➢ **投资端：**1-3Q22 净、总投资收益率 4.12%、4.03%，同比-28BP、-122BP；净、总投资收益 1456、1425 亿元，同比+4.7%、-14.0%。Q322 末投资资产 4.9 万亿元、较年初+4.4%。根据公司中报数据，公司股票+基金资产价值变动 10%时利润总额将变动 223.8%，因此短期来看，公司业绩受权益市场波动影响较大。

投资建议

➢ 预计公司 2022-24E 归母净利润 350.97、426.39、494.54 亿元，同比-31.08%、+21.49%、+15.98%。公司当前股价对应 2022E P/EV 0.61x，处近 5 年以来绝对低位。考虑到公司人力队伍稳固程度优于同业、新单增长稳健和资产端弹性较足，给予“买入-B”评级。

风险提示

➢ 资本市场波动加剧、产品销售不及预期、NBVM 下滑超预期等。

市场数据：2022 年 10 月 27 日

收盘价 (元):	27.95
年内最高/最低 (元):	32.65/23.78
流通 A 股/总股本 (亿):	208.24/282.65
流通 A 股市值 (亿):	5,820.18
总市值 (亿):	7,899.99

基础数据：2022 年 9 月 30 日

基本每股收益:	1.10
摊薄每股收益:	1.10
每股净资产 (元):	16.35
净资产收益率:	6.98

分析师:

崔晓雁

执业登记编码: S0760522070001

邮箱: cuixiaoyan@sxzq.com

研究助理:

王德坤

邮箱: wangdekun@sxzq.com



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



财务数据与估值：

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	824,961	858,505	870,534	921,719	970,312
YoY(%)	10.71%	4.07%	1.40%	5.88%	5.27%
归母净利润(百万元)	50,268	50,921	35,097	42,639	49,454
YoY(%)	-13.76%	1.30%	-31.08%	21.49%	15.98%
ROE(%)	11.77%	10.97%	7.28%	8.52%	9.31%
EPS(元)	1.77	1.80	1.30	1.57	1.82
EVPS(元)	37.93	42.56	46.10	49.92	53.83
PE	15.79	15.53	21.50	17.78	15.36
PEV	0.74	0.66	0.61	0.56	0.52

数据来源：最闻，山西证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
已赚保费	604,666	611,251	631,278	649,832	665,855	货币资金	57,605	60,875	74,302	82,749	91,338
投资净收益	207,541	241,814	233,132	265,555	293,220	买入返售金融资产	7,947	12,915	10,615	11,821	13,048
<b>营业收入</b>	<b>824,961</b>	<b>858,505</b>	<b>870,534</b>	<b>921,719</b>	<b>970,312</b>	交易性金融资产	161,564	206,764	212,293	236,426	260,965
退保金	33,275	41,580	38,540	43,597	48,923	定期存款	545,667	529,488	583,805	650,170	717,653
赔付支出	133,340	136,502	142,249	145,221	148,009	可供出售金融资产	1,215,603	1,429,287	1,592,195	1,773,192	1,957,234
提取保险责任准备金	418,773	447,296	474,381	505,753	532,525	持有至到期投资	1,189,369	1,533,753	1,592,195	1,773,192	1,957,234
保户红利支出	28,279	26,511	25,506	26,256	26,903	长期股权投资	239,584	257,953	291,902	325,085	358,826
手续费及佣金支出	84,342	65,744	72,170	69,998	70,757	<b>资产合计</b>	<b>4,252,410</b>	<b>4,891,085</b>	<b>5,249,767</b>	<b>5,620,343</b>	<b>6,041,187</b>
业务及管理费	39,714	42,967	43,527	46,086	48,516	保户储金及投资款	288,202	313,585	344,128	382,335	427,775
<b>营业支出</b>	<b>770,050</b>	<b>807,524</b>	<b>832,513</b>	<b>875,781</b>	<b>917,177</b>	未到期责任准备金	14,701	14,062	14,666	15,097	15,469
<b>营业利润</b>	<b>54,911</b>	<b>50,981</b>	<b>38,021</b>	<b>45,939</b>	<b>53,135</b>	未决赔款准备金	21,991	26,234	25,506	26,256	26,903
税前利润	54,488	50,495	37,486	45,351	52,488	寿险责任准备金	2,768,584	3,182,083	3,633,675	4,126,710	4,652,045
所得税	3,103	-1,917	750	907	1,050	长期健康险责任准备金	167,949	197,520	220,310	233,027	240,218
<b>净利润</b>	<b>51,385</b>	<b>52,412</b>	<b>36,737</b>	<b>44,444</b>	<b>51,438</b>	应付保单红利	122,510	124,949	128,855	132,642	135,912
<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>50,268</b>	<b>50,921</b>	<b>35,097</b>	<b>42,639</b>	<b>49,454</b>	<b>负债合计</b>	<b>3,795,479</b>	<b>4,404,427</b>	<b>4,754,506</b>	<b>5,095,077</b>	<b>5,481,818</b>
少数股东损益	1,117	1,491	1,640	1,804	1,985	股本	28,265	28,265	28,265	28,265	28,265
<b>险企财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>450,051</b>	<b>478,585</b>	<b>485,995</b>	<b>514,807</b>	<b>547,717</b>
EPS(元)	1.77	1.80	1.30	1.57	1.82	少数股东权益	6,880	8,073	9,266	10,459	11,652
BVPS(元)	16.17	17.22	17.52	18.58	19.79	<b>所有者权益合计</b>	<b>456,931</b>	<b>486,658</b>	<b>495,261</b>	<b>525,266</b>	<b>559,369</b>
EVPS(元)	37.93	42.56	46.10	49.92	53.83	<b>内含价值 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
PE(X)	15.79	15.53	21.50	17.78	15.36	调整后净资产	568,587	674,317	759,505	846,503	934,706
PB(X)	1.73	1.62	1.60	1.50	1.41	扣偿后有效业务价值	503,553	528,691	543,479	564,586	586,798
P/EV	0.74	0.66	0.61	0.56	0.52	内含价值	1,072,140	1,203,008	1,302,984	1,411,090	1,521,503
净投资收益率	4.34	4.38	4.22	4.30	4.13	一年新业务价值	58,373	44,780	28,839	25,833	24,527
总投资收益率	5.30	4.98	4.94	5.02	4.93	<b>偿付能力充足率 (%)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
财产险综合成本率	-	-	-	-	-	偿付能力充足率 (寿险)	-	-	-	-	-
财产险赔付率	-	-	-	-	-	偿付能力充足率 (产险)	-	-	-	-	-
财产险费用率	-	-	-	-	-	偿付能力充足率 (集团)	-	-	-	-	-

数据来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所:

#### 上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴  
世纪金融广场 3 号楼 802 室

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业  
园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话: 010-83496336

