

# 投资波动拖累 3Q22 利润

华泰研究

2022年10月28日 | 中国内地/中国香港

季报点评

保险

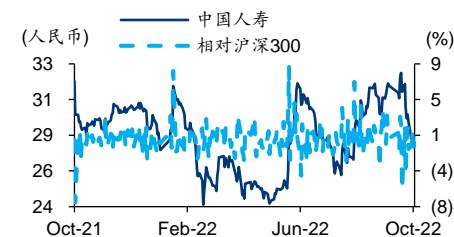
	2628 HK	601628 CH
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 18.00	人民币: 39.00

研究员	李健, PhD
SAC No. S0570521010001	lijian@htsc.com
SFC No. AWF297	+(852) 3658 6112

## 基本数据

(港币/人民币)	2628 HK	601628 CH
目标价	18.00	39.00
收盘价(截至10月27日)	9.03	27.95
市值(百万)	255,230	789,999
6个月平均日均成交额(百万)	265.09	390.17
52周价格范围	8.77-15.04	24.12-32.43
BVPS	16.04	16.04

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 3Q22 股东净利润同比下降 24%

中国人寿的 1-3Q22 归母净利润同比下降 36%，相当于 24% 的 3Q22 同比下滑。权益市场波动导致了利润的负增长。新业务价值 (NBV) 在 1-3Q22 同比下降 15%，降幅较 1H22 (-14%) 略微扩大，表明 3Q22 的 NBV 表现有所承压。3Q22 的新单保费同比增长 17%，其中期缴新单保费同比增速为 6%。个险人力规模下滑继续放缓，3Q22 同比下降了 27%。为反映股市的波动，我们将 2022/2023/2024 年 EPS 调低至 RMB1.18/1.99/2.23 (原值: RMB1.76/2.03/2.27)。下调 DCF 估值法得出的 H/A 股目标价至 HKD18/RMB39 (原值: HKD20/RMB40)，维持“买入”评级。

## 代理人产能改善放缓

个险渠道在 3Q22 流失了 3% 的代理人，大致符合公司 1H22 业绩会对于稳住人力规模的表态。随着行业增长模式从代理人规模扩张切换到效率提升，中国人寿也推出了“众鑫计划”以提高个险渠道的质态。我们估计代理人 NBV 产能在 3Q22 同比提升了 14% 左右，较 1H22 的同比提升 (+35%) 有所放缓。我们认为较困难的销售环境和公司业务节奏的变化可能是导致产能提升放缓的原因。结合 3Q22 趸缴保费的大幅增长，我们认为 NBV 利润率或许面临较大的下行压力。我们预计 2022 年和 2023 年的 NBV 同比增速分别为 -14.9% 和 8.6%，同时我们认为 NBV 将在 2H22 同比下降 17.2%。

## 资本市场波动拖累投资

上证指数在 3Q22 下滑了 11%，给保险投资带来了较大压力。中国人寿的 1-3Q22 总投资收益率同比下滑 1.2pcts 至 4.0%，略低于 1H22 的 4.2%。根据我们的计算，公司 1H22 末的股票和基金占比为 12%，在上市保险公司中处于较低的水平。另外，公司表示其 1H22 末的地产行业投资风险敞口中 3/4 为直接物业投资；在 3Q22 电话会上，公司进一步表示最新的地产行业相关股票和债券在投资资产中的占比不足 1%。我们认为中国人寿在地产行业投资上的风险可控。

## 估值具备吸引力

保险行业在过去两年中，负债端受到 NBV 增长疲软的拖累，资产端受到地产风险暴露的影响。投资者的担忧导致了保险板块估值的持续下行，中国人寿的 PEV 也不断下降。目前的 H/A 股估值为 0.16x/0.54x 2023E PEV，其中 H 股估值处于历史低位。我们认为代理人质态的提升将会帮助公司重新提振估值。另外，公司对于人力规模稳定的强调或有望加快 NBV 的恢复。我们预计中国人寿将于 2023 年实现 NBV 正增长，有望推动估值修复。

风险提示: NBV 增速严重恶化，投资表现严重恶化。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛保费收入 (人民币百万)	612,265	618,327	603,844	604,526	615,879
+/-%	7.97	0.99	(2.34)	0.11	1.88
总投资收益 (人民币百万)	190,980	203,674	183,332	260,893	292,523
+/-%	18.62	6.65	(9.99)	42.31	12.12
归母净利润 (人民币百万)	50,257	50,921	33,305	56,132	62,932
+/-%	(13.78)	1.32	(34.60)	68.54	12.12
EPS (人民币)	1.77	1.80	1.18	1.99	2.23
DPS (人民币)	0.64	0.65	0.42	0.71	0.80
PB (倍)	1.76	1.65	1.62	1.46	1.33
PE (倍)	15.79	15.53	23.72	14.07	12.55
PEV (倍)	0.74	0.66	0.60	0.54	0.50
股息率 (%)	2.29	2.33	1.52	2.56	2.87

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

我们下调了 2022 年总投资收益率的预测以反映投资端收益率的下滑。中国人寿的投资表现受到权益市场波动的影响，1-3Q22 的总投资收益率同比下降 1.2pct 至 4.0%。为了反映投资端所面临的不因素，我们将 2022 年的总投资收益率假设从 4.3% 下调至 3.9%。因此，2022/2023/2024 年的 EPS 预测从被调低 33.2%/2.3%/1.9% 至 RMB1.18/1.99/2.23。

图表1：假设调整表

(人民币百万)	更新预测			此前预测			预测变化		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
总保费	603,844	604,526	615,879	600,922	601,463	612,667	0.5%	0.5%	0.5%
总投资收益率	3.9%	5.0%	5.0%	4.3%	5.0%	5.0%	-0.4 pct	0.0 pct	0.0 pct
首年保费	185,260	198,154	212,094	182,338	195,091	208,882	1.6%	1.6%	1.5%
新业务价值	38,090	41,379	44,943	40,304	43,787	47,563	-5.5%	-5.5%	-5.5%
ROE	6.9%	10.9%	11.1%	10.1%	10.8%	11.0%	-3.2%	0.1%	0.1%
ROEV	11.1%	10.9%	10.9%	11.3%	11.1%	11.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
EVPS (RMB)	46.65	51.33	56.19	46.73	51.28	56.21	-0.2%	0.1%	0.0%
NTAPS (RMB)	17.30	19.18	21.06	17.93	19.65	21.56	-3.5%	-2.4%	-2.3%
EPS (RMB)	1.18	1.99	2.23	1.76	2.03	2.27	-33.2%	-2.3%	-1.9%
DPS (RMB)	0.42	0.71	0.80	0.63	0.73	0.82	-33.2%	-2.3%	-1.9%

资料来源：华泰研究预测

## 估值方法和风险提示

我们使用 DCF 估值法，基于会计指标和内含价值指标对中国人寿进行估值。

阶段一：前 3 年，我们的模型给出明确的预测。

阶段二：接下来的 10 年视为防御期。我们假设 ROE 或 ROEV 和资本增长。

阶段三：接下来的 37 年视为长期阶段。我们假设 ROE 和 ROEV 逐渐下降。在我们的模型中，我们不预测 50 年后的企业价值。

我们将三个阶段的现金流按相应的资本成本折现至今年年底，并加入终值的估算和股息。我们通过内含价值法和账面价值法两种方法得出估值。我们使用资本资产定价模型(CAPM)得出资本成本，该方法基于 3.0% 的无风险利率假设，H 股/A 股对应的 1.5/1.4 倍 beta 和 700/460 基点的股权风险溢价。我们的目标价 HKD18/RMB39 元是基于内含价值法(HKD24/RMB54)和账面价值法(HKD12/RMB23)估值的平均值。

图表2：中国人寿：关键假设

(%)	未来 50 年的资本回报					
	阶段一			阶段二		阶段三
	2023E	2024E	2025E	2026E	2035E	2072E
内含价值法	10.9	10.9	12.0	12.0	10.0	7.0
账面价值法	14.0	13.8	13.0	14.0	10.0	7.0

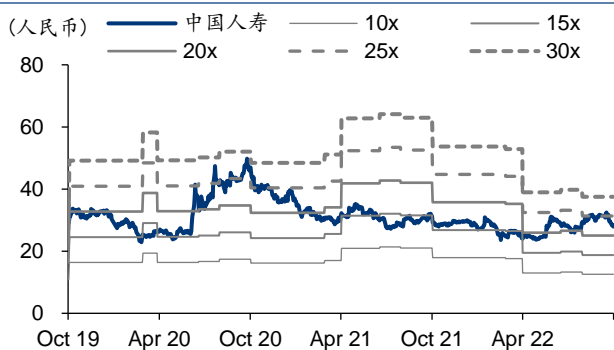
资料来源：华泰研究预测

## 风险提示

寿险 NBV 增长持续恶化：新单销售或受到外部环境的影响，出现负增长的情况。产品利润率可能会继续下降。新单销售负增长和产品利润率恶化或导致 NBV 低于我们预期。

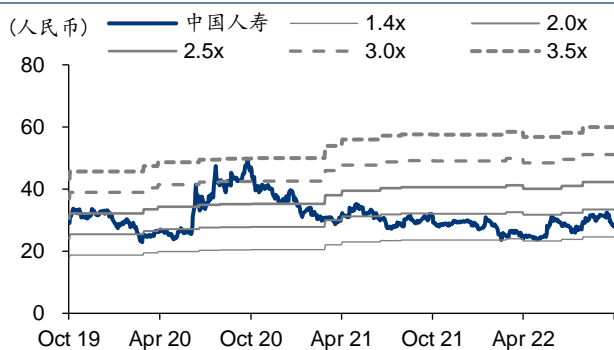
投资大幅亏损：市场波动和信用风险敞口可能导致重大投资损失。

图表3：中国人寿 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表4：中国人寿 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

## 盈利预测

### 损益表

会计年度 (人民币十亿)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛保费收入	612	618	604	605	616
分出保费	(6)	(8)	(8)	(8)	(8)
未到期责任准备金提转差	(2)	1	(4)	(4)	(4)
<b>已赚净保费</b>	<b>605</b>	<b>611</b>	<b>592</b>	<b>593</b>	<b>604</b>
总投资收益	191	204	183	261	293
其他收益	9	10	10	10	10
<b>总收入</b>	<b>805</b>	<b>825</b>	<b>785</b>	<b>863</b>	<b>906</b>
保险给付及赔付	(619)	(656)	(642)	(698)	(734)
成本及其他费用	(139)	(129)	(119)	(116)	(117)
<b>总给付、赔付及费用合计</b>	<b>(758)</b>	<b>(785)</b>	<b>(761)</b>	<b>(814)</b>	<b>(851)</b>
联营企业利润份额	8	10	11	12	13
<b>税前利润</b>	<b>54</b>	<b>50</b>	<b>35</b>	<b>61</b>	<b>68</b>
所得税	(3)	2	(0)	(3)	(3)
<b>净利润</b>	<b>51</b>	<b>52</b>	<b>35</b>	<b>58</b>	<b>64</b>
归母净利润	50	51	33	56	63
少数股东权益	1	1	2	2	2

### 估值与盈利水平

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE (倍)	15.79	15.53	23.72	14.07	12.55
PEV (倍)	0.74	0.66	0.60	0.54	0.50
PB (倍)	1.76	1.65	1.62	1.46	1.33
PTNAV (倍)	1.76	1.65	1.62	1.46	1.33
ROE	11.77	10.97	6.88	10.88	11.06
ROA	1.29	1.15	0.68	1.02	1.02
股息率	2.29	2.33	1.52	2.56	2.87
派息率	36.16	36.11	36.00	36.00	36.00

### 每股数据

会计年度 (人民币)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS	1.77	1.80	1.18	1.99	2.23
DPS	0.64	0.65	0.42	0.71	0.80
BVPS	15.92	16.93	17.30	19.19	21.07
每股有形净资产	15.92	16.93	17.30	19.18	21.06
每股内含价值	37.93	42.56	46.65	51.33	56.19

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币十亿)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>资产</b>					
现金及存款	609	596	645	725	809
债券	2,532	3,149	3,404	3,829	4,272
股票	940	957	1,035	1,164	1,299
其他投资资产	59	64	70	78	87
<b>总投资资产</b>	<b>4,141</b>	<b>4,767</b>	<b>5,153</b>	<b>5,796</b>	<b>6,466</b>
其他资产	112	124	145	163	182
<b>总资产</b>	<b>4,252</b>	<b>4,891</b>	<b>5,298</b>	<b>5,959</b>	<b>6,648</b>
<b>负债</b>					
保险合同负债	3,384	3,858	4,332	4,887	5,468
投资合同负债	0	0	0	0	0
计息应付	177	293	239	260	283
其他负债	235	253	230	259	290
<b>总负债</b>	<b>3,796</b>	<b>4,404</b>	<b>4,800</b>	<b>5,406</b>	<b>6,041</b>
<b>权益</b>					
股本	28	28	28	28	28
储备	422	450	461	514	567
其他	0	0	0	0	0
<b>股东权益</b>	<b>450</b>	<b>479</b>	<b>489</b>	<b>542</b>	<b>595</b>
少数股东权益	7	8	9	10	12
<b>权益合计</b>	<b>457</b>	<b>487</b>	<b>498</b>	<b>553</b>	<b>607</b>

### 增长与盈利水平

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛保费收入增长	7.97	0.99	(2.34)	0.11	1.88
总投资收益增长	18.62	6.65	(9.99)	42.31	12.12
归母净利润增长	(13.78)	1.32	(34.60)	68.54	12.12
每股盈利增长	(13.66)	1.69	(34.54)	68.54	12.12
总资产增长	14.11	15.02	8.33	12.46	11.57
股东权益增长	11.47	6.34	2.18	10.90	9.80
新业务价值增长	(0.55)	(23.29)	(14.94)	8.64	8.61
集团内含价值增长	13.80	12.21	9.61	10.02	9.48

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 李健, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

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, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰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, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师李健本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

### 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J  
**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809  
**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

### 华泰证券股份有限公司

#### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

### 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司