

非银金融

2022年10月27日

中国人寿 (601628)

——新业务价值降幅略有扩大，队伍质态持续改善

报告原因：有业绩公布需要点评
增持 (维持)

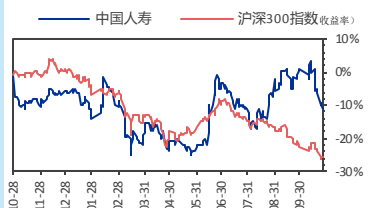
市场数据： 2022年10月27日

收盘价(元)	27.95
一年内最高/最低(元)	32.65/23.78
市净率	1.7
息率(分红/股价)	2.33
流通A股市值(百万元)	582018
上证指数/深证成指	2982.90/10750.14

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2022年09月30日

每股净资产(元)	16.04
资产负债率%	90.99
总股本/流通A股(百万)	28265/20824
流通B股/H股(百万)	-/7441

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究
证券分析师

 许旖珊 A0230520080002
xuyis@swsresearch.com

联系人

 许旖珊
(8621)23297818×
xuyis@swsresearch.com

事件：公司披露 3Q22 业绩，符合预期。9M22 公司实现归母净利润 311 亿元，同比-35.8%，符合此前预期 (-35%)；9M22 NBV 同比-15.4%，符合此前预期 (-15%)；十年期及以上期交保费 387 亿元，同比+4.9%；个险销售人力 72 万人，环比 1H22 下降 3.5%。

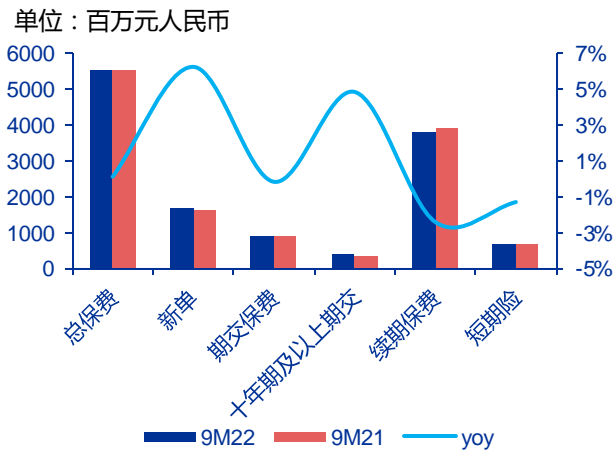
- **期交保单销售回暖，预计 NBV 同比降幅扩大主要受开门红节奏影响。**公司 9M22 实现总保费收入 5,541 亿元，同比+0.1%，其中期交保费 914 亿元，同比-0.16% (1H22 同比-1%)；十年期及以上期交保费 387 亿元，同比+4.9% (1H22 同比+4.4%)，增速提升预计得益于增额终身寿等储蓄产品需求火热，新单销售延续回暖趋势；续期保费受部分产品止收影响同比下降 2.4%至 3,827 亿元。9M22 NBV 同比-15.4% (1H22 yoy-13.8%)，预计主因 9 月筹备开门红影响个险渠道销售，渠道结构调整使 NBVM 承压。
- **队伍规模降速放缓企稳，质态持续改善。**截至 9 月末，公司个险销售人力 72 万，同比-26.5%，环比 1H22 下降 3.5%，降速较 1H22 环比一季末 4.4%的降幅继续放缓。队伍规模下降但新单提升，预计公司代理人人均总保费和新单产能同比提升 30%~40%。在公司坚持“稳中固量，稳中求效”队伍发展策略，持续推动“众鑫计划”等高质量队伍建设策略下，队伍规模有望迎拐点，质态将持续改善。
- **总投资收益受权益市场下跌影响承压，净投资收益稳中有升。**公司 3Q22 归母净利润 57 亿元，同比-24.2%；9M22 公司实现总/净投资收益 1426/1457 亿元，同比分别-14%/+4.7%；总/净投资收益率分别为 4.03%/4.12%，同比分别-122bp/-28bp，预计主因受市场利率下行和权益市场波动影响。9M22 会计估计变更计提 227 亿元准备金，与去年同期的 231 亿基本持平，其中寿险责任准备增提 193 亿，同比-5.5%，预计全年在 750 天国债收益率降幅同比放缓的情况下，准备金对利润侵蚀的压力将边际缓释。
- **公司最先筹备开门红，NBV 有望率先转正。**公司 10 月下旬全系统已启动开门红，其中部分分公司在业绩进度较好下提前筹备。公司目前主销交 3 保 8/10 的年金和两全产品积累规模，预计后续将转向交 10 保 15 的产品抬升价值。作为行业最先筹备开门红的公司，NBV 有望率先转正。同时预计 4Q22 开门红筹备期间人力将企稳回升，助力业务稳健增长。
- **投资分析意见：公司新单销售回暖，队伍规模企稳、质态改善，维持增持评级。**考虑到权益市场波动加大，保险产品结构持续调整，略微下调公司新业务价值率和投资收益假设，预计 22-24E 归母净利润为 355 亿、418 亿、528 亿 (原预测 408 亿、505 亿、660 亿)，同比分别-30.2%、+17.5%、+26.5%；22E-24E 新业务价值为 378 亿、396 亿、421 亿 (原预测 407 亿、510 亿、566 亿)，同比分别-15.6%、+4.8%、+6.4%。现收盘价对应 22E-24E 动态 P/EV 分别为 0.58 倍、0.52 倍、0.46 倍
- **风险提示：**权益市场波动使权益敞口浮动盈亏增加；期交保费销售不及预期拖累新业务价值表现；代理人规模下降影响公司新单销售。

财务数据及盈利预测

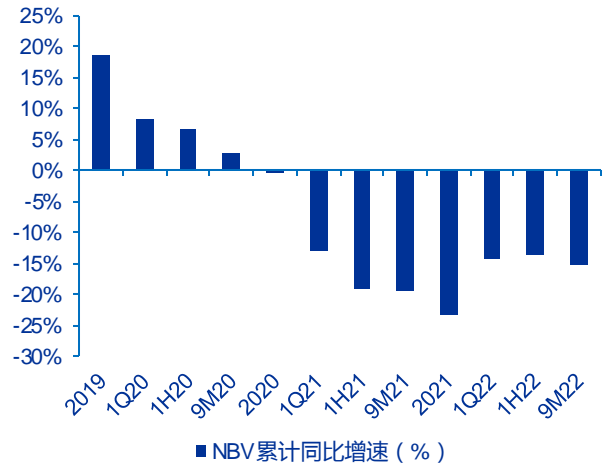
	2021	9M22	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	858,505	701,012	834,304	894,430	943,716
同比增长率 (%)	4.1%	-3.7%	-2.8%	7.2%	5.5%
归属于母公司的净利润 (百万元)	50,921	31,117	35,532	41,754	52,808
同比增长率 (%)	1.3%	-35.8%	-30.2%	17.5%	26.5%
每股收益 (元/股)	1.80	1.10	1.26	1.48	1.87
寿险内含价值 (亿元)	12,030	-	13,553	15,326	17,302
新业务价值 (百万元)	44,780	-	37,787	39,582	42,122
新业务价值增长率 (%)	-23.3%	-15.4%	-15.6%	4.8%	6.4%
P/EV	-	-	-	-	-



申万宏源研究微信服务号

图 1：9M22 保费收入结构及同比增速


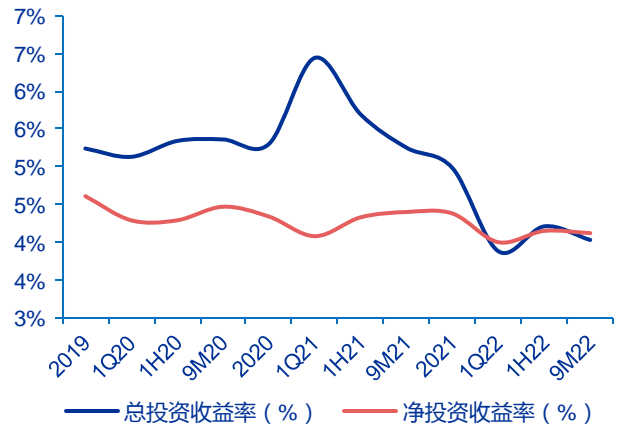
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：9M22 NBV 降幅略有扩大


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：公司个险代理人数量基本企稳


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：投资收益率仍有承压


资料来源：公司公告，申万宏源研究

财务摘要

利润表

人民币：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
一、营业收入	824,961	858,505	834,304	894,430	943,716
已赚保费	604,666	611,251	617,885	636,241	652,819
保险业务收入	612,265	618,327	631,904	645,136	662,322
其中：分保费收入	1	3	3	3	3
减：分出保费	-6,053	-8,015	-9,479	-9,677	-9,935
提取未到期责任准备金	-1,546	939	-4,541	782	432
投资收益	207,541	241,814	201,823	242,184	273,346
二、营业支出	-770,050	-807,524	-795,464	-849,478	-885,304
退保金	-33,275	-41,580	-47,993	-50,563	-53,147
赔付支出	-133,340	-136,502	-142,761	-153,553	-164,886
提取保险责任准备金	-418,773	-447,296	-397,674	-423,637	-433,484
保单红利支出	-28,279	-26,511	-23,627	-28,372	-32,072
保险业务手续费及佣金支出	-84,342	-65,744	-91,773	-93,915	-94,372
营业税金及附加	-1,278	-1,374	-1,511	-1,663	-1,829
业务及管理费	-39,714	-42,967	-41,715	-44,721	-47,186
其他业务成本	-24,018	-30,271	-31,785	-33,374	-35,042
资产减值损失	-12,416	-22,809	-24,410	-28,071	-32,282
三、营业(亏损)/利润	54,911	50,981	38,840	44,952	58,412
加：营业外收入	121	119	120	120	120
减：营业外支出	-544	-605	-600	-600	-600
四、(亏损)/利润总额	54,488	50,495	38,360	44,472	57,932
减：所得税费用	-3,103	1,917	-890	-198	-1,849
五、净利润	51,385	52,412	37,471	44,274	56,083
归属于母公司股东的净利润	50,268	50,921	35,532	41,754	52,808
少数股东损益	1,117	1,491	1,938	2,520	3,276
六、每股收益(元)	1.77	1.80	1.26	1.48	1.87

资料来源：公司公告，申万宏源研究

资产负债表

人民币：百万	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产					
货币资金	57,605	60,875	70,517	81,094	93,258
交易性金融资产	161,564	206,764	271,218	311,900	358,685
定期存款	545,667	529,488	542,435	623,801	717,371
可供出售金融资产	1,215,603	1,429,287	1,627,306	1,871,402	2,152,112
持有至到期投资	1,189,369	1,533,753	1,735,793	1,996,162	2,331,455
长期股权投资	239,584	257,953	291,173	324,578	324,578
固定资产	40,438	46,847	51,532	56,685	62,353
无形资产	8,335	8,409	8,409	8,409	8,409
其他业务资产	5,748	6,104	6,104	6,104	6,104
资产总计	4,252,410	4,891,085	5,613,640	6,443,827	7,397,715
负债和股东权益					
卖出回购金融资产款	122,249	239,446	246,629	254,028	261,649
预收保费	53,021	48,699	48,699	48,699	48,699
应付保单红利	122,510	124,949	131,196	137,756	144,644
保户储金及投资款	288,202	313,585	298,920	283,872	269,049
保险合同准备金	2,973,225	3,419,899	3,706,090	4,080,208	4,453,469
应付债券	34,992	34,994	34,994	34,994	34,994
独立账户负债	10	9	50	50	50
负债合计	3,795,479	4,404,427	5,097,584	5,884,447	6,783,819
股本	28,265	28,265	28,265	28,265	28,265
资本公积	53,954	54,304	54,304	54,304	54,304
盈余公积	86,027	96,132	105,566	112,311	120,280
未分配利润	183,896	201,265	205,272	222,739	246,473
一般风险准备	43,047	48,320	52,067	56,494	62,103
归属于母公司股东权益合计	450,051	478,585	507,319	548,863	601,952
少数股东权益	6,880	8,073	8,737	10,516	11,943
股东权益合计	456,931	486,658	516,056	559,379	613,895
负债和股东权益总计	4,252,410	4,891,085	5,613,640	6,443,827	7,397,715

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysec.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysec.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysec.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysec.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。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。