

中国人寿 (601628.SH)

强烈推荐 (维持)

NBV 及代理人韧性更强, 开门红业绩可期

公司披露 2022 年三季报, 前三季度公司实现归母净利润 311 亿元, 同比-36%; NBV 同比下滑 15.4%, 降幅环比有所扩大但预计仍将好于同业, 整体符合预期。

□ 公司净利润同比-36%, 主因为股债收益率下滑使得投资收益承压。1) 前三季度公司实现归母净利润 311.17 亿元, 同比-35.8%, Q3 单季度同比-24.2%, (22Q1=-46.9%, 22Q2=-17.3%), 利润降幅环比 Q2 有所扩大, 主要受股债收益率下滑影响使得投资收益下降所致。2) 公司前三季度实现总投资收益 1425.68 亿元, 同比-14.0%, 其中 Q3 单季度投资收益同比-8.4%, 主要是由于 Q3 权益市场下跌、利率低位震荡所致; 前三季度公司年化总投资收益率为 4.03%, 同比下滑 1.22pt (22H1=4.21%), 年化净投资收益率为 4.12%, 同比下滑 0.28pt (22H1=4.15%), 环比有所下滑。综上, 由于 Q3 权益市场波动加剧使得投资收益同比继续下滑, 市场利率低位运行使得 750 曲线变动对利润继续产生侵蚀, 后续利润表现仍需观察权益市场的变化。

□ Q3 NBV 降幅边际扩大, 代理人队伍韧性更强。1) 前三季度公司 NBV 同比下滑 15.4%, (22Q1/22H1 分别为-14.3%/-13.8%), 降幅环比有所扩大, 但公司 NBV 表现预计将继续领先同业 (平安 Q3 单季度 NBV 下滑 20.1%), 优势有望延续全年。2) 前三季度公司实现新单保费 1713.38 亿元, 同比+6.3%, 其中 Q3 单季度同比+17.0%; 首年期交保费 913.70 亿, 同比-0.2%, 其中 Q3 单季度同比+6.4%, 公司三季度新单保费实现了正增长, 在当前环境下取得如此成绩十分喜人。3) 三季度末公司的个险人力为 72 万, 同比下滑 27%, 环比年初减少 10 万 (21A/22Q1/22H1 分别为 82/78/74.6 万), 人力环比降幅进一步收窄, 人均产能同比显著提升, 彰显了公司代理人队伍的韧性。综合来看, 公司负债端表现继续显著好于同业, 主要是受益于积极稳定代理人队伍、及时调整产品策略以满足客户需求, 进而使得公司当期业绩韧性更强。公司基于“众鑫计划”继续推进代理人队伍向高质量转型, 期待公司后续在渠道转型过程中取得的成效。

□ 维持“强烈推荐”评级, 公司三季度业绩整体符合预期, 新任管理层对于公司发展目标较为积极, 全年业绩有望继续领先同业, 我们预计公司 2022 年 NBV 将同比下滑 12%左右, 年底个险人力数量约为 70 万。当前公司已率先启动 2023 年开门红, 主打产品“鑫享未来”凭借其高流动性、较高收益率等特点吸引了大量客户投保, 同时公司新任总裁赵鹏曾在广发银行任职, 预计后续在银保业务开展上将更为顺利和积极, 有望推动年金险等储蓄型险种的销售持续向好, 开门红目标预计有望达成; 叠加公司资产端的弹性相对更大, 当出现负债端好于预期以及资产端环境好转时, 公司估值有望进一步修复。我们预计公司 2022 年底每股 EV 为 45.8 元, 公司当前股价对应 22 年底 EV 仅 0.61X, 目标 22 年 P/EV 估值 0.85X, 空间 39%。

□ 风险提示: 经济增长乏力、队伍发展低于预期、股市低迷、利率下行。

总量研究/非银行金融
目标估值: 39.00 元
当前股价: 27.95 元

基础数据

总股本 (万股)	2826471
已上市流通股 (万股)	2082353
总市值 (亿元)	7900
流通市值 (亿元)	5820
每股净资产 (MRQ)	16.0
ROE (TTM)	7.4
资产负债率	91.0%
主要股东	中国人寿保险(集团)公司
主要股东持股比例	68.37%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	16	-12
相对表现	-3	22	14



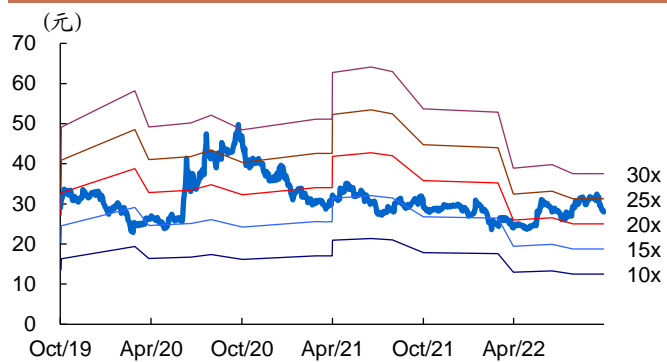
资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《中国人寿 (601628) —NBV 表现显著优于同业, 投资收益下降拖累净利润表现》2022-08-26
- 2、《中国人寿 (601628) —NBV 降幅远好于同业, 利润受股市下跌同比明显下滑》2022-04-27
- 3、《中国人寿 (601628) —NBV 降幅符合预期, 投资端表现平稳》2022-03-25

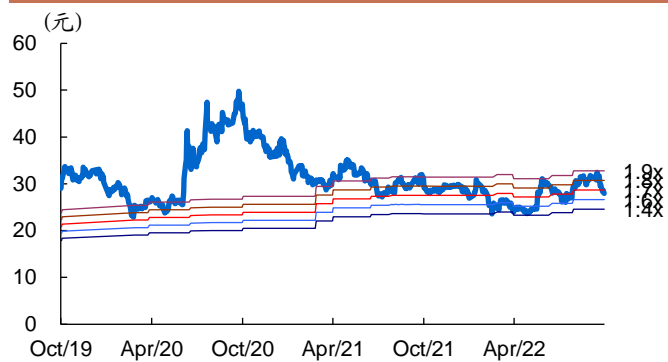
郑积沙 S1090516020001
✉ zhengjisha@cmschina.com.cn
朱丽芳 研究助理
✉ zhulifang@cmschina.com.cn
张成凌 研究助理
✉ zhangcl2@cmschina.com.cn
衣冠英 研究助理
✉ yiguanying@cmschina.com.cn
杨海盟 研究助理
✉ yanghaimeng@cmschina.com.cn

图 1: 中国人寿历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 中国人寿历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 中国人寿盈利预测表

单位: 百万	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	824,961	858,505	866,539	923,250	991,178
已赚保费	604,666	611,251	608,195	638,604	683,307
保费业务收入	612,265	618,327	615,235	645,997	691,217
其中: 分保费收入	1		2	3	4
减: 分出保费	6,053	8,015	7,975	8,374	8,960
提取未到期责任准备	1,546	-939	-934	-981	-1,050
投资净收益	207,541	241,814	253,905	269,139	290,670
其中: 对联营企业和合营企业	8,336	10,328	10,844	11,495	12,415
净敞口套期收益					
公允价值变动净收益	3,441	-5,091	-6,618	3,785	4,542
汇兑净收益	119	645	677	718	775
其他收益	148	175	184	195	210
其他业务收入	9,010	9,642	10,124	10,732	11,590
资产处置收益	36	69	72	77	83
营业支出	770,050	807,524	827,527	879,290	942,820
退保金	33,275	41,580	46,570	51,227	57,374
赔付支出	133,340	136,502	140,597	147,627	155,008
减: 摊回赔付支出	4,134	5,739	5,911	6,207	6,517
提取保险责任准备金	418,773	447,296	460,715	492,965	532,402
减: 摊回保险责任准备金	453	885	912	975	1,053
保户红利支出	28,279	26,511	25,185	25,185	25,689
分保费用					
税金及附加	1,278	1,374	1,387	1,478	1,586
手续费及佣金支出	84,342	65,744	66,359	70,702	75,904
管理费用	39,714	42,967	43,369	46,207	49,607
减: 摊回分保费用	798	906	914	974	1,046
其他业务成本	24,018	30,271	30,554	32,554	34,949
资产减值损失	12,416	22,809	20,528	19,502	18,917
营业利润差额(合计平衡项)	-8.5%	-7.2%	-23.5%	12.7%	10.0%
营业利润	54,911	50,981	39,011	43,959	48,358
加: 营业外收入	121	119	120	128	137
减: 营业外支出	544	605	620	659	706
利润总额	54,488	50,495	38,271	43,173	47,514
减: 所得税	3,103	-1,917	2,179	2,459	2,706
加: 未确认的投资损失					
加: 净利润差额(特殊报表科目)					
净利润差额(合计平衡项)					
净利润	51,385	52,412	36,092	40,714	44,808
减: 少数股东损益	1,117	1,491	1,027	1,158	1,275
归属于母公司所有者的净利润	50,268	50,921	35,065	39,556	43,533

资料来源: wind, 招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

非银行金融团队背靠百年央企招商局，以招商局金融产业为研究依托，对证券、保险、金融科技、多元金融等行业和优秀上市/非上市公司进行长期深入跟踪研究；专注研究领域包括财富管理、产寿险、支付、征信等。获得 2021 年新财富第四名、水晶球第五名；2020 年新财富、水晶球第五名；2019 年新财富第五名、金牛奖第三名。

郑积沙：招商证券非银行金融首席分析师，金融科技小组执行组长，中国证券业协会培训讲师（证券、保险），美国纽约大学硕士。9 年从业经验，2015 年加入招商证券。

张成凌：证券行业研究员，美国德州大学达拉斯分校硕士，4 年证券从业经历、9 年风险管理经验。2018 年加入招商证券，曾任职于招商证券风险管理部全面风险管理组组长，从事总量风控、券商研究就工作，专注风险定价和证券业务分析。

衣冠英：金融科技分析师，美国哥伦比亚大学精算学硕士。2022 年加入招商证券，曾就职于腾讯微保、平安人寿。5 年精算从业经验，对保险、金融科技等领域进行长期跟踪研究。

杨海盟：证券行业分析师，北京大学金融硕士。2022 年加入招商证券，曾就职于中国互联网金融协会、华创证券。从事券商及金融科技监管研究工作，对券商、金融科技（金融机构数字化转型）有深刻理解。

朱丽芳：保险行业研究员，厦门大学保险硕士。2022 年加入招商证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。