

公司研究

人力持续清虚，NBV 暂时承压，归母净利润同比+1.3%

——中国人寿 (601628.SH、2628.HK) 2021 年年报点评

A 股：买入（维持）

当前价：25.54 元人民币

H 股：买入（维持）

当前价：12.26 港币

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

wangyf@ebsecn.com

分析师：郑君怡

执业证书编号：S0930521110002

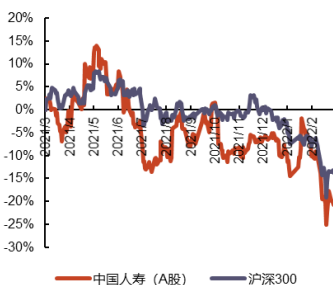
010-57378023

zhengjy@ebsecn.com

市场数据（A 股）

| | |
|-------------|------------|
| 总股本(亿股) | 282.65 |
| 总市值(亿元): | 7218.80 |
| 一年最低/最高(元): | 23.78/37.2 |
| 近3月换手率: | 5.1% |

股价相对走势



收益表现

| % | 1M | 3M | 1Y |
|----|-------|-------|-------|
| 相对 | -7.7 | -0.7 | -4.2 |
| 绝对 | -14.8 | -14.8 | -17.9 |

资料来源：Wind

相关研报

雄关漫道从头越——保险行业 2022 年年度投资策略 (2021-11-06)

新单降幅收窄，投资收益增速放缓——中国人寿 (601628.SH、2628.HK) 2021 年三季报点评 (2021-10-29)

投资增厚利润，代理人清虚致 NBV 承压——中国人寿 (601628.SH、2628.HK) 2021 年半年报点评 (2021-08-26)

NBV 短期承压，投资收益表现亮眼——中国人寿 (601628.SH/2628.HK) 2021 年一季报点评 (2021-04-29)

代理人缩量提质，NBV 领跑行业——中国人寿 (601628.SH/2628.HK)：2020 年年报点评 (2021-03-26)

要点

事件：

2021 年中国人寿营业收入 8585.1 亿元，同比+4.1%；归母净利润 509.2 亿元，同比+1.3%；加权平均净资产收益率 11.0%，同比-0.9pct；新业务价值 447.8 亿元，同比-23.3%；内含价值 1.2 万亿元，较年初+12.2%；每股股息 0.65 元，同比+1.6%。

点评：

改革持续深化，总人力同比-39.0%，全年保费实现正增长。公司夯实高质量发展，持续压实现队伍规模，截至 2021 年末，公司总销售人力 89 万人，同比-39.0%，降幅较前三季度扩大 2.3pct，其中 Q4 单季共脱落 16.2 万人，其中个险销售人力脱落 16 万人；同时，以总销售人力口径计算，2021 年公司人均手续费及佣金同比提升 27.7%至 7.4 万元/人，增速较前三季度扩大 5.3pct。随着代理人不断脱落，公司 21Q4 保费收入 648.9 亿元，同比-5.6%，但全年保费收入 6183.3 亿元，仍实现 1.0%的正增长。

新单下滑，NBVM 承压，NBV 同比-23.3%。2021 年公司新单保费收入 1758.6 亿元，同比-9.3%，其中 21H2 同比-12.1%，增速较 21H1 降低 3.7pct；2021 年公司首年期交保费为 984.1 亿元，同比-14.7%，其中十年期及以上首年期交保费为 416.8 亿元，同比-26.1%，21Q4 同比-39.0%，增速较 21Q3 降低 26.8pct。预计受代理人脱落、国内外经济形势不确定以及疫情区域性反复的影响，复杂的高价值率产品销售较为乏力，而收益较稳定但价值率偏低的年金保险产品逐渐受欢迎，公司 2021 年个险板块 NBVM（按首年保费计算）同比-6.3pct 至 41.6%，叠加新单下滑，导致公司 21 年 NBV 同比下滑 23.3%至 447.8 亿元，降幅较 21 年前三季度扩大 3.7pct。我们预计随着公司“一体多元”销售布局不断深化，营销体制改革成效逐渐显现，“大健康”和“大养老”战略稳步推进，业绩有望回暖。

净投资收益率同比+0.04pct，总投资收益率略下滑。公司持续加大长久期债券配置力度，联营和合营企业投资收益贡献提升，2021 年实现净投资收益率 4.38%，同比+0.04pct，较前三季度的 4.40%基本保持稳定，但总投资收益率同比略下滑 0.32pct 至 4.98%。

21Q4 净利润同比-23.9%，但全年实现 1.3%的正增长。2021 年公司经营整体稳健，实现归母净利润 509.21 亿元，同比+1.3%，增幅较前三季度缩窄 1.7pct，其中 21Q4 归母净利润为 24.2 亿元，同比-23.9%，但降幅较 21Q3 缩窄 30.6pct。预计单季度净利润下滑主要受负债端承压和投资收益下滑影响（21Q4 保费同比-5.6%，总投资收益同比-6.4%），叠加传统险准备金折现率假设更新影响下，相关保险合同准备金变动合计减少 2021 年公司税前利润 382.8 亿元，拖累全年净利润增速。

盈利预测与评级：随着公司代理人队伍转型不断深化，逐步实现“提质稳量”，预计未来新业务价值增速有望回升。考虑到公司 21Q4 归母净利润下滑以及国内外经济形势不确定性对投资端可能产生一定影响，我们下调公司 2022-2023 归母净利润预测 14.3%/4.7%至 834.2/1033.0 亿元，新增 2024 年归母净利润预测 1176.0 亿元。目前 A/H 股价对应公司 22 年 PEV 为 0.56/0.22，维持 A/H 股“买入”评级。

风险提示：保费收入不及预期；疫情大范围内反复；利率超预期下行

公司盈利预测与估值简表

| 指标 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 营业收入 (百万元) | 825,049 | 858,505 | 879,038 | 937,168 | 1,011,491 |
| 营业收入增长率 | 10.72% | 4.06% | 2.39% | 6.61% | 7.93% |
| 归母净利润 (百万元) | 50,257 | 50,921 | 83,419 | 103,300 | 117,597 |
| 净利润增长率 | -13.78% | 1.32% | 63.82% | 23.83% | 13.84% |
| EPS (元) | 1.78 | 1.80 | 2.95 | 3.65 | 4.16 |
| EVPS (元) | 37.93 | 42.56 | 45.28 | 48.74 | 52.20 |
| P/E (A) | 14.36 | 14.18 | 8.65 | 6.99 | 6.14 |
| P/B (A) | 1.60 | 1.51 | 1.41 | 1.32 | 1.24 |
| P/EVPS (A) | 0.67 | 0.60 | 0.56 | 0.52 | 0.49 |
| P/E (H) | 5.61 | 5.54 | 3.38 | 2.73 | 2.40 |
| P/B (H) | 0.63 | 0.59 | 0.55 | 0.51 | 0.48 |
| P/EVPS (H) | 0.26 | 0.23 | 0.22 | 0.20 | 0.19 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022 年 3 月 24 日（汇率 1 HKD = 0.8139RMB）

财务报表与盈利预测

| 利润表 (百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 营业收入 | 825,049 | 858,505 | 879,038 | 937,168 | 1,011,491 |
| 已赚保费 | 604,666 | 611,251 | 651,686 | 693,764 | 749,265 |
| 投资收益及公允价值变动 | 210,982 | 236,723 | 215,554 | 229,994 | 245,589 |
| 营业支出 | 770,050 | 807,524 | 795,774 | 834,126 | 894,203 |
| 退保金 | 33,275 | 41,580 | 44,491 | 47,605 | 51,413 |
| 净赔付支出 | 133,340 | 136,502 | 146,057 | 156,281 | 168,784 |
| 提取保险责任准备金 | 418,773 | 447,296 | 430,046 | 460,150 | 496,962 |
| 保单红利支出 | 28,279 | 26,511 | 28,367 | 30,352 | 32,781 |
| 保险业务手续费及佣金支出 | 84,342 | 65,744 | 66,161 | 56,634 | 53,519 |
| 业务及管理费 | 39,714 | 42,967 | 36,389 | 35,396 | 38,228 |
| 营业利润 | 54,911 | 50,981 | 83,264 | 103,041 | 117,289 |
| 营业外收支 | -423 | -486 | -543 | -606 | -675 |
| 利润总额 | 54,488 | 50,495 | 82,721 | 102,436 | 116,613 |
| 所得税费用 | 3,103 | -1,917 | -3,140 | -3,889 | -4,427 |
| 少数股东损益 | 1,117 | 1,491 | 2,443 | 3,025 | 3,443 |
| 归母净利润 | 50,257 | 50,921 | 83,419 | 103,300 | 117,597 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

| 资产负债表 (百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 资产总计 | 4,252,410 | 4,891,085 | 5,624,748 | 6,412,212 | 7,245,800 |
| 货币资金 | 57,605 | 60,875 | 70,006 | 79,807 | 90,182 |
| 交易性金融资产 | 161,564 | 206,764 | 237,779 | 271,068 | 306,306 |
| 买入返售金融资产 | 7,947 | 12,915 | 14,852 | 16,932 | 19,133 |
| 应收保费 | 20,730 | 20,361 | 23,415 | 26,693 | 30,163 |
| 可供出售金融资产 | 1,215,603 | 1,429,287 | 1,643,680 | 1,873,795 | 2,117,389 |
| 持有至到期投资 | 1,189,369 | 1,533,753 | 1,763,816 | 2,010,750 | 2,272,148 |
| 长期股权投资 | 239,584 | 257,953 | 296,646 | 338,176 | 382,139 |
| 负债合计 | 3,795,479 | 4,404,427 | 5,104,024 | 5,855,038 | 6,655,195 |
| 未到期责任准备金 | 14,701 | 14,062 | 16,296 | 18,693 | 21,248 |
| 未决赔款准备金 | 21,991 | 26,234 | 30,401 | 34,874 | 39,640 |
| 寿险责任准备金 | 2,768,584 | 3,182,083 | 3,687,523 | 4,230,111 | 4,808,204 |
| 所有者权益合计 | 456,931 | 486,658 | 520,724 | 557,175 | 590,605 |
| 股本 | 28,265 | 28,265 | 28,265 | 28,265 | 28,265 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 450,051 | 478,585 | 512,913 | 548,817 | 581,746 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

| | 评级 | 说明 |
|---------|-----|--|
| 行业及公司评级 | 买入 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上 |
| | 增持 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%； |
| | 中性 | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%； |
| | 减持 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%； |
| | 卖出 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上； |
| | 无评级 | 因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，致使无法给出明确的投资评级。 |
| 基准指数说明： | | A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。 |

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE