

中国人寿 (601628)

证券研究报告
2023年04月29日

高基数下负债端超预期增长，新准则大幅提振利润

1、利润：新准则应用促业绩高增。新会计准则下 23Q1 归母净利润 273 亿 (22Q1 为 154 亿)，同比大增+81%；旧准则下 23Q1 归母净利润 179 亿 (22Q1 为 152 亿)，同比+18.0%。投资端回暖是业绩改善的主因，同时新会计准则的应用使得利润大幅攀升 (其中对于 22Q1 追述部分仅涉及新保险合同准则 IFRS17，而新金融工具准则 IFRS9 未予追述)。

2、价值与保费：负债端高基数下保持稳健增长。公司 23Q1NBV 增速由负转正，同比+7.7%。实现新单保费收入 1177 亿，同比+16.6%；首年期交保费 715 亿，同比+9.4%；其中十年期及以上首年期交保费 201 亿，同比+5.1%，占首年期交保费的比重为 28.1% (较 22Q1 下滑 1.1Pct)，业务质量小幅下滑。由于公司 22Q1 负债端表现优于多数同业，因此在相对行业高基数的情况下，负债端仍能保持稳健增长更加能够确立负债端的拐点。保费增速快于 NBV 增速，显示公司 NBV margin 有所下滑，我们预计主因是大环境下年金供需共振，年金销售占比提升所致。我们预计公司 Q2 后续或将转向健康险销售，margin 较 Q1 有望改善。

3、人力：人力已基本企稳，业务基本盘业已稳固。截至 23Q1 末，公司总销售人力规模为 72.2 万人，其中个险人力 66.2 万人，较年初环比基本持平。显示公司人力脱落和清虚进入尾声，人力基本进入稳定平台。

4、投资：公司 23Q1 投资业绩大幅改善，是利润表现改善的主因。公司 23Q1 实现总投资收益 529 亿，同比+18.8%。公司年总投资收益率 4.21%，同比+33bps；年净投资收益率 3.62%，同比-38bps。

5、新会计准则 IFRS17：对 23Q1 业绩进行拆分，1) 保险服务业绩 (包含保险服务收入、保险服务费用和分出部分) 为 159 亿，同比+36%，预计占营业利润 (定义为保险服务业绩+投资业绩) 的比重为 46.3%，较 22Q1 下降 8.2Pct；2) 23Q1/22Q1 投资业绩 (包含投资部分收益和承保财务损益净额) 184/98 亿元，对保险业务利润贡献度分别为 53.7%/45.5%。

投资建议：1) 基本面上看，公司一季报 NBV 增速转负为正，同时队伍规模企稳，我们判断公司业绩已处于相对底部。叠加保险行业年金险供需同频共振，我们判断公司全年负债端有望持续向好。2) 新会计准则落地大幅提升保险公司报表的透明度，保险股估值有望持续提升。考虑到未来资本市场波动预期，我们下调 2023-2025 年公司归母净利润预测分别至 454 亿、527 亿、585 亿，同比分别+42%、+16%、+11% (前次预测 2023-2025 分别为 498 亿、569 亿、654 亿)。我们预计公司 23H/23A 的 NBV 增速分别为+11%/+10%。目前公司估值仍处于历史低位水平，维持“买入”评级。

风险提示：投资者风险偏好快速上行致年金险需求萎缩；代理人规模下滑超预期。

投资评级

行业	非银金融/保险 II
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	39 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	20,823.53
流通 A 股股本(百万股)	20,823.53
A 股总市值(百万元)	812,117.67
流通 A 股市值(百万元)	812,117.67
每股净资产(元)	16.31
资产负债率(%)	91.39
一年内最高/最低(元)	39.98/23.92

作者

周颖婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521060002
zhouyingjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中国人寿-年报点评报告:NBV 同比-20%基本符合预期，个险渠道稳健向好，看好 23 年负债端价值高质量增长》 2023-03-30
- 《中国人寿-季报点评:NBV 同比-15.4%，预计人力低点已至，23 年量质企稳回升可期》 2022-10-30
- 《中国人寿-半年报点评:NBV 同比-13.8%预计优于其他上市同业，Q2 投资端已现改善，后续负债端有望保持领先》 2022-08-26

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	858505	826055	922377	989634	1064419
增长率 (%)	4.07	(3.78)	11.66	7.29	7.56
归属母公司股东净利润 (百万元)	50766	32082	45413	52689	58464
增长率 (%)	0.99	(36.80)	41.55	16.02	10.96
每股收益 (元)	1.80	1.14	1.61	1.86	2.07
市盈率(P/E)	21.67	34.36	24.27	20.92	18.85
市净率(P/B)	2.30	2.53	2.32	2.13	1.96

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					
每股收益	1.80	1.14	1.61	1.86	2.07
每股净资产	16.93	15.43	16.82	18.31	19.93
每股内含价值	42.56	43.54	47.73	52.64	58.06
每股新业务价值	1.58	1.27	1.39	1.50	1.62
价值评估 (倍)					
P/E	21.67	34.36	24.27	20.92	18.85
P/B	2.30	2.53	2.32	2.13	1.96
P/EV	0.92	0.90	0.82	0.74	0.67
VNBX	-2.25	-3.56	-6.29	-9.10	-11.77
盈利能力指标 (%)					
净投资收益率	4.38%	4.00%	4.50%	4.50%	4.50%
总投资收益率	4.98%	3.94%	5.00%	5.00%	5.00%
净资产收益率	10.61%	7.36%	9.55%	10.18%	10.38%
总资产收益率	1.04%	0.61%	0.80%	0.85%	0.86%
财险综合成本率	-	-	-	-	-
财险赔付率	-	-	-	-	-
财险费用率	-	-	-	-	-
盈利增长 (%)					
净利润增长率	0.99%	-36.80%	41.55%	16.02%	10.96%
内含价值增长率	12.21%	2.29%	9.65%	10.28%	10.30%
新业务价值增长率	-23.29%	-19.60%	9.00%	8.00%	8.00%
偿付能力充足率 (%)					
偿付能力充足率 (集团)	-	-	-	-	-
偿付能力充足率 (寿险)	262%	207%	250%	250%	250%
偿付能力充足率 (产险)	-	-	-	-	-
内含价值 (百万元)					
调整后净资产	513,838	565,222	621,744	683,918	752,310
有效业务价值	689,170	665,297	727,468	804,004	888,810
内含价值	1,203,008	1,230,519	1,349,211	1,487,922	1,641,120
一年新业务价值	44,780	36,004	39,244	42,384	45,775
核心内含价值回报率	10.10%	10.13%	9.58%	10.02%	9.97%
寿险新业务保费 (百万)					
短险和趸缴新单保费	77,454	88,341	94,252	101,136	107,926
期缴新单保费	98,410	96,426	101,453	108,162	113,289
新业务合计	175,864	184,767	195,705	209,298	221,215
新业务保费增长率	-9.32%	5.06%	5.92%	6.95%	5.69%
标准保费	106,155	105,260	110,878	118,275	124,082
标准保费增长率 (%)	-13.89%	-0.84%	5.34%	6.67%	4.91%

利润表 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
寿险保费	618,327	615,190	662,094	704,738	752,574
非寿险保费	0	0	0	0	0
总保费及管理费收入	618,327	615,190	662,094	704,738	752,574
减: 分出保费	8,015	8,270	8,607	9,162	9,783
净保费收入	610,312	606,920	653,487	695,576	742,791
减: 净提取未到期责任准备金	939	-905	-843	1,269	1,396
已赚净保费	611,251	607,825	654,330	694,307	741,395
投资收益	241,814	217,775	254,074	279,350	306,225
营业收入	858,505	826,055	922,377	989,634	1,064,419
赔付及保户利益	178,082	177,805	199,971	214,391	230,533
保险业务综合费用	628,442	623,867	664,209	707,986	758,881
营业费用	807,524	801,672	864,180	922,377	989,413
营业利润	56,319	24,383	58,197	67,257	75,006
税前利润	50,495	24,047	57,853	66,913	74,662
所得税	-1,917	-9,467	10,414	11,873	13,588
归属于母公司股东的净利润	50,766	32,082	45,413	52,689	58,464
少数股东损益	1,491	1,432	2,027	2,352	2,610

资产负债表 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及存款投资	590,363	614,520	655,747	724,076	796,725
债权投资	2,273,423	2,458,437	2,465,610	2,722,525	2,995,686
股权投资	414,774	578,036	619,025	683,528	752,108
其他投资	1,438,269	1,413,987	1,505,596	1,662,478	1,829,281
总投资资产	4,716,829	5,064,980	5,245,978	5,792,606	6,373,801
分保资产	6,630	7,840	4,600	4,600	4,600
其他资产	167,626	179,164	391,010	391,010	391,012
资产总计	4,891,085	5,251,984	5,641,588	6,188,216	6,769,413
保险合同负债	3,419,899	3,880,160	4,342,999	4,841,785	5,370,973
投资合同负债	313,585	374,742	300,000	300,000	300,000
次级债	34,994	34,997	34,997	34,997	34,997
其他负债	635,949	516,964	477,170	480,363	483,716
负债总计	4,404,427	4,806,863	5,155,166	5,657,145	6,189,686
实收资本	28,265	28,265	28,265	28,265	28,265
归属于母公司股东权益	478,585	436,169	475,319	517,469	563,341
少数股东权益	8,073	8,952	11,103	13,602	16,384
负债和所有者权益合计	4,891,085	5,251,984	5,641,588	6,188,216	6,769,412

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com