

## 中国人寿 (601319) \非银金融

### 财险COR同比改善，寿险迎来复苏

事件：公司发布2023年一季报，实现归母净利润117亿元，同比高增230%（IFRS17新准则下，原准则下同比+25.3%），公司业绩延续向好态势。

#### ► 财险COR进一步改善，人身险业务呈现显著回暖迹象

1) 23Q1公司实现归母净利润117.21亿元，同比高增230%（新准则下），公司利润的增长主要来自于财险和寿险业务在负债端的同比改善和新准则下投资资产公允价值变动带来的贡献，若以2022年报下旧准则的披露口径来看，23Q1公司实现归母净利润109.55亿元，同比增长25.3%。2) 23Q1公司财险业务实现原保险保费收入1676.41亿元，同比增长10.2%，其中车险同比增长6.5%，非车险同比增长12.8%；新准则下实现保险服务收入1075.2亿元，同比增长9.2%，预计主要是由于新准则下部分政府类业务无法计入保险业务收入所致。从综合成本率来看，新准则下23Q1公司财险业务COR为95.7%（Q1新准则下COR高于旧准则预计是由于Q1法人业务占比较高所致，全年来看新准则下的COR预计优于旧准则），相同口径下同比改善0.9pct，带动财险业务承保利润高增，促进利润增长（公司披露旧准则下财险业务利润同比增长13.5%，新准则下预计更高），“量价双升”逻辑持续演绎，主要得益于公司持续强调降本增效带来的业务品质优化，全年来看公司财险业务将延续向好态势。3) 23Q1公司寿险业务实现净利润29.86亿元（旧准则下），同比增长36.5%；从新单表现来看，23Q1公司的长险首年期交保费为130.54亿元，同比增长9.4%，预计主要得益于储蓄类险种需求显著提升所致，预计23Q1公司的新业务价值也实现了好于行业的增长。当前寿险行业复苏态势已现，公司寿险业务负债端的底部改善态势预计将延续至全年。4) 23Q1公司健康险业务实现净利润10.22亿元（旧准则下），同比高增57%，健康险的长险首年期交保费也同比大幅增长48%，公司健康险业务持续保持了高质量发展态势。

#### ► 新准则对公司当期净资产和利润的影响偏正向

在新准则下，截至23Q1公司净资产为3302.43亿元，较年初增长9%，一季度公司加权平均ROE为5%，同比提升3.3pct，整体来看，新准则对公司的净资产和利润影响偏正面，推动新准则下公司的ROE趋势性抬升。

#### ► 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-25年净利润分别为304.54/344.37/400.62亿元，对应增速分别为24.8%/13.1%/16.3%。鉴于公司财险板块承保端的优异表现、人身险业务负债端的复苏来临，我们给予公司财险板块1.35倍PB（公司2023年ROE预计为13.5%），给予公司财险板块0.6倍PEV（参考可比公司中国平安0.6倍），合计给予公司2023年1.22倍PB，目标价6.9元，给予“买入”评级。

**风险提示：**财险竞争加剧、寿险复苏不及预期、管理层波动。

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万元)	597,691	620,859	654,744	687,460	721,355
同比增长	2.4%	3.9%	5.5%	5.0%	4.9%
营业利润(百万元)	35,828	40,721	50,813	57,458	66,843
同比增长	13.9%	13.7%	24.8%	13.1%	16.3%
归母净利润(百万)	21,638	24,406	30,454	34,437	40,062
同比增长	7.8%	12.8%	24.8%	13.1%	16.3%
每股收益(元)	0.49	0.55	0.69	0.78	0.91
PE	12.45	11.04	8.84	7.82	6.72
PB	1.23	1.22	1.08	1.00	0.92

数据来源：公司公告、wind，国联证券研究所预测；股价为2023年4月27日收盘价

投资评级：

行业：

保险

投资建议：

买入（维持评级）

当前价格：

6.09元

目标价格：

6.90元

#### 基本数据

总股本/流通股本（百万股）	44,224/35,498
流通A股市值（百万元）	216,181
每股净资产（元）	5.50
资产负债率（%）	77.22
一年内最高/最低（元）	6.09/4.24

#### 股价相对走势



分析师：曾广荣

执业证书编号：S0590522100003

邮箱：zenggr@gjsc.com.cn

分析师：刘雨辰

执业证书编号：S0590522100001

邮箱：liuyuch@gjsc.com.cn

#### 相关报告

1、《中国人寿 (601319) \非银金融行业业绩领先同业，有望迎来价值重估》2023.03.26

## 财务预测摘要

### 利润表：

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	597691	620859	654744	687460	721355
已赚保费	530014	559728	589918	620201	650041
保险业务收入	585423	625809	668981	715131	764465
其中：分保费收入	4222	6513	6962	7443	7956
减：分出保费	-47058	-54779	-63767	-74229	-86408
提取未到期责任准备金	-8351	-11302	-15296	-20701	-28016
投资收益	62835	56656	59489	63058	66211
其中：对联营企业和合营	13571	15466	17786	20987	24765
公允价值变动（损失）/收益	636	-579	527	-480	437
汇兑收益/（损失）	-331	1059	1271	1525	1830
资产处置收益	219	249	283	322	366
其他收益	376	281	210	157	117
其他业务收入	3942	3465	3046	2677	2353
营业支出	561863	580138	603931	630003	654512
退保金	24906	30869	38260	43999	46199
赔付支出	336698	358272	381228	405656	427967
减：摊回赔付支出	-26900	-30256	-32195	-34258	-36142
提取保险责任准备金	88920	76920	66539	57560	49792
减：摊回保险责任准备金	-3795	-4136	-4508	-4913	-5354
提取/（转回）保费准备金	-303	150	-74	37	-18
保单红利支出	3684	3998	4339	4709	5110
分保费用	996	1313	1731	2282	3008
税金及附加	2006	2169	2345	2536	2742
手续费及佣金支出	50939	49933	48947	47980	47033
业务及管理费	86388	92429	97975	102873	108017
减：摊回分保费用	-11070	-12327	-13727	-15285	-17021
其他业务成本	7876	8152	8438	8733	9039
资产减值损失	1518	2652	4633	8094	14141
营业利润	35828	40721	50813	57458	66843
加：营业外收入	353	484	604	683	794
减：营业外支出	-288	-235	-293	-332	-386
利润总额	35893	40970	51123	57809	67252
减：所得税费用	-5291	-6645	-8292	-9376	-10908
净利润	30602	34325	42831	48433	56344
归属于母公司股东的净利润	21638	24406	30454	34437	40062
少数股东损益	8964	9919	12377	13996	16282

资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所预测

### 资产负债表：

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产					
货币资金	22398	22227	22057	21889	21722
以公允价值计量且其变动计入当期损	57459	38301	25531	17018	11344
买入返售金融资产	11490	19234	32197	53898	90223
应收保费	41720	55396	73555	97667	129682
应收分保账款	16359	21262	27634	35917	46682
应收分保未到期责任准备金	13591	15567	17830	20423	23392
应收分保未决赔款准备金	20670	25380	31163	38264	46983
应收分保寿险责任准备金	28	36	46	60	77

应收分保长期健康险责任准备金	5386	4804	4285	3822	3409
保户质押贷款	5889	6419	6997	7626	8313
定期存款	94341	101180	108515	116381	124818
可供出售金融资产	502102	557582	619192	687610	763588
持有至到期投资	197346	198393	199446	200504	201567
分类为贷款及应收款的投资	144603	176082	232909	267835	283244
长期股权投资	135570	146233	157735	170141	183523
存出资本保证金	12994	12923	12852	12782	12712
投资性房地产	13340	15085	17058	19290	21813
固定资产	33025	33863	34722	35603	36507
使用权资产	3066	2307	1736	1306	983
无形资产	8392	8325	8259	8193	8127
商誉	198	198	198	198	198
递延所得税资产	10225	18109	32072	56801	100598
其他资产	26210	29796	33873	38507	43775
资产总计	137640	1508702	1699863	1911734	2163280
负债					
卖出回购金融资产款	77598	100890	131173	170547	221738
预收保费	27390	29453	31671	34057	36622
应付手续费及佣金	8535	9536	10654	11904	13300
应付分保账款	22767	27661	33607	40831	49608
应付职工薪酬	25052	29641	35071	41495	49096
应交税费	8803	11808	15839	21246	28498
应付赔付款	10751	9068	7648	6451	5441
应付保单红利	5342	5609	5889	6184	6493
保户储金及投资款	44855	52525	61507	72024	84340
未到期责任准备金	170602	183880	198191	213617	230243
未决赔款准备金	179153	215088	258231	310028	372214
寿险责任准备金	364646	391945	421288	452827	486728
长期健康险责任准备金	55555	66589	79815	95667	114668
保费准备金	2412	2573	2745	2928	3123
应付债券	43804	43356	42913	42474	42039
租赁负债	2993	2291	1754	1342	1027
递延所得税负债	2053	260	33	4	1
其他负债	27386	25964	24616	23338	22126
负债合计	107969	1208137	1362644	154696	1767304
股东权益					
股本	44224	44224	44224	44224	44224
资本公积	7527	7405	7775	8164	8572
其他综合收益	18845	3440	11307	10176	9159
盈余公积	14187	14938	15729	16561	17438
一般风险准备	15752	17911	18807	19747	20734
大灾风险利润准备金	212	59	62.0	65.0	68.3
未分配利润	118385	133533	150619	169892	191630
归属于母公司股东权益合计	219132	221510	248523	268829	291826
少数股东权益	77573	79055	88696	95943	104150
股东权益合计	296705	300565	337218	364772	395976
负债和股东权益总计	137640	1508702	1699863	1911734	2163280

资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所预测

## 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。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695