

中国人寿 (601628.SH) / 保险

证券研究报告/公司点评

2023年5月2日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 39.00

分析师: 蒋峤

执业证书编号: S0740517090005

Email: jiangqiao@r.qizq.com.cn

分析师: 戴志锋

执业证书编号: S0740517030004

Email: daizf@r.qizq.com.cn

公司盈利预测及估值

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 858505 | 826055 | 873677 | 920326 | 975373 |
| 增长率 (%) | 4.07% | -3.78% | 5.77% | 5.34% | 5.98% |
| 归属母公司股东净利润 | 50921 | 32082 | 48297 | 60935 | 75718 |
| 增长率 (%) | 1.30% | -37.00% | 50.54% | 26.17% | 24.26% |
| 每股收益 (元) | 1.80 | 1.14 | 1.71 | 2.16 | 2.68 |
| PE | 21.65 | 34.36 | 22.82 | 18.09 | 14.56 |

备注: 股价截至 2023 年 4 月 28 日

投资要点

■ **事件: 中国人寿发布 2023 年一季报: 1) NBV 增速由负转正, 同比+7.7%, 略超预期; 2) 旧准则下, 归母净利润 179 亿元, 同比+18.0%, 归母净资产较年初+5.7%; 3) 新准则下, 归母净利润 273 亿元, 同比+78.0%, 归母净资产较年初+35.7%。**

■ **1、新会计准则下保险服务业绩增长近 36%。**

1) 新准则执行: 2023-2025 年, 中国人寿 H 股执行新准则, A 股暂缓执行, 但会补充披露新准则下的资产负债表和利润表。

2) 新准则下营收 1096 亿元, 同比+18.4%, 相比旧准则营收规模减少 70.2%, 主要是 IFRS17 的保费收入计量剔除“储蓄”成分, 且按保险服务期确认。保险服务收入 472 亿元, 同比+2.3%。

3) 新准则下, 归母净利润 273 亿元、同比+78.0%, 旧准则下归母净利润 179 亿元, 同比+18.0%, 差异来自哪里? 预计主要是两方面原因, 一是权益类资产转为 FVTPL (公允价值计量进损益), 受益于一季度市场行情; 二是对通用模型计量的负债折现率变化, 采用了 OCI 选择权, 利率下降对负债增提的影响不再进利润, 而是进净资产。另外, 对于 22Q1 的数据, 重塑了 I17, 未重塑 I9, 预计若重塑 I9 净利润增速将更高。

■ **2、寿险: 一季度新单保费同比+16.6%, NBV 增速由负转正, 同比+7.7%**

1) 新单保费: 一季度新单保费 1177 亿元, 同比+16.6%。其中首年期交保费 715 亿元, 同比+9.4%; 十年及以上期交保费 201 亿元, 同比+5.1%, 占首年期交的 28.1%。

2) NBV 增速由负转正, 同比+7.7%, 预计主要受代理人规模降幅收窄且产能提升, 以及银保渠道业务快速增长拉动, 预计银保贡献增量约 80%。

3) 增长原因, 多因素共同作用: 险企阶段性侧重银保+银行渠道对中收诉求强+客户中长期保本理财需求释放+各方对预定利率可能下调预期等。

■ **3、人力: 代理人队伍规模企稳, 人均产能显著提升**

1) 代理人队伍规模企稳: 总人力 2022Q1、2022 年末、2023Q1 分别为 84.6 万人、72.9 万人、72.2 万人, 同比-15%, 较年初-1%。个险人力 2022Q1、2022 年末、2023Q1 分别 78 万人、66.8 万人、66.2 万人, 同比-15%, 较年初-0.9%。

2) 人均产能显著提升: 个险人均首年期交保费同比+28.8%。

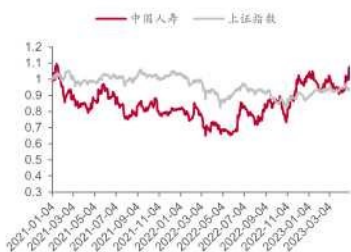
■ **4、投资: 资产规模稳健增长; 总投资收益率有所提升**

1) 投资资产达 52438 亿元, 较年初+3.5%。2) 总投资收益达到 529 亿元, 同比+18.8%。年化净投资收益率 3.62%, 同比-0.38pct; 年化总投资收益率 4.21%, 同比+0.33pct。3) 新准则下 OCI 余额由年初的-1121 亿元大幅降至-483 亿元, 预计主要是债券资产重分类为 FVOCI, 其公允价值变动超过负债端折现率变化, 导致

基本状况

| | |
|-----------|---------|
| 总股本(百万股) | 28300 |
| 流通股本(百万股) | 20800 |
| 市价(元) | 39.00 |
| 市值(百万元) | 1102300 |
| 流通市值(百万元) | 812100 |

股价与行业-市场走势对比



相关报告

人力降幅逐季收窄, 开门“红”值得期待——中国人寿 22Q3 点评

人力稳中国量, NBV 表现预计领先上市险企——中国人寿 22H 中报点评 202208

《新业务价值显著优于上市同业, 资本充足率保持高水准——中国人寿 2022 年 1 季报点评》——2022/5/4

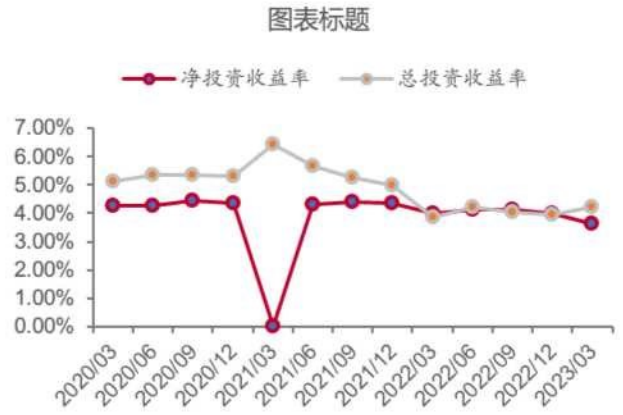
《代理人质态优于同业,利率债配置时机得当——中国人寿2021年报点评》——2022/3/25

净资产显著增加。

- **投资建议:** 总体看,在去年同期不低的基数之下,国寿一季报NBV略超市场预期,且代理人队伍量稳质升。我们预测公司23年EV增长为9.70%,当前股价对应23年PEV为0.82倍,维持买入评级。
- **风险提示:** 权益市场大幅度下降,长期无风险收益率大幅度下行,新单保费增速不如预期,寿险改革成效低于预期。

图表 1: 国寿个险人力规模: 万人


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 国寿投资收益率情况; %


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 中国人寿财务报表及主要财务指标: 百万元, %

| 主要财务指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表 (百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股指标 (元) | | | | | | 寿险保费 | 618327 | 615190 | 633968 | 657904 | 687269 |
| 每股收益 | 1.80 | 1.14 | 1.71 | 2.16 | 2.68 | 非寿险保费 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 每股净资产 | 16.93 | 15.43 | 19.40 | 22.31 | 25.75 | 总保费及管理费收入 | 618327 | 615190 | 633968 | 657904 | 687269 |
| 每股内含价值 | 42.56 | 43.54 | 47.76 | 52.43 | 57.61 | 减：分出保费 | 8015 | 8270 | 8242 | 8553 | 8934 |
| 每股新业务价值 | 1.58 | 1.27 | 1.38 | 1.51 | 1.66 | 净保费收入 | 610312 | 606920 | 625726 | 649351 | 678334 |
| 价值评估 (倍) | | | | | | 减：净提取未到期责任准备金 | (939) | (905) | (238) | 1329 | 1462 |
| P/E | 21.65 | 34.36 | 22.82 | 18.09 | 14.56 | 已赚净保费 | 611251 | 607825 | 625964 | 648021 | 676872 |
| P/B | 2.30 | 2.53 | 2.01 | 1.75 | 1.51 | 投资收益 | 241814 | 217775 | 235232 | 259266 | 284877 |
| P/EV | 0.92 | 0.90 | 0.82 | 0.74 | 0.68 | 营业收入 | 858505 | 826055 | 873677 | 920326 | 975373 |
| VNBX | -2.25 | -3.56 | -6.37 | -8.88 | -11.18 | 赔付及保户利益 | 178082 | 177805 | 183448 | 193037 | 203948 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | | 保险业务综合费用 | 629442 | 623867 | 631253 | 652984 | 679190 |
| 净投资收益率 | 4.38% | 4.00% | 4.50% | 4.50% | 4.50% | 营业费用 | 807524 | 801672 | 814700 | 846020 | 883139 |
| 总投资收益率 | 4.98% | 3.94% | 5.00% | 5.00% | 5.00% | 营业利润 | 50981 | 24383 | 58977 | 74306 | 92235 |
| 净资产收益率 | 10.64% | 7.36% | 8.81% | 9.66% | 10.40% | 税前利润 | 50495 | 24047 | 58577 | 73906 | 91835 |
| 总资产收益率 | 1.04% | 0.61% | 0.84% | 0.97% | 1.10% | 所得税 | (1917) | (9467) | 8787 | 11086 | 13775 |
| 财险综合成本率 | - | - | - | - | - | 归属于母公司股东的净利润 | 50921 | 32082 | 48297 | 60935 | 75718 |
| 财险赔付率 | - | - | - | - | - | 少数股东损益 | 1491 | 1432 | 1494 | 1885 | 2342 |
| 财险费用率 | - | - | - | - | - | | | | | | |
| 盈利增长 (%) | | | | | | 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 净利润增长率 | 1.30% | -37.00% | 50.54% | 26.17% | 24.26% | 现金及存款投资 | 590363 | 614520 | 769416 | 851517 | 939008 |
| 内含价值增长率 | 12.21% | 2.29% | 9.70% | 9.79% | 9.87% | 债权投资 | 2273423 | 2458437 | 2414373 | 2672002 | 2946543 |
| 新业务价值增长率 | -23.29% | -19.60% | 8.00% | 10.00% | 10.00% | 股权投资 | 414774 | 578036 | 557163 | 616616 | 679971 |
| 偿付能力充足率 (%) | | | | | | 其他投资 | 1438269 | 1413987 | 1565363 | 1732397 | 1910396 |
| 偿付能力充足率 (集团) | - | - | - | - | - | 总投资资产 | 4716829 | 5064980 | 5306314 | 5872532 | 6475918 |
| 偿付能力充足率 (寿险) | 262% | 207% | 380% | 380% | 380% | 分保资产 | 6630 | 7840 | 3250 | 6850 | 6850 |
| 偿付能力充足率 (产险) | - | - | - | - | - | 其他资产 | 167626 | 179164 | 408510 | 408510 | 408510 |
| 内含价值 (百万元) | | | | | | 资产总计 | 4891085 | 5251984 | 5718074 | 6287892 | 6891278 |
| 调整后净资产 | 674,317 | 682,694 | 750,963 | 826,060 | 908,666 | 保险合同负债 | 3419899 | 3880160 | 4343279 | 4822050 | 5318426 |
| 有效业务价值 | 528,691 | 547,825 | 598,907 | 655,977 | 719,701 | 投资合同负债 | 313585 | 374742 | 300000 | 300000 | 300000 |
| 内含价值 | 1,203,008 | 1,230,519 | 1,349,870 | 1,482,037 | 1,628,367 | 次级债 | 34994 | 34997 | 34997 | 34997 | 34997 |
| 一年新业务价值 | 44,780 | 36,004 | 38,884 | 42,773 | 47,050 | 其他负债 | 635949 | 516964 | 477170 | 480363 | 483716 |
| 核心内含价值回报率 (%) | 10.10% | 10.13% | 9.62% | 9.62% | 9.63% | 负债总计 | 4404427 | 4806863 | 5155446 | 5637410 | 6137138 |
| 寿险新业务保费 (百万元) | | | | | | 实收资本 | 28265 | 28265 | 28265 | 28265 | 28265 |
| 趸缴新单保费 | 77,454 | 88,341 | 92,999 | 98,032 | 103,386 | 归属于母公司股东权益 | 478585 | 436169 | 548263 | 630560 | 727935 |
| 期缴新单保费 | 98,410 | 96,426 | 101,144 | 106,003 | 111,111 | 少数股东权益 | 8073 | 8952 | 14364 | 19922 | 26205 |
| 新业务合计 | 175,864 | 184,767 | 194,143 | 204,034 | 214,497 | 负债和所有者权益合计 | 4891085 | 5251984 | 5718074 | 6287892 | 6891278 |
| 新业务保费增长率 (%) | -9.32% | 5.06% | 5.07% | 5.09% | 5.13% | | | | | | |
| 标准保费 | 106155 | 105260 | 110444 | 115806 | 121450 | | | | | | |
| 标准保费增长率 (%) | -13.89% | -0.84% | 4.92% | 4.85% | 4.87% | | | | | | |

来源：公司公告，中泰证券研究所

投资评级说明:

| | 评级 | 说明 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。