

投资评级 优于大市 维持
股票数据

04月28日收盘价(元)	39.00
52周股价波动(元)	23.92-38.73

股本结构

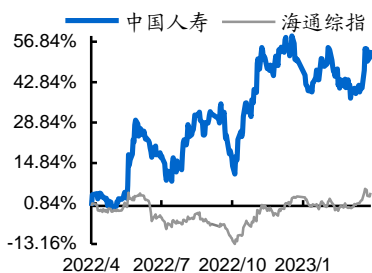
总股本(百万股)	28265
流通A股(百万股)	20823.53
B股/H股(百万股)	0/7441

相关研究

《NBV表现继续优于同业，代理人人均产能大幅提升》2023.03.30

《国寿1月保费点评：看好公司继续保持负债端领先优势》2023.02.14

《净利润降幅收窄，新单保费持续增长》2022.10.29

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	11.8	7.8	6.6
相对涨幅(%)	12.4	9.2	11.2

资料来源：海通证券研究所

新准则下净利润同比大幅增长，NBV单季增速转正

投资要点：

- 【事件】中国人寿发布2023年一季度业绩：**1) 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%。平均加权ROE为3.99%，同比+0.78pct。2) 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%。
- 新会计准则下保险服务业绩增长近36%。**1) 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%。保险服务收入472亿元，同比+2.3%。2) 保险服务业绩(保险服务收入-保险服务费用-分出保费的分摊+摊回保险服务费用)为159亿元，同比+35.9%。3) 承保财务损益(代表保单资金成本)为-415亿元，同比+19.7%。
- 会计估计变更对当期利润有正向贡献。**公司Q1由于精算假设变动导致准备金多计提19.3亿元，对AFS权益工具减值会计估值变更增加税前利润32.9亿元，合计增加税前利润13.7亿元。
- 寿险：新单保费两位数增长，NBV增速由负转正。**1) 新单业务快速发展，市场领先地位稳固。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%，我们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。
- 人力：代理人队伍规模企稳，人均产能显著提升。**1) 总销售人力2022Q1、2022年末、2023Q1分别为84.6万人、72.9万人、72.2万人，23Q1末规模同比-15%，较年初-1%。个险人力2022Q1、2022年末、2023Q1分别为78万人、66.8万人、66.2万人，23Q1末规模同比-15%，较年初-0.9%，队伍规模企稳迹象更加明显。2) 队伍质态持续提升，个险板块月人均首年期交保费同比+28.8%。
- 投资：资产规模稳健增长；总投资收益率有所提升。**1) 2023Q1末投资资产达52438亿元，较年初+3.5%。2) 2023年一季度总投资收益达到529亿元，同比+18.8%。简单年化净投资收益率3.62%，同比-0.38pct；简单年化总投资收益率4.21%，同比+0.33pct。3) 新准则下OCI余额由23年初的-1121亿元大幅降至23Q1末的-483亿元，我们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，导致净资产显著增加。
- 看好公司保持负债端领先优势，估值仍低，“优于大市”评级。**中国人寿2022年底启动布局引领未来发展的“八大工程”战略，继续推动转型变革，我们看好公司未来发展经营稳健性和市场地位的巩固。截至2023年4月28日，公司股价对应2023E PEV 0.8x。我们给予0.95-1.0倍2023E PEV，合理价值区间45.34-47.72元，“优于大市”评级。
- 风险提示：长端利率趋势性下行；新单保费增长不达预期。**

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	858508	826055	907631	1003225	1106123
(+/-)YoY(%)	4.06%	-3.78%	9.88%	10.53%	10.26%
净利润(百万元)	50766	32082	38734	51339	65067
(+/-)YoY(%)	1.0%	-36.8%	20.7%	32.5%	26.7%
EPS(元)	1.80	1.14	1.37	1.82	2.30
BVPS(元)	16.95	15.43	16.78	18.27	20.09
EV(元)	42.56	43.54	47.72	52.26	57.21
1YrVNB(元)	1.58	1.27	1.41	1.60	1.85

资料来源：公司年报(2021-2021)，海通证券研究所

备注：1) 净利润为归属母公司所有者的净利润；2) 盈利预测相关数据采用旧会计准则

分析师:孙婷

Tel:(010)50949926

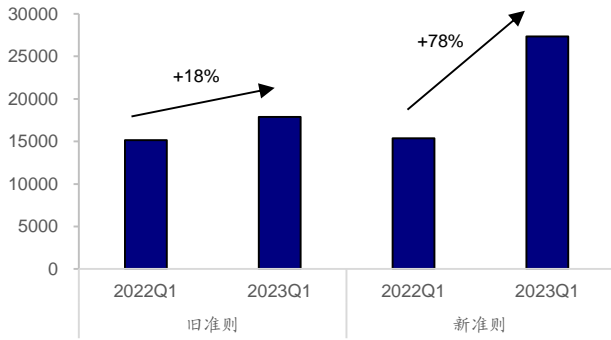
Email:st9998@haitong.com

证书:S0850515040002

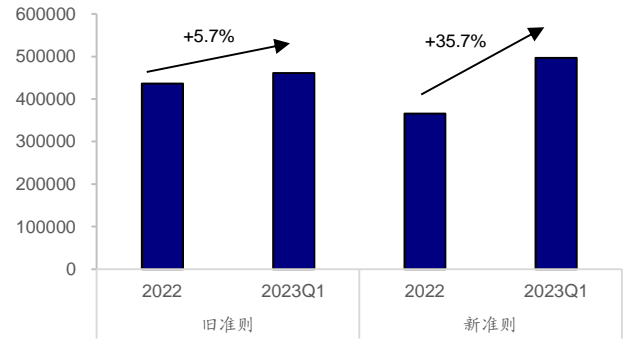
联系人:曹锐

Tel:010-56760090

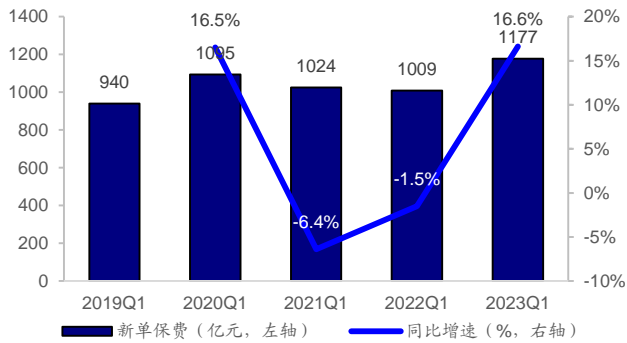
Email:ck14023@haitong.com

图1 新准则下中国人寿 2023Q1 归母净利润同比+78%


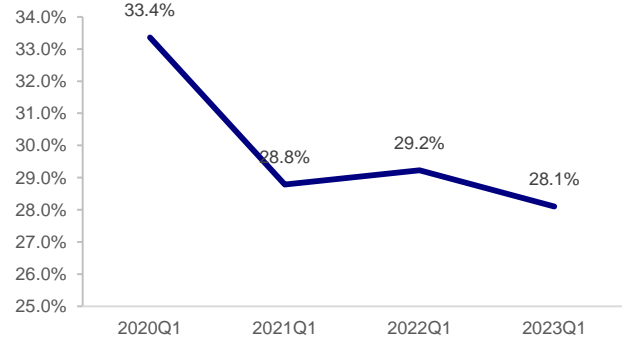
资料来源：公司 2022-2023 年一季报，海通证券研究所

图2 新准则下中国人寿 2023Q1 末归母净资产较年初+35.7%


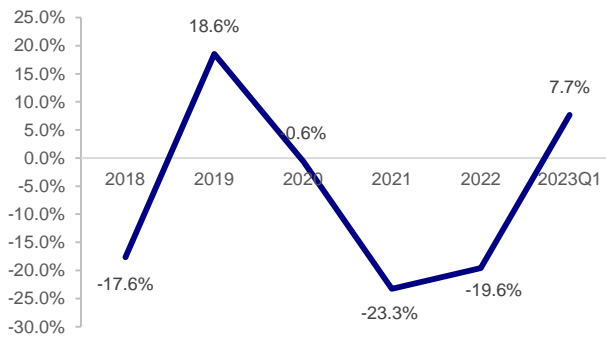
资料来源：公司 2022 年年报、2023 年一季报，海通证券研究所

图3 中国人寿 2023Q1 新单保费同比+16.6%


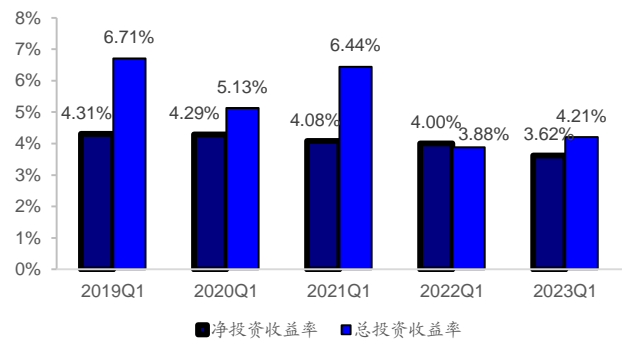
资料来源：公司 2019-2023 年一季报，海通证券研究所

图4 中国人寿十年期及以上首年期交保费占比


资料来源：公司 2020-2023 年一季报，海通证券研究所

图5 中国人寿 2023Q1 新业务价值同比增长 7.7%


资料来源：公司历年年报、2023 年一季报，海通证券研究所

图6 中国人寿总投资收益率、净投资收益率 (%)


资料来源：公司 2019-2023 年一季报，海通证券研究所

表 1 上市保险公司估值及盈利预测

证券简称	价格 (元)	EV (元)				1YrVNB (元)			
		人民币	2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E
中国平安-A	51.80	76.34	77.89	84.35	92.32	2.07	1.58	1.77	2.02
中国人寿-A	39.00	42.56	43.54	47.72	52.26	1.58	1.27	1.41	1.60
新华保险-A	38.85	82.97	81.93	88.73	96.65	1.92	0.78	0.85	0.95
中国太保-A	31.21	51.80	54.01	59.73	66.82	1.39	0.96	1.05	1.15
中国人保-A	6.22	6.25	6.41	7.13	8.01	0.09	0.08	0.09	0.10

证券简称	价格	P/EV (倍)				VNBX (倍)			
		人民币	2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E
中国平安-A	51.80	0.66	0.65	0.60	0.55	-12.53	-17.45	-19.18	-20.80
中国人寿-A	39.00	0.90	0.88	0.81	0.74	-2.58	-3.98	-6.57	-8.61
新华保险-A	38.85	0.43	0.44	0.40	0.37	-24.61	-59.39	-61.95	-64.16
中国太保-A	31.21	0.61	0.58	0.53	0.47	-14.65	-23.66	-26.94	-30.76
中国人保-A	6.22	0.97	0.95	0.85	0.76	-1.77	-3.77	-11.46	-19.05

证券简称	价格	EPS (元)				BVPS (元)			
		人民币	2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E
中国平安-A	51.80	5.56	4.58	6.36	7.33	44.44	46.97	50.69	55.64
中国人寿-A	39.00	1.80	1.14	1.37	1.82	16.93	15.43	16.78	18.27
新华保险-A	38.85	4.79	3.15	4.15	5.56	34.78	32.98	36.33	42.44
中国太保-A	31.21	2.79	2.56	3.05	3.29	23.57	23.75	26.65	29.82
中国人保-A	6.22	0.49	0.55	0.64	0.74	4.96	5.01	5.49	6.04

证券简称	价格	P/E (倍)				P/B (倍)			
		人民币	2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E
中国平安-A	51.80	9.06	10.99	7.92	6.87	1.13	1.07	0.99	0.91
中国人寿-A	39.00	21.35	33.89	28.07	21.18	2.27	2.49	2.29	2.11
新华保险-A	38.85	7.47	11.37	9.78	7.59	1.03	1.09	0.99	0.86
中国太保-A	31.21	11.25	12.26	10.74	9.97	1.33	1.32	1.19	1.07
中国人保-A	6.22	12.45	11.04	9.56	8.18	1.23	1.22	1.11	1.01

资料来源: 保险公司历年财报, WIND, 海通证券研究所 (基于 2023 年 4 月 28 日收盘价)

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					寿险保费	615190	664405	730846	803930
每股收益	1.14	1.37	1.82	2.30	非寿险保费	0	0	0	0
每股净资产	15.43	16.78	18.27	20.09	总保费及管理费收入	615190	664405	730846	803930
每股内含价值	43.54	47.72	52.26	57.21	减: 分出保费	8270	5500	4500	4500
每股新业务价值	1.27	1.41	1.60	1.85	净保费收入	606920	658905	726346	799430
价值评估 (倍)					减: 净提取未到期责任准备金	-905	2838	1595	1754
P/E	33.89	28.07	21.18	16.71	已赚净保费	607825	656067	724751	797676
P/B	2.49	2.29	2.11	1.91	投资收益	217775	239081	264015	291656
P/EV	0.88	0.81	0.74	0.67	营业收入	826055	907631	1003225	1106123
VNBX	-3.98	-6.57	-8.61	-10.11	赔付及保户利益	177805	232252	255711	281463
盈利能力指标 (%)					保险业务综合费用	623867	628129	684953	745424
净投资收益率	4.00%	3.98%	3.95%	3.76%	营业费用	801672	860381	940664	1026887
总投资收益率	3.94%	4.43%	4.73%	4.83%	营业利润	24383	47250	62561	79236
净资产收益率	7.36%	8.17%	9.94%	11.46%	税前利润	24047	47050	62361	79036
总资产收益率	0.61%	0.75%	0.91%	1.06%	所得税	-9467	6587	8730	11065
财险综合成本率	-	-	-	-	归属于母公司股东的净利润	32082	38734	51339	65067
财险赔付率	-	-	-	-	少数股东损益	1432	1729	2292	2904
财险费用率	-	-	-	-					
盈利增长 (%)					资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润增长率	-37.0%	20.7%	32.5%	26.7%	现金及存款投资	614520	969954	1064465	1168661
内含价值增长率	2.3%	9.6%	9.5%	9.5%	债权投资	2458437	2213486	2429164	2666945
新业务价值增长率	-19.6%	10.6%	13.7%	15.8%	股权投资	578036	397930	436704	479451
偿付能力充足率 (%)					其他投资	1413987	1392755	1528463	1678078
偿付能力充足率 (集团)	206.8%	270.0%	270.0%	270.0%	总投资资产	5064980	4974125	5458796	5993136
偿付能力充足率 (寿险)	206.8%	270.0%	270.0%	270.0%	分保资产	7840	8232	8644	9076
偿付能力充足率 (产险)	-	-	-	-	其他资产	179164	155608	155608	155608
内含价值 (百万元)					资产总计	5251984	5137965	5623048	6157819
调整后净资产	682694	771444	871732	985057	保险合同负债	3880160	4284371	4724892	5205172
有效业务价值	547825	577380	605291	632102	投资合同负债	374742	200000	200000	200000
内含价值	1230519	1348824	1477023	1617159	次级债	34997	34997	34997	34997
一年新业务价值	36004	39820	45276	52429	其他负债	516964	133400	133400	133400
核心内含价值回报率 (%)	10.13%	9.68%	9.78%	9.93%	负债总计	4806863	4652768	5093289	5573569
寿险新业务保费 (百万元)					实收资本	28265	28265	28265	28265
趸缴新单保费					归属于母公司股东权益	436169	474189	516371	567870
期缴新单保费					少数股东权益	8952	11008	13388	16380
新业务合计	184767	196223	208388	221308	负债和所有者权益合计	5251984	5137965	5623048	6157819
新业务保费增长率 (%)	5.06%	6.20%	6.20%	6.20%					
标准保费									
标准保费增长率 (%)									

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

注: 盈利预测相关财务数据采用旧会计准则进行计算

信息披露

分析师声明

孙婷 银行行业、非银行金融行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 兴业银行, 中信银行, 浙商银行, 第一创业, 江苏银行, 沪农商行, 中国太保, 国金证券, 邮储银行, 杭州银行, 光大证券, 东吴证券, 宁波银行, 东方财富, 建设银行, 中信证券, 中国人寿, 国泰君安, 华兴资本控股, 苏州银行, 江苏金租, 瑞达期货, 上海银行, 兴业证券, 交通银行, 中国银行, 招商证券, 东亚银行, 渣打集团

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。