

证券研究报告

公司研究

点评报告

中国人寿 (601628. SH)

投资评级 增持

上次评级 增持

王舫朝 非银金融行业首席分析师

执业编号: S1500519120002

联系电话: (010) 83326877

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

NBV 增速转正, “八大工程” 有望开拓发展新局面

2023 年 4 月 28 日

事件: 中国人寿公布 2023 年一季报, 2023 年一季度实现营业收入 3683.85 亿元, 同比+7.2%; 实现归母净利润 178.85 亿元, 同比+18.0%。加权平均净资产收益率 3.99%, 同比+0.78 pct。

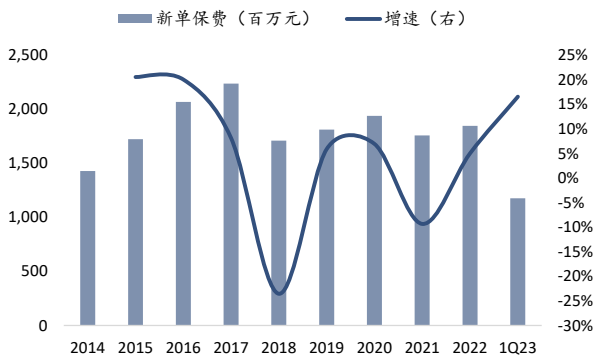
点评:

- **会计估计变更影响汇总:** 精算假设变更增加 2023 年 3 月 31 日寿险责任准备金 14.08 亿元, 增加 2023 年 3 月 31 日长期健康险责任准备金人民币 5.18 亿元, 合计减少 2023 年一季度税前利润 19.26 亿元; 可供出售金融资产减值标准变更增加一季度税前利润 32.91 亿元。
- **净利润及新业务价值表现优异, 新单业务发展亮眼。** 2023 年一季度, 公司受投资收益变化及传统险准备金折现率假设更新影响, 公司实现归母净利润 178.85 亿元, 同比+18.5%。公司 1Q23 实现保费收入 3272.21 亿元, 同比+3.9%; 公司全力推进新单业务, 1Q23 公司新单保费 1176.69 亿元, 同比+16.6%; 新业务价值同比增长 7.7%, 同比由负转正。同时, 1Q23 寿险期交保费收入同比+9.4%至 714.78 亿元, 其中十年期及以上期交保费规模同比+5.1%至 200.82 亿元, 占首年期交保费的比重为 28.10%。
- **销售队伍数量和质量齐升, 有效驱动业务发展。** 公司聚焦“销售渠道强化强体工程”, 不断强化队伍专业化和职业化水平。1) 数量方面: 截止 1Q23 公司总销售人力为 72.2 万人, 其中个险销售人力 66.2 万人, 环比基本持平, 队伍规模企稳迹象更加明显; 2) 质量方面: 个险板块月人均首年期交保费同比提升 28.8%。
- **坚持资产负债的同时积极把握机会, 投资收益同比提升。** 公司继续坚持资产负债联动, 同时把握债券市场和权益市场阶段性机会, 1Q23 公司实现总投资收益 529.32 亿元, 同比+18.8%; 简单年化总投资收益率为 4.21%, 同比+33bp, 净投资收益 455.76 亿元, 简单年化投资收益率为 3.62%。
- **盈利预测与投资评级:** 公司将加快推进“八大工程”落地见效, 深化营销体系改革, 我们认为公司在坚持“稳增长、重价值、优结构、强队伍、推改革、防风险”的经营策略基础上, 继续深入实施基础再造和难点攻关, 有望推动形成新的高质量发展新局面。我们预计 2023-2025E PEV 估值分别为 0.81x/0.73x/0.66x, 维持“增持”评级。
- **风险因素:** 宏观经济持续下行; 代理人队伍增员困难和产能下滑导致人员脱落; 资本市场大幅波动; 居民消费意愿持续下行

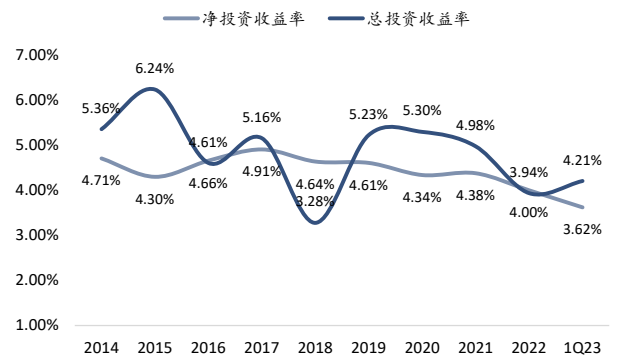
重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	858,508	826,055	896,514	955,200	1,032,508
增长率 YoY %	4.06%	-3.78%	8.53%	6.55%	8.09%
归属母公司净利润 (百万元)	50,766	32,082	49,995	57,295	59,088
增长率 YoY%	0.81%	-36.80%	55.84%	14.60%	3.13%
NBV margin%	30.10%	28.00%	30.00%	32.00%	32.00%
净资产收益率 ROE%	10.59%	7.36%	10.28%	10.54%	9.81%
EPS(摊薄)(元)	1.80	1.14	1.77	2.03	2.09
市盈率 P/E(倍)	21.42	33.89	21.75	18.98	18.40
市净率 P/B(倍)	2.27	2.49	2.24	2.00	1.80

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

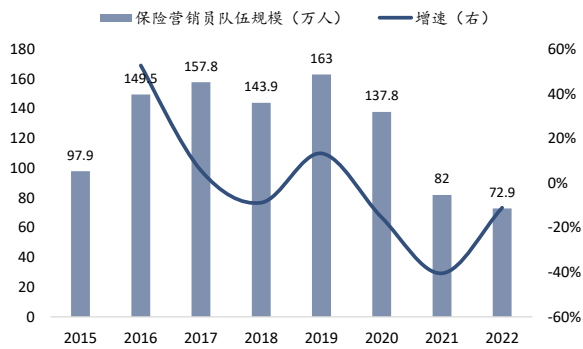
注: 股价为 2023 年 4 月 27 日收盘价

图 1: 新单保费 (百万元) 及增速


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 2: 投资收益率


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 3: 代理人数量 (万人) 及增速


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

损益表	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	858,508	826,055	896,514	955,200	1,032,508
已赚保费	611,251	607,825	617,870	661,696	717,515
保费业务收入	618,327	615,190	623,481	667,705	724,031
投资净收益	241,814	217,775	269,292	283,489	304,133
其他业务收入	9,645	8,977	9,352	10,016	10,860
营业支出	807,682	801,672	842,444	893,253	968,594
退保金	41,580	37,122	38,802	42,553	46,450
赔款支出	136,502	140,683	186,248	204,255	222,960
提取保险准备金	447,296	461,204	414,420	429,591	465,535
营业税金及附加	1,381	1,261	1,247	1,335	1,448
手续费及佣金支出	65,744	54,777	81,053	86,802	94,124
业务及管理费用	43,026	42,213	40,526	43,401	47,062
其他业务支出	30,363	30,387	19,951	21,367	23,169
营业利润	50,826	24,383	54,070	61,947	63,914
其他	-486	-336	-370	-407	-447
利润总额	50,340	24,047	53,700	61,541	63,467
所得税	-1,917	-9,467	2,685	3,077	3,173
净利润	52,257	33,514	51,015	58,464	60,294
少数股东权益	1,491	1,432	1,020	1,169	1,206

每股指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股收益 (元)	1.80	1.14	1.77	2.03	2.09
每股净资产 (元)	16.96	15.43	17.20	19.23	21.32
每股内含价值 (元)	42.56	43.54	47.74	52.66	57.90
每股新业务价值 (元)	1.77	1.59	1.93	2.29	2.55
内含价值 (百万元)					
调整后净资产	674,317	682,694	604,674	675,488	748,565
有效业务价值	528,691	547,825	744,681	812,875	887,859
内含价值	1,203,008	1,230,519	1,349,354	1,488,363	1,636,424
一年新业务价值	49,967	45,004	54,692	64,816	72,074
ROEV (%)	13.2%	12.2%	12.9%	13.3%	13.3%
收入/支出增长率 (%)					
已赚保费收入增长	1.0%	-0.5%	1.3%	7.1%	8.4%
投资收益增长	16.5%	-9.9%	23.7%	5.3%	7.3%
营业收入增长	4.1%	-3.8%	8.5%	6.5%	8.1%
退保金增长	25.0%	-10.7%	4.5%	9.7%	9.2%
佣金及手续费增长	-22.1%	-16.7%	48.0%	7.1%	8.4%

归属母 公司净 利润	50,766	32,082	49,995	57,295	59,088
基 本					
EPS	1.80	1.14	1.77	2.03	2.09
(rmb)					
资 产 负 债 表					
	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总资产	4,892,480	5,251,984	5,767,454	6,308,270	6,899,008
投资资 产	4,716,829	4,716,829	5,451,703	5,848,721	6,279,229
非投资 资产	175,651	535,155	315,751	459,550	619,779
总负债	4,405,346	4,806,863	5,271,622	5,754,370	6,285,185
准备金 负债	3,419,899	3,880,160	4,255,319	4,645,000	5,073,480
保户储 金及投 资款	313,585	374,742	410,974	448,609	489,992
其他负 债	546,913	455,279	499,298	545,022	595,297
所有者 权益	479,285	436,169	486,164	543,459	602,546
股本	28,265	28,265	28,265	28,265	28,265
资本公 积	55,004	53,554	53,554	53,554	53,554
盈余公 积	63,536	68,029	75,161	86,027	96,132
一般风 险准备	48,320	52,429	57,429	63,158	69,067
未分配 利润	201,265	201,688	241,684	287,520	334,790
负债及 股东权 益	4,892,704	5,251,984	5,767,454	6,308,270	6,899,008
少数股 东权益	8,073	8,952	9,668	10,442	11,277

当期成本率 (%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
佣金率	10.8%	9.0%	13.1%	13.1%	13.1%
行政费用率	7.0%	6.9%	6.6%	6.6%	6.6%
赔付率	22.3%	23.1%	30.1%	30.9%	31.1%
退保率	6.8%	6.1%	6.3%	6.4%	6.5%
准备金提转 差	73.2%	75.9%	67.1%	64.9%	64.9%
当期综合成 本率	120.1%	121.1%	123.2%	121.9%	122.1%

资产/负债增 长率 (%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总资产增长 率	15.1%	7.3%	9.8%	9.4%	9.4%
投资资产增 长率	15.1%	0.0%	15.6%	7.3%	7.4%
总负债增长 率	16.1%	9.1%	9.7%	9.2%	9.2%
寿险准备金 增长率	15.0%	13.5%	9.7%	9.2%	9.2%
股东权益增 长	6.5%	-9.0%	11.5%	11.8%	10.9%

估值分析	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
PE	21.42	33.89	21.75	18.98	18.40
PB	2.27	2.49	2.24	2.00	1.80
PEV	0.90	0.88	0.81	0.73	0.66
隐含新业务 倍数	-6.03	-3.18	-4.79	-6.19	-7.62

研究团队简介

王舫朝，信达证券研发中心金融地产中心总经理、非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心。

冉兆邦，硕士，山东大学经济学学士，法国昂热高等商学院经济学硕士，三年非银金融行业研究经验，曾就职于天风证券，2022年8月加入信达证券，从事非银金融行业研究工作。

张凯烽，硕士，武汉大学经济学学士，波士顿大学精算科学硕士，四年保险精算行业经验，2022年6月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

廖紫苑，硕士，新加坡国立大学硕士，浙江大学学士，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、银行和证券业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行、民生证券、天风证券。2022年11月加入信达证券研发中心，从事银行业研究工作。



机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙憧	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。