

中国人寿 (601628)

2023 年中报点评: 减值拖累业绩, 价值好于预期 买入 (维持)

2023 年 08 月 24 日

证券分析师 胡翔

执业证书: S0600516110001
021-60199793
hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书: S0600522040002
021-60199761
geyx@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004
zhujieyu@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
归属于母公司的净利润 (百万元)	32,082	34,395	46,823	50,907
同比增长率 (%)	-37.0%	7.2%	36.1%	8.7%
新业务价值 (百万元)	36,004	38,802	42,177	45,603
新业务价值增长率 (%)	-19.6%	7.8%	8.7%	8.1%
每股内含价值 (元)	43.5	47.0	50.8	54.7
P/EV	0.80	0.74	0.69	0.64

关键词: #业绩不及预期

投资要点

■ 事件: 公司披露 2023 年中报: 实现归母净利润 162.42 亿元, 同比下降 36.0% (对应 2Q23 单季净利润由正转负至 -17.29 亿元); 实现新业务价值 (NBV) 308.64 亿元, 同比增速达 19.9%。上半年净利润表现低于我们预期主要系: 1.精算假设变更减少税前利润 59.58 亿元; 2.资产减值损失同比大幅增长 126%至 128.35 亿元。公司 H 股披露新准则下净利润为 361.51 亿元, 可比口径同比下降 8.0%, 新旧准则差异主要包括新金融工具准则 (98.15 亿元, 主要由减值差异和公允价值波动损益差异) 和新保险合同会计准则差异 (165.73 亿元, 主要由准备金假设调整和合同服务边际吸收差异)。

■ 投资端减值拖累利润表现。1H23 沪深 300 指数下跌约 1%, 十年期国债到期收益率由年初 2.83%下降至 2.63%, 行业面临优质资产荒压力。1H23 年公司净/总投资收益同比增速分别为 -0.1%和 -11.1%, 净/总/综合投资收益率达 3.78%/3.41%/4.23%, 同比 -37/-80/+48bps, 主要受前期高利率债券到期再配置收益率较低拖累所致, 1H23 合并报表投资收益+公允价值变动损益合计同比 -3.6%。值得注意的是, 1H23 资产减值损失同比大幅增长 126%至 128.35 亿元, 是拖累净利润的核心因素。

■ 新单与价值增速提速, 2Q23 得益于低利率环境下居民“保本”储蓄性需求外溢和预定利率下调预期影响。1H23 公司实现 NBV 达 308.64 亿元, 同比增长 19.9%, 测算 1Q23 至 2Q23 单季同比增速为 7.7%和 34.8%。1H23 公司新单保费 1712.13 亿元, 同比增长 22.9% (其中 2Q23 增速为 39.2%), 其中十年期及以上期交同比增长 28.9% (2Q23 单季增速为 69.7%), 我们预计主要得益于以增额终身寿险为代表的长期业务受竞品资管业务表现持续低迷, 叠加预定利率下调预期下居民储蓄需求外溢和释放所致。8 月以来公司有序上架新预定利率产品, 在“尊享福”、“惠享福”系列基础上创新研发“相伴福”系列等产品。

■ 个险板块始终坚持“有效队伍驱动业务发展”战略, 2Q23 总人力明显企稳。2Q23 末总队伍规模为 72.1 万人, 同比 -11%, 但环比 1Q23 已明显企稳, 公司个险队伍聚焦“销售渠道强体工程”, 围绕“现有队伍专业化升级”和“新型营销模式探索”改革方向推进改革, 加快队伍专业化、职业化转型升级。1H23 个险板块实现 NBV 达 274.04 亿元, 同比增长 13.3%, 归因来看: 个险 NBV Margin 同比持平至 30.2%, 新单同比增长 14.1%是主要提振因素, 我们预计公司本轮 NBV Margin 降幅趋势基本已企稳。我们测算 1H23 个险产能及个险月人均 NBV 同比分别提升 38.1%和 34% (1H22: 61%和 35%, 在高基数下进一步提升); 佣金及手续费支出同比增长 20.3%, 月均人力同比下滑 15.13%, 平均收入持续改善。

■ ROEV 首现改善, 价值增速好于预期。1H23 末内含价值达 1.31 万亿元, 较上年末增长 6.6%, ROEV 为 12.7%, 同比上升 0.4 个 pct., 这是自 1H20 以来首次出现 ROEV 回暖。EV 表现相对强劲主要系 NBV 增速改善, 投资回报偏差拖累期初 EV 增速 -1.2 个 pct. (1H22: -1.4 个 pct.) 以及营运偏差贡献同比持续转正。

■ 盈利预测与投资评级: 减值拖累业绩, 价值好于预期。因资本市场波动下调公司投资收益预测和净利润预测, 下调 2023-25 年归母净利润至 344、468 和 509 亿元 (原预测 434、491 和 534 亿元), 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 权益市场持续下行, 寿险需求复苏不畅

股价走势



市场数据

收盘价(元)	35.00
一年最低/最高价	26.30/43.00
市净率(倍)	2.20
流通 A 股市值(百万元)	728,823.55
总市值(百万元)	989,264.68

基础数据

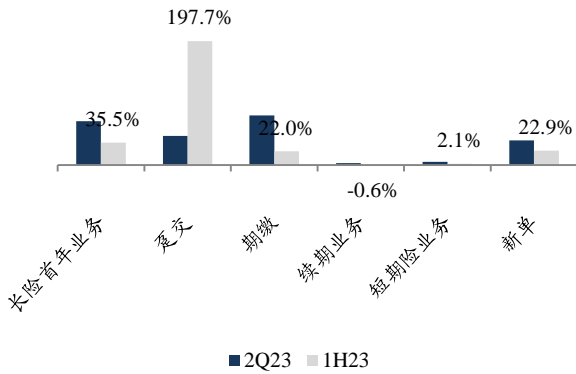
每股净资产(元,LF)	15.90
资产负债率(% ,LF)	91.87
总股本(百万股)	28,264.71
流通 A 股(百万股)	20,823.53

相关研究

《中国人寿(601628): 2022 年年报点评: 投资拖累业绩, 分红好于预期》

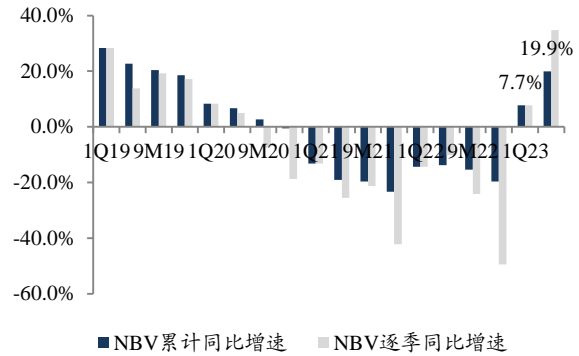
2023-03-29

图1: 2Q23 公司新单增速明显提升



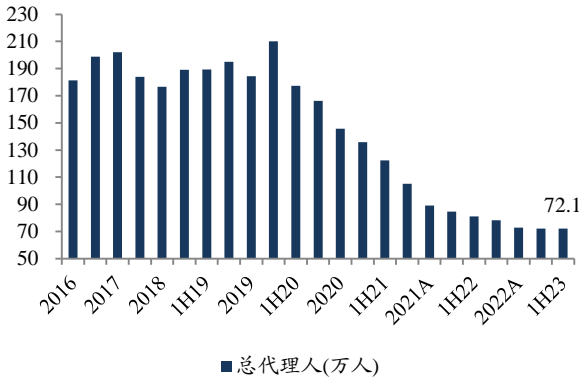
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图2: 2023 年以来公司价值增速提速



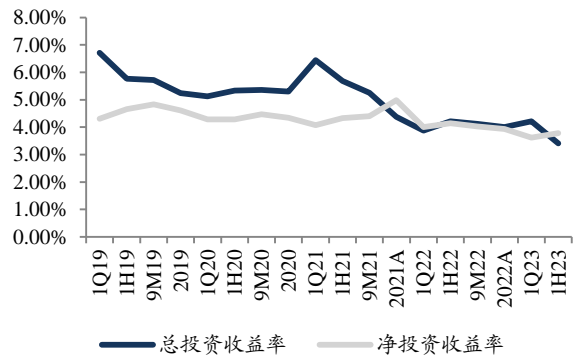
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 总代理人规模近年来首现企稳 (万人)



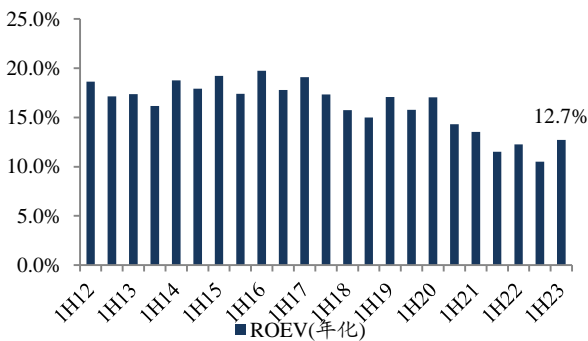
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 公司投资收益率持续下行



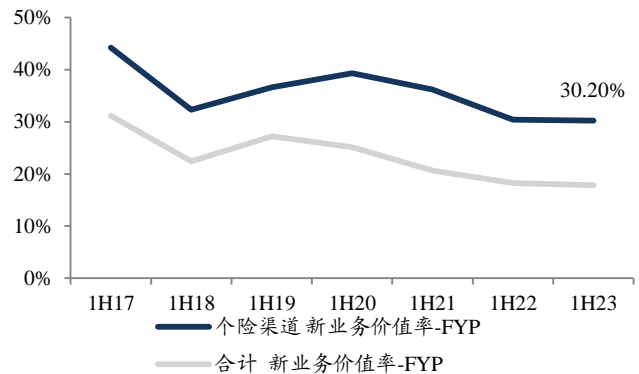
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 公司 ROEV 首现改善



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 公司 NBV Margin 整体下行企稳



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表1: 中国人寿预测利润表

人民币: 百万	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
一、营业收入	825,049	858,505	826,055	908,311	971,687	1,038,378
已赚保费	604,666	611,251	607,825	648,614	689,198	730,716
保险业务收入	612,265	618,327	615,190	655,338	696,227	738,049
提取未到期责任准备金	-1,546	939	905	-498	-415	-321
投资收益	207,541	241,814	217,775	254,637	272,738	297,835
二、营业支出	-770,150	-807,524	-801,672	-876,527	-924,329	-987,016
退保金	-33,275	-41,580	-37,122	-55,365	-61,081	-67,155
赔付支出	-133,340	-136,502	-140,683	-167,978	-180,490	-199,925
提取保险责任准备金	-418,773	-447,296	-461,204	-418,190	-434,453	-455,315
保单红利支出	-28,279	-26,511	-20,685	-47,650	-51,980	-56,763
保险业务手续费及佣金支出	-84,361	-65,744	-54,777	-81,748	-97,169	-103,838
营业税金及附加	-1,280	-1,374	-1,261	-1,343	-1,427	-1,513
业务及管理费	-39,733	-42,967	-42,213	-49,957	-53,443	-57,111
其他业务成本	-24,078	-30,271	-30,387	-30,387	-30,387	-30,387
资产减值损失	-12,416	-22,809	-21,396	-32,249	-22,848	-24,905
三、营业(亏损)/利润	54,899	50,981	24,383	31,784	47,359	51,361
加: 营业外收入	121	119	108	0	0	0
减: 营业外支出	-544	-605	-444	0	0	0
四、(亏损)/利润总额	54,476	50,495	24,047	31,784	47,359	51,361
减: 所得税费用	-3,103	1,917	9,467	4,186	1,197	1,451
五、净利润	51,373	52,412	33,514	35,970	48,556	52,813
归属于母公司股东的净利润	50,257	50,921	32,082	34,395	46,823	50,907
少数股东损益	1,116	1,491	1,432	1,575	1,733	1,906
六、每股收益(元)	1.77	1.80	1.14	1.22	1.66	1.80

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>