

保险 III

中国人寿 (601628.SH)

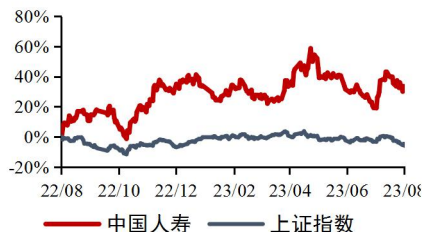
买入-B(维持)

负债端稳固，资产端弹性足，H123 归母净利润-36.3%

2023 年 8 月 23 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻

市场数据：2023 年 8 月 23 日

收盘价(元):	35.00
年内最高/最低(元):	43.00/26.30
流通 A 股/总股本(亿):	208.24/282.65
流通 A 股市值(亿):	7,288.24
总市值(亿):	9,892.65

基础数据：2023 年 6 月 30 日

基本每股收益:	0.57
摊薄每股收益:	0.57
每股净资产(元):	16.24
净资产收益率:	3.68

资料来源：最闻

分析师:

崔晓雁

执业登记编码: S0760522070001

邮箱: cuixiaoyan@sxzq.com

研究助理:

王德坤

邮箱: wangdekun@sxzq.com

➤ **事件:** 公司发布中报, H123 已赚保费 4489 亿元、同比+7.0%, 归母净利润 161.56 亿元、同比-36.3%。按 IFRS 9 及 IFRS 17 调整后的归母净利润 361.56 亿元、同比-8.0%。Q223 归母净利润-17.29 亿元、同比-116.9%, 投资收益减少额占归母净利润变动额的 116.0%, 赔付支出、准备金提取、手续费支出增加额占 55.9%、42.1%、41.7%, 投资收益减少&前述支出增加共同拖累归母净利润增长。集团 EV 1.31 万亿元、同比+6.6%, NBV 308.64 亿元、同比+19.9%, FYP1712 亿元、同比+22.9%, NBVM 18.0%、同比-0.5pct。

➤ **负债端:** 总销售人力 72.1 万人, 其中个险 66.1 万人、较年初-1.0%, 人力队伍稳固。代理人人均产能 1.01 万元/人/月、同比+31.1%, 人力质量持续提升。银保新单 362.17 亿元、同比+116.8%, 占比提升至 21.2%。前 7 月寿险累计原保费收入 5015 亿元、同比+6.8%。3.0%定价增额寿如意福、臻鑫传家等产品已上市, IRR 约处 2.8%-2.9%之间, 预计对客户仍有较强吸引力。

➤ **资产端:** 净/总投资收益分别 969.58 亿元、876.01 亿元, 同比-0.1%、-11.1%。净/总投资收益率分别 3.78%、3.41%, 同比-37BP、-80BP。净投资收益率下降系受再投资收益率下降及权益资产分红率下降影响, 总投资收益率下降主要受权益市场波动影响。Q223 末股票+权益型基金占净资产比重为 133.4%, 资产端对股市弹性较强。

➤ **投资建议:** 公司 H123 业绩主要受投资收益拖累, 我们小幅下调公司投资收益率假设, 并基于此下调 2023-25 年盈利预测, 下调幅度 10.8%、10.3%、9.8%。2023E P/EV 0.73x, 处近 5 年合理估值区间下限。考虑到公司负债端较为稳固、资产端对股市弹性足且资产质量压力相对较小, 维持“买入-B”。

➤ **风险提示:** 资本市场波动加剧, 长端利率下行, 负债端发展低于预期等。

财务数据与估值:

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	858,505	826,055	855,138	903,012	961,669
YoY(%)	4.07%	-3.78%	3.52%	5.60%	6.50%
归母净利润(百万元)	50,921	32,082	39,702	46,449	53,655
YoY(%)	1.30%	-37.00%	23.75%	16.99%	15.51%
ROE(%)	10.97%	7.01%	8.92%	9.89%	10.66%
EPS(元)	1.80	1.14	1.46	1.70	1.97
EVPS(元)	42.56	43.54	47.82	52.42	57.31
PE	19.44	30.70	23.97	20.53	17.81
PEV	0.82	0.80	0.73	0.67	0.61

资料来源: WIND, 山西证券研究所



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
已赚保费	611,251	607,825	605,344	622,831	639,854	货币资金	60,875	128,953	78,761	86,781	94,962
投资净收益	241,814	217,775	245,880	272,952	314,571	买入返售金融资产	12,915	38,533	11,252	12,397	13,566
<b>营业收入</b>	<b>858,505</b>	<b>826,055</b>	<b>855,138</b>	<b>903,012</b>	<b>961,669</b>	交易性金融资产	206,764	223,782	225,032	247,946	271,319
退保金	41,580	37,122	34,557	38,560	42,890	定期存款	529,488	485,567	618,837	681,852	746,128
赔付支出	136,502	140,683	137,997	142,556	146,057	可供出售金融资产	1,429,287	1,738,108	1,687,736	1,859,596	2,034,895
提取保险责任准备金	447,296	461,204	478,777	500,373	541,194	持有至到期投资	1,533,753	1,574,204	1,687,736	1,859,596	2,034,895
保户红利支出	26,511	20,685	24,458	25,165	25,853	长期股权投资	257,953	261,179	309,418	340,926	373,064
手续费及佣金支出	65,744	54,777	57,758	62,722	65,110	<b>资产合计</b>	<b>4,891,085</b>	<b>5,251,984</b>	<b>4,972,512</b>	<b>5,366,266</b>	<b>5,871,907</b>
业务及管理费	42,967	42,213	42,757	45,151	48,083	保户储金及投资款	313,585	374,742	418,319	471,918	533,453
<b>营业支出</b>	<b>807,524</b>	<b>801,672</b>	<b>812,649</b>	<b>853,441</b>	<b>904,527</b>	未到期责任准备金	14,062	13,108	14,064	14,470	14,865
<b>营业利润</b>	<b>50,981</b>	<b>24,383</b>	<b>42,489</b>	<b>49,571</b>	<b>57,142</b>	未决赔款准备金	26,234	26,153	24,458	25,165	25,853
税前利润	50,495	24,047	42,120	49,165	56,695	寿险责任准备金	3,182,083	3,607,236	4,071,680	4,557,084	5,088,976
所得税	-1,917	-9,467	842	983	1,134	长期健康险责任准备金	197,520	233,663	247,996	262,965	272,266
<b>净利润</b>	<b>52,412</b>	<b>33,514</b>	<b>41,277</b>	<b>48,181</b>	<b>55,561</b>	应付保单红利	124,949	96,682	96,096	98,872	101,574
<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>50,921</b>	<b>32,082</b>	<b>39,702</b>	<b>46,449</b>	<b>53,655</b>	<b>负债合计</b>	<b>4,404,427</b>	<b>4,806,863</b>	<b>4,507,791</b>	<b>4,869,390</b>	<b>5,338,098</b>
少数股东损益	1,491	1,432	1,575	1,733	1,906	股本	28,265	28,265	28,265	28,265	28,265
<b>险企财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>478,585</b>	<b>436,169</b>	<b>454,459</b>	<b>485,305</b>	<b>520,928</b>
EPS(元)	1.80	1.14	1.46	1.70	1.97	少数股东权益	8,073	8,952	10,262	11,572	12,882
BVPS(元)	17.22	15.75	16.44	17.58	18.89	<b>所有者权益合计</b>	<b>486,658</b>	<b>445,121</b>	<b>464,721</b>	<b>496,877</b>	<b>533,810</b>
EVPS(元)	42.56	43.54	47.82	52.42	57.31	<b>内含价值 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
PE(X)	19.44	30.70	23.97	20.53	17.81	调整后净资产	674,317	682,694	773,201	867,300	965,961
PB(X)	2.03	2.22	2.13	1.99	1.85	扣偿后有效业务价值	528,691	547,825	578,320	614,219	653,832
P/EV	0.82	0.80	0.73	0.67	0.61	内含价值	1,203,008	1,230,519	1,351,521	1,481,519	1,619,793
净投资收益率	4.38	4.00	4.27	4.14	4.15	一年新业务价值	44,780	36,004	39,668	43,453	45,643
总投资收益率	4.98	3.94	4.88	4.83	4.95	<b>偿付能力充足率 (%)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
财产险综合成本率	-	-	-	-	-	偿付能力充足率 (寿险)					
财产险赔付率	-	-	-	-	-	偿付能力充足率 (产险)					
财产险费用率	-	-	-	-	-	偿付能力充足率 (集团)					

资料来源: WIND, 山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

