

2023年08月24日

NBV 表现亮眼，业绩受权益投资拖累

中国人寿 (601628. SH)

评级:	买入	股票代码:	601628. SH
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	42.75/26.60
目标价格:		总市值(亿)	9,893
最新收盘价:	35.00	自由流通市值(亿)	583
		自由流通股数(百万)	1,666

事件概述

中国人寿发布 2023 年中期业绩：报告期内，公司实现营业收入 5,535.95 亿元，同比+4.8%；新会计准则下归母净利润 361.51 亿元，同比-8.0%，旧会计准则下归母净利润 161.56 亿元，同比-36.3%；实现新业务价值 (NBV) 308.64 元，同比+19.9%。截至 2023 年 6 月 30 日，公司总资产达 5.64 万亿元，投资资产 5.42 万亿元，内含价值达 13,116.69 亿元，均居行业首位。

分析判断：

► 保费增长强劲结构优化，新业务价值表现亮眼。

2023H1 公司实现保费收入 4701.15 亿元，同比+6.9%，保费收入创历史同期新高，保费规模稳居行业首位。在保费收入整体增长强劲的同时，公司的保费结构更加优化。报告期内，公司新单保费 1,712.13 亿元，同比+22.9%；首年期交保费为 974.18 亿元，同比+22.0%，其中，十年期及以上首年期交保费为 389.57 亿元，同比+28.9%，占首年期交保费比重同比+2.13pct，业务结构优化明显。2023H1 公司新业务价值继续引领行业，达 308.64 亿元，同比+19.9%。

► 队伍质态持续改善，各渠道人均产能提升。

个险渠道转型不断深入，业务结构明显优化。报告期内，个险板块实现总保费收入 3,621.01 亿元，同比+2.7%；首年期交保费 801.09 亿元，同比+16.2%，其中，十年期及以上首年期交保费 389.50 亿元，同比+28.9%，占首年期交保费比重为 48.62%，同比+4.81pct；个险板块新业务价值 274.04 亿元，同比+13.3%。公司个险渠道加快队伍专业化、职业化转型升级。截至 2023 年 6 月 30 日，个险队伍规模筑底企稳，销售人力 66.1 万人，与 2022 年底基本持平；销售队伍产能大幅提升，月人均首年期交保费同比+38.1%。

银保渠道实现保费规模快速提升，报告期内总保费达 620.66 亿元，同比+45.7%。同时坚持深化结构转型，提升中长期产品配置，业务结构优化明显，银保渠道首年期交保费达 172.94 亿元，同比+59.2%，其中，5 年期及以上首年期交保费达 75.27 亿元，占首年期交保费的比重为 43.52%，同比+11.2pct。公司银保渠道持续加强客户经理队伍专业化、科技化能力建设，队伍质态稳步提升，截至 2023 年 6 月 30 日，客户经理达 2.3 万人，季均实动人力同比+13.8%，人均期交产能同比大幅提升。

► 投资收益受权益市场波动拖累。

2023H1 公司净投资收益率为 3.78%，较 2022 年同期下降 37 个基点，主要受新增配置收益率（公司投资的主要品种中，债权配置比例由 2022 年底的 48.54% 提升至 49.66%）及权益类品种收益下降影响。根据 wind 数据，我国 10 年期国债收益率从年初的 2.82% 下滑至 2.55%，沪深 300 指数自年初以来下降 4.52%。公司总投资收益率为 3.41%，较 2022 年同期下降 80 个基点，除净投资收益拖累外，还受到投资资产减值损失的影响。报告期内，公司的投资资产减值损失为 128.35 亿元，同比大幅+126%。

投资建议

2023H1 受权益市场持续震荡，投资收益同比下降的影响，公司归母净利润同比下降。但从负债端看，保费规模增长、结构优化，队伍规模筑底企稳、人均产能大幅提升，公司整体经营态势稳健。我们认为在稳增长化风险、引导长线资金配置的背景下，投资端有望迎来修复。维持此前盈利预测，预计 2023-2025E 营收分别为

9,050/9,542/10,036 亿元，同比增速分别为 9.6%/5.4%/5.2%；2023-2025E 归母净利润分别为 445/568/688 亿元，同比增速为 38.7%/27.6%/21.1%；对应 EPS 分别为 1.57/2.01/2.43 元，EVPS 分别为 46.26/49.05/52.23 元。对应 2023 年 8 月 23 日收盘价 35 元的 PEV 分别为 0.76/0.71/0.67，维持“买入”评级。

风险提示

保费收入增速不及预期；权益市场波动；利率下行风险

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	8,585	8,261	9,050	9,542	10,036
YoY (%)	4.1	-3.8	9.6	5.4	5.2
归母净利润(亿元)	509	321	445	568	688
YoY (%)	1.3	-37.0	38.7	27.6	21.1
每股收益(元)	1.80	1.14	1.57	2.01	2.43
EVPS(元)	42.56	43.54	46.26	49.05	52.23
PE	19.43	30.84	22.23	17.42	14.39
PEV	0.82	0.80	0.76	0.71	0.67

资料来源：Wind，华西证券研究所 注：股价为 2023 年 8 月 23 日收盘价

分析师：罗惠洲

邮箱：luohz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070004

联系电话：

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,290	1,010	1,223	1,519	营业收入	8,261	9,050	9,542	10,036
定期存款	4,856	6,573	7,050	7,819	已赚保费	6,078	6,440	6,778	7,114
交易性金融资产	2,238	2,455	2,858	3,212	投资收益	2,178	2,504	2,630	2,761
可供出售金融资产	17,381	18,160	21,037	24,121	公允价值变动损益	-88	-5	2	2
持有至到期投资	15,742	17,840	20,692	23,056	其他业务收入	93	111	134	160
贷款	5,965	8,083	8,737	9,638	营业支出	-8,017	-8,658	-9,041	-9,429
应收保费	197	255	277	309	退保金	-371	-364	-379	-389
长期股权投资	2,612	3,173	3,530	3,953	赔付支出	-1,407	-1,486	-1,553	-1,596
投资性房地产	132	172	184	207	提取寿险责任准备金	-4,612	-4,827	-5,115	-5,433
固定资产	491	568	645	724	手续费及佣金支出	-548	-499	-457	-419
其他资产	75	105	112	123	业务及管理费	-422	-462	-488	-513
资产总计	52,520	59,932	68,143	76,763	其他业务成本	-304	-456	-456	-456
应付手续费及佣金	47	74	74	83	营业利润	244	392	501	607
应付赔付款	608	735	815	922	净利润	335	466	594	720
寿险责任准备金	36,072	40,431	46,259	52,549	归属母公司股东净利润	321	445	568	688
长期健康险责任准备金	2,337	2,528	2,921	3,336	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
应付保单红利	967	1,483	1,580	1,708	成长能力				
其他应付款	190	229	260	290	营业收入增长率 (%)	-3.78	9.56	5.44	5.17
保户储金及投资款	3,747	4,132	4,699	5,390	净利润增长率 (%)	-37.00	38.69	27.64	21.08
其他负债	1,056	1,151	1,361	1,527	盈利能力				
负债合计	48,069	55,074	62,880	71,004	总资产收益率 ROA (%)	7.53	9.59	11.30	12.50
股本	283	283	283	283	净资产收益率 ROE (%)	0.64	0.78	0.87	0.94
资本公积	536	536	537	537	每股指标 (元)				
未分配利润	2,017	2,202	2,452	2,740	每股收益	1.14	1.57	2.01	2.43
归属母公司股东权益	4,362	4,760	5,157	5,643	每股净资产	15.43	16.84	18.25	19.97
少数股东权益	90	98	106	116	估值分析				
负债和股东权益	52,520	59,932	68,143	76,763	PE	30.84	22.23	17.42	14.39
					PB	2.27	2.08	1.92	1.75

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

罗惠洲：美国克莱蒙研究大学金融工程硕士，浙江大学工学学士，8年证券研究经验。曾任职太平洋证券研究院、中银国际证券研究所。致力于深耕券商、互联网金融和多元金融领域。2015年水晶球奖、新财富第一名团队成员；证券时报2019年第二届中国证券分析师“金翼奖”第二名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层
 网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。