

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 同比高增，权益投资波动拖累净利润表现

2023 年 8 月 23 日

事件: 中国人寿公布 2023 年半年报, 2023 年上半年公司实现营业收入 5535.95 亿元, 同比+4.8%; 新会计准则下实现归母净利润 361.51 亿元, 同比-8.0%, 旧会计准则下实现归母净利润 161.56 亿元, 同比-36.3%。加权平均净资产收益率 3.59%, 同比-1.60pct。

点评:

- **新业务价值表现优异, 投资拖累净利润表现。** 2023 年上半年公司实现新业务价值 308.64 亿元, 同比+19.9%, 1H23 新业务价值表现领先同业。1H23 公司实现新单保费 1712.13 亿元, 同比+22.9%, 其中首年期交保费同比+22.0%, 十年期及以上首年期交保费同比+28.9%, 占首年期交保费占比同比提升+2.13pct; 实现保费收入 4701.15 亿元, 同比+6.9%, 保费规模位列行业首位。依靠新单保费尤其是长期期交保费的增长, 公司整体业务结构不断优化, 新业务价值表现优异。
- **队伍规模逐步企稳, 个险、银保等渠道人均产能同比高增。** 1) 个险渠道方面: 1H23 公司个险 NBV 为 274.04 亿元, 同比+13.3%。渠道队伍规模筑底企稳, 截至 1H23 公司个险人力 66.1 万人, 与 2022 年底基本持平。2) 个险渠道人力加速专业化转型, 人均产能大幅提升。“个险队伍建设常态化运作 4.0 体系”稳步推进, “众鑫计划”聚焦优增优育, 个险渠道质态获得持续改善, 尤其是队伍中绩优人群数量和占比实现双提升, 月人均首年期交保费同比提升 38.1%。3) 银保渠道: 业务结构优化, 保费规模快速提升。1H23 公司继续拓宽银行合作, 保费收入 620.66 亿元, 同比+45.7%, 其中首年期交保费同比+59.2%; 截至 1H23 公司银保渠道客户经理达 2.3 万人, 季均实动人力同比提升 13.8%, 人均期交产能大幅提升。
- **权益市场波动拖累投资收益表现, 信用风险可控。** 1) 受权益市场持续震荡影响, 公司 1H23 投资收益同比有所下滑, 旧会计准则下, 实现归母净利润 161.56 亿元, 同比-36.3%, 新会计准则下, 实现归母净利润 361.51 亿元, 同比-8.0%。公司 1H23 净投资收益同比减少 0.51 亿元, 1H23 公司净投资收益率为 3.78%, 同比下降 37 个基点, 主要受到新增配置收益率及权益类品种分红下降拖累。1H23 公司总投资收益率 3.41%, 同比下降 80 个基点, 主要受到公开市场权益品种实现收益下降拖累。2) 公司严控信用风险, 信用类投资产品资产质量保持优质, 风险可控。2023 年上半年公司未发生信用违约事件。3) 长期股权投资方面: 远洋集团作为公司的联营企业, 2023 年 1-6 月按权益法调整的净损益为-21.94 亿元, 期末减值准备 58.62 亿元, 截至 2023 年 6 月 30 日中国人寿集团持有的远洋集团的长期股权投资账面价值为 0。
- **盈利预测与投资评级:** 二季度权益市场波动使公司投资收益率有所承

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

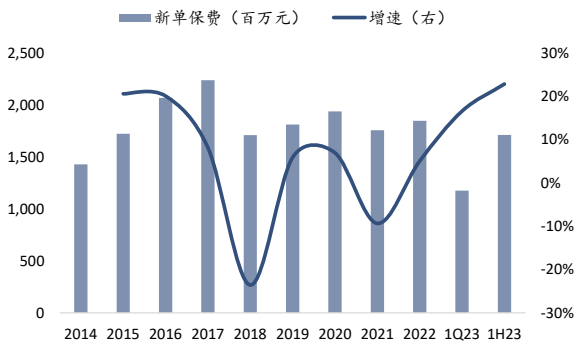
压,进而拖累公司归母净利润同比下滑,但整体来看公司负债端改革质效显著,不改公司整体稳健经营态势,公司保费规模稳居行业首位,个险和银保等主要渠道人力规模和质态均呈现向好态势,后续公司有望持续强化资产负债联动,坚定执行中长期战略资产配置规划,在稳增长政策的逐步落实的背景下,投资端或有望迎来修复。我们预计 2023-2025E PEV 估值分别为 0.73x/0.66x/0.60x, 维持“增持”评级。

- **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。

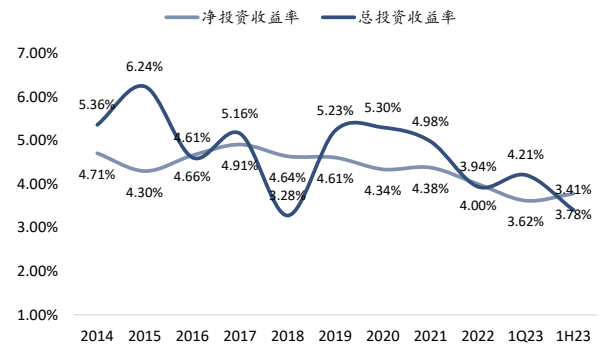
重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	858,508	826,055	906,618	970,795	1,054,271
增长率 YoY %	4.06%	-3.78%	9.75%	7.08%	8.60%
归属母公司净利润 (百万元)	50,766	32,082	49,869	57,328	59,105
增长率 YoY%	0.81%	-36.80%	55.44%	14.96%	3.10%
NBV margin%	30.10%	28.00%	30.00%	32.00%	32.00%
净资产收益率 ROE%	10.59%	7.36%	10.26%	10.55%	9.81%
EPS(摊薄)(元)	1.80	1.14	1.76	2.03	2.09
市盈率 P/E(倍)	19.49	30.84	19.84	17.26	16.74
市净率 P/B(倍)	2.06	2.27	2.04	1.82	1.64

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

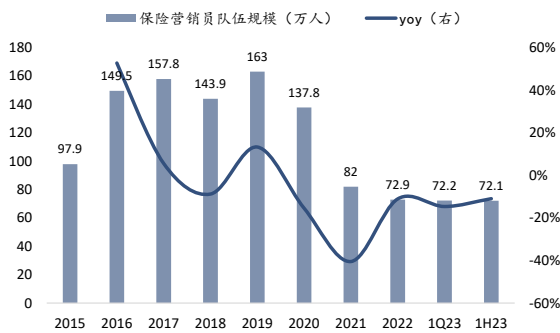
注: 股价为 2023 年 8 月 23 日收盘价

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	906,618	970,795	1,054,271
已赚保费	611,251	607,825	627,824	676,753	738,184
保费业务收入	618,327	615,190	633,525	682,899	744,888
投资净收益	241,814	217,775	269,292	283,799	304,914
其他业务收入	9,645	8,977	9,503	10,243	11,173
营业支出	807,682	801,672	852,683	908,812	990,338
退保金	41,580	37,122	38,802	42,633	46,638
赔款支出	136,502	140,683	186,248	204,636	223,864
提取保险准备金	447,296	461,204	422,359	441,130	481,222
营业税金及附加	1,381	1,261	1,267	1,366	1,490
手续费及佣金支出	65,744	54,777	82,358	88,777	96,835
业务及管理费用	43,026	42,213	41,179	44,388	48,418
其他业务支出	30,363	30,387	20,273	21,853	23,836
营业利润	50,826	24,383	53,935	61,984	63,933
其他	-486	-336	-370	-407	-447
利润总额	50,340	24,047	53,565	61,577	63,486
所得税	-1,917	-9,467	2,678	3,079	3,174
净利润	52,257	33,514	50,887	58,498	60,311
少数股东权益	1,491	1,432	1,018	1,170	1,206

每股指标					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股收益 (元)	1.80	1.14	1.76	2.03	2.09
每股净资产 (元)	16.96	15.43	17.20	19.22	21.32
每股内含价值 (元)	42.56	43.54	47.78	52.77	58.10
每股新业务价值 (元)	1.77	1.59	2.04	2.41	2.67
内含价值 (百万元)					
调整后净资产	674,317	682,694	604,520	675,376	748,474
有效业务价值	528,691	547,825	746,070	816,171	893,753
内含价值	1,203,008	1,230,519	1,350,590	1,491,547	1,642,227
一年新业务价值	49,967	45,004	57,706	68,131	75,535
ROEV (%)	13.2%	12.2%	13.2%	13.5%	13.6%
收入/支出增长率 (%)					
已赚保费收入增长	1.0%	-0.5%	3.0%	7.8%	9.1%
投资收益增长	16.5%	-9.9%	23.7%	5.4%	7.4%
营业收入增长	4.1%	-3.8%	9.8%	7.1%	8.6%
退保金增长	25.0%	-10.7%	4.5%	9.9%	9.4%
佣金及手续费增长	-22.1%	-16.7%	50.4%	7.8%	9.1%

归属母 公司净 利润	50,766	32,082	49,869	57,328	59,105
基 本					
EPS	1.80	1.14	1.76	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 贷款	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 (%)

佣金率

行政费用率

赔付率

退保率

准备金提转
差

当期综合成
本率

资产/负债增
长率 (%)

总资产增长
率

投资资产增
长率

总负债增长
率

寿险准备金
增长率

股东权益增
长

估值分析

PE

PB

PEV

隐含新业务
倍数

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。

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。