

中国人寿 (601628. SH)

规模与增长并重，保费共价值双升

买入

核心观点

保费规模维持行业第一。2023年上半年中国人寿实现营业收入 5536 亿元，同比增长 4.8%；总保费收入 3621 亿元，同比增长 2.7%，维持行业保费规模首位；受权益市场波动等因素的影响，归属于母公司股东的净利润下滑至 162 亿元，同比下降 36.3%；新业务价值提升至 309 亿元，同比上涨 19.9%；内含价值 1.3 万亿元，较 2022 年年底上升 6.6%。

代理人数量筑底，新单保费增速亮眼。上半年在定价利率下调和行业整体转型向好的驱动下，居民储蓄型保险需求得到集中释放，中国人寿实现新单保费收入 1712 亿元，同比上升 22.9%；其中，首年期交保费收入 801 亿元，较去年同期上涨 16.2%，直接助力上半年 NBV 增速的增长。公司持续调整业务结构，拉长负债端久期，十年期及以上首年期交保费较去年同期上升 28.9% 至 390 亿元，占整体首年期交保费比例的 40%。代理人队伍方面已基本筑底，上半年总销售人数超 72 万人，仅下降 1.1%。“八大工程”战略全面启航，结合高级管理层的履新，预计将推动中国人寿在业务、运营、客户经营等方面的转型。

银保深化渠道转型，实现保费价值双升。公司积极把握上半年储蓄型保险的趋势，进一步拓宽与银行间的合作，上半年银保渠道实现总保费收入 621 亿元，同比增长 45.7%，其中首年期交保费收入达 173 亿元，同比提升 59%，占渠道总保费收入的 27.9%。同时，中国人寿持续加强银行客户经理团队的专业化、科技化能力建设，截至 2023H1，银保渠道客户经理达 2.3 万人，季均实动人力提升 13.8%。

权益市场波动，投资收益承压。受上半年权益市场的波动及权益类资产分红下降等因素的影响，公司整体投资收益率承压，总投资收益率和净投资收益率分别为 3.41% 和 3.78%，同比下降 17.8% 和 10.2%。公司积极调整资产配置结构，下调持有的固定到期日金融资产的占比，增持权益类金融资产，其中定期存款占总投资资产的比例下降 26.3% 至 8.28%，股票、基金、其他权益类资产的占比分别上调至 8.09%、3.09%、6.96%，相对处于近年历史高位。

投资建议：中国人寿深化改革创新，坚持“稳增长、重价值、优结构、强队伍、推改革、防风险”的策略，实现稳中有增的发展格局。负债端的持续改善有望带动全年 NBV 及中长期内含价值的增长；资产端根据市场形势积极调整资产配置结构，保持稳健、长期、安全的投资风格。我们维持“买入”评级。

风险提示：公司改革成效不及预期；保费增速不及预期；银保渠道手续费竞争激烈导致的成本上升；权益市场的持续波动；利率中枢下行等。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	824,961	858,505	826,055	880,124	919,887
(+/-%)	372.58%	4.07%	-3.78%	6.55%	4.52%
净利润(百万元)	52,412	33,514	41,867	52,918	59,127
(+/-%)	252.92%	-36.06%	24.92%	26.40%	11.73%
摊薄每股收益(元)	1.85	1.19	1.48	1.87	2.09
每股内含价值	42.56	43.54	49.10	55.04	61.33
(+/-%)	12.21%	2.29%	12.79%	12.09%	11.43%
PEV	0.82	0.80	0.71	0.64	0.57

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

非银金融·保险 II

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	35.00 元
总市值/流通市值	989265/989265 百万元
52 周最高价/最低价	43.00/26.30 元
近 3 个月日均成交额	561.55 百万元

市场走势



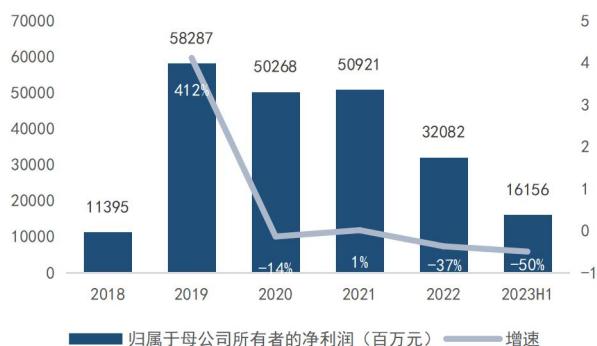
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中国人寿 (601628.SH) -二季度渠道和新单趋稳，权益类资产配置加大》——2022-08-26

《中国人寿 (601628.SH) ——2022 年一季报点评—渠道企稳，资产端成核心关注点》——2022-04-28

《中国人寿 (601628.SH) -个险渠道质量提升，退保率趋于稳定》——2022-03-26

图1：中国人寿归母净利润及增速（单位：百万元、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中国人寿保险业务收入及增速（单位：百万元、%）

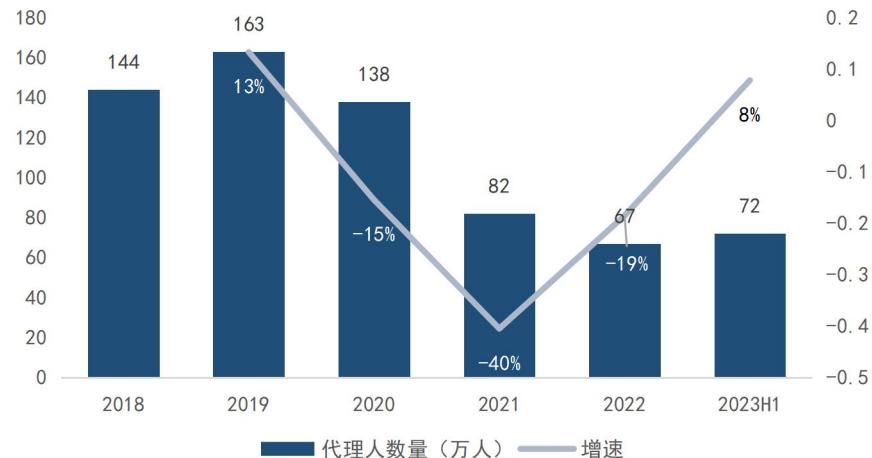

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：中国人寿新业务价值及增速（单位：百万元、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：中国人寿投资收益率（单位：%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：中国人寿代理人数量及增速


资料来源：公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

表1：中国人寿 2023 年 H1 资产配置情况

	2022 年底	2023H1	变化%
固定到期日金融资产			
定期存款	11. 23%	8. 28%	-26. 3%
债券	48. 20%	53. 86%	11. 7%
债权型金融资产	9. 41%	8. 87%	-5. 7%
其他固定到期日投资	9. 02%	1. 15%	-87. 3%
权益类金融资产			
股票	6. 40%	8. 09%	26. 4%
基金	2. 39%	3. 09%	29. 3%
其他权益类投资	6. 04%	6. 96%	15. 2%
投资性房地产			
现金及其他	0. 28%	0. 24%	-14. 3%
联营企业和合营企业投资	1. 56%	4. 64%	197. 4%
	5. 47%	4. 82%	-11. 9%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表 2: 可对比公司盈利预测及估值预测

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		P/EV	
					2023E	2024E	2023E	2024E
601601	中国太保	买入	27. 18	2642	3. 54	4. 18	0. 46	0. 42
601336	新华保险	增持	41. 32	1304	5. 12	8. 21	0. 56	0. 51

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	60,875	128,953	135,400	148,9405	160,855	保险业务收入	618,327	615,190	670,557	697,379	725,274
应收保费	20,361	19,697	21,666	23,833	26,216	已赚保费	611,251	607,825	661,377	687,648	715,154
应收账款	485	1,433	1,261	1,134	1,044	再保险佣金收入	0	0	0	0	0
衍生金融资产	0	0	0	0	0	银行业务利息收入	0	0	0	0	0
发放贷款及垫款	666,087	596,490	638,244	702,068	702,068	非保险业务的手续费及佣金收入	0	0	0	0	0
对联营公司和共同控制实体的投资	0	0	0	0	0	投资收益	-939	-905	1,629	1,759	1,900
投资性资产	4,002,619	4,315,775	4,334,045	4,520,517	4,765,976	其他收益	645	(69)	83	93	100
财产和设备	56,154	55,887	56,492	57,602	59,243	营业收入合计	858,505	826,055	880,124	919,887	959,548
无形资产	8,409	8,532	8,958	9,675	10,449	赔付支出	136,502	140,683	147,717	155,103	162,858
其他资产	6,234	27,968	25,737	24,131	25,054	保险业务手续费及佣金支出	65,744	54,777	52,585	53,637	55,783
资产总计	4,891,085	5,251,984	5,577,275	5,882,974	6,193,238	银行业务利息支出	0	0	0	0	0
银行及其他金融机构负债	0	0	0	0	0	非保险业务的手续费及佣金支出	0	0	0	0	0
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	3,416	3,344	3,243	3,146	3,051	营业支出合计	807,524	801,672	835,912	864,101	897,263
衍生金融负债	0	0	0	0	0	利润总额	50,981	24,383	44,211	55,785	62,284
应付保费	48,699	50,830	58,454	64,299	70,729	净利润	52,412	33,514	41,866	52,917	59,126
保险合同负债	3,419,899	3,880,160	4,200,293	4,422,434	4,656,978	归属于母公司净利润	50,921	32,082	40,192	50,801	56,761
投资合同负债	313,585	374,742	430,953	482,667	530,934	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
应付利息	124,949	96,682	116,018	133,421	146,763	净利润	52,412	33,514	41,866	52,917	59,126
其他负债	95,018	104,060	104,060	104,060	104,060	资产减值准备	22,809	21,396	17,116	13,69	10,954
负债合计	4,404,427	4,806,863	5,192,066	5,486,086	5,786,147	折旧摊销	7,308	7,867	7,531	8,378	8,770
总权益	486,658	445,121	385,209	396,888	407,090	公允价值变动损失	5,091	8,751	9,101	9,283	9,468
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	0	0	0	0	0
每股收益	1.8	1.14	1.48	1.87	2.09	营运资本变动	277,463	403,083	371,683	356,330	351,820
每股净资产	17.21	15.74	13.63	14.04	14.40	其它	0	0	0	0	0
每股集团新业务价值	42.56	43.53	49.10	55.03	61.32	经营活动现金流	286,448	351,968	374,084	384,393	388,895
P/E	19.44	30.70	23.63	18.70	16.73	资本开支	1,262,951	1,517,784	1,518,489	1,571,353	1,612,329
P/BV	2.03	2.22	2.57	2.49	2.43	其它投资现金流	869,220	1,352,829	1,197,316	1,262,955	1,332,387
P/EV	0.82	0.80	0.71	0.63	0.57	投资活动现金流	-393,731	-164,955	-321,173	-308,399	-279,942
集团内含价值增长	12%	2%	13%	12%	11%	权益性融资	140,061	5,896	6,780	7,797	8,967
新业务价值率	42%	33%	36%	40%	43%	负债净变化	0	8,275	0	0	0
新业务价值同比	-23%	-20%	12%	8%	8%	支付股利、利息	26,655	26,386	26,913	27,451	28,001
						其它融资现金流	0	0	0	0	0
						融资活动现金流	111,139	-120,095	-20,817	-20,407	-19,858
						现金净变动	3,785	67,135	32,093	55,587	89,094
						货币资金的期初余额	56,655	60,459	127,594	159,687	215,275
						货币资金的期末余额	60,440	127,594	159,687	215,275	304,369

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032