

中国人寿 (601628.SH) 分红比例同比提升, 队伍规模企稳且人均产能提升

2024年03月28日

——中国人寿 2023 年报点评

投资评级: 买入 (维持)

高超 (分析师)

吕晨雨 (分析师)

唐关勇 (联系人)

gaochao1@kysec.cn

lvchenyu@kysec.cn

tanguanyong@kysec.cn

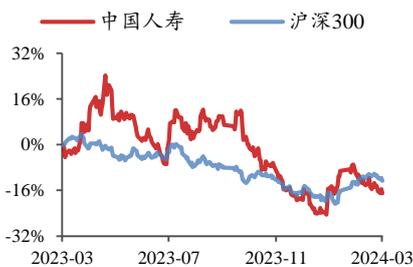
证书编号: S0790520050001

证书编号: S0790522090002

证书编号: S0790123070030

日期	2024/3/28
当前股价(元)	28.50
一年最高最低(元)	43.00/25.09
总市值(亿元)	8,055.44
流通市值(亿元)	5,934.71
总股本(亿股)	282.65
流通股本(亿股)	208.24
近3个月换手率(%)	4.69

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《负债端维持高景气度, 短期投资波动不改龙头地位——中国人寿 2023 年 3 季报点评》-2023.10.27

《个、银带动 NBV 同比超预期, 龙头地位仍然稳固——中国人寿 2023 年中报点评》-2023.8.24

《NBV 同比高于预期, 业绩、转型突显稳健——中国人寿 2023 年 1 季报点评》-2023.4.28

● 分红比例同比提升, 队伍规模企稳且人均产能提升

公司披露 2023 年报, 2023 年可比口径 NBV 同比+14.0%, 符合我们预期; 新准则下 2023 年归母净利润 461.8 亿元、同比-30.7%, 预计系权益市场波动较大、固收类资产再投资收益率下降以及新金融工具准则调整拖累。我们预测 2024-2026 年 NBV 预测为 400/430/461 亿元, 分别同比+8.4%/+7.7%/+7.1%, 对应 EV 同比分别为 7.1%/7.3%/7.4%。考虑长端利率趋势下行, 我们下调 2024-2025 年归母净利润预测 (旧准则) 为 297.9/333.7 亿元 (前值为 444.0/551.6 亿元), 新增 2026 年归母净利润预测为 373 亿元, 分别同比+41.1%/+12.0%/+11.8%, 对应 EPS 分别为 1.1/1.2/1.3 元。公司龙头地位稳固, 股息分红保持稳定, 2023 年分红总额 138.5 亿元, 分红比例达 66%, 较 2022 年+8pct, 对应 PEV 分别为 0.6/0.5/0.5 倍, 维持“买入”评级。

● 负债端仍保持较高景气度, EV 假设 1:4 调整后打折 2.5%

(1) 2023 年末公司调整内含价值经济假设, 投资回报率自 5% 至 4.5%, 风险贴现率自 10% 至 8%。按 2023 年经济假设 (新口径) 测算 EV 为 1.26 万亿, 同比+2.4%, 若按 2022 年经济假设测算 EV 同比+5.1%, 经济假设调整导致 EV 下降 2.5%。(2) 全年新口径 NBV 368.6 亿元, 按旧口径和新口径测算分别同比+14.0%/+11.9%, 符合我们预期。旧口径增速较 2023 前三季的+14%保持持平, 负债端整体保持较强景气度。(3) 新单保费 2108 亿元、同比+14.1%, 首年期交保费 1126 亿元、同比+16.7%, 10 年期及以上首年期交保费 495 亿元、同比+18.4%, 占期交保费比重为 44%, 较 2023 年提升 0.62pct, 银保首年期缴保费同比+39.4%; 个险 margin 达 29.9%, 同比+2.5pct。(4) 2023 年末总人力 69.4 万, 个险销售队伍 63.4 万人, 较年初下降 5%, 队伍规模在业内率先呈现企稳态势。产能提升预计主因产品结构改善以及业绩高增, 月人均首年期交保费同比+28.6%。展望看, 人均产能提升有望带动代理人渠道进入正向循环, 利于队伍质效提升, 2024 年个险渠道有望进一步实现代理人规模与产能双向改善。

● 全年归母净利润承压, 主要受权益市场及会计准则回溯影响同比承压

新准则下全年归母净利润 461.8 亿元、同比下降 30.7%, 净利润下降主要受投资收益拖累以及 I9 准则调整会计准则回溯调整影响。原准则下归母净利润 211.1 亿元、同比下降 34.2%, 主要受到权益市场波动导致公允价值受损以及权益资产减值拖累, 2023 年资产减值 530 亿元 (实际反映权益资产浮亏)、同比+148%。公司总投资资产同比+12%, 权益类资产占比 19.4%, 占比提升+1.78pct, 全年总投资收益率/净投资收益率分别 2.68%/3.77%, 较 2022 年分别下降 1.26/0.23pct。

● 风险提示: 长端利率超预期下行; 寿险需求超预期减弱; 权益持仓波动加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
保费业务收入 (百万元)	615,190	641,380	670,239	698,042	733,149
YoY (%)	-0.5	4.3	4.5	4.1	5.0
内含价值 (百万元)	1,230,519	1,260,567	1,350,656	1,449,442	1,556,938
YoY (%)	2.3	2.4	7.1	7.3	7.4
新业务价值 (百万元)	36,004	36,860	39,954	43,027	46,082
YoY (%)	-19.6	2.4	8.4	7.7	7.1
归母净利润 (百万元)	32,082	21,110	29,790	33,370	37,318
YOY (%)	-37.0	-34.2	41.1	12.0	11.8
P/B	1.8	1.7	1.7	1.6	1.5
P/EV	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
投资资产	4,096,424	5,673,371	6,280,686	6,895,735	7,556,193	营业收入	826,055	837,859	910,928	963,007	1,023,885
其他资产	1,049,370	215,108	227,797	250,104	274,059	已赚保费	607,825	632,141	662,196	689,665	724,351
资产总计	5,145,794	5,888,479	6,508,483	7,145,840	7,830,252	保费业务收入	615,190	641,380	670,239	698,042	733,149
未到期责任准备金	13,108	14,220	14,860	15,476	16,255	投资净收益	217,775	190,627	237,147	261,277	286,863
未决赔款准备金	26,153	24,461	27,002	32,156	35,453	公允价值变动损益	-8,751	4,169	-	-	-
寿险责任准备金	3,607,236	3,983,433	4,485,903	4,944,428	5,426,185	其他业务收入	8,977	11,086	11,585	12,065	12,672
长期健康险责任准备金	233,663	266,376	236,076	260,209	285,565	营业支出	801,672	825,618	877,615	925,690	982,154
其余所有负债	926,703	1,129,947	1,256,211	1,384,541	1,519,373	退保金	37,122	48,740	48,740	54,186	59,722
负债合计	4,806,863	5,418,437	6,020,052	6,636,810	7,282,830	赔付支出	140,683	174,819	192,982	214,373	236,352
归属于母公司所有者权益	436,169	460,110	481,104	501,394	539,211	减：摊回赔付支出	6,720	7,009	5,789	6,431	11,818
益合计						提取保险责任准备金	461,204	407,211	472,170	482,658	507,113
少数股东权益	8,952	9,932	7,326	7,635	8,211	减：摊回保险责任准备金	311	287	944	965	507
所有者权益合计	445,121	470,042	488,431	509,030	547,422	手续费及佣金支出	54,777	63,092	65,931	68,666	72,119
负债及股东权益总计	5,251,984	5,888,479	6,508,483	7,145,840	7,830,252	业务及管理费	42,213	41,076	42,924	44,705	46,953
						其他业务成本	30,387	32,591	33,512	34,204	35,924
						营业利润	24,383	12,241	33,313	37,317	41,731
						加：营业外收入	108	94	-	-	-
						减：营业外支出	444	457	-	-	-
						利润总额	24,047	11,878	33,313	37,317	41,731
						减：所得税	-9,467	-10,755	2,665	2,985	3,339
						净利润	33,514	22,633	30,648	34,331	38,393
						少数股东损益	1,432	1,523	858	961	1,075
						主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						成长能力(%)					
						营业收入同比增长	-3.78%	1.43%	8.72%	5.69%	6.29%
						已赚保费同比增长	-0.56%	4.00%	4.75%	4.15%	5.03%
						保费收入同比增长	-0.51%	4.26%	4.50%	4.15%	5.03%
						归母净利润同比增长	-37.00%	-34.20%	41.12%	11.24%	11.11%
						归母净资产同比增长	-8.95%	5.49%	3.17%	2.75%	7.65%
						获利能力(%)					
						ROE	7.53%	4.82%	6.36%	6.88%	7.11%
						ROA	0.65%	0.38%	0.47%	0.48%	0.48%
						ROEV	2.72%	1.80%	2.27%	2.35%	2.43%
						价值数据(百万元)					
						新业务价值	36,004	36,860	39,954	43,027	46,082
						内含价值	1,230,519	1,260,567	1,350,656	1,449,442	1,556,938
						每股指标(元)					
						每股收益	1.14	0.75	1.05	1.17	1.30
						每股净资产	15.43	16.28	16.79	17.26	18.58
						每股内含价值	43.54	44.60	47.79	51.28	55.08
						估值比率					
						P/B	1.82	1.73	1.67	1.63	1.51
						P/EV	0.65	0.63	0.59	0.55	0.51

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn