

中国人寿 (601628.SH)

龙头地位夯实，保费价值双升

买入

核心观点

保费规模创历史新高，分红水平同比下降。2023年，中国人寿实现营业收入8378.6亿元，同比增长1.4%；总保费收入6413.8亿元，同比增长4.3%；其中保费收入结构不断优化，实现首年期交保费1125.7亿元，同比增长16.7%，创近三年新高。受资本市场波动及会计准则调整等因素影响，公司累计实现归母净利润211.1亿元，同比下降34.2%。在行业转型承压背景之下，公司拟向全体股东派发现金股利每股0.43元，同比下降12.2%。

构建综合金融体系，实现保费与价值双升。公司持续推行“八大工程”转型策略，打造“大健康+大养老”的生态建设。1) **个险**：推进代理人人均产能及保费收入结构的全面转型，夯实渠道价值贡献。2023年，公司个险渠道实现总保费收入5015.8亿元，同比增长1.9%；10年期及以上首年保费同比提升18.4%；代理人规模筑底，月人均首年期交保费同比提升28.6%。2) **银保**：监管趋严下，银保渠道保费收入同比高增24.2%，龙头优势凸显。其中，广发银行协同效应助力实现代理首年期交保费18亿元。3) **综合金融**：构建“寿险+”体系，多元布局产品生态，实现协同销售财产险公司业务236亿元。

利率中枢下行，顺势下调投资收益率假设及风险贴现率。在资产端持续承压背景之下，公司下调投资回报率假设至4.5%（原为5%）、风险贴现率至8%（原为10%）。可比口径下，公司2023年新业务价值实现368.6亿元，同比提升11.9%；其中，多元板块新业务价值大幅提升42.0%，综合金融价值贡献显著抬升；同时，内含价值同比增长5.6%至12605.7亿元，位居行业首位。

投资收益承压，配置结构优化。2023年，在资本市场低位震荡及利率中枢下移背景之下，公司投资收益率表现承压，中国企业会计准则下，分别实现总投资收益率及净投资收益率2.68%、3.77%，同比下降1.26pt、0.23pt。公司持续优化资产配置结构，增配债券的同时适当调整权益类资产配置比例，其中债券类资产占比提升4.74pt，股票类资产下降1.39pt。

投资建议：基于人身险行业转型调整及资产端收益承压，我们下调2024年及2025年盈利预测、新增2026年盈利预测，预计2024至2026年公司EPS为1.45/1.80/2.09元/股（原2024/2025年为1.87/2.09元/股），对应P/EV为0.61/0.56/0.51x，维持“买入”评级。

风险提示：改革成效不及预期；保费增速不及预期；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

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	826,055	837,859	906,215	943,107	981,124
(+/-%)	-3.78%	1.43%	8.16%	4.07%	4.03%
归母净利润(百万元)	32,082	21,110	40,862	50,804	59,095
(+/-%)	-37.00%	-34.20%	93.57%	24.33%	16.32%
摊薄每股收益(元)	1.14	0.75	1.45	1.80	2.09
每股内含价值	43.54	44.60	46.34	50.65	55.01
(+/-%)	2.29%	2.44%	3.90%	9.30%	8.62%
PEV	0.65	0.63	0.61	0.56	0.51

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 联系人：王京灵
021-60375452 0755-22941150
kongxiang@guosen.com.cn wangjingling@guosen.com.cn
S0980523060004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	28.13元
总市值/流通市值	795086/795086百万元
52周最高价/最低价	43.00/25.09元
近3个月日均成交额	468.60百万元

市场走势



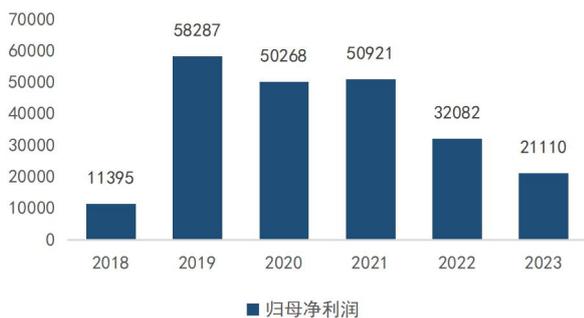
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中国人寿(601628.SH)-布局养老机遇，推进营销改革》——2023-11-09
- 《中国人寿(601628.SH)-短期业绩承压，战略持续转型》——2023-10-27
- 《中国人寿(601628.SH)-规模与增长并重，保费共价值双升》——2023-08-24
- 《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年一季度报点评-渠道企稳，资产端成核心关注点》——2022-04-28

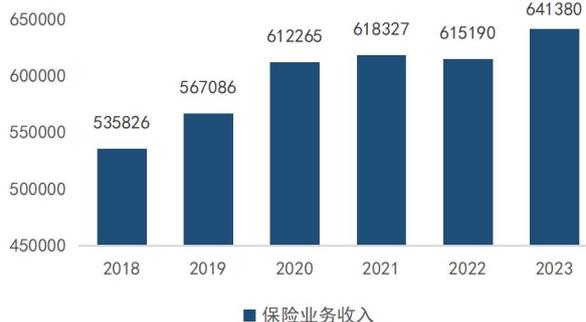
2023年，保险行业新会计准则实施加大公司利润表波动，叠加资本市场延续低位震荡态势，公司2023年利润表现出现一定下滑，公司累计实现归母净利润211.1亿元，同比下降34.2%，但核心负债端业务指标均同比稳健提升，不改业务向好态势。新金融工具准则调整对险企利润表波动的影响主要体现在以下两方面：**第一**，大量权益资产被指定为FVTPL计量，直接加大利润表波动。按照新金融工具准则规定，权益资产被指定为FVOCI后，该决策不可撤销，只有分红可计入损益，处置时买卖价差不得计入损益，只能计入留存收益，因此保险公司将大量权益资产归入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVTPL），资本市场变动导致的金融资产公允价值变动对利润表的影响变大。**第二**，利润表中与投资收益核算有关的科目发生变化。旧准则下与投资收益核算相关的主要科目是投资收益、公允价值变动损益和资产减值损失；新准则下的主要相关科目是利息收入、投资收益、公允价值变动损益、信用减值损失，具体计算公式及计算过程请参考上表。其中，“利息收入”反映新金融工具准则下对分类为以摊余成本计量的金融资产和分类为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产按照实际利率法计算的利息收入。“信用减值损失”反映企业按新金融工具准则计提金融工具信用损失准备所确认的信用损失。综上，在多因素影响下，公司2023年分别实现投资收益1906.3亿元，同比下降12.47%；资产减值损失530.0亿元，同比上升147.7%。在此背景下，公司进一步优化资产配置结构，加大债券配置力度，同时适当降低FVTPL类计量股票等资产的持仓比重，债券类资产占比提升4.74pt，股票类资产下降1.39pt。2024年，预计随着资本市场的回暖及公司资产配置战略的持续优化，我们预计公司FVOCI权益类资产配置占比有望提升4pt，把握高分红类股票配置机遇，降低利润表波动。

图1：中国人寿归母净利润（单位：百万元）



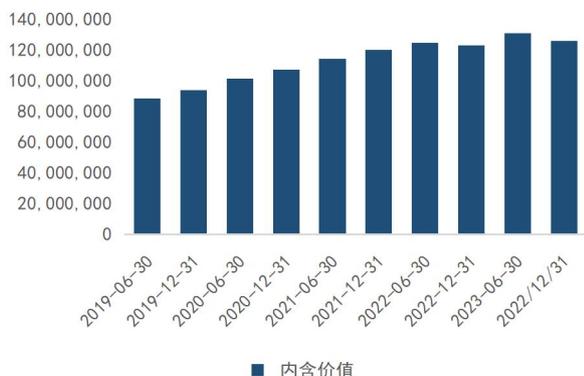
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中国人寿保险业务收入（单位：百万元）



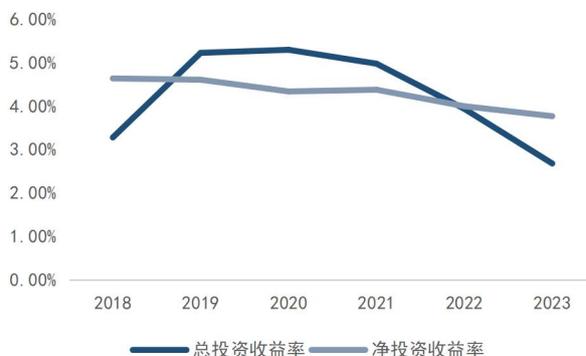
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：中国人寿内含价值（单位：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

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	128,953	149,566	164,523	177,684	191,899	保险业务收入	615,190	641,380	679,863	707,057	735,340
应收保费	19,697	21,521	23,673	26,040	28,644	已赚保费	607,825	632,141	678,544	705,686	733,913
应收分保账款	1,433	1,411	1,270	1,168	1,075	对联营企业和合营企业的 投资收益/(损失)	217,775	8,526	8,611	9,042	9,494
衍生金融资产	0	0	0	0	0	公允价值变动损益	3,628	4,169	4,503	4,728	4,964
发放贷款及垫款	596,490	603,639	664,003	664,003	664,003	投资收益	-905	190,627	202,065	210,147	218,553
交易性金融资产	223,782	253,879	294,500	338,675	389,476	其他收益	-69	11,086	12,416	13,410	14,080
长期股权投资	261,179	257,606	283,367	311,703	342,874	营业收入合计	826,055	837,859	906,215	943,107	981,124
投资性房地产	13,193	12,753	13,136	13,530	13,936	赔付支出	140,683	174,819	183,560	192,738	202,375
无形资产	8,532	8,369	9,039	9,762	10,543	保险业务手续费及佣金支 出	54,777	63,092	64,354	66,928	69,605
其他资产	5,654	13,909	13,909	13,909	13,909	营业支出合计	801,672	825,618	861,245	887,292	916,265
资产总计	5,251,984	5,888,479	6,434,750	6,748,153	7,091,397	利润总额	24,047	11,878	44,617	55,472	64,525
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	33,514	22,633	42,564	52,920	61,557
以公允价值计量且其变动 计入当期损益的金融负债	3,344	5,469	5,305	5,146	4,991	归属于母公司净利润	32,082	21,110	40,862	50,804	59,095
衍生金融负债	0	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
预收保费	50,830	49,818	54,800	60,280	66,308	净利润	33,514	22,633	42,564	52,920	61,557
卖出回购金融资产款	148,954	216,704	205,869	195,575	185,797	资产减值准备	21,396	53,001	42,401	33,921	27,137
应付股利	0	7	0	0	0	折旧摊销	7,867	7,717	8,031	8,406	8,800
保单合同准备金	3,880,160	4,288,490	4,515,215	4,754,585	5,007,365	公允价值变动损失	8,751	-4,169	-4,252	-4,337	-4,424
其他负债	104,060	116,813	116,813	116,813	116,813	其它	0	2187	0	0	0
负债合计	4,806,863	5,418,437	5,701,406	6,005,039	6,329,945	经营活动现金流	351,968	388,232	401,402	407,160	412,748
总权益	445,121	470,042	733,344	743,114	761,452	收回投资收到的现金	1,160,547	1,203,645	1,299,937	1,364,933	1,433,180
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	其它投资现金流	0	198	0	0	0
每股收益	1.14	0.75	1.45	1.80	2.09	投资活动现金流	-164,955	-428,102	-372,801	-344,859	-314,544
每股净资产	15.75	16.63	25.95	26.29	26.94	吸收投资收到的现金	5,896	18,035	20,740	23,851	27,429
每股集团新业务价值	43.54	44.60	46.34	50.65	55.01	分配股利、利润或偿付利 息支付的现金	26,386	22,189	22,633	23,085	23,547
P/E	24.68	37.51	19.46	15.65	13.45	支付卖出回购金融资产款	90,711	0	0	0	0
P/B	1.79	1.69	1.08	1.07	1.04	现金净额	0	0	0	0	0
P/EV	0.65	0.63	0.61	0.56	0.51	其它融资现金流	-120,095	60,273	-3,309	-723	2,316
集团内含价值增长	2%	2%	4%	9%	9%	融资活动现金流	67,135	20,467	25,292	61,578	100,520
新业务价值	36004	36860	39809	42994	46433	现金净变动	67,135	20,467	25,292	61,578	100,520
新业务价值同比	-20%	2%	8%	8%	8%	货币资金的期初余额	60,459	127,594	148,061	173,353	234,931
						货币资金的期末余额	127,594	148,061	173,353	234,931	335,451

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所提及的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