

2024年03月31日
中国人寿(601628.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

保险 III

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

35.29元

股价(2024-03-29)

28.50元

交易数据

总市值(百万元)	805,544.09
流通市值(百万元)	593,470.60
总股本(百万股)	28,264.71
流通股本(百万股)	20,823.53
12个月价格区间	25.6/42.75元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.6	-2.6	-4.5
绝对收益	-6.0	0.5	-16.2

张经纬

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518060002

zhangjw1@essence.com.cn

哈滢

联系人

SAC 执业证书编号: S1450123060044

haying@essence.com.cn

相关报告

负债表现量稳质优, 投资受市场拖累	2023-10-31
NBV 增长亮眼, 投资承压拖累业绩	2023-08-25
NBV 增速回正, 人力规模企稳明显	2023-05-04
投资拖累利润表现, 核心指标领先同业	2023-03-31

个险向好表现稳健, 投资承压分红提升

■ **事件:** 公司披露 2023 年年报, 全年实现营业收入 8379 亿元 (YoY+1.4%), 归母净利润 211 亿元 (YoY-34.2%), 公司 NBV 为 369 亿元 (YoY+11.9%, 同期重述口径), 个险 NBV 为 346 亿元 (YoY+10.4%, 同期重述口径)。公司 2023 年度拟每股分红 0.43 元, 合计 121.54 亿元, 占归母净利润比例为 58% (YoY+15pct)。

■ **我们认为, 公司 2023 年报关注重点主要包括:** 1) **业务表现稳健, NBV 改善明显。**2023 年公司实现保费收入 6414 亿元 (YoY+4.3%), 稳居行业首位优势; 实现新单保费 2108 亿元 (YoY+14.1%), NBV 达 369 亿元 (YoY+11.9%, 同期重述口径)。2) **投资拖累利润表现, Q4 净利润同比大幅提升。**2023 年公司资产减值达 530 亿元 (YoY+147.7%), 总、净投资收益率分别同比-1.26pct、-0.23pct 至 2.68%、3.77%, 拖累全年净利润表现。其中 2023Q4 单季实现归母净利润 49 亿元, 较上年同期增长 363.7%。3) **下调风险贴现率和投资收益率, EV 可信度提升。**公司下修投资回报率假设 0.5pct 至 4.5%, 以及下修风险贴现率 2.0pct 至 8%。公司经调整期末内含价值达 1.26 万亿元 (YoY+5.6%, 同期重述口径), 较同期旧口径内含价值同比+2.4%。

■ **个险深化渠道转型, 银保规模与价值显著提升。**2023 年公司实现保费收入 6414 亿元 (YoY+4.3%), 其中新单、续期分别同比+14.1%、+0.03%, 全年 NBV 同比+11.9% (同期重述口径)。1) **个险业务坚持“有效队伍驱动业务发展”战略, 推进渠道转型, 首年期交保费达 918 亿元 (YoY+12.6%), 十年期及以上首年期交保费达 495 亿元 (YoY+18.4%), 其占首年期交保费比重为 53.92% (YoY+2.64pct); 个险 NBV Margin 达 29.9% (YoY+2.5pct)。**2) 此外, 银保渠道进一步强化与银行合作, 实现量与质均增长, 银保保费达 788 亿元 (YoY+24.2%), 其中首年期交保费 207 亿元 (YoY+39.4%)。

■ **代理人稳量提质, 加速提升队伍转型。**1) 公司个险围绕“客资建队伍”理念, 推动队伍专业升级, 强化优增优育, 截至 2023 年末人力达 63.4 万人 (YoY-5.1%), 其中, 营销队伍规模为 41.0 万人 (YoY-4.7%), 收展队伍规模为 22.4 万人 (YoY-5.9%)。2023 年公司个险板块月人均首年期交保费同比+28.6%, 队伍产能显著提升。2) 银保渠道 2023 年末客户经理达 2.3 万人, 季均实动人力同比+8.5%, 人均期交产能同比大幅提升。

■ **投资收益率下滑明显, 增加债券配置比例。**截至 2023 年末, 公司总投资资产规模为 56734 亿元 (较年初+12.0%), 2023 年实现总投资收益 1420 亿元, 总、净投资收益率分别同比-1.26pct、-0.23pct 至 2.68%、3.77%。从投资结构来看, 债券占比 51.59% (YoY+3.05pct),

定存占比 7.12% (YoY-2.47pct)，股基（不含货基）占比 11.20% (YoY-0.14pct)，债券资产配置小幅增长。

新单改善 NBV 表现领先，投 2022-10-28
资收益拖累净利

■ **内含价值增速为 5.6%，较旧口径同比增长 2.4%。** 公司下修投资回报率假设 0.5pct 至 4.5%、下修风险贴现率 2.0pct 至 8%，精算假设变化带来影响达-406 亿元。截至 2023 年末，公司经调整内含价值达 1.26 万亿元 (YoY+5.6%，同期重述口径)，较同期旧口径内含价值同比+2.4%。

■ **投资建议：维持买入-A 投资评级。** 我们预计中国人寿 2024-2026 年 EPS 分别为 1.03 元、1.15 元、1.23 元，给予 0.75x2024 年 P/EV，对应 6 个月目标价为 35.29 元。

■ **风险提示：权益市场大幅波动、监管政策不确定性、代理人规模持续下滑等。**

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	826,055	837,859	867,184	901,438	942,003
归母净利润	32,082	21,110	29,055	32,454	34,889
每股净资产(元)	15.43	16.28	17.42	19.43	20.40
每股收益(元)	1.14	0.75	1.03	1.15	1.23
每股内含价值(元)	42.25	44.60	47.05	50.11	53.41

估值水平	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
P/B	1.85	1.75	1.64	1.47	1.40
P/E	25.11	38.16	27.73	24.82	23.09
P/EVPS	0.67	0.64	0.61	0.57	0.53

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

财务报表预测

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	826,055	837,859	867,184	901,438	942,003	货币资金	128,953	149,566	195,119	216,582	236,075
已赚保费	607,825	632,141	644,784	657,679	675,766	以公允价值计量其变动计入当期损益的金融资产	223,782	253,879	405,097	556,525	684,269
投资收益及公允价值变动	209,024	194,796	201,614	216,735	238,408	可供出售金融资产	1,738,108	2,263,047	2,370,445	2,524,326	2,673,859
其他收入	9,206	10,922	20,786	27,023	27,828	持有至到期投资	1,574,204	1,706,441	1,956,297	2,313,979	2,599,894
营业支出	801,672	825,618	833,949	867,133	904,083	其他资产	1,586,937	1,515,546	1,491,484	1,513,058	1,571,576
退保金	37,122	48,740	53,614	58,975	64,873	资产合计	5,251,984	5,888,479	6,418,442	7,124,471	7,765,673
赔付支出	140,683	174,819	192,301	211,531	232,684	寿险责任准备金	3,607,236	3,983,433	4,102,936	4,522,530	4,820,731
提取保险责任准备金	461,204	407,211	419,427	432,010	444,970	保护储金及投资款	374,742	486,483	535,131	595,816	651,386
保单红利支出	20,685	11,695	12,865	14,151	15,566	长期健康险责任准备金	233,663	266,376	293,014	326,242	356,670
保险业务手续费及佣金支出	54,777	63,092	58,045	53,401	49,129	其他负债	591,222	682,145	984,416	1,141,732	1,371,828
业务及管理费	42,213	41,076	41,898	42,735	43,590	负债合计	4,806,863	5,418,437	5,915,497	6,586,320	7,200,614
其他支出	44,988	78,985	55,800	54,329	53,270	股本	28,265	28,265	28,265	28,265	28,265
营业利润	24,383	12,241	33,235	34,304	37,920	资本公积	53,554	53,934	54,473	55,018	55,568
营业外收支	-336	-363	-500	-500	-500	未分配利润	201,688	201,331	211,398	223,870	236,183
利润总额	24,047	11,878	33,735	33,804	37,420	归属母公司所有者权益	436,169	460,110	492,516	549,101	576,556
所得税费用	-9,467	-10,755	-4,680	1,350	2,531	少数股东权益	8,952	9,932	10,429	10,950	11,498
归属于母公司净利润	32,082	21,110	29,055	32,454	34,889	股东权益合计	445,121	470,042	502,945	538,151	565,059

每股数据 (元)						估值水平 (x)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股净资产	15.43	16.28	17.42	19.43	20.40	P/B	1.85	1.75	1.64	1.47	1.40
每股收益	1.14	0.75	1.03	1.15	1.23	P/E	25.11	38.16	27.73	24.82	23.09
每股内含价值	42.25	44.60	47.05	50.11	53.41	P/EVPS	0.67	0.64	0.61	0.57	0.53

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034