

中国人寿 (601628.SH) NBV 增速优于预期, 受益降本增效和期限结构改善

2024 年 04 月 28 日

——中国人寿 2024Q1 业绩点评

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

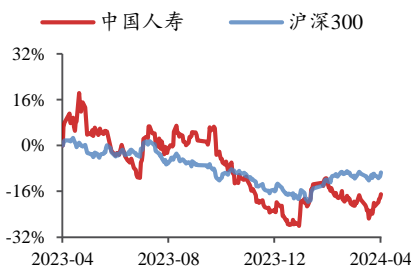
证书编号: S0790520050001

证书编号: S0790522090002

证书编号: S0790123070030

日期	2024/4/26
当前股价(元)	29.55
一年最高最低(元)	43.00/25.09
总市值(亿元)	8,352.22
流通市值(亿元)	6,153.35
总股本(亿股)	282.65
流通股本(亿股)	208.24
近 3 个月换手率(%)	4.23

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

● NBV 增速优于预期, 受益降本增效和期限结构改善

公司披露 2024 一季报, 2024Q1 可比口径 NBV 同比+26.3%, 优于我们预期, 预计受益公司产品期限结构明显改善、同时下调预定利率下调以及落实报行合一政策带来降本增效; 2024 年起公司采用新会计准则, Q1 新准则归母净利润 206.4 亿元、同比-9.3%, 符合我们预期, 受会计政策变更影响 2024 期初净资产增加约 170 亿人民币。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+6.2%/+6.4%/+6.5%。我们按新准则预测公司 2024-2026 净利润为 652/725/805 亿元, 分别同比+41.1%/+11.2%/+11.1% 对应 EPS 分别为 1.1/1.2/1.3 元。对应 PEV 分别为 0.6/0.6/0.6 倍, 公司龙头地位稳固, 股息分红稳定, A/H 股息率 (TTM) 分别 1.7/5.2%, 维持“买入”评级。

● NBV 高增长受益期限结构改善和降本增效, 构建多元产品体系利于资产负债管理

(1) 产品质效提升, NBV 增速实现近年最高。2024Q1 公司首年保费 1124.4 亿元, 同比-4.4%, 首年期缴保费 748.3 亿元, 同比+4.7%, 其中 10 年期及以上产品 251.2 亿元, 同比+25.4%, 占新单期缴保费比重 33.7%, 同比+5.6pct。公司续期保费 2251.9 亿元, 同比+7.5%。公司新单保费下降预计受银保趸缴产品拖累, 主要系“报行合一”政策的短期负面冲击拖累, 但 10 年期新单期交保费快速提升, 叠加产品预定利率下调、“报行合一”政策改善产品费差损, NBV margin 预计持续改善, 同比口径 NBV 增速+26.3%, 实现近年 Q1 最高增速。(2) 个险队伍质态持续改善: 2024Q1 末总人力 67.9 万人, 个险销售人力 62.2 万人, 同比-6%, 较年初-1.9%, 个险月均首年保费同比+17.7%, “种子计划”试点在江苏、广东、深圳等省级机构启动。(3) 展望看, 公司持续强化资产负债管理, 积极推进形态多元、期限多元、成本多元的产品体系构建, 我们预计形态多元将满足客户多元保险需求, 贡献稳定保费增长, 期限多元有望提升保险久期管控, 降低利率敞口, 成本多元预计持续优化利率成本, 提升产品价值。

● 高基数+利率下降拖累投资收益率, 关注权益市场回暖下的投资端弹性

2024Q1 末公司总投资资产 5.9 万亿元, 较年初+4.8%。总投资收益/净投资收益分别实现 646.7426.8 亿元, 同比+7.2%/+0.1%, 年化总投资收益率/净投资收益率分别 3.23%/2.82%, 同比-0.8/-1.0pct, 2023Q1 基期末按 I9 金融工具准则重述造成同期高基数, 此外我们预计主因新增长久期债券配置收益率拖累存量资产收益率, 2024 年 3 月末 10 年期国债收益率下降 2.29%, 同比下降 56bp。2023 年末公司权益类资产占比 19%, 股市回暖对公司业绩弹性影响预计优于同业。

● 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
保费服务收入 (百万元)	182,578	212,445	233,690	252,385	272,575
YoY(%)	-	16.36	10.00	8.00	8.00
内含价值(百万元)	1,230,519	1,260,567	1,338,520	1,423,565	1,516,272
YoY(%)	2.3	2.4	6.2	6.4	6.5
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)	66,680	46,181	65,161	72,459	80,502
YOY (%)	30.9	-30.7	41.1	11.2	11.1
P/B	1.9	1.8	1.7	1.7	1.5
P/EV	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6

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
投资资产	4,811,893	5,659,250	6,225,175	6,723,189	7,059,348
分出再保险资产	24,096	25,846	27,154	29,870	32,857
递延所得税资产	46,126	74,818	25,008	25,008	25,008
其他资产	263,679	128,565	231,145	367,773	713,039
资产总计	5,145,794	5,888,479	6,508,483	7,145,840	7,830,252
卖出回购金融资产款	-	216,704	166,406	166,406	166,406
长期借款	12,774	12,719	12,890	12,890	12,890
保险合同负债	4,266,947	4,859,175	5,490,868	6,039,955	6,643,950
分出再保险合同负债	-	188	263	263	263
其他负债	355,374	227,225	33,926	33,926	33,926
负债合计	4,635,095	5,316,011	5,704,353	6,253,440	6,857,435
归属于母公司所有者	366,021	327,784	522,916	595,031	675,192
权益合计					
少数股东权益	8,952	9,932	11,257	12,810	14,535

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	370,861	344,746	406,875	448,952	490,766
保险服务收入	182,578	212,445	233,690	252,385	272,575
总投资收益	199,672	132,369	160,440	181,277	199,847
其他业务收入	8,944	10,603	12,724	15,268	18,322
营业支出	294,501	300,170	338,562	371,409	404,572
保险服务费用	131,614	150,353	163,583	179,193	193,529
分出保费的分摊	4,119	4,726	7,361	8,064	8,709
减：摊回保险服务费用	-6,274	-4,438	-3,272	-3,584	-3,871
承保财务损益	148,700	127,923	153,744	169,119	186,031
减：分出再保险财务损益	-583	-616	-540	-594	-653
利息支出/财务费用	4,863	5,308	5,528	5,528	5,528
其他业务成本	12,062	16,914	12,157	13,683	15,300
营业利润	70,060	44,576	68,313	77,543	86,194
加：营业外收入	-	-	-	-	-
减：营业外支出	-	-	-	-	-
利润总额	70,060	44,576	68,313	77,543	86,194
减：所得税	1,948	2,971	4,782	5,428	6,034
净利润	68,112	47,547	63,531	72,115	80,161
少数股东损益	1,432	1,366	1,190	1,323	1,470
归属于母公司所有者的净利润	66,680	46,181	65,161	72,459	80,502

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%	5.72%	6.32%
保险服务收入同比增长		16.36%	10.00%	8.00%	8.00%
新业务价值同比增速	-19.60%	11.89%	8.39%	7.69%	7.10%
归母净利润同比增长	-37.00%	-30.74%	41.10%	11.20%	11.10%
归母净资产同比增长	-8.95%	14.43%	10.53%	9.79%	9.58%
获利能力 (%)					
ROE	18.16%	14.08%	10.63%	10.61%	10.41%
ROA	1.32%	0.81%	0.98%	1.01%	1.02%
ROEV	5.54%	3.77%	4.60%	4.76%	4.83%
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	1,338,520	1,423,565	1,516,272
每股指标 (元)					
每股收益	1.14	0.75	1.05	1.18	1.33
每股净资产	15.43	16.28	17.13	17.97	19.31
每股内含价值	43.54	44.60	47.36	50.36	53.64
估值比率					
P/B	1.91	1.82	1.73	1.64	1.53
P/EV	0.68	0.66	0.62	0.59	0.55

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