

保险	收盘价 港元 10.30	目标价 港元 14.00↓	潜在涨幅 +35.9%
----	-----------------	------------------	----------------

2024 年 4 月 29 日

中国人寿 (2628 HK)

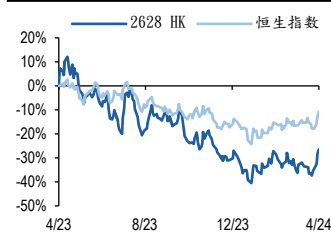
盈利同比下降，新业务价值显著增长，维持买入

- ① **1Q24 盈利同比下降。**1Q24 归母净利润同比下降 9.3%（公司自 1Q24 正式实施新会计准则，1Q23 按新保险合同准则进行追溯调整；若 1Q23 完全按新会计准则追溯调整，则 1Q24 同比下降 24.5%），总投资收益同比增长 7.2%，盈利下降主要由于保险服务业绩受赔付增加影响同比下降 20.4%。
- ② **保费结构优化，十年期以上期交保费占比显著提升。**保费收入同比增长 3.2%，增长主要来自续期保费，趸交保费同比显著下降拉低保费增速；新单期交保费同比 4.7%，其中十年期以上期交保费同比增长 25.4%，占新单期交保费的比重为 33.7%，同比提高 5.6 个百分点。
- ③ **新业务价值显著增长，新业务价值率同比提升。**1Q24 新业务价值同比增长 26.3%，新业务价值率同比提升，主要由于三个原因：1）业务结构优化，10 年期以上期交保费占比提升；2）银保渠道报行合一，降本增效；3）预定利率下调。预计后续季度随着健康险销售力度加大，新业务价值率仍有提升空间。个险销售人力 62.2 万人，较年初下降 1.9%。
- ④ **投资收益率同比下降。**投资资产较年初增长 4.8%，总投资收益同比增长 7.2%，净投资收益同比持平。年化净/总投资收益率 2.82%/3.23%，同比均下降，总投资收益率同比下降 24 个基点，主要由于利率下行和股票市场波动。
- ⑤ **维持买入评级。**截至 1Q24 末，公司核心偿付能力充足率 154.97%，较上年末下降 3 个百分点，主要由于增配权益带来市场风险最低资本增加。近 3 年公司通过加大长债配置力度，降低负债久期，久期缺口降至 4.4 年，在行业中处于较低水平，有利于缓解利差损风险。我们预计 2024 年公司新准则下归母净利润为 466 亿元。由于公司交易性金融资产占投资资产比重 (31%) 相对高于同业，预计带来盈利波动性。基于 0.7 倍市净率，我们将目标价从 17 港币下调至 14 港币，目前估值仍具吸引力，维持**买入**评级。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	15.70
52周低位 (港元)	8.33
市值 (百万港元)	741,408.79
日均成交量 (百万)	61.20
年初至今变化 (%)	1.78
200天平均价 (港元)	9.93

资料来源: FactSet

万丽, CFA, FRM

wanli@bocomgroup.com

(86) 10 8800 9788-8051

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	388,895	344,272	385,064	413,150	441,361
同比增长 (%)		-11.5	11.8	7.3	6.8
净利润 (百万人民币)	66,680	46,181	46,610	54,891	60,984
每股盈利 (人民币)	2.36	1.63	1.65	1.94	2.16
同比增长 (%)		-30.7	0.9	17.8	11.1
市盈率 (倍)	4.0	5.8	5.8	4.9	4.4
每股内含价值 (人民币)	43.5	44.6	47.6	51.2	55.2
P/EV (倍)	0.22	0.21	0.20	0.19	0.17
市账率 (倍)	0.74	0.56	0.53	0.49	0.45

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 主要业务指标假设及预测汇总

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
寿险保费服务收入增速	-	-3.7%	-3.0%	2.5%	2.0%
合同服务边际	783,473	769,137			
较上年末增速		-1.8%			
新业务价值率假设					
基于首年保费	20.9%	23.3%	25.0%	25.5%	25.8%
投资收益率预测					
净投资收益率 (计算)	3.75%	3.55%	3.40%	3.32%	3.28%
总投资收益率 (计算)	3.70%	2.35%	2.56%	2.63%	2.72%
新业务价值	32,944	36,860	40,794	43,403	45,968
新业务价值同比增速	-	11.9%	10.7%	6.4%	5.9%
寿险内含价值	1,230,519	1,260,567	1,346,408	1,447,284	1,560,090
较上年末增速	-	2.4%	6.8%	7.5%	7.8%
归母净利润	66,680	46,181	46,610	54,891	60,984
同比增速	-	-30.7%	0.9%	17.8%	11.1%
ROAE	-	11.0%	9.4%	10.3%	10.6%
每股分红 (人民币元)	0.49	0.43	0.45	0.53	0.59
分红率	20.8%	26.3%	27.5%	27.5%	27.5%

资料来源：公司资料，交银国际预测，基于新会计准则

图表 2: 简化损益表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
保险服务收入	182,578	212,445	223,067	233,105	242,429
投资收益	197,726	121,842	150,979	168,129	186,168
其他业务收入	8,538	10,292	11,218	12,116	12,964
营业收入	388,895	344,272	385,064	413,150	441,361
保险服务费用	-131,614	-150,353	-162,839	-169,001	-175,761
净分出保费	2,155	-288	-3,346	-2,331	-2,424
承保财务损益	-148,700	-127,923	-141,355	-154,784	-167,940
利息支出	-	-5,308	-4,802	-5,030	-5,268
业务及管理费	-6,375	-6,307	-6,465	-6,788	-7,059
信用减值损失	-	1,217	-500	-500	-500
其他业务成本	-10,422	-7,856	-6,285	-6,599	-6,929
营业支出	-318,499	-299,333	-328,233	-347,805	-368,794
营业利润	70,396	44,939	56,832	65,344	72,567
利润总额	70,060	44,576	56,458	64,959	72,170
净利润	68,112	47,547	47,989	56,514	62,788
归属于母公司股东的净利润	66,680	46,181	46,610	54,891	60,984

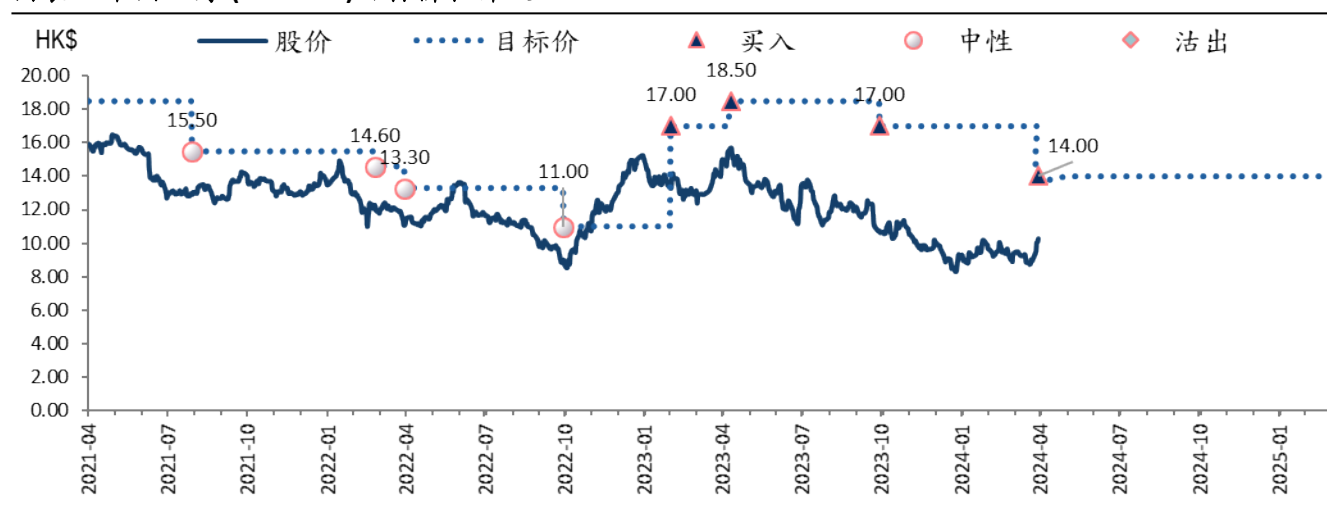
资料来源：公司资料，交银国际预测，基于新会计准则

图表 3: 简化资产负债表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	128,956	150,815	188,519	214,911	238,552
定期存款	485,567	413,255	425,653	446,935	469,282
金融投资	3,878,185	4,798,898	5,230,799	5,649,263	6,044,711
长期股权投资	262,488	258,760	266,523	274,518	282,754
买入返售金融资产	38,533	19,759	16,795	17,635	18,517
存出资本保证金	6,333	6,520	6,716	6,917	7,125
投资资产合计	4,800,062	5,648,007	6,135,004	6,610,180	7,060,940
其他资产	210,006	154,079	193,507	289,375	404,065
总资产	5,010,068	5,802,086	6,328,511	6,899,555	7,465,006
卖出回购金融资产款	148,958	216,851	227,694	239,078	251,032
长期借款	12,774	12,857	12,857	12,857	12,857
应付债券	34,997	36,166	-	-	-
保险合同负债	4,266,947	4,859,175	5,369,388	5,879,480	6,379,236
其他负债	171,419	190,003	195,703	201,574	207,621
负债合计	4,635,095	5,315,052	5,805,642	6,332,990	6,850,747
归属于母公司股东的股东权益合计	366,021	477,093	511,549	553,622	599,512
少数股东权益	8,952	9,941	11,320	12,943	14,747
股东权益合计	374,973	487,034	522,869	566,566	614,259

资料来源：公司资料，交银国际预测，基于新会计准则

图表 4: 中国人寿 (2628 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 5:交银国际金融行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
3908 HK	中金公司	买入	9.80	17.80	81.6%	2023 年 11 月 03 日	内地综合性证券公司
6066 HK	中信建投	买入	6.25	10.00	60.0%	2023 年 05 月 02 日	内地综合性证券公司
6886 HK	华泰证券	买入	9.57	12.50	30.6%	2023 年 05 月 02 日	内地综合性证券公司
6030 HK	中信证券	买入	12.32	21.50	74.5%	2022 年 04 月 29 日	内地综合性证券公司
6837 HK	海通证券	中性	3.85	4.20	9.1%	2024 年 02 月 06 日	内地综合性证券公司
6060 HK	众安在线	买入	13.12	18.00	37.2%	2024 年 04 月 17 日	内地互联网财险公司
2628 HK	中国人寿	买入	10.30	14.00	35.9%	2024 年 04 月 28 日	内地寿险公司
2318 HK	中国平安保险	买入	35.80	51.00	42.5%	2024 年 03 月 25 日	内地寿险公司
2601 HK	中国太保	买入	17.14	30.00	75.0%	2023 年 05 月 08 日	内地寿险公司
966 HK	中国太平保险	买入	7.23	9.60	32.8%	2023 年 08 月 28 日	内地寿险公司
1336 HK	新华保险	中性	14.76	20.50	38.9%	2023 年 10 月 29 日	内地寿险公司
2328 HK	中国人保财险	买入	10.04	12.00	19.5%	2024 年 04 月 16 日	内地财险公司
LX US	乐信集团	买入	1.71	2.40	40.4%	2024 年 03 月 22 日	金融科技
QFIN US	奇富科技	买入	18.52	23.00	24.2%	2024 年 03 月 20 日	金融科技
FINV US	信也科技	买入	4.89	6.30	28.8%	2024 年 03 月 19 日	金融科技
1299 HK	友邦保险	买入	54.00	103.00	90.7%	2022 年 03 月 14 日	泛亚保险公司
FUTU US	富途控股	买入	66.38	70.00	5.5%	2023 年 08 月 02 日	港美股互联网券商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 4 月 26 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
保险服务收入	182,578	212,445	223,067	233,105	242,429
投资收益	197,726	121,842	150,979	168,129	186,168
其他业务收入	8,538	10,292	11,218	12,116	12,964
营业收入	388,895	344,272	385,064	413,150	441,361
保险服务费用	-131,614	-150,353	-162,839	-169,001	-175,761
净分出保费	2,155	-288	-3,346	-2,331	-2,424
承保财务损益	-148,700	-127,923	-141,355	-154,784	-167,940
利息支出	-	-5,308	-4,802	-5,030	-5,268
业务及管理费	-6,375	-6,307	-6,465	-6,788	-7,059
信用减值损失	-	1,217	-500	-500	-500
其他业务成本	-10,422	-7,856	-6,285	-6,599	-6,929
营业支出	-318,499	-299,333	-328,233	-347,805	-368,794
营业利润	70,396	44,939	56,832	65,344	72,567
利润总额	70,060	44,576	56,458	64,959	72,170
净利润	68,112	47,547	47,989	56,514	62,788
归属于母公司股东的	66,680	46,181	46,610	54,891	60,984

资产负债表简表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	128,956	150,815	188,519	214,911	238,552
定期存款	485,567	413,255	425,653	446,935	469,282
金融投资	3,878,185	4,798,898	5,230,799	5,649,263	6,044,711
长期股权投资	262,488	258,760	266,523	274,518	282,754
买入返售金融资产	38,533	19,759	16,795	17,635	18,517
存出资本保证金	6,333	6,520	6,716	6,917	7,125
投资资产合计	4,800,062	5,648,007	6,135,004	6,610,180	7,060,940
其他资产	210,006	154,079	193,507	289,375	404,065
总资产	5,010,068	5,802,086	6,328,511	6,899,555	7,465,006
卖出回购金融资产款	148,958	216,851	227,694	239,078	251,032
长期借款	12,774	12,857	12,857	12,857	12,857
应付债券	34,997	36,166	-	-	-
保险合同负债	4,266,947	4,859,175	5,369,388	5,879,480	6,379,236
其他负债	171,419	190,003	195,703	201,574	207,621
负债合计	4,635,095	5,315,052	5,805,642	6,332,990	6,850,747
归属于母公司股东的	366,021	477,093	511,549	553,622	599,512
少数股东权益	8,952	9,941	11,320	12,943	14,747
股东权益合计	374,973	487,034	522,869	566,566	614,259

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

主要指标					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率(%)					
投资资产		17.7%	8.6%	7.7%	6.8%
总资产		15.8%	9.1%	9.0%	8.2%
保险合同准备金		13.9%	10.5%	9.5%	8.5%
总负债		14.7%	9.2%	9.1%	8.2%
营业收入		-11.5%	11.8%	7.3%	6.8%
保险服务收入		16.4%	5.0%	4.5%	4.0%
总投资收益		-38.4%	23.9%	11.4%	10.7%
营业支出		-6.0%	9.7%	6.0%	6.0%
利润总额		-36.4%	26.7%	15.1%	11.1%
净利润		-30.2%	0.9%	17.8%	11.1%
归属母公司股东净利润		-30.7%	0.9%	17.8%	11.1%
寿险保费收入增速(%)					
首年保费 (长险)		21.5%	-5.1%	4.7%	4.7%
续期保费		0.0%	4.6%	3.7%	3.4%
保费收入		4.3%	2.3%	3.7%	3.6%
盈利指标					
投资资产增速		12.0%	10.0%	9.0%	8.0%
净投资收益率 (平均余额计算)		3.6%	3.4%	3.3%	3.3%
总投资收益率 (平均余额计算)		2.4%	2.6%	2.6%	2.7%
ROAA		0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
ROAE		11.0%	9.4%	10.3%	10.6%
内含价值及新业务价值 (人民币百万元)					
内含价值	1,230,519	1,260,567	1,346,408	1,447,284	1,560,090
内含价值增速		2.4%	6.8%	7.5%	7.8%
寿险内含价值	1,230,519	1,260,567	1,346,408	1,447,284	1,560,090
寿险内含价值增速		2.4%	6.8%	7.5%	7.8%
新业务价值	32,944	36,860	40,794	43,403	45,968
新业务价值增速		11.9%	10.7%	6.4%	5.9%
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标					
每股内含价值 (人民币)	43.5	44.6	47.6	51.2	55.2
每股收益 (人民币)	2.4	1.6	1.6	1.9	2.2
每股账面值 (人民币)	12.9	16.9	18.1	19.6	21.2
P/EV(倍)	0.22	0.21	0.20	0.19	0.17
市账率(倍)	0.74	0.56	0.53	0.49	0.45

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、長久股份有限公司、乐思集团有限公司及出门问问有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。