

中国人寿 (601628.SH) 三季度业绩超预期，新准则下权益弹性突出

2024年10月17日

——中国人寿业绩预增点评

投资评级：买入（维持）

高超（分析师）

唐关勇（联系人）

gaochao1@kysec.cn

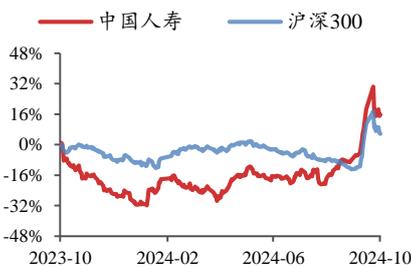
tanguanyong@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790123070030

日期	2024/10/16
当前股价(元)	42.94
一年最高最低(元)	48.40/25.09
总市值(亿元)	12,136.86
流通市值(亿元)	8,941.62
总股本(亿股)	282.65
流通股本(亿股)	208.24
近3个月换手率(%)	3.74

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《NBV 和 EV 增长超预期，人力和产能双提升——中国人寿 2024H1 业绩点评》-2024.9.1

《NBV 增速优于预期，受益降本增效和期限结构改善——中国人寿 2024Q1 业绩点评》-2024.4.28

《分红比例同比提升，队伍规模企稳且人均产能提升——中国人寿 2023 年报点评》-2024.3.28

● 三季度业绩超预期，新准则下权益弹性突出

2024年10月16日中国人寿披露业绩预增公告，2024年前三季度预计实现归母净利润1011.35-1087.67亿元，同比增长约165%至185%，业绩好于预期，公司持续推进权益投资结构优化，受益2024Q3股票市场显著回暖，投资收益大幅提升带动净利润同比高增。以业绩预告区间计算，中国人寿单3季度净利润预计628.35亿-704.67亿（按公告披露计算2023Q3为35亿），取区间中值，中国人寿2024Q3承保/投资利润预计分别占税前利润比重为19%/81%，三季度投资利润占上半年投资利润的196%。我们预测2024-2026年NBV为434/477/529亿元，分别同比+17.6%/+10.0%/+10.9%，对应EV同比分别为+14.1%/+9.1%/+9.3%。考虑权益市场明显改善，我们上调公司2024-2026净利润预测分别为1104/1175/1226亿元（前值为665/751/817）亿元，分别同比+139%/+6.4%/+4.3%，对应EPS分别为3.9/4.2/4.3元。对应PEV分别为0.8/0.8/0.7倍，维持“买入”评级。

● 新准则下公司权益弹性提升，ROE高增有望驱动公司估值上行

(1) 我们测算公司2024H1末权益类资产占比19.6%，FVTPL股票/基金分别4076/2037亿元，合计占总投资资产/净资产达11.2%和138%，2024Q3沪深300/恒生指数/红利指数3季度分别为+16.1%/+19.3%/+4.1%（2023年同期-2.1%/+7.1%/+1.1%），新准则下寿险公司FVTPL股票占比提升，权益弹性较旧准则更加突出，公司权益弹性较为突出预计与蓝筹成长股占比高有关。(2) 复盘2014-2015年、2019年行情下保险股ROE高增驱动PB估值上行，我们测算2024前三季/2024年公司年化ROE预计达24.9%/21.3%，同比增速达409%/91%，考虑长债利率中枢下行对估值带来一定影响，本轮ROE改善仍有望驱动估值上行。

● 停售影响叠加价值率改善下NBV增速扩张，负债端高景气下利源释放稳定

停售影响叠加价值率改善下，我们预测公司前三季NBV可比口径增速达25.3%，较中报延续扩张趋势，同时考虑公司个险人力总规模环比改善，人均产能持续提升，期缴结构持续优化，“种子计划”试点加速推行，负债端延续高景气，预计承保端CSM利源持续释放。长债利率底部企稳，监管呵护调降负债成本，报行合一持续深化，利差损担忧逐步缓解，2024年ROE提升有望驱动PB估值上行。

● 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	226,891	249,580	274,538
YoY(%)		16.36	6.80	10.00	10.00
内含价值(百万元)	1,230,519	1,260,567	1,436,243	1,565,213	1,709,559
YoY(%)		2.3	2.4	13.9	9.0
新业务价值(百万元)	36,004	36,860	43,361	47,679	52,857
YoY(%)		-19.6	2.4	17.6	10.0
归母净利润(百万元)	66,680	46,181	110,394	117,481	122,564
YOY(%)		30.9	-30.7	139.0	6.4
P/B	3.3	2.6	2.1	1.8	1.6
P/EV	1.0	1.0	0.8	0.8	0.7

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	4,811,893	5,659,250	6,225,175	6,723,189	7,059,348	营业收入	370,861	344,746	535,452	559,146	609,094
分出再保险资产	24,096	25,846	27,395	31,230	35,602	保险服务收入	182,578	212,445	226,891	249,580	274,538
递延所得税资产	46,126	74,818	19,736	19,736	19,736	总投资收益	199,672	132,369	296,876	295,547	317,738
其他资产	263,679	128,565	68,430	431,990	1,069,975	其他业务收入	8,944	10,603	11,663	13,996	16,795
资产总计	5,145,794	5,888,479	6,340,736	7,206,145	8,184,661	营业支出	294,501	300,170	399,999	428,611	472,912
卖出回购金融资产款	-	216,704	166,406	166,406	166,406	保险服务费用	131,614	150,353	179,244	177,202	194,922
长期借款	12,774	12,719	12,890	12,890	12,890	分出保费的分摊	4,119	4,726	8,066	7,974	8,772
保险合同负债	4,266,947	4,859,175	5,539,460	6,314,984	7,199,082	减：摊回保险服务费用	-6,274	-4,438	-5,019	-3,544	-3,898
分出再保险合同负债	-	188	263	263	263	承保财务损益	148,700	127,923	199,421	227,339	251,968
其他负债	355,374	227,225	33,926	33,926	33,926	减：分出再保险财务损益	-583	-616	-700	-798	-884
负债合计	4,635,095	5,316,011	5,752,945	6,528,469	7,412,567	利息支出/财务费用	4,863	5,308	4,482	4,482	4,482
归属于母公司所有者	366,021	460,110	575,404	663,395	755,823	其他业务成本	12,062	16,914	14,505	15,955	17,551
权益合计						营业利润	70,060	44,576	135,453	130,534	136,182
少数股东权益	8,952	9,932	12,387	14,281	16,271	加：营业外收入	-	-	-	-	-
						减：营业外支出	-	-	-	-	-
						利润总额	70,060	44,576	135,453	130,534	136,182
						减：所得税	1,948	2,971	25,059	13,053	13,618
						净利润	68,112	47,547	110,394	117,481	122,564
						少数股东损益	1,432	1,366	2,016	2,145	2,238
						归属于母公司所有者	66,680	46,181	110,394	117,481	122,564
						的净利润					
						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%	0.00%	0.00%	0.00%
						保险服务收入同比增长		16.36%	6.80%	10.00%	10.00%
						新业务价值同比增速	-19.60%	11.89%	17.64%	9.96%	10.86%
						归母净利润同比增长	-37.00%	-30.74%	139.05%	6.42%	4.33%
						归母净资产同比增长	-8.95%	14.43%	7.68%	13.65%	13.58%
						获利能力 (%)					
						ROE	18.16%	10.12%	18.78%	17.34%	15.87%
						ROA	1.32%	0.81%	1.74%	1.63%	1.50%
						ROEV	5.54%	3.77%	7.69%	7.51%	7.17%
						价值数据 (百万元)					
						新业务价值	36,004	36,860	43,361	47,679	52,857
						内含价值	1,230,519	1,260,567	1,436,243	1,565,213	1,709,559
						每股指标 (元)					
						每股收益	2.36	1.63	3.91	4.16	4.34
						每股净资产	12.95	16.28	20.36	23.47	26.74
						每股内含价值	43.54	44.60	50.81	55.38	60.48
						估值比率					
						P/B	3.32	2.64	2.11	1.83	1.61
						P/EV	0.99	0.96	0.85	0.78	0.71

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3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