

中国人寿(601628.SH/02628.HK)

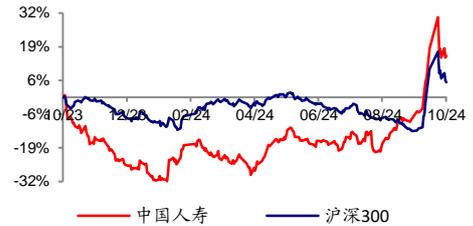
前三季度利润大增，权益弹性超预期

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	42.94 元/15.58 港元
合理价值	46.25 元/16.84 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2024-10-16

核心观点:

- 公司发布公告：24 年前三季度归母净利润预计为 1011.35-1087.67 亿元，可比口径下同比增长 184.6%-206%。（如无特殊说明，本文数据来源于业绩预增公告或公司财报，且均为新会计准则下数据）
- 受益于股票市场的显著回暖，投资收益大幅上升推动归母净利润近两倍增长。公司单三季度归母净利润由去年同期的-6.1 亿元大幅上升至今年的 628.6-704.9 亿元，因此在单二季度利润翻倍增长（+100.3%）的基础上，推动前三季度利润近两倍增长，主要基于两方面原因：一方面股票市场显著回暖且公司持有了一定比例的股票和基金资产，截至 24H1，公司持有的公开市场权益比例为 11.8%，且有 11.2%计入了 FVTPL，所以当期损益受权益市场波动影响较大，因此国新会释放资产端积极信号后，24Q3 沪深 300 指数大幅上涨 16.1%（去年同期-4%）推动股票和基金的公允价值大幅上升；另一方面去年权益市场逐季回撤导致归母净利润同比基数较低，23 年单三季度归母净利润为负。
- 负债端，受益于 3%预定利率产品的退市，前三季度新单保费增速有望转正，叠加政策推动的价值率提升，预计公司的新业务价值增速有望较中报（+18.6%）继续走扩，并且 EV 有望继续维持两位数的高增速。
- 资产端，国新会持续释放积极信号，包括房地产、化债、财政等政策，经济预期改善将推动权益市场回升和长端利率触底提升，利好资产端。
- **盈利预测与投资建议**：稳增长政策的逐渐推出以及提振资本市场政策均有利于全年利润维持高增长，同时负债成本下行大幅缓解利差损担忧，估值有望持续修复。预计 24-26 年公司 EPS 为 3.96/4.08/4.28 元。EV 估值法给予公司 24 年 A 股 0.90X PEV（H 股 0.30X），对应 A 股合理价值 46.25 元/股（H 股 16.84 港币/股），维持 A/H “买入”评级。
- **风险提示**：权益市场波动，利率下行，代理人下降。（HKD/CNY=0.92）

相对市场表现



分析师: 刘洪
SAC 执证号: S0260520060001
0755-82564292
liuqi@gf.com.cn

分析师: 陈福
SAC 执证号: S0260517050001
SFC CE No. BOB667
0755-82535901
chenfu@gf.com.cn

请注意，刘洪并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

中国人寿 (601628.SH/02628.HK):单季度利润翻倍增长，EV 实现两位数增长	2024-09-01
中国人寿 (601628.SH/02628.HK):负债端持续稳健增长，利率下行影响投资	2024-04-26
中国人寿 (601628.SH/02628.HK):23 年负债拐点现，24 年有望再领跑	2024-03-28

盈利预测:

	CNY	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
内含价值 (百万元)		1,230,519	1,260,567	1,452,566	1,559,087	1,692,390
增长率 (%)		2.29%	2.44%	15.23%	7.33%	8.55%
NBV (百万元)		36,004	36,860	45,212	53,418	58,760
归母净利润 (百万元)		66,680	46,181	111,796	115,299	120,876
增长率 (%)		-36.80%	-30.74%	142.08%	3.13%	4.84%
EPS (元/股)		2.36	1.63	3.96	4.08	4.28
PEV		0.99	0.96	0.84	0.80	0.78
ROE		18.22%	9.68%	20.30%	17.43%	15.25%

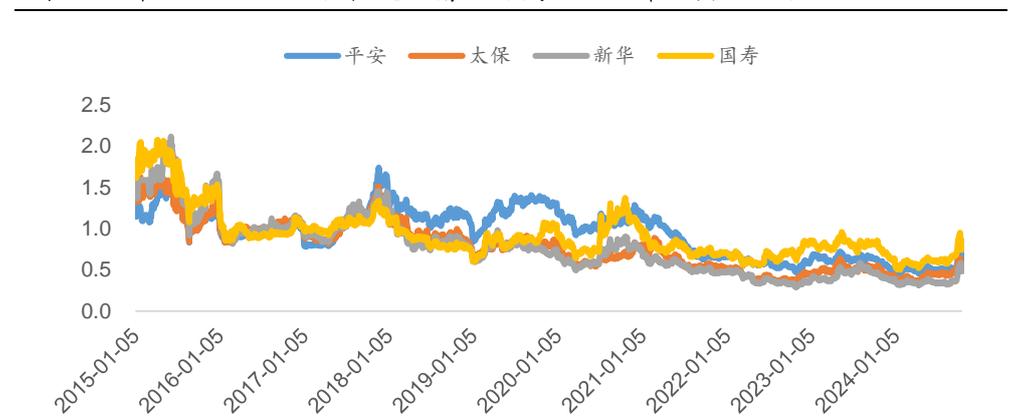
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

保费收入：（1）个险渠道方面，公司代理人规模率先行业实现企稳，且二季度人力规模环比有所上升，叠加人均产能的持续提升，以及预定利率为3.0%产品退市带来的居民储蓄需求进一步释放，因此预计个险新单增速2024-2026年分别为+5.8%/5.9%/6.0%；（2）银保渠道方面，鉴于报行合一实施和同比高基数的影响，2024年银保新单面临较大的压力，但是随着银保合作网点“1+N”的放开，报行合一政策实施对银保新单的冲击有望得到缓释，另外手续费及佣金率的下调和市场竞争的规范化有利于公司进一步扩大网点合作的数量，预计24-26年银保渠道的新单增速分别为-33.7%/+12.9%/+13.1%；其他渠道稳定向好，且去年新单保费的快速增长将推动续期保费持续增长，因此预计未来三年总保费收入增速分别为+2.3%、5.8%、6.0%。

利润：保险服务业绩方面，综合保费收入的预测，并且预计寿险死亡及给付率、赔付率、红利支出率、利息支出率等保持相对稳定，因此预计保险服务业绩维持稳定增长；投资业绩方面，考虑到国新会持续释放资产端积极信号，权益市场大幅回升，且稳增长政策仍在持续出台，而公司持有一定比例的公开市场权益，并且大部分归入FVTPL，因此公允价值变动损益的大幅提升有望继续推动公司投资业绩大幅提升，预计公司2024-2026年归母净利润增速分别为+142.1%/3.1%/4.8%。

估值：截至2024年10月16日，国寿、平安、太保、新华A股PEV估值分别为0.84X、0.69X、0.58X、0.53X，近期受权益市场回暖影响，估值大幅回升，但仍处于近十年47.7%的较低分位数水平，因此未来随着宏观经济的逐渐回暖，资本市场有望继续回暖，叠加价值的稳定增长，共同推动估值上行，因此给予公司24年A股0.90X的PEV估值水平。H股方面，中资寿险公司（国寿、平安、太保、新华）的平均PEV估值为0.37X，而单独寿险部分上市的国寿（0.28X）和新华（0.25X）估值相对偏低，因此给予公司H股0.3X的PEV估值水平。因此预计24-26年公司EPS分别为3.96/4.08/4.28元。EV估值法给予公司24年A股0.90X PEV（H股0.30X），结合24年51.39元的EVPS，对应A股合理价值46.25元/股（H股为16.84港币/股），维持A/H“买入”评级。（HKD/CNY=0.92）

图1：上市险企A股PEV估值变化情况（截至2024年10月16日）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表1: 中国人寿保费收入预测 (百万元)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
新单保费	184,767	210,813	204,300	215,834	229,248
期缴	96,426	112,573	116,953	125,841	136,051
趸缴	14,077	21,737	10,066	11,669	13,567
短期意外及健康险保费	74,264	76,503	77,281	78,323	79,629
续期业务	430,423	430,567	451,875	478,385	506,505
合计	615,190	641,380	656,175	694,218	735,753
(1) 个人寿险	492,439	501,580	527,567	559,090	592,574
新保业务	99,590	110,362	116,788	123,665	131,023
期缴	81,508	91,807	98,233	105,110	112,468
趸缴	224	320	320	320	320
短期意外及健康险保费	17,858	18,235	18,235	18,235	18,235
续期业务	392,849	391,218	410,779	435,426	461,551
(2) 银行保险	63,415	78,748	66,942	72,423	78,507
新保业务	27,215	40,636	26,924	30,404	34,387
期缴	14,879	20,735	18,662	20,528	22,580
趸缴	11,942	19,456	7,782	9,339	11,207
短期意外及健康险保费	394	445	480	538	600
续期业务	36,200	38,112	40,018	42,018	44,119
(3) 团体保险	27,333	28,154	28,021	27,723	27,902
新保业务	25,988	26,920	26,944	26,783	27,068
期缴	37	15	8	5	3
趸缴	1,892	1,931	1,934	1,980	2,010
短期意外及健康险保费	24,059	24,974	25,002	24,798	25,055
续期业务	1,345	1,234	1,077	940	835
(4) 其他	32,003	32,898	33,645	34,982	36,771
新保业务	31,974	32,895	33,643	34,981	36,770
期缴	2	16	49	199	1,001
趸缴	19	30	30	30	30
短期意外及健康险保费	31,953	32,849	33,564	34,752	35,740
续期业务	29	3	1	0	0

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表2: 中国人寿利润表预测 (百万元)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	388,895	344,272	478,886	518,447	541,921
保险服务收入	182,578	212,445	217,345	256,925	271,821
利息收入	-	122,994	125,454	127,963	130,522
投资收益	206,301	31,490	34,639	36,371	38,189
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	3,979	8,079	8,483	8,907	9,352
其他收益	176	144	160	152	156
公允价值变动损益	-8,751	-32,786	92,000	87,400	91,770
汇兑损益	-69	-380	-225	-302	-263
其他业务收入	8,538	10,292	9,415	9,854	9,634
资产处置损益	122	73	98	85	91
营业支出	-318,499	-299,333	-343,639	-378,967	-395,714
保险服务费用	-131,614	-150,353	-155,249	-182,676	-193,714
分出保费的分摊	-4,119	-4,726	-6,144	-7,987	-10,383
减: 摊回保险服务费用	6,274	4,438	5,769	7,500	9,750
承保财务损益	-148,700	-127,923	-166,300	-174,615	-179,853
减: 分出再保险财务损益	583	616	801	841	866
利息支出	-	-5,308	-4,246	-4,331	-4,418
手续费及佣金支出	-1,499	-1,731	-1,615	-1,673	-1,644
税金及附加	-1,231	-1,400	-1,316	-1,358	-1,337
业务及管理费	-6,375	-6,307	-6,341	-6,324	-6,333
信用减值损失	-	1,217	140	154	169
资产减值损失	-21,396	-	-	-	-
其他业务成本	-10,422	-7,856	-9,139	-8,498	-8,818
营业利润	70,396	44,939	135,247	139,480	146,207
营业外收入	108	94	101	98	99
营业外支出	-444	-457	-451	-454	-452
利润总额	70,060	44,576	134,898	139,124	145,854
所得税	-1,948	2,971	-20,235	-20,869	-21,878
净利润	68,112	47,547	114,663	118,256	123,976
归属于母公司股东的净利润	66,680	46,181	111,796	115,299	120,876

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表3: 可比公司估值表 (截至2024.10.16)

股票简称	股票代码	货币	最新收盘价 (元)	EPS(元)		PE(x)		PEV/PB(x)	
				2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
中国平安	601318.SH	CNY	57.38	5.13	5.77	11.19	9.94	0.69	0.66
新华保险	601336.SH	CNY	47.24	5.24	6.82	9.02	6.93	0.53	0.48
中国太保	601601.SH	CNY	37.01	4.30	5.55	8.61	6.67	0.58	0.58
中国平安	02318.HK	HKD	48.95	5.13	5.77	8.74	7.77	0.54	0.52
新华保险	01336.HK	HKD	24.95	5.24	6.82	4.36	3.35	0.25	0.23
中国太保	02601.HK	HKD	27.80	4.30	5.55	5.92	4.59	0.40	0.40
友邦保险	01299.HK	HKD	63.20	0.62	0.68	13.12	11.96	1.31	1.23

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: 盈利预测与广发非银最新外发报告一致, 其中 EPS 中仅友邦为美元, 其余为人民币。

风险提示:

- 一是权益市场波动, 导致归入FVTPL的公开市场权益的公允价值下降, 影响净利润。
- 二是长端利率下行, 导致固收资产新增投资及再投资收益率下降, 利差损风险加大。
- 三是代理人规模下降, 人力规模超预期下滑导致个险新单增长不及预期。

资产负债表

单位：亿元人民币

利润表

单位：亿元人民币

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,290	1,508	1,659	1,825	2,007
买入返售金融资产	385	198	217	239	263
定期存款	4,856	4,133	5,257	5,146	5,600
交易性金融资产		17,054	19,298	20,590	21,962
债权投资		2,113	1,868	2,201	2,185
其他债权投资		27,442	31,126	33,009	35,003
其他权益工具投资		1,380	1,743	1,961	2,196
分出再保险资产	241	258	284	313	344
长期股权投资	2,625	2,588	3,028	3,084	3,288
存出资本保证金	63	65	68	72	75
投资性房地产	132	128	125	139	142
固定资产	491	481	505	530	557
在建工程	50	52	54	57	60
使用权资产	18	15	12	10	8
无形资产	85	84	82	81	79
递延所得税资产	461	244	129	69	36
其他资产	127	279	612	1,340	2,937
资产合计	50,101	58,021	66,068	70,666	76,743
交易性金融负债	-	139	153	168	185
卖出回购金融资产款	1,490	2,169	2,385	2,624	2,886
预收保费	497	489	513	539	566
应付职工薪酬	121	86	90	95	99
应交税费	9	11	12	13	13
长期借款	128	129	135	142	149
应付债券	350	362	380	399	419
保险合同负债	42,669	48,592	55,472	58,488	62,733
分出再保险合同负债	2	2	2	2	3
租赁负债	16	13	10	8	6
递延所得税负债	3	-	1	1	1
其他负债	1,034	1,161	1,303	1,463	1,642
负债合计	46,351	53,151	60,456	63,940	68,702
股本	283	283	283	283	283
资本公积	536	539	543	547	551
其他综合收益	-1,121	-732	-805	-769	-787
盈余公积	1,052	1,108	1,080	1,094	1,087
一般风险准备	524	543	563	584	605
未分配利润	2,387	3,029	3,843	4,876	6,187
归属于母公司股东的权	3,660	4,771	5,507	6,616	7,926
少数股东权益	90	99	104	110	115
股东权益合计	3,750	4,870	5,612	6,725	8,041
负债和股东权益合计	50,101	58,021	66,068	70,666	76,743

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,889	3,443	4,789	5,184	5,419
保险服务收入	1,826	2,124	2,173	2,569	2,718
利息收入	-	1,230	1,255	1,280	1,305
投资收益	2,063	315	346	364	382
其中：对联营企业和合营	40	81	85	89	94
其他收益	2	1	2	2	2
公允价值变动损益	-88	-328	920	874	918
汇兑损益	-1	-4	-2	-3	-3
其他业务收入	85	103	94	99	96
资产处置损益	1	1	1	1	1
营业支出	-3,185	-2,993	-3,436	-3,790	-3,957
保险服务费用	-1,316	-1,504	-1,552	-1,827	-1,937
分出保费的分摊	-41	-47	-61	-80	-104
减：摊回保险服务费用	63	44	58	75	98
承保财务损益	-1,487	-1,279	-1,663	-1,746	-1,799
减：分出再保险财务损益	6	6	8	8	9
利息支出	-	-53	-42	-43	-44
手续费及佣金支出	-15	-17	-16	-17	-16
税金及附加	-12	-14	-13	-14	-13
业务及管理费	-64	-63	-63	-63	-63
信用减值损失	-	12	1	2	2
其他业务成本	-104	-79	-91	-85	-88
营业利润	704	449	1,352	1,395	1,462
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	-4	-5	-5	-5	-5
利润总额	701	446	1,349	1,391	1,459
所得税	-19	30	-202	-209	-219
净利润	681	475	1,147	1,183	1,240
归属于母公司股东的	667	462	1,118	1,153	1,209

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	-3.78%	-11.47%	39.10%	8.26%	4.53%
归母净利润增长	-36.80%	-30.74%	142.08%	3.13%	4.84%
归母净资产增长	-8.86%	30.35%	15.43%	20.13%	19.81%
获利能力					
ROE	18.22%	9.68%	20.30%	17.43%	15.25%
ROA	1.33%	0.80%	1.69%	1.63%	1.58%
每股指标					
EPS	2.36	1.63	3.96	4.08	4.28
BPS	12.95	16.88	19.48	23.41	28.04
估值比率					
P/E	18.19	26.34	10.86	10.53	10.04
P/B	3.32	2.54	2.20	1.83	1.53

广发非银金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年进入广发证券研究发展中心。
刘 淇：资深分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
严 漪 澜：高级分析师，中山大学金融学硕士，2022年进入广发证券发展研究中心。
李 怡 华：高级研究员，上海财经大学财务管理硕士，2023年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。