

中国人寿 (601628)

 证券研究报告
 2024年03月29日

中国人寿 23 年报点评：负债端复苏但投资端拖累利润表现，经济假设调整提升报表信服力

归母净利润环比有所改善，全年净利润受投资端拖累。2023A 公司归母净利润 211.1 亿元，同比-34.2%；23Q4 单季归母净利润 49 亿元，同比+408%，环比大幅增长（23Q3 为 0.5 亿元）。投资收益大幅下滑是拖累公司 23 年全年业绩的主因，2023A 公司净投资/总投资/综合投资收益率分别为 3.77%/2.68%/3.23%，较 2022 年同期分别-23bp/-126bp/+131bp。

个险银保双轮驱动，渠道延续高质量发展。公司 NBV368.6 亿，同比+11.9%，其中个险 NBV346.5 亿，同比+10.4%。首年期交保费 1126 亿元，同比+16.7%。个险方面，首年期交保费为 918 亿元，同比+12.6%；其中十年期及以上首年期交 495 亿元，同比+18.4%；十年期及以上占比 53.92%，较去年同期+2.64Pct，长缴期业务占比提升带动业务结构持续改善，个险 NBV Margin 提升 2.5Pct 至 29.9%。个险销售人力为 63.4 万人，较去年同期下降 5.1%；销售队伍产能大幅提升，月人均首年期交保费同比+28.6%。

银保方面，首年期交保费 207 亿元，同比+39.4%，5 年期及以上首年期交保费达 99 亿元。银保渠道客户经理达 2.3 万人，季均实动人力同比提升 8.5%。

经济假设调整提升内含价值可信度，但 NBV/EV 水平有所下滑。23 年年报对经济假设进行调整，其中投资回报率假设从 5%下调 0.5%至 4.5%，贴现率从 10%下调 2%至 8%。调整后 2023 年内含价值 12606 亿元，较 2022 年同期+5.6%（已追溯）。新假设/旧假设下 23 年 EV 分别为 12606/12933 亿元，使用新经济假设后，23 年内含价值较旧假设-2.5%。新假设/旧假设下 23 年 NBV 分别为 369/410 亿，使用新经济假设后，23 年 NBV 较旧假设-10%。经济假设调整后，EV 和 NBV 的可信度提升，在投资收益率中枢下滑的背景中，新假设更具信服力。但由于存量与增量产品结构有所差异的原因，假设调整后 NBV/EV 水平有所下降。

投资观点：23 年全年受资本市场波动影响，净利润表现受到压制；我们认为负债端复苏迹象明显，且推动负债端增长的核心因素（需求侧低风险偏好）在 24 年并未发生变化，24 年负债端增长可期；使用更稳妥和贴近现实的经济假设后，公司报表层面更具信服力，PEV 估值存在上修空间。考虑到未来资本市场波动预期，我们下调 2024-2026 年公司归母净利润分别至 233 亿元、261 亿元及 318 亿元，同比增速+10%、+12%、+22%（前次预估 24-25 年归母净利润为 527 亿元及 585 亿元），截止 2023 年 3 月 28 日公司 2023PEV 仅 0.56x，处于历史估值较低位，看好 24 年负债端延续增势、资产端受益于资本市场回暖带来的资产负债共振投资机会，维持“买入”评级。

风险提示：行业政策大幅调整；权益市场大幅波动；保单销售不如预期。

投资评级

行业	非银金融/保险 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	28.5 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	20,823.53
流通 A 股股本(百万股)	20,823.53
A 股总市值(百万元)	593,470.61
流通 A 股市值(百万元)	593,470.61
每股净资产(元)	16.28
资产负债率(%)	92.02
一年内最高/最低(元)	43.00/25.09

作者

杜鹏辉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523100001	
dupenghui@tfzq.com	
陈嘉言	联系人
chenjiayan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中国人寿-季报点评:高基数下负债端超预期增长，新准则大幅提振利润》 2023-04-29
- 《中国人寿-年报点评报告:NBV 同比-20%基本符合预期，个险渠道稳健向好，看好 23 年负债端价值高质量增长》 2023-03-30
- 《中国人寿-季报点评:NBV 同比-15.4%，预计人力低点已至，23 年量质企稳回升可期》 2022-10-30

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	826055	837859	971043	1022718	1080587
增长率(%)	-3.78%	1.43%	15.90%	5.32%	5.66%
归属母公司股东净利润(百万元)	32082	21110	23287	26103	31781
增长率(%)	-36.80%	-34.20%	10.31%	12.09%	21.75%
每股收益(元)	1.14	0.75	0.82	0.92	1.12
市盈率(P/E)	25.11	38.16	34.59	30.86	25.35
市净率(P/B)	1.85	1.75	2.01	2.26	2.57

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标 (元)						寿险保费	615,190	641,380	678,412	711,227	754,412
每股收益	1.14	0.75	0.82	0.92	1.12	非寿险保费	0	0	0	0	0
每股净资产	15.43	16.28	14.15	12.64	11.09	总保费及管理费收入	615,190	641,380	678,412	711,227	754,412
每股内含价值	43.54	44.60	49.08	54.04	59.52	减: 分出保费	8,270	7,995	8,819	9,246	9,807
每股新业务价值	1.27	1.30	1.41	1.52	1.64	净保费收入	606,920	633,385	669,593	701,981	744,605
						减: 净提取未到期责任准备金	-905	1,244	17	442	455
价值评估 (倍)						已赚净保费	607,825	632,141	669,576	701,539	744,150
P/E	25.11	38.16	34.59	30.86	25.35	投资收益	217,775	190,627	285,037	304,185	324,673
P/B	1.85	1.75	2.01	2.26	2.57	营业收入	826,055	837,859	971,043	1,022,718	1,080,587
P/EV	0.65	0.64	0.58	0.53	0.48	赔付及保户利益	177,805	126,079	281,460	298,065	317,338
VNBX	-11.80	-12.34	-14.62	-16.79	-18.88	保险业务综合费用	623,867	699,539	671,392	704,305	738,555
						营业费用	801,672	825,618	952,853	1,002,371	1,055,893
盈利能力指标 (%)						营业利润	24,383	12,241	18,190	20,347	24,694
净投资收益率	4.00%	3.77%	4.50%	4.50%	4.50%	税前利润	24,047	11,878	17,833	19,990	24,338
总投资收益率	3.94%	2.68%	5.00%	5.00%	5.00%	所得税	-9,467	-10,755	-7,133	-7,996	-9,735
净资产收益率	7.36%	4.59%	5.82%	7.31%	10.14%	归属于母公司股东的净利润	32,082	21,110	23,287	26,103	31,781
总资产收益率	0.61%	0.36%	0.36%	0.38%	0.44%	少数股东损益	1,432	1,523	1,680	1,883	2,293
财险综合成本率	-	-	-	-	-						
财险赔付率	-	-	-	-	-						
财险费用率	-	-	-	-	-						
						资产负债表 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利增长 (%)						现金及存款投资	614,520	553,697	758,813	811,930	868,765
净利润增长率	-36.80%	-34.20%	10.31%	12.09%	21.75%	债权投资	2,458,437	2,926,986	2,913,843	3,117,812	3,336,059
内含价值增长率	2.29%	2.44%	10.06%	10.10%	10.13%	股权投资	578,036	636,993	685,967	733,985	785,364
新业务价值增长率	-19.60%	2.38%	8.00%	8.00%	8.00%	其他投资	1,413,987	1,555,695	1,711,883	1,831,715	1,959,935
						总投资资产	5,064,980	5,673,371	6,070,507	6,495,442	6,950,123
偿付能力充足率 (%)						分保资产	7,840	7,973	4,600	4,600	4,600
偿付能力充足率 (集团)	-	-	-	-	-	其他资产	179,164	207,135	343,391	340,183	336,750
偿付能力充足率 (寿险)	207%	219%	250%	250%	250%	资产总计	5,251,984	5,888,479	6,418,498	6,840,225	7,291,473
偿付能力充足率 (产险)	-	-	-	-	-	保险合同负债	3,880,160	4,288,490	4,707,808	5,144,112	5,605,044
						投资合同负债	374,742	486,483	300,000	300,000	300,000
内含价值 (百万元)						次级债	34,997	34,999	34,999	34,999	34,999
调整后净资产	565,222	621,744	683,918	752,310	827,541	其他负债	516,964	608,465	483,232	486,728	490,400
有效业务价值	665,297	638,822	703,452	775,193	854,745	负债总计	4,806,863	5,418,437	5,526,039	5,965,839	6,430,442
内含价值	1,230,519	1,260,566	1,387,370	1,527,503	1,682,286	实收资本	28,265	28,265	28,265	28,265	28,265
一年新业务价值	36,004	36,860	39,809	42,994	46,433	归属于母公司股东权益	436,169	460,110	400,083	357,142	313,562
核心内含价值回报率	10.13%	9.39%	10.04%	9.99%	9.94%	少数股东权益	8,952	9,932	11,921	14,141	16,801
						负债和所有者权益合计	5,251,984	5,888,479	6,418,498	6,840,225	7,291,473
寿险新业务保费 (百万元)											
短险和趸缴新单保费	88,341	98,240	101,550	105,068	108,714						
期缴新单保费	96,426	112,573	121,406	130,940	141,232						
新业务合计	184,767	210,813	222,956	236,008	249,946						
新业务保费增长率 (%)	5.06%	14.10%	5.76%	5.85%	5.91%						
标准保费	105,260	122,397	131,561	141,447	152,103						
标准保费增长率 (%)	-0.84%	16.28%	7.49%	7.51%	7.53%						

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com