

中国人寿 (601628)

负债端表现稳健，利润受股市拖累

行业：非银金融/保险 II
 投资评级：买入 (维持)
 当前价格：28.50 元
 目标价格：45.00 元

事件：

公司发布 2023 年年报，公司全年实现 NBV 368.6 亿，同比+11.9%。旧准则下公司实现归母净利润 211.1 亿，同比-34.2%。新准则下公司实现归母净利润 461.81 亿，同比-30.7%。

➤ 投资收益承压影响净利润表现

1) 旧准则下，公司实现归母净利润 211.1 亿，同比-34.2%。其中 Q1/Q2/Q3/Q4 单季同比分别+18%/盈转亏/-99%/+364%。新准则下，公司实现归母净利润 461.81 亿，同比-30.7%。其中 Q1/Q2/Q3/Q4 单季同比分别+78%/-63%/盈转亏/-5%。公司净利润有所承压，主要系投资收益同比下降。

2) 公司全年拟派发每股红利 0.43 元，同比-12%。分红比例为（按分红总额/旧准则归母净利润测算）58%，同比+14PCT。在净利润下滑的背景下，公司大幅提高分红比例，彰显公司高度重视股东回报。

➤ NBV 和 EV 均实现稳健增长，公司负债端韧性较强

1) 若采用 22 年底精算假设（投资收益率为 5%，风险贴现率为 10%），公司实现 NBV 410.35 亿，同比+14.0%。若采用 23 年底精算假设（投资收益率为 4.5%，风险贴现率为 8%），公司实现 NBV 368.6 亿，同比+11.9%。假设调整对公司 NBV 的影响幅度为-10.2%。

2) 公司实现新单保费 2108.13 亿，同比+14.1%。其中首年期交保费为 1125.73 亿，同比+16.7%，公司的业务结构持续改善。从价值率来看，公司个险 NBV Margin 为 29.9%，同比+2.5PCT，主要系公司积极优化业务结构。23 年公司个险板块的首年期交保费占比同比+1.8PCT 至 18.3%。

3) 年末公司个险人力为 63.4 万，环比 23Q3 减少 2.6 万，公司个险队伍降幅有所收窄。同时公司队伍质态持续改善，公司代理人的月人均首年期交保费同比提升 28.6%，主要得益于公司持续推动营销模式改革。

4) 年末公司 EV 为 12605.67 亿，同口径下较年初+5.6%，主要系内含价值预期回报和新业务价值的稳定贡献。

➤ 利率低位运行、权益市场震荡拖累公司投资收益

公司实现净/总投资收益 1982/1420 亿，同比分别+4.1%/-24.4%。年化净/总投资收益率分别为 3.77%/2.68%，同比分别-0.23PCT/-1.26PCT。

➤ 盈利预测、估值与评级

随着资本市场回暖，公司投资收益有望同比改善，支撑净利润实现增长。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 254/285/326 亿，对应增速分别为 20%/12%/14%。鉴于公司负债端的稳健性更强和资产端的弹性更大，我们维持目标价 45 元，维持“买入”评级。

风险提示：经济复苏不及预期，客户需求不及预期，利率下行。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	28,264.71/28,264.71
流通 A 股市值(百万元)	593,470.60
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

股价相对走势



作者

分析师：曾广荣
 执业证书编号：S0590522100003
 邮箱：zenggr@glsc.com.cn

分析师：刘雨辰
 执业证书编号：S0590522100001
 邮箱：liuyuch@glsc.com.cn

联系人：朱丽芳
 邮箱：zhulf@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万)	826,055	837,859	890,769	944,198	1,003,679
同比增速	-3.8%	1.4%	6.3%	6.0%	6.3%
归母净利润(百万)	32,082	21,110	25,366	28,507	32,573
同比增速	-36.8%	-34.2%	20.2%	12.4%	14.3%
内含价值(百万)	1,230,519	1,260,567	1,327,440	1,400,545	1,478,874
同比增速	2.3%	2.4%	5.3%	5.5%	5.6%
P/EV	0.65	0.64	0.61	0.58	0.54

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 03 月 29 日收盘价

相关报告

1、《中国人寿 (601628)：个险改革和养老生态圈建设双轮驱动公司持久发展》2023.11.02
 2、《中国人寿 (601628)：当期利润承压但不改后续公司资产端弹性》2023.10.27

财务预测摘要
资产负债表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产:					
货币资金	128,953	149,566	164,523	179,330	195,469
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	223,782	253,879	279,267	321,157	369,330
买入返售金融资产	38,533	17,487	21,859	24,045	26,449
其他应收款	13,409	17,469	17,818	18,353	18,904
贷款	596,490	603,639	612,694	621,884	631,212
定期存款	485,567	404,131	363,718	320,072	281,663
可供出售金融资产	1,738,108	2,263,047	2,828,809	3,536,011	4,420,014
持有至到期投资	1,574,204	1,706,441	1,842,956	1,990,393	2,149,624
长期股权投资	261,179	257,606	255,030	252,480	249,955
资产总计	5,251,984	5,888,479	6,606,459	7,488,905	8,574,618
负债:					
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	3,344	5,469	5,742	6,030	6,331
卖出回购金融资产款	148,954	216,704	281,715	360,595	454,350
预收保费	50,830	49,818	49,320	48,827	48,338
应付赔付款	60,819	66,592	73,251	80,576	88,634
应付保单红利	96,682	95,233	94,281	93,338	92,404
其他应付款	18,974	18,670	18,483	18,298	18,115
保户储金及投资款	374,742	486,483	595,942	786,643	1,089,501
负债合计	4,806,863	5,418,437	6,089,113	6,914,293	7,932,417
股东权益:					
股本	28,265	28,265	28,265	28,265	28,265
资本公积	53,554	53,934	54,473	55,563	56,674
归属于公司股东的股东权益	436,169	460,110	506,233	561,653	629,207
少数股东权益	8,952	9,932	11,114	12,959	12,995
股东权益合计	445,121	470,042	517,346	574,612	642,202
负债及股东权益总计	5,251,984	5,888,479	6,606,459	7,488,905	8,574,618

利润表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	826,055	837,859	890,769	944,198	1,003,679
已赚保费	607,825	632,141	655,530	681,751	715,839
投资净收益	217,775	190,627	219,221	245,528	270,080
其他收益	176	144	200	200	200
公允价值变动净收益	-8,751	4,169	4,377	4,596	4,826
营业支出	-801,672	-825,618	-876,106	-927,744	-984,911
退保金	-37,122	-48,740	-43,866	-39,479	-37,505
赔付支出	-140,683	-174,819	-209,783	-247,544	-292,102
保户红利支出	-20,685	-11,695	-11,110	-10,555	-9,921
营业税金及附加	-1,261	-1,417	-1,630	-1,890	-2,079
手续费及佣金支出	-54,777	-63,092	-72,556	-83,439	-95,121
营业利润	24,383	12,241	14,663	16,454	18,768
利润总额	24,047	11,878	14,278	16,047	18,335
减: 所得税	9,467	10,755	12,851	14,442	16,502
净利润	33,514	22,633	27,129	30,488	34,837
归属于母公司所有者的净利润	32,082	21,110	25,366	28,507	32,573

数据来源: 公司公告、iFind, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 03 月 29 日收盘价

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

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

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼