

中國人壽(2628 HK)

一季報點評：準備金釋放利潤增加，個險期交保費略降

- ❖ 一季度首年期交保費同比增長 0.5%，主要由銀保渠道期交業務帶動。對於中國整個壽險行業而言，2018 年開局并不理想；由於保險產品監管嚴格、銀行理財衝擊、上年高基數等原因，壽險行業新業務增長乏力，多家上市壽險公司首年期交保費同比下降。第一季度，中國人壽首年期交保費同比略增 1.5% 至 612 億元。但該增長主要受銀行保險渠道期交業務大幅增加的推動，個險期交業務則同比下降。根據我們的估計，個人代理人渠道首年期交保費同比降幅可能在 5% 左右，與同行比相對溫和（平安首年期交保費同比降 16.6%，中國太保和新華的個險首年期交保費同比分別下降 30.4% 和 49.5%）。
- ❖ 由於推出季節性產品，三月份保費恢復增長。今年首兩個月中國人壽保費收入同比下降近 20%，但一季度下滑速度迅速收窄至 1.1%。三月份當月保費收入 888 億元，錄得同比增長 57.7%。主要原因是公司適時推出了“盛世臻品”分紅型年金產品，以穩定首年期交保費增速和銷售隊伍。該產品只在特定月份銷售，並不會貫穿全年，所以對新業務價值率的負面影響可控。
- ❖ 我們預計 2018 年的新業務價值基本持平於去年。從積極的方面來看，以下因素將推動新業務價值增長：（1）銀保渠道向期交業務轉型，一季度躉交保費收入較上年同期減少 533 億元至 94 億元；（2）從激勵層面，公司已將代理人收入與價值創造掛鉤。然而，個險首年期交業務增長乏力使全年新業務價值前景黯淡。我們將 2018 年的新業務價值預測從 667 億元調整為 612 億元，相應得同比增速為 1.8%。
- ❖ 準備金假設變動，釋放利潤。一季度公司淨利潤達 135.2 億元，同比增加 119.8%，主要由於準備金假設變化，特別是風險貼現率假設上調。假設變化使得一季度稅前利潤增加 27 億元，而去年同期假設變化對稅前利潤的影響為負（-133 億元）。隨著 750 天移動平均國債收益率曲線逐漸觸底上抬，我們預計準備金假設變動對公司全年利潤的影響仍將為正。
- ❖ 非標資產配置節奏放緩。在大類資產配置方面，公司今年仍將增加長久期債券配置，加強資產和負債期限的匹配。資產新規對公司影響有限，主要的體現可能在於非標資產的市場供給減少、選擇範圍縮小。非標資產配置不如去年激進。據公司透露，一季度新增非標投資約 200 億元，去年全年近 2000 億元。
- ❖ 壽險首選推薦之一。儘管第一季度行業逆風，開門不“紅”，但我們認為公司和整體人壽保險行業的基本面依然良好。公司在代理人隊伍管理、公司內控、銀保渠道轉型等方面的努力可圈可點，並與京東、百度等科技巨頭開展合作加強自身科技建設。由於調低新業務價值預測，我們將目標價下調至 28.98 港元，目標價分別對應 2018 和 2019 年內含價值的 0.81 和 0.73 倍。維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
保費收入 (百萬元人民幣)	430,498	511,966	539,545	603,743	673,011
總收入 (百萬元人民幣)	540,781	643,355	671,597	747,108	828,842
淨利潤 (百萬元人民幣)	19,127	32,253	39,669	42,810	45,907
每股收益 (人民幣)	0.66	1.13	1.37	1.48	1.59
每股收益變動 (%)	-45.9%	71.2%	21.4%	8.1%	7.4%
市盈率 (x)	27.55	16.09	13.26	12.26	11.41
市賬率 (x)	1.69	1.60	1.49	1.36	1.25
PEV (x)	0.79	0.70	0.63	0.57	0.51
股息率 (%)	1.3%	2.2%	2.7%	2.9%	3.1%
內含價值收益率 (%)	18.6%	13.7%	12.6%	12.6%	12.6%

資料來源：公司及招銀國際研究

買入 (維持)

目標價	HK\$28.98
(此前目標價)	HK\$31.57
潛在升幅	+30%
當前股價	HK\$22.45

丁文捷, PhD

電話: (852) 3900 0856

郵件: dingwenjie@cmbi.com.hk

徐涵博

電話: (852) 3761 8725

郵件: xuhanbo@cmbi.com.hk

中國保險業

市值(百萬元港元)	820,410
3月平均流通量(百萬元港元)	1,028
5周內股價高/低(港元)	28.2/21.1
總股本(百萬元)	28,265

資料來源：彭博

股東結構

中國人壽(集團)	68.37%
流通股	31.63%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	2.6%	2.1%
3-月	-10.9%	-9.1%
6-月	-18.4%	-22.2%

資料來源：彭博

12-月 股價表現



資料來源：彭博

審計師：安永

公司網站：www.e-chinalife.com

利潤表

年結：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
保费收入	430,498	511,966	539,545	603,743	673,011
分出保费及提取未到期责任准备金	(4,268)	(5,056)	(4,518)	(5,820)	(6,435)
已实现净保费收入	426,230	506,910	535,027	597,923	666,576
投资收益	108,091	128,952	128,673	140,348	152,417
其他营业收入	6,460	7,493	7,897	8,836	9,850
总收入	540,781	643,355	671,597	747,108	828,842
保险给付和赔付	(407,045)	(466,043)	(483,172)	(543,330)	(609,586)
投资合同支出	(5,316)	(8,076)	(8,901)	(9,123)	(9,237)
保户红利支出	(15,883)	(21,871)	(21,874)	(23,859)	(25,911)
管理及行政费用	(94,550)	(112,837)	(114,254)	(124,128)	(134,304)
保险业务支出及其他费用合计	(522,794)	(608,827)	(628,202)	(700,440)	(779,038)
联营企业和合营企业收益净额	5,855	7,143	7,857	8,643	9,507
税前利润	23,842	41,671	51,253	55,311	59,312
所得税	(4,257)	(8,919)	(10,970)	(11,838)	(12,695)
净利润	19,585	32,752	40,283	43,472	46,617
少数股东权益	(458)	(499)	(614)	(662)	(710)
净利润	19,127	32,253	39,669	42,810	45,907

来源：公司及招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
债券	1,119,388	1,188,606	1,291,375	1,399,911	1,512,555
定期存款	538,325	449,400	488,256	529,292	571,882
其他固定收益类投资	262,412	456,283	495,734	537,399	580,641
股票及基金	260,139	274,686	298,436	323,518	349,550
其他权益类投资	161,244	134,842	146,501	158,814	171,593
投资性房地产	1,191	3,064	3,954	4,611	5,645
现金、现金等价物及其他	110,584	84,771	142,413	154,057	165,791
投资资产	2,453,283	2,591,652	2,815,731	3,052,384	3,297,995
非投资资产	243,668	305,939	307,941	311,878	342,745
总资产	2,696,951	2,897,591	3,123,672	3,364,262	3,640,740
保险合同负债	1,847,986	2,025,133	2,213,253	2,433,265	2,686,065
投资合同负债	195,706	232,500	239,475	244,265	245,486
应付保户红利	87,725	83,910	85,588	83,021	78,870
次级债及借款	54,168	18,794	15,439	-	-
应付保险给付及预收保费	74,290	63,325	64,407	68,632	75,896
税项及其他负债	129,428	148,619	155,023	153,179	138,912
总负债	2,389,303	2,572,281	2,773,184	2,982,362	3,225,228
少数股东权益	4,027	4,377	4,716	5,138	5,591
归属于公司股东权益	303,621	320,933	345,772	376,762	409,921

来源：公司及招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
同比增长					
总收入	6.6%	19.0%	4.4%	11.2%	10.9%
归属于公司股东的净利润	-44.9%	68.6%	23.0%	7.9%	7.2%
保费收入	18.3%	18.9%	5.4%	11.9%	11.5%
首年保费收入	19.3%	5.9%	-23.8%	-1.1%	4.4%
首年保费收入-个险渠道	55.9%	21.1%	3.7%	5.3%	5.0%
首年保费收入-银保渠道	-1.5%	-6.0%	-55.5%	-17.0%	3.5%
首年标准保险费收入	45.2%	18.0%	1.8%	5.4%	6.0%
代理人数目	52.7%	5.6%	3.0%	2.0%	1.0%
投资资产	7.2%	5.6%	8.6%	8.4%	8.0%
分渠道首年保费收入					
代理人渠道	44.8%	51.3%	69.7%	74.2%	74.7%
银保渠道	51.4%	45.7%	26.7%	22.4%	22.2%
团险及其他渠道	3.7%	3.1%	3.6%	3.4%	3.1%
偿付能力(偿二代下)					
核心偿付能力充足率	280.3%	277.6%	258.3%	257.4%	258.3%
综合偿付能力充足率	297.2%	277.7%	272.0%	270.0%	269.9%
新业务价值及内含价值					
新业务价值(百万人民币)	49,311	60,116	61,174	65,571	69,240
新业务价值同比增长率	56.4%	21.9%	1.8%	7.2%	5.6%
首年标准保费下新业务价值率	43.2%	46.9%	48.4%	48.3%	49.0%
内含价值(百万人民币)	652,057	734,172	815,071	903,744	1,002,638
内含价值回报	18.6%	13.7%	12.6%	12.6%	12.6%
净投资收益率	4.6%	4.9%	4.6%	4.6%	4.6%
总投资收益率	4.6%	5.2%	4.8%	4.8%	4.8%
每股数据					
每股收益(人民币)	0.66	1.13	1.37	1.48	1.59
每股账面价值(人民币)	10.74	11.35	12.23	13.33	14.50
每股内含价值(人民币)	23.07	25.97	28.84	31.97	35.47
每股股利(人民币)	0.24	0.40	0.49	0.53	0.57

来源：公司及招銀國際預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。