

中國人壽(2628 HK, HK\$19.08, 未評級) — 2016 中期業績點評: 業務結構優化推動新業務價值增長

- ❖ **上半年保費同比增長 24.8%，淨利潤同比倒退 67.0%。**作為中國最大的壽險公司，中國人壽受益於壽險市場的飛速發展，上半年原保費收入 2,925 億元，同比增長 24.8%。然而歸屬於母公司股東的淨利潤同比下降 67.0% 至 104 億元，跌幅超過上市同業。我們認為原因主要有：（1）股票投資價差收益及公允價值變動收益同比銳減；（2）準備金假設變動（合計減少稅前利潤 107.3 億元）；（3）由於產品結構偏長期期繳使得備金支出增加。
- ❖ **業務結構優化推動新業務價值增長。**第一，產品結構偏向期繳業務且繳費期拉長。各保費指標同比增速排序如下，十年期以上首年期繳保費（74.5%）> 首年期繳保費（68.3%）> 首年保費（27.6%）> 總保費（24.8%）。其次，個險業務持續增長：個險行銷員人數達 129 萬，較去年年底增加 32.1%。個險管道首年保費同比大增 70.2%，在總首年保費中的占比提升至 41.5%。由於長期期繳業務及個險業務通常新業務價值較高，因此中國人壽的上述結構優化也成為推動新業務價值迅猛增長的主要動力。上半年新業務價值為 280.2 億元，同比增長 50.4%。
- ❖ **投資表現拖累淨利潤和淨資產。**上半年淨投資收益增長 9.7%，而總投資收益 508 億元，同比減少 49.1%，主要由於股票投資表現低迷。總投資收益率 4.36%（上市同業中已公佈業績的平安為 4.4%，中國太平為 4.69%）。可供出售金融資產浮虧使得淨資產減少 179 億元（上半年歸屬於母公司淨資產下降 6.1%，其中 5.5% 由可供出售金融資產浮虧引起）。在投資收益率下行的環境下，公司積極佈局非標資產投資，非標占比由去年底的 10.86% 提升至 12.25%。我們認為加大非標配置未來能夠為公司帶來穩定可觀的投資收益。
- ❖ **估值。**目前中國人壽股價為每股 19.08 港元，相當於 2016 上半年內含價值的 0.79 倍，以及 2016 年預測市賬率的 1.42 倍。

財務資料

(截至12月31日)	FY11A	FY12A	FY13A	FY14A	FY15A
總收入(百萬人民幣)	370,899	371,485	417,883	440,766	507,449
淨利潤(百萬人民幣)	18,331	11,061	24,765	32,211	34,699
每股收益(人民幣)	0.65	0.39	0.88	1.14	1.22
每股收益變動(%)	-45.4%	-40.0%	125.6%	29.5%	7.0%
市盈率(x)	25.21	42.01	18.62	14.37	13.43
市賬率(x)	2.42	2.09	2.10	1.63	1.44
PEV(x)	1.58	1.37	1.35	1.02	0.83
股息率(%)	1.4%	0.9%	1.8%	2.5%	2.6%
內含價值變動(%)	-1.8%	15.3%	1.4%	32.9%	23.2%

來源: 公司及招銀國際研究部

中國人壽(2628 HK)

評級	無
收市價	HK\$19.08
市值(港幣百萬)	664,127
過去3月平均交易(港幣百萬)	791
52周高/低(港幣)	31.15/16
發行股數(百萬)	28,265
主要股東	中國人壽(集團) 68.37%

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1個月	3.7%	0.6%
3個月	9.1%	-1.6%
6個月	8.3%	-10.3%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

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) 發表於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並無直接或間接關係。

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	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。報告所載資料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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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，並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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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，任何機構或個人於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資訊，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。