

中國人壽(2628 HK)

保費結構優化，未來增長可期

- ❖ **2018上半年經營業績回顧：**保費收入同比增長4.2%達3,605億元人民幣，淨利潤同比增長34.2%至164億元。股市波動導致總投資收益下降，抵消了部分準備金折現率假設變化對利潤的提振。
- ❖ **新業務價值同比下降23.7%。**新業務價值同比變化遜于中國平安(+0.2%)和中國太平(-9.5%)。個險渠道新業務價值同比下降28%，主要由于兩方面原因：(1) 個險首年期交保費同比下降2.7%；(2) 基于首年年化保費的新業務價值率同比下降11.9個百分點至32.3%。價值率的降低主要是由于長繳費期產品在上半年的增量業務中的比例下降。繳費期在10年及以上的首年期交保費同比下降39%。公司已于4月停售個險短交產品，因此，我們預測下半年新業務價值率將略有回升。然而，個險隊伍人力下降（自2017年末下降8.7%）、隊伍管理面臨壓力，或仍將制約下半年首年期交保費增長。我們預測全年新業務價值將下降12%。
- ❖ **保費結構優化。**與去年同期的597億元相比，銀保渠道躉交保費大幅壓縮至86億元。儘管令保費增長及代理人增員短期承壓，但保費結構得以優化。上半年在首年保費同比下降24.3%的情況下，首年期交保費實現同比增長5.1%。
- ❖ **固收類投資保障未來投資收益。**基金分紅下降與固定收益上升相互抵消，淨投資收益率平穩保持在4.64%。由于資本市場波動，總投資收益率同比下降0.92個百分點至3.70%。2018上半年，公司把握利率高點，加大長久期債券配置，當前固收類投資資產規模達2.2萬億，收益率達到4.8%以上（其中，新增部分收益率達5.26%），是公司未來投資收益的重要保障。權益類投資上半年跌幅小于市場（上證指數和滬深300）。非標資產新增配置370億元，AAA級資產占比超過95%。
- ❖ **目標價下調至22.90港元，維持買入評級。**我們將全年新業務價值預測下調至530億元人民幣，即同比下降12%。相應的，我們將目標價下調至22.90港元。目標價對應2018/19年預測每股內含價值的0.7/0.64倍。儘管新業務價值增長不及預期，我們認為保費結構的優化及市占率的提升（自2017年末提升2.3個百分點至22%）有助于公司未來長期可持續發展。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(百萬人民幣)	430,498	511,966	546,282	626,243	716,709
總收入(百萬人民幣)	540,781	643,355	678,060	770,351	874,663
淨利潤(百萬人民幣)	19,127	32,253	39,490	43,934	46,388
每股收益(人民幣)	0.66	1.13	1.37	1.52	1.61
每股收益變動(%)	-45.9%	71.2%	20.8%	11.4%	5.7%
市盈率(x)	24.30	14.20	11.75	10.54	9.97
市賬率(x)	1.49	1.41	1.32	1.23	1.14
PEV(x)	0.70	0.62	0.57	0.52	0.47
股息率(%)	1.5%	2.5%	3.1%	3.4%	3.6%
內含價值收益率(%)	18.6%	13.7%	10.9%	11.0%	11.5%

資料來源：公司及招銀國際研究

買入（維持）

目標價	HK\$22.90
(此前目標價)	HK\$28.98)
潛在升幅	+24.5%
當前股價	HK\$18.40

丁文捷, PhD

電話：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5591

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(百萬港元)	673,098
3月平均流通量(百萬港元)	774
5周內股價高/低(港元)	28.2/18.1
總股本(百萬)	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	-7.0%	-4.0%
3-月	-15.0%	-6.4%
6-月	-20.4%	-11.3%

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

圖 1：2018 上半年業績回顧

百万人民币	截至2018年 6月30日止 6个月	截至2017年 6月30日止 6个月	同比变动
	6个月	6个月	
总保费收入	360,482	345,967	4.2%
减：分出保费	(2,433)	(1,762)	38.1%
净保费收入	358,049	344,205	4.0%
未到期责任准备金提转差	(9,064)	(7,935)	14.2%
已实现净保费收入	348,985	336,270	3.8%
投资收益	60,618	57,701	5.1%
已实现金融资产收益净额	(4,432)	(4,347)	2.0%
通过净利润反映的公允价值收益净额	(7,460)	3,278	-327.6%
其他收入	3,979	3,263	21.9%
收入合计	401,690	396,165	1.4%
保险给付和赔付	(313,319)	(315,338)	-0.6%
投资合同支出	(4,829)	(4,015)	20.3%
保户红利支出	(9,312)	(8,076)	15.3%
佣金及手续费支出	(35,707)	(36,814)	-3.0%
财务费用	(2,128)	(2,507)	-15.1%
管理费用	(14,924)	(13,448)	11.0%
其他支出	(3,470)	(3,010)	15.3%
提取法定保险保障基金	(690)	(693)	-0.4%
保险业务支出及其他费用合计	(384,379)	(383,901)	0.1%
联营企业和合营企业收益净额	4,136	3,665	12.9%
税前利润	21,447	15,929	34.6%
所得税	(4,744)	(3,437)	38.0%
非控制性权益	280	250	12.0%
净利润	16,423	12,242	34.2%

来源：公司，招銀國際

圖 2：主要經營指標

百万人民币	截至2018年 6月30日止 6个月	截至2017年 6月30日止 6个月	同比变动
	6个月	6个月	
总保费收入	360,482	345,967	4.2%
首年保费	125,321	165,472	-24.3%
首年期交	81,712	77,711	5.1%
新业务价值	28,166	36,895	-23.7%
新业务价值率 - 个险渠道	32.3%	44.2%	-11.9ppt YoY
新业务价值率 - 银保渠道	18.7%	14.8%	+3.9ppt YoY
净投资收益率	4.64%	4.71%	-0.07ppt YoY
总投资收益率	3.70%	4.62%	-0.92ppt YoY

百万人民币	截至2018年 6月30日止 6个月	截至2017年 12月31日	变动
	6个月	12月31日	
投资资产	2,709,971	2,591,652	4.6%
资产合计	3,043,178	2,897,591	5.0%
权益合计	327,520	325,310	0.7%
归属于公司股东权益合计	323,008	320,933	0.6%
内含价值	769,225	734,172	4.8%
核心偿付能力充足率	262.25%	277.61%	-15.36ppt YTD
综合偿付能力充足率	262.25%	277.65%	-15.40ppt YTD
个险销售队伍规模	1,441,000	1,578,000	-8.7%
保单持续率（14个月）	92.3%	91.6%	+0.7ppt YTD
保单持续率（26个月）	86.8%	85.8%	+1ppt YTD

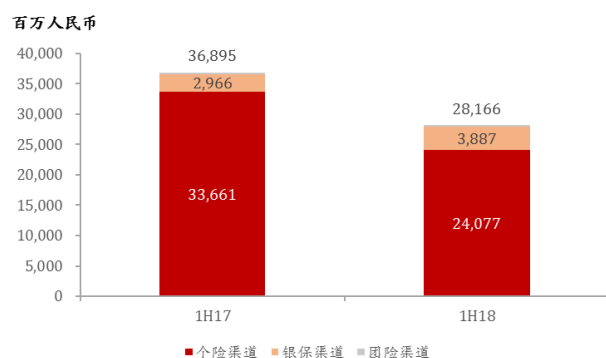
来源：公司，招銀國際

圖 3：新業務價值按渠道

	2018上半年		2017上半年		同比变动
	百万人民币	占比	百万人民币	占比	
个险渠道	24,077	85.5%	33,661	91.2%	-28.5%
银保渠道	3,887	13.8%	2,966	8.0%	31.1%
团险渠道	202	0.7%	268	0.7%	-24.6%
新业务价值合计	28,166		36,895		-23.7%

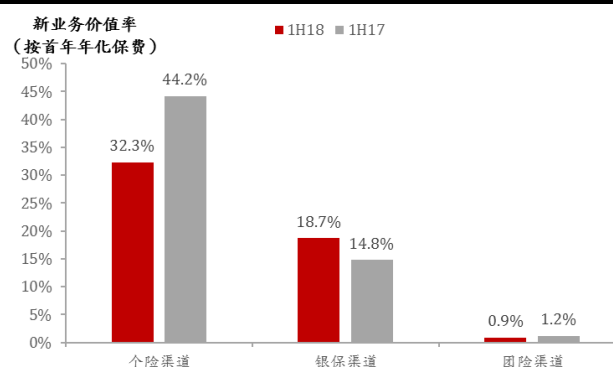
来源：公司，招銀國際

圖 4：新業務價值按渠道



來源：公司，招銀國際

圖 5：個險渠道新業務價值率同比下降 11.9 個百分點



來源：公司，招銀國際

圖 6：保費結構持續優化

	2018上半年		2017上半年		同比变动
	百万人民币	占比	百万人民币	占比	
个险渠道	272,233	100%	227,375	100%	19.7%
长险首年业务	61,566	23%	63,271	28%	-2.7%
趸交	124	0%	153	0%	-19.0%
首年期交	61,442	23%	63,118	28%	-2.7%
续期业务	204,781	75%	159,561	70%	28.3%
短期险业务	5,886	2%	4,543	2%	29.6%
银保渠道	55,998	100%	92,877	100%	-39.7%
长险首年业务	27,457	49%	73,055	79%	-62.4%
趸交	8,638	15%	59,667	64%	-85.5%
首年期交	18,819	34%	13,388	14%	40.6%
续期业务	27,974	50%	19,419	21%	44.1%
短期险业务	567	1%	403	0%	40.7%
保险业务收入合计	360,482		345,967		4.2%

來源：公司，招銀國際

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	546,282	626,243	716,709
分出保费及提取未到期责任准备金	(4,268)	(5,056)	(5,150)	(6,418)	(7,320)
已实现净保费收入	426,230	506,910	541,132	619,825	709,389
投资收益	108,091	128,952	128,933	141,360	154,785
其他营业收入	6,460	7,493	7,995	9,166	10,490
总收入	540,781	643,355	678,060	770,351	874,663
保险给付和赔付	(407,045)	(466,043)	(488,442)	(560,451)	(645,868)
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)	(21,919)	(24,031)	(26,313)
管理及行政费用	(94,550)	(112,837)	(115,634)	(128,624)	(142,819)
保险业务支出及其他费用合计	(522,794)	(608,827)	(634,896)	(722,230)	(824,237)
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	51,022	56,764	59,934
所得税	(4,257)	(8,919)	(10,920)	(12,149)	(12,828)
净利润	19,585	32,752	40,101	44,614	47,106
少数股东权益	(458)	(499)	(611)	(680)	(718)
净利润	19,127	32,253	39,490	43,934	46,388

來源：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
債券	1,119,388	1,188,606	1,296,411	1,414,368	1,543,719
定期存款	538,325	449,400	490,160	534,758	583,664
其他固定收益类投资	262,412	456,283	497,667	542,949	592,604
股票及基金	260,139	274,686	299,600	326,859	356,752
其他权益类投资	161,244	134,842	147,072	160,454	175,128
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	142,984	155,696	169,323
投资资产	2,453,283	2,591,652	2,826,711	3,083,905	3,365,944
非投资资产	243,668	305,939	303,678	300,208	323,681
总资产	2,696,951	2,897,591	3,130,389	3,384,113	3,689,625
保险合同负债	1,847,986	2,025,133	2,222,817	2,460,916	2,746,464
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	63,873	68,891	77,375
税项及其他负债	129,428	148,619	155,024	153,183	138,919
总负债	2,389,303	2,572,281	2,782,216	3,010,274	3,287,113
少数股东权益	4,027	4,377	4,685	5,030	5,416
归属于公司股东权益	303,621	320,933	343,488	368,809	397,096

來源：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%	5.4%	13.6%	13.5%
归属于公司股东的净利润	-44.9%	68.6%	22.4%	11.3%	5.6%
保费收入	18.3%	18.9%	6.7%	14.6%	14.4%
首年保费收入	19.3%	5.9%	-21.9%	4.1%	7.9%
首年保费收入-个险渠道	55.9%	21.1%	3.2%	6.1%	5.6%
首年保费收入-银保渠道	-1.5%	-6.0%	-51.6%	-0.3%	14.5%
首年标准保险费收入	45.2%	18.0%	3.1%	10.2%	9.1%
代理人数目	52.7%	5.6%	3.0%	2.0%	1.0%
投资资产	7.2%	5.6%	9.1%	9.1%	9.1%
分渠道首年保费收入					
代理人渠道	44.8%	51.3%	67.8%	69.1%	67.6%
银保渠道	51.4%	45.7%	28.3%	27.1%	28.7%
团险及其他渠道	3.7%	3.1%	3.9%	3.8%	3.7%
偿付能力(偿二代下)					
核心偿付能力充足率	280.3%	277.6%	258.0%	256.2%	257.2%
综合偿付能力充足率	297.2%	277.7%	271.7%	268.8%	268.8%
新业务价值及内含价值					
新业务价值(百万人民币)	49,311	60,116	52,969	59,420	65,281
新业务价值同比增长率	56.4%	21.9%	-11.9%	12.2%	9.9%
首年标准保费下新业务价值率	43.2%	46.9%	48.4%	41.3%	41.9%
内含价值(百万人民币)	652,057	734,172	802,233	876,079	960,680
内含价值回报	18.6%	13.7%	10.9%	11.0%	11.5%
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	1.52	1.61
每股账面价值(人民币)	10.74	11.35	12.15	13.05	14.05
每股内含价值(人民币)	23.07	25.97	28.38	31.00	33.99
每股股利(人民币)	0.24	0.40	0.49	0.54	0.58

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于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。而過去的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責任。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。接收本報告之行爲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。