2016 年 11 月 4 日

睿智投資

中國人壽（2628 HK, HK$19.24，目標價：HK$22.75, 買入）前三季度業績點評：盈利頹勢收窄，業務平穩增長

丁文捷, Ph.D.
(852) 3900 0856
dingwenjie@cmbi.com.hk

黃程宇
(852) 3761 8773
huangchengyu@cmbi.com.hk

中國人壽 (2628 HK)

評級	買入
收市價	HK$19.24
目標價	HK$22.75
市值 (港幣百萬)	668,436
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	1,052.5
52 周高/低 (港幣)	29.5/16
發行股數 (百萬)	28,265
主要股東	中國人壽保險(集團)公司 (68.37%)

來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-5.0%	-1.8%
3 月	11.0%	6.2%
6 月	10.1%	-1.0%

來源:彭博

過去一年股價

來源:彭博

- **前三季度財務梗概。**中國人壽 2016 前三季度實現原保費收入 3,763 億元，同比增長 21.2%。受累於低迷的股票投資，總投資收益同比下降 27.6%。歸屬母公司股東的淨利潤同比下滑 60.0%至 135.3 億元。受準備金假設變動影響，稅前利潤減少 185.4 億元。歸屬母公司股東的權益為 3,089 億元，較 2015 年年底減少 4.2%。

- **保費收入保持高增長，業務結構不斷優化。**在期交保費，尤其 10 年以上期交保費的帶動下，原保費收入同比增長 21.2%。健康險保費增速可能更快，注意到長期健康險準備金較 2015 年年底增加 30.3%。手續費及傭金支出同比增加 50.8%，主要由於(1)保險營銷員隊伍不斷擴大，2016 年上半年隊伍規模增長超過 30%；(2)保險業務規模增長；(3)交費期長的期交保單的銷售比例提升，這些保單的傭金比例往往較高。2016 年前三季度，手續費及傭金支出占已賺保費的比例較去年同期增加了 2.2 個百分點至 11.2%。

- **淨利潤降幅有所收窄。**2016 年前三季度，歸屬母公司股東淨利潤同比下滑 60.0%，較 2016 上半年 67.0%的降幅略有收窄。我們認為淨利潤降幅收窄主要由於 2016 年三季度的投資收益優於 2015 年三季度，而 A 股在 2015 年三季度正在經歷大幅下跌過程中。我們預期前三季度總投資收益率也優於 2016 年上半年的 4.36%。在投資資產的分佈上，管理層提到公司在 2016 年三季度增加了長期債券和另類投資的配置。

- **公司戰略新舉措。**(1) 作為廣發銀行單一最大股東，國壽在客戶獲取、資源分享和投資機會挖掘等方面將與廣發銀行發揮更大的協同效應。公司目前的工作重點在於對廣發銀行的公司治理和董事會進行調整和穩固，為未來發展打下良好基礎。(2)在國務院“健康中國 2030”戰略的指引下，公司近日成立大健康產業基金，以推動現有業務在健康醫療產業鏈上的延伸，挖掘大健康產業更多的投資機會。

- **目標價港幣 22.75 港元，提升至買入評級。**我們預期中國人壽將繼續受惠於中國人壽保險市場的蓬勃發展以及健康、養老保險產業蘊藏的新機遇。基於最新的匯率假設(1 港幣=0.874 人民幣)，我們將目標價由 23.12 港元調整為 22.75 港元。新目標價分別對應 2016 年和 2017 年集團預測內含價值的 0.91 倍和 0.80 倍。當前的股價分別對應 2016 年和 2017 年集團預測內含價值的 0.76 倍和 0.67 倍。**提升至買入評級。**

財務資料

（截至12月31日）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
保費收入（百萬人民幣）	331,010	363,971	443,123	500,729	550,802
總收入（百萬人民幣）	440,766	507,449	552,629	625,521	690,076
淨利潤（百萬人民幣）	32,211	34,699	20,663	27,951	32,796
每股收益（人民幣）	1.14	1.22	0.73	0.99	1.16
每股收益變動（%）	29.5%	7.0%	-40.1%	35.3%	17.3%
市盈率（x）	14.49	13.54	22.60	16.71	14.24
市賬率（x）	1.64	1.45	1.47	1.41	1.34
PEV（x）	1.03	0.83	0.76	0.67	0.59
股息率（%）	2.5%	2.5%	1.5%	2.1%	2.5%
內含價值收益率（%）	35.4%	24.0%	12.5%	14.3%	15.2%

來源: 公司、招銀國際證券預測

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
保費收入	**331,010**	**363,971**	**443,123**	**500,729**	**550,802**
分出保費及提取未到期責任準備金	(905)	(1,670)	(2,163)	(2,434)	(2,609)
已實現淨保費收入	330,105	362,301	440,960	498,295	548,193
投資收益	106,476	140,088	105,790	120,584	134,577
其他營業收入	4,185	5,060	5,878	6,643	7,307
總收入	**440,766**	**507,449**	**552,629**	**625,521**	**690,076**
保險給付和賠付	(315,294)	(352,219)	(418,877)	(468,402)	(515,176)
投資合同支出	(1,958)	(2,264)	(3,255)	(4,239)	(4,971)
保戶紅利支出	(24,866)	(33,491)	(11,336)	(15,676)	(17,495)
管理及行政費用	(62,157)	(75,518)	(93,741)	(103,477)	(112,229)
保險業務支出及其他費用合計	**(404,275)**	**(463,492)**	**(527,209)**	**(591,794)**	**(649,872)**
聯營企業和合營企業收益淨額	3,911	1,974	2,409	3,916	3,965
稅前利潤	40,402	45,931	27,829	37,644	44,169
所得稅	(7,888)	(10,744)	(6,957)	(9,411)	(11,042)
淨利潤	32,514	35,187	20,872	28,233	33,127
少數股東權益	(303)	(488)	(209)	(282)	(331)
淨利潤	**32,211**	**34,699**	**20,663**	**27,951**	**32,796**

來源：公司，招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
債券	940,619	996,236	1,134,997	1,256,403	1,390,847
定期存款	690,156	562,622	519,280	576,080	639,120
其他固定收益類投資	173,823	218,322	249,749	285,297	322,604
股票及基金	178,553	281,001	259,640	292,155	325,647
其他權益類投資	57,477	130,622	176,802	198,885	223,692
投資性房地產	1,283	1,237	1,193	1,151	1,111
現金、現金等價物及其他	58,959	97,599	131,099	133,267	140,409
投資資產	2,100,870	2,287,639	2,472,760	2,743,237	3,043,429
非投資資產	145,697	160,676	187,223	196,894	207,355
總資產	**2,246,567**	**2,448,315**	**2,659,983**	**2,940,132**	**3,250,784**
保險合同負債	1,603,446	1,715,985	1,861,274	2,065,383	2,290,948
投資合同負債	72,275	84,106	132,887	159,465	183,385
應付保戶紅利	74,745	107,774	140,106	168,127	201,753
次級債及借款	70,612	70,637	70,637	70,637	70,637
應付保險給付及預收保費	41,467	62,358	60,795	65,851	72,309
稅項及其他負債	96,691	81,241	73,699	76,855	78,507
總負債	**1,959,236**	**2,122,101**	**2,339,399**	**2,606,318**	**2,897,538**
少數股東權益	**3,210**	**3,722**	**3,495**	**3,639**	**3,851**
歸屬于公司股東權益	**284,121**	**322,492**	**317,090**	**330,174**	**349,395**

來源：公司，招銀國際預測

主要指標

年結：12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
同比增長					
總收入	5.5%	15.1%	8.9%	13.2%	10.3%
歸屬于公司股東的淨利潤	30.1%	7.7%	-40.5%	35.3%	17.3%
保費收入	1.4%	10.0%	21.7%	13.0%	10.0%
首年保費收入	1.4%	20.1%	26.6%	14.4%	11.4%
首年保費收入-個險渠道	8.3%	39.2%	53.9%	20.8%	18.0%
首年保費收入-銀保渠道	-0.4%	12.0%	13.0%	9.6%	5.9%
首年標準保險費收入	12.1%	30.1%	40.4%	18.1%	15.2%
代理人數目	13.8%	31.8%	32.8%	10.0%	8.0%
投資資產	13.6%	8.9%	8.1%	10.9%	10.9%
分渠道首年保費收入					
代理人渠道	29.6%	34.3%	41.7%	44.0%	46.6%
銀保渠道	66.8%	62.3%	55.6%	53.3%	50.6%
團險及其他渠道	3.6%	3.4%	2.8%	2.8%	2.7%
償付能力 (償二代下)					
核心償付能力充足率	N/A	324.1%	292.3%	284.9%	284.4%
綜合償付能力充足率	N/A	359.0%	321.4%	310.9%	308.1%
新業務價值及內含價值					
新業務價值 (百萬人民幣)	23,253	31,528	46,349	54,814	62,968
新業務價值同比增長率	9.2%	35.6%	47.0%	18.3%	14.9%
首年標準保費下新業務價值率	44.6%	43.4%	43.2%	45.5%	45.6%
內含價值(百萬人民幣)	454,906	560,277	618,299	699,276	795,932
內含價值回報	35.4%	24.0%	12.5%	14.3%	15.2%
淨投資收益率	4.7%	4.3%	4.4%	4.4%	4.4%
總投資收益率	5.4%	6.2%	4.4%	4.6%	4.7%
每股數據					
每股收益(人民幣)	1.14	1.22	0.73	0.99	1.16
每股帳面價值(人民幣)	10.05	11.41	11.22	11.68	12.36
每股內含價值(人民幣)	16.09	19.82	21.88	24.74	28.16
每股股利 (人民幣)	0.41	0.42	0.26	0.35	0.41

來源：公司，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，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。

本公司的關聯機構在過去 12 個月內與報告中提到的公司有投資銀行業務的關係。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。