

中國人壽(2628 HK)

利潤及投資收益回升

- ❖ **9M17 淨利潤超預期。**中國人壽錄得淨利潤 268.3 億元人民幣，同比增長 98.3%，或為同業中淨利潤增幅最大（部分由於去年淨利潤基數較低）。在此前的報告中，我們在此前的報告中曾提到，“利潤重回正增長通道”是 2017 年中國人壽最重要的投資主題之一。三季報的資料印證了這一觀點。利潤大幅提升的主要原因之一是投資表現的提升。
- ❖ **投資表現亮眼。**公司增加了長期固收類資產配置，且積極參與另類投資。淨投資收益率為 4.99%，總投資收益率為 5.12%，分別同比提升 0.44 及 0.65 個百分點。投資收益（包括利息收入、股息收入、已實現利得、聯營公司收益）同比增長 17%。在權益類投資方面，公司抓住股票市場機遇（尤其是 A 股和港股通），擇機實現收益。2017 年前三季度，實現公允價值變動收益 46 億元人民幣（去年同期公允價值變動損失為 15 億元人民幣）。其他綜合收益項下，可供出售金融資產公允價值變動損失大幅收窄，由 9M16 的 150 億元人民幣下降至 9M17 的 7.42 億元。淨資產自 2016 年末以來增長 6.3%，達 3,228 億元人民幣。
- ❖ **保費結構進一步優化。**2017 年 1-9 月，原保費收入同比增長 19.6%，至 4,500 億元人民幣。首年期交保費同比增長 19.1%。續期保費占比不斷提升，占原保費收入比重達 54.6%，同比提升 5.4 個百分點，成為總保費增速的重要驅動力。此外，公司業務結構更趨向於長期業務，首年期交保費中，10 年期及以上產品保費收入占比達 56.32%，同比提升 2.38 個百分點。
- ❖ **代理人隊伍管理出色。**個險代理人總數達到 163.5 萬人，自 2016 年末以來增長 9.4%。公司 2017 年三季度的成就一掃我們之前對於公司是否能夠有效管理如此龐大且不斷增長的代理人隊伍的憂慮。第一，代理人產能提升。根據公司資料，代理人隊伍季均有效人力自 2016 年末以來增長 36.94%。第二，費用管理取得成效。公司銷售費用及管理費用占已賺保費比重由 9M16 的 16.7% 下降至 16.3%。
- ❖ **維持買入評級，目標價提升至 34.34 港元。**我們預測，2017、2018 年末，中國人壽每股內含價值將分別達到 26.36 和 29.72 元人民幣，且全年新業務價值增長將分別為 28.7% 及 18.6%。我們將預測區間更新至 2018 年末，目標價格提升至 34.34 港元，該價格對應 2018 年預測內含價值的 0.98 倍。目前，該公司股價相當於 2018 年預測內含價值的 0.73 倍。潛在升幅 33.88%。維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
保費收入 (百萬人民幣)	363,971	430,498	507,645	581,254	656,817
總收入 (百萬人民幣)	507,449	540,781	649,358	737,831	829,975
淨利潤 (百萬人民幣)	34,699	19,127	34,508	37,710	41,735
每股收益 (人民幣)	1.22	0.66	1.19	1.30	1.44
每股收益變動 (%)	7.0%	-45.9%	80.5%	9.4%	10.8%
市盈率 (x)	17.87	33.03	18.30	16.73	15.09
市賬率 (x)	1.91	2.03	1.91	1.82	1.72
PEV (x)	1.10	0.95	0.83	0.73	0.65
股息率 (%)	1.9%	1.1%	2.0%	2.2%	2.4%
內含價值收益率 (%)	24.0%	18.6%	15.3%	14.4%	14.6%

資料來源：公司及招銀國際研究

買入（維持）

目標價	HK\$34.34
(此前目標價)	HK\$32.07
潛在升幅	+33.88%
當前股價	HK\$25.65

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(百萬港元)	910,607
3 月平均流通量 (百萬港元)	1,126.06
5 周內股價高/低 (港元)	26.2/ 18.46
總股本 (百萬)	28,264.7

資料來源：彭博

股東結構

中國人壽(集團)	68.37%
流通股	31.63%

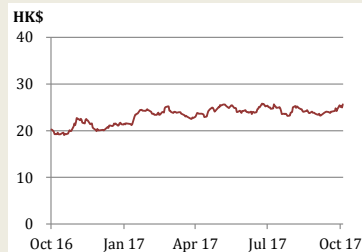
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	6.4%	3.8%
3-月	1.0%	-3.4%
6-月	5.1%	-8.0%

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: 9M17 利潤表

(人民币百万元)	9M17	9M16	同比变动	备注
保费收入	449,992	376,304	19.6%	平安人寿:36.3%, 太保人寿:30.7%, 太平人寿:27.8%
减:分出保费	(2,737)	(1,299)	110.7%	
提取未到期责任准备金	(8,318)	(6,927)	20.1%	
已赚保费	438,937	368,078	19.3%	
投资收益	99,306	84,945	16.9%	净投资收益率同比提升0.44个百分点至4.99%
对联营及合营企业的投资收益	5,768	2,686	114.7%	
公允价值变动损益	4,557	(1,491)	N/A	公允价值变动由负转正
汇兑损益	9	598	-98.5%	
其他业务收入	4,843	4,318	12.2%	
营业收入	553,420	459,134	20.5%	
退保金	(85,651)	(63,384)	35.1%	
赔付支出	(161,168)	(160,320)	0.5%	
保险责任准备金	(165,355)	(130,320)	26.9%	
保单红利支出	(15,914)	(10,257)	55.2%	
税金及附加	(501)	(866)	-42.1%	
手续费及佣金支出	(49,581)	(41,278)	20.1%	
业务及管理费	(21,469)	(20,156)	6.5%	
其他业务成本	(13,158)	(10,153)	29.6%	
资产减值损失	(2,189)	(2,134)	2.6%	
营业支出	(514,986)	(438,868)	17.3%	
营业利润	38,434	20,266	89.6%	
营业外收入	68	61	11.5%	
营业外支出	(171)	(209)	-18.2%	
所得税费用	(5,346)	(3,511)	52.3%	
少数股东收益	392	393	-0.3%	
归属于母公司股东的净利润	26,825	13,528	98.3%	

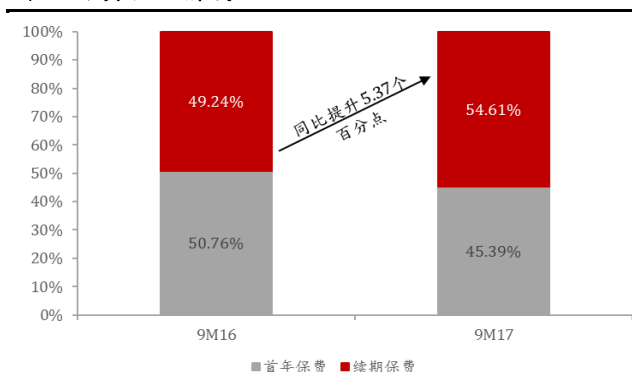
来源: 公司, 招銀國際

圖 2: 9M17 首年期交保費同比增長 19.1%

(人民币百万元)	9M17	9M16	同比变动
首年期交保費	102,066	85,725	19.1%
其中:10年期及以上保費	57,480	46,237	24.3%
趸交保費	102,174	105,292	-3.0%
续期保費	245,752	185,287	32.6%
保費收入	449,992	376,304	19.6%

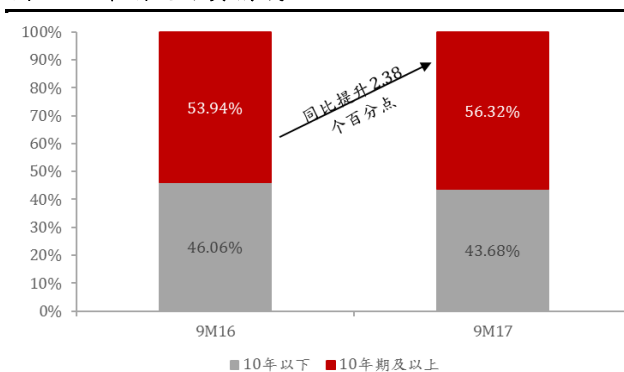
来源: 公司, 招銀國際

圖 3: 保費收入構成



来源: 公司, 招銀國際

圖 4: 首年期交保費構成



来源: 公司, 招銀國際

利潤表

年結：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
保費收入	363,971	430,498	507,645	581,254	656,817
分出保費及提取未到期責任準備金	(1,670)	(4,268)	(4,061)	(4,299)	(4,678)
已實現淨保費收入	362,301	426,230	503,585	576,955	652,139
投資收益	140,088	108,091	138,155	152,153	167,980
其他營業收入	5,060	6,460	7,618	8,722	9,856
總收入	507,449	540,781	649,358	737,831	829,975
保險給付和賠付	(352,219)	(407,045)	(478,377)	(549,362)	(618,249)
投資合同支出	(2,264)	(5,316)	(8,180)	(9,816)	(11,779)
保戶紅利支出	(33,491)	(15,883)	(20,301)	(22,358)	(24,683)
管理及行政費用	(75,518)	(94,550)	(106,513)	(117,047)	(131,746)
保險業務支出及其他費用合計	(463,492)	(522,794)	(613,370)	(698,583)	(786,457)
聯營企業和合營企業收益淨額	1,974	5,855	11,125	12,237	13,461
稅前利潤	45,931	23,842	47,112	51,485	56,979
所得稅	(10,744)	(4,257)	(11,778)	(12,871)	(14,245)
淨利潤	35,187	19,585	35,334	38,613	42,734
少數股東權益	(488)	(458)	(826)	(903)	(999)
淨利潤	34,699	19,127	34,508	37,710	41,735

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）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
債券	996,236	1,119,388	1,276,003	1,426,195	1,592,808
定期存款	562,622	538,325	567,593	619,823	687,422
其他固定收益類投資	218,322	262,412	291,635	330,973	368,861
股票及基金	281,001	260,139	283,796	315,929	352,094
其他權益類投資	130,622	161,244	183,792	204,602	228,023
投資性房地產	1,237	1,191	1,145	1,099	1,053
現金、現金等价物及其他	97,599	110,584	98,859	110,228	123,018
投資資產	2,287,639	2,453,283	2,702,824	3,008,850	3,353,279
非投資資產	160,676	243,668	253,689	270,705	286,962
總資產	2,448,315	2,696,951	2,956,513	3,279,554	3,640,241
保險合同負債	1,715,985	1,847,986	2,023,151	2,236,049	2,479,702
投資合同負債	84,106	195,706	234,847	281,817	338,180
應付保戶紅利	107,774	87,725	96,498	106,147	116,762
次級債及借款	70,637	54,168	15,439	15,439	-
應付保險給付及預收保費	62,358	74,290	89,798	94,640	105,995
稅項及其他負債	81,241	129,428	169,897	201,649	236,098
總負債	2,122,101	2,389,303	2,629,630	2,935,741	3,276,736
少數股東權益	3,722	4,027	4,279	4,500	4,758
歸屬於公司股東權益	322,492	303,621	322,604	339,314	358,746

來源：公司及招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
同比增长					
总收入	15.1%	6.6%	20.1%	13.6%	12.5%
归属于公司股东的净利润	7.7%	-44.9%	80.4%	9.3%	10.7%
保费收入	10.0%	18.3%	17.9%	14.5%	13.0%
首年保费收入	20.1%	19.3%	21.3%	15.1%	13.6%
首年保费收入-个险渠道	39.2%	55.9%	27.9%	19.1%	14.8%
首年保费收入-银保渠道	12.0%	-1.5%	15.9%	12.1%	13.5%
首年标准保险费收入	30.1%	45.2%	23.9%	17.8%	14.8%
代理人数目	31.8%	52.7%	10.0%	9.0%	8.0%
投资资产	8.9%	7.2%	10.2%	11.3%	11.4%
分渠道首年保费收入					
代理人渠道	34.3%	44.8%	47.2%	48.9%	49.4%
银保渠道	62.3%	51.4%	49.1%	47.9%	47.8%
团险及其他渠道	3.4%	3.7%	3.6%	3.3%	2.8%
偿付能力(偿二代下)					
核心偿付能力充足率	324.1%	280.3%	283.9%	282.3%	286.6%
综合偿付能力充足率	359.0%	297.2%	299.0%	296.0%	299.3%
新业务价值及内含价值					
新业务价值(百万人民币)	31,528	49,311	63,466	75,268	84,299
新业务价值同比增长率	35.6%	56.4%	28.7%	18.6%	12.0%
首年标准保费下新业务价值率	43.4%	43.2%	46.9%	48.8%	49.1%
内含价值(百万人民币)	560,277	652,057	745,013	840,113	949,074
内含价值回报	24.0%	18.6%	15.3%	14.4%	14.6%
净投资收益率	4.5%	4.6%	4.7%	4.7%	4.7%
总投资收益率	6.4%	4.6%	5.4%	5.3%	5.3%
每股数据					
每股收益(人民币)	1.22	0.66	1.19	1.30	1.44
每股账面价值(人民币)	11.41	10.74	11.41	12.00	12.69
每股内含价值(人民币)	19.82	23.07	26.36	29.72	33.58
每股股利(人民币)	0.42	0.24	0.43	0.47	0.52

来源：公司及招銀國際預測

附錄：2017 三季度業績會問答環節紀要**1. 公司未來價值轉型方向？**

公司遵循“重價值、強隊伍、優結構、穩增長、防風險”的經營方針，堅持以客戶需求為導向的產品策略，提高公司價值創造能力。

2. 三季度投資端超預期原因？

主要原因是公司擇機實現權益類資產投資收益，尤其是 A 股及港股通；另一方面，公司加大固收類資產配置，增配長期債券及非標資產，為未來投資收益奠定良好基礎。未來，公司還將繼續把握機遇，爭取實現投資收益的穩健增長。

3. 2018 開門紅產品及管道準備？

產品方面，公司適應新規，堅持以客戶需求為導向，產品形態及保障範圍多元、均衡發展；管道方面，公司促進隊伍合理增長，有序開展客戶經營及需求分析，調動各層級積極性。總體而言，公司已為開門紅階段做好充分準備。

4. 2018 年是否會從開門紅階段即發力重疾險及長期保障型產品？

以客戶為中心的策略將貫徹整個年度。

5. 134 號文之後公司產品策略？

對於萬能險，最低保證利率不會提升。公司致力於為客戶積累長期資金，新規對客戶利益及公司銷售沒有實質影響。

6. 新規下銀保管道的規劃？

公司已根據新規開發銀保管道對應產品。此外，除銀行櫃檯，公司還有保險規劃師，且相關產品已準備完畢。

7. 代理人增速有所放緩？

前兩年，公司注重代理人隊伍擴量，並取得顯著成效。今年，公司更加注重代理人隊伍質態，堅持擴量提質、清理低產能代理人。未來，公司將繼續推進精細化管理，穩步擴員的同時，提高產能。

8. 代理人活動率？未來三年代理人數量級規劃？

公司代理人活動率有明顯提升。公司認為，保險市場容量依然很大，代理人數量與各公司管理能力有關。目前，中國人壽代理人數第一，未來還將繼續注重管理水準的提升。

9. 準備金折現率調整方向？

根據保監會規定，準備金折現率由三段組成，每段加上相應溢價。2017 年 3 季度，折現率調整導致準備金增提 170 億元左右。未來，折現率調整主要取決於 750 天移動平均及影響溢價的各項因素。

10. 750 天溢價根據什麼因素調整？

在每一個評估日，公司根據保險負債特徵，參考市場上各類資產收益率變化，調整溢價。

11. 最低資本占比下降？

最低資本與各類風險相關。由於公司業務結構調整，退保風險下降，最低資本占比隨之下降。

12. 預計 2018 年躉交業務收入？

公司將繼續調減躉交業務占比。

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。