

中国人寿(2628 HK)

利润及投资收益回升

- ❖ **9M17 净利润超预期。**中国人寿录得净利润 268.3 亿元人民币，同比增长 98.3%，或为同业中净利润增幅最大（部分由于去年净利润基数较低）。在此前的报告中，我们在此前的报告中曾提到，“利润重回正增长通道”是 2017 年中国人寿最重要的投资主题之一。三季报的数据印证了这一观点。利润大幅提升的主要原因之一是投资表现的提升。
- ❖ **投资表现亮眼。**公司增加了长期固收类资产配置，且积极参与另类投资。净投资收益率为 4.99%，总投资收益率为 5.12%，分别同比提升 0.44 及 0.65 个百分点。投资收益（包括利息收入、股息收入、已实现利得、联营公司收益）同比增长 17%。在权益类投资方面，公司抓住股票市场机遇（尤其是 A 股和港股通），择机实现收益。2017 年前三季度，实现公允价值变动收益 46 亿元人民币（去年同期公允价值变动损失为 15 亿元人民币）。其他综合收益项下，可供出售金融资产公允价值变动损失大幅收窄，由 9M16 的 150 亿元人民币下降至 9M17 的 7.42 亿元。净资产自 2016 年末以来增长 6.3%，达 3,228 亿元人民币。
- ❖ **保费结构进一步优化。**2017 年 1-9 月，原保费收入同比增长 19.6%，至 4,500 亿元人民币。首年期交保费同比增长 19.1%。续期保费占比不断提升，占原保费收入比重达 54.6%，同比提升 5.4 个百分点，成为总保费增速的重要驱动力。此外，公司业务结构更趋向于长期业务，首年期交保费中，10 年期及以上产品保费收入占比达 56.32%，同比提升 2.38 个百分点。
- ❖ **代理人队伍管理出色。**个险代理人总数达到 163.5 万人，自 2016 年末以来增长 9.4%。公司 2017 年三季度的成就一扫我们之前对于公司是否能够有效管理如此庞大且不断增长的代理人队伍的忧虑。第一，代理人产能提升。根据公司数据，代理人队伍季均有效人力自 2016 年末以来增长 36.94%。第二，费用管理取得成效。公司销售费用及管理费用占已赚保费比重由 9M16 的 16.7% 下降至 16.3%。
- ❖ **维持买入评级，目标价提升至 34.34 港元。**我们预测，2017、2018 年末，中国人寿每股内含价值将分别达到 26.36 和 29.72 元人民币，且全年新业务价值增长将分别为 28.7% 及 18.6%。我们将预测区间更新至 2018 年末，目标价格提升至 34.34 港元，该价格对应 2018 年预测内含价值的 0.98 倍。目前，该公司股价相当于 2018 年预测内含价值的 0.73 倍。潜在升幅 33.88%。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
保费收入 (百万人民币)	363,971	430,498	507,645	581,254	656,817
总收入 (百万人民币)	507,449	540,781	649,358	737,831	829,975
净利润 (百万人民币)	34,699	19,127	34,508	37,710	41,735
每股收益 (人民币)	1.22	0.66	1.19	1.30	1.44
每股收益变动 (%)	7.0%	-45.9%	80.5%	9.4%	10.8%
市盈率 (x)	17.87	33.03	18.30	16.73	15.09
市账率 (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%
内含价值收益率 (%)	24.0%	18.6%	15.3%	14.4%	14.6%

资料来源：公司及招銀国际研究

买入 (维持)

目标价	HK\$34.34
(此前目标价)	HK\$32.07
潜在升幅	+33.88%
当前股价	HK\$25.65

丁文捷, PhD

电话: (852) 3900 0856

邮件: dingwenjie@cmbi.com.hk

徐涵博

电话: (852) 3761 8725

邮件: xuhanbo@cmbi.com.hk

中国保险业

市值(百万港元)	910,607
3 月平均流通量 (百万港元)	1,126.06
5 周内股价高/低 (港元)	26.2/ 18.46
总股本 (百万)	28,264.7

资料来源：彭博

股东结构

中国人寿(集团)	68.37%
流通股	31.63%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	6.4%	3.8%
3-月	1.0%	-3.4%
6-月	5.1%	-8.0%

资料来源：彭博

12-月 股价表现



资料来源：彭博

审计师：安永

公司网站：www.e-chinalife.com

图 1: 9M17 利润表

(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%	

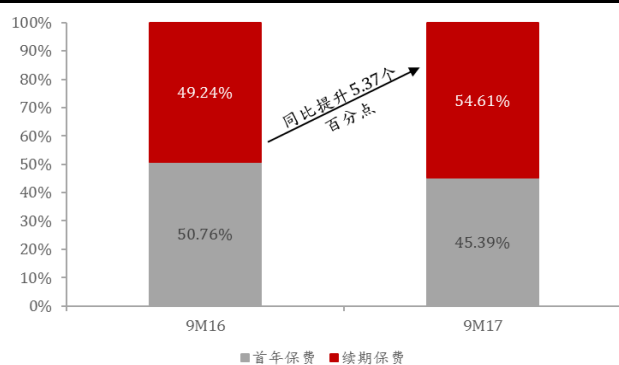
来源: 公司, 招银国际

图 2: 9M17 首年期交保费同比增长 19.1%

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

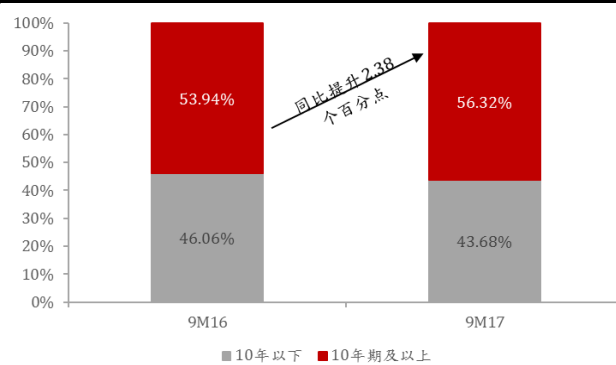
来源: 公司, 招银国际

图 3: 保费收入构成



来源: 公司, 招银国际

图 4: 首年期交保费构成



来源: 公司, 招银国际

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
保费收入	363,971	430,498	507,645	581,254	656,817
分出保费及提取未到期责任准备金	(1,670)	(4,268)	(4,061)	(4,299)	(4,678)
已实现净保费收入	362,301	426,230	503,585	576,955	652,139
投资收益	140,088	108,091	138,155	152,153	167,980
其他营业收入	5,060	6,460	7,618	8,722	9,856
总收入	507,449	540,781	649,358	737,831	829,975
保险给付和赔付	(352,219)	(407,045)	(478,377)	(549,362)	(618,249)
投资合同支出	(2,264)	(5,316)	(8,180)	(9,816)	(11,779)
保户红利支出	(33,491)	(15,883)	(20,301)	(22,358)	(24,683)
管理及行政费用	(75,518)	(94,550)	(106,513)	(117,047)	(131,746)
保险业务支出及其他费用合计	(463,492)	(522,794)	(613,370)	(698,583)	(786,457)
联营企业和合营企业收益净额	1,974	5,855	11,125	12,237	13,461
税前利润	45,931	23,842	47,112	51,485	56,979
所得税	(10,744)	(4,257)	(11,778)	(12,871)	(14,245)
净利润	35,187	19,585	35,334	38,613	42,734
少数股东权益	(488)	(458)	(826)	(903)	(999)
净利润	34,699	19,127	34,508	37,710	41,735

来源：公司及招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
债券	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
其他固定收益类投资	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
其他权益类投资	130,622	161,244	183,792	204,602	228,023
投资性房地产	1,237	1,191	1,145	1,099	1,053
现金、现金等价物及其他	97,599	110,584	98,859	110,228	123,018
投资资产	2,287,639	2,453,283	2,702,824	3,008,850	3,353,279
非投资资产	160,676	243,668	253,689	270,705	286,962
总资产	2,448,315	2,696,951	2,956,513	3,279,554	3,640,241
保险合同负债	1,715,985	1,847,986	2,023,151	2,236,049	2,479,702
投资合同负债	84,106	195,706	234,847	281,817	338,180
应付保户红利	107,774	87,725	96,498	106,147	116,762
次级债及借款	70,637	54,168	15,439	15,439	-
应付保险给付及预收保费	62,358	74,290	89,798	94,640	105,995
税项及其他负债	81,241	129,428	169,897	201,649	236,098
总负债	2,122,101	2,389,303	2,629,630	2,935,741	3,276,736
少数股东权益	3,722	4,027	4,279	4,500	4,758
归属于公司股东权益	322,492	303,621	322,604	339,314	358,746

来源：公司及招银国际预测

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：公司及招银国际预测

附录：2017 三季度业绩会问答环节纪要**1. 公司未来价值转型方向？**

公司遵循“重价值、强队伍、优结构、稳增长、防风险”的经营方针，坚持以客户需求为导向的产品策略，提高公司价值创造能力。

2. 三季度投资端超预期原因？

主要原因是公司择机实现权益类资产投资收益，尤其是 A 股及港股通；另一方面，公司加大固收类资产配置，增配长期债券及非标资产，为未来投资收益奠定良好基础。未来，公司还将继续把握机遇，争取实现投资收益的稳健增长。

3. 2018 开门红产品及渠道准备？

产品方面，公司适应新规，坚持以客户需求为导向，产品形态及保障范围多元、均衡发展；渠道方面，公司促进队伍合理增长，有序开展客户经营及需求分析，调动各层级积极性。总体而言，公司已为开门红阶段做好充分准备。

4. 2018 年是否会从开门红阶段即发力重疾险及长期保障型产品？

以客户为中心的策略将贯彻整个年度。

5. 134 号文之后公司产品策略？

对于万能险，最低保证利率不会提升。公司致力于为客户积累长期资金，新规对客户利益及公司销售没有实质影响。

6. 新规下银保渠道的规划？

公司已根据新规开发银保渠道对应产品。此外，除银行柜台，公司还有保险规划师，且相关产品已准备完毕。

7. 代理人增速有所放缓？

前两年，公司注重代理人队伍扩量，并取得显著成效。今年，公司更加注重代理人队伍质态，坚持扩量提质、清理低产能代理人。未来，公司将继续推进精细化管理，稳步扩员的同时，提高产能。

8. 代理人活动率？未来三年代理人数量级规划？

公司代理人活动率有明显提升。公司认为，保险市场容量依然很大，代理人数量与各公司管理能力有关。目前，中国人寿代理人数量第一，未来还将继续注重管理水平的提升。

9. 准备金折现率调整方向？

根据保监会规定，准备金折现率由三段组成，每段加上相应溢价。2017 年 3 季度，折现率调整导致准备金增提 170 亿元左右。未来，折现率调整主要取决于 750 天移动平均及影响溢价的各项因素。

10. 750 天溢价根据什么因素调整？

在每一个评估日，公司根据保险负债特征，参考市场上各类资产收益率变化，调整溢价。

11. 最低资本占比下降？

最低资本与各类风险相关。由于公司业务结构调整，退保风险下降，最低资本占比随之下降。

12. 预计 2018 年夏交业务收入？

公司将继续调减夏交业务占比。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。