

中國人壽(2628 HK)

銀保業務大幅優化

- ❖ **2017年業績符合預期。**總保費同比增長19%至5,122億元人民幣，比我們預期/市場一致預期高1%/1%。淨利潤顯著增長69%至320億元，比我們預期低6%，但高於一致預期0.4%。新業務價值增長22%至600億元人民幣，比我們預期低5%。內含價值增長13%至7,340億元人民幣，比我們預期低1%。
- ❖ **預計2018年總保費可實現正增長。**2018年前2個月，總保費同比下降18.6%。受監管影響，公司銀保渠道躉交保費僅實現收入約50億元，而年度目標為500億元。截至3月，負增長已縮小至個位數。管理層估計，2018年保費收入能夠實現正增長。受益於前幾年首年期交保費的強勁增長，預計今年續期保費將達到3600億元人民幣，成為總保費增長的主要動力。
- ❖ **銀保專注期交業務及長期業務。**2017年，公司銀保渠道價值創造大幅增長，其中新業務價值由2016年的26億元增長150%至65億元。新業務利潤率翻番。銀保渠道價值大幅增長得益於（1）進一步壓縮躉交業務；（2）加快發展期交業務；（3）加大期交業務繳費結構調整（從大多數≤3年到5年或10年）。
- ❖ **有效的代理人隊伍管理。**2017年，個險代理人數量同比增長5.6%至157.8萬。增速比2015、2016年放緩，但季均有效人力增長29.8%，超過代理人隊伍的擴張，展現出隊伍管理效率的提升。2018年，管理層目標實現有效人力兩位數增長。
- ❖ **將代理人收入與價值創造掛鉤。**為加強保障型業務，公司今年調整了激勵機制。首先，與此前績效完全與創費掛鉤不同，20%的績效現與新業務價值創造掛鉤。其次，總公司將根據保障型業務保費收入對所有子公司進行評估。我們認為，激勵機制的變化將有助於推動公司新業務價值增長。
- ❖ **估值。**公司業務轉型穩步推進。然而，由於2018年前2個月保費增速低於預期，我們將2018年預測新業務價值增速由18.6%調整至12.2%。2018年末預測每股內含價值由29.72元調整至29.09元。因此，我們將目標價下調至31.57港元，相當於2018/2019年預測每股內含價值的0.90倍/0.80倍。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	543,496	627,839	720,172
總收入(百萬人民幣)	540,781	643,355	684,304	779,874	885,575
淨利潤(百萬人民幣)	19,127	32,253	35,770	38,433	40,441
每股收益(人民幣)	0.66	1.13	1.24	1.33	1.40
每股收益變動(%)	-45.9%	71.2%	9.4%	7.6%	5.4%
市盈率(x)	28.19	16.47	15.04	13.98	13.26
市賬率(x)	1.73	1.64	1.54	1.42	1.32
PEV(x)	0.81	0.72	0.64	0.57	0.51
股息率(%)	1.3%	2.1%	2.4%	2.6%	2.7%
內含價值收益率(%)	18.6%	13.7%	13.5%	13.7%	13.9%

資料來源：公司及招銀國際研究

買入(維持)

目標價	HK\$31.57
(此前目標價)	HK\$34.34
潛在升幅	+42.53%
當前股價	HK\$22.15

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)	855,447
3月平均流通量(百萬港元)	1,609.13
5周內股價高/低(港元)	28.2/21.6
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%

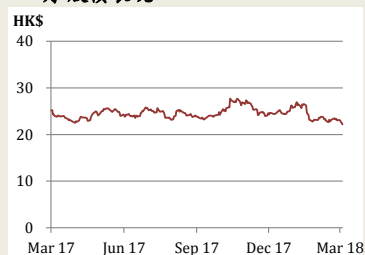
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-5.9%	-2.5%
3-月	-10.1%	-12.3%
6-月	-6.3%	-13.8%

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: 2017 業績回顧

(百万人民币)	2017A	2016A	Yoy	2017E
利润表				
保费收入	511,966	430,498	19%	507,645
趸交	63,671	72,991	-13%	61,381
其中：银保渠道	59,777	68,047	-12%	54,438
首年期交	113,121	93,945	20%	119,260
续期业务	288,106	223,502	29%	257,884
短期险业务	47,068	40,060	17%	69,121
已实现净保费收入	506,910	426,230	19%	503,585
投资收益	121,459	108,091	12%	138,155
总收入	643,355	540,781	19%	649,358
保险给付和赔付	(466,043)	(407,045)	14%	(478,377)
投资合同支出	(8,076)	(5,316)	52%	(8,180)
保户红利支出	(21,871)	(15,883)	38%	(20,301)
管理及行政费用	(112,837)	(94,550)	19%	(106,544)
保险业务支出及其他费用合计	(608,827)	(522,794)	16%	(613,402)
联营企业和合营企业收益净额	7,143	5,855	22%	11,125
净利润	41,671	19,585	113%	35,310
归属于母公司股东的净利润	32,253	19,127	69%	34,485
资产负债表				
投资资产	2,591,652	2,453,283	6%	2,702,824
非投资资产	101,760	243,668	-58%	251,108
总资产	2,897,591	2,696,951	7%	2,953,932
保险合同负债	2,025,133	1,847,986	10%	2,023,151
投资合同负债	232,500	195,706	19%	234,847
应付保户红利	83,910	87,725	-4%	96,498
次级债及借款	102,704	54,168	90%	15,439
总负债	2,572,281	2,389,303	8%	2,625,290
归属于公司股东权益	320,933	303,621	6%	324,341
内含价值及新业务价值				
新业务价值	60,117	49,311	22%	63,466
内含价值	734,172	652,057	13%	745,013

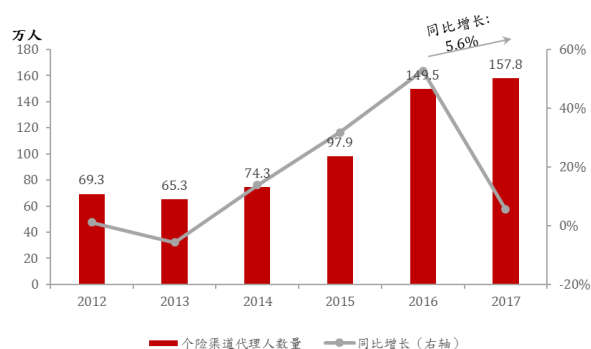
来源: 公司, 招銀國際

圖 2: 银保渠道向期交業務轉型

(人民币百万元)	2017	Pct	2016	Pct	YoY
所有渠道					
- 首年期交	113,121	22%	93,945	22%	20.4%
- 趸交	110,739	22%	113,051	26%	-2.0%
- 续期业务	288,106	56%	223,502	52%	28.9%
小计	511,966	100%	430,498	100%	18.9%
(1) 个险渠道					
- 首年期交	90,240	26%	74,530	26%	21.1%
- 趸交	9,842	3%	7,780	3%	26.5%
- 续期业务	253,586	72%	199,826	71%	26.9%
小计	353,668	100%	282,136	100%	25.4%
(2) 银保渠道					
- 首年期交	20,954	18%	17,835	16%	17.5%
- 趸交	60,671	53%	68,608	63%	-11.6%
- 续期业务	31,880	28%	21,813	20%	46.2%
小计	113,505	100%	108,256	100%	4.8%
(3) 团险及其他渠道					
- 首年期交	1,927	4%	1,580	4%	22.0%
- 趸交	40,226	90%	36,663	91%	9.7%
- 续期业务	2,640	6%	1,863	5%	41.7%
小计	44,793	100%	40,106	100%	11.7%

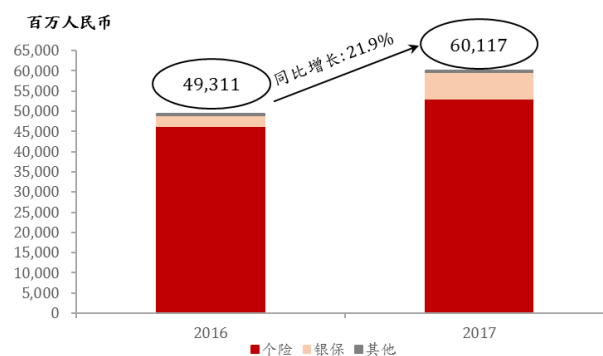
来源: 公司, 招銀國際

圖 3: 代理人隊伍增速放緩



來源: 公司, 招銀國際

圖 4: 按渠道新業務價值



來源: 公司, 招銀國際

圖 5: 估值

RoEV 2018E	13.5%
RoEV 2019E	13.7%
RoEV 2020E	13.9%
3-year avg RoEV	13.7%
Terminal growth rate	2.0%
Risk discount rate	15.0%
Fair P/EV (x)	0.90
2018E EV/share (Rmb)	29.09
Dec-18 Target price (Rmb)	26.20
Dec-18 Target price (HK\$)	31.57
TP implied 2018E P/EV (x)	0.90
TP implied 2019E P/EV (x)	0.80

來源: 公司, 招銀國際預測

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	543,496	627,839	720,172
分出保费及提取未到期责任准备金	(4,268)	(5,056)	(4,053)	(6,415)	(7,261)
已实现净保费收入	426,230	506,910	539,444	621,424	712,910
投资收益	108,091	128,952	136,906	149,261	162,124
其他营业收入	6,460	7,493	7,954	9,189	10,540
总收入	540,781	643,355	684,304	779,874	885,575
保险给付和赔付	(407,045)	(466,043)	(498,707)	(572,280)	(655,339)
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)	(23,274)	(25,374)	(27,561)
管理及行政费用	(94,550)	(112,837)	(115,063)	(132,083)	(150,695)
保险业务支出及其他费用合计	(522,794)	(608,827)	(645,946)	(738,861)	(842,832)
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	46,215	49,656	52,250
所得税	(4,257)	(8,919)	(9,892)	(10,628)	(11,183)
净利润	19,585	32,752	36,324	39,028	41,067
少数股东权益	(458)	(499)	(553)	(595)	(626)
净利润	19,127	32,253	35,770	38,433	40,441

来源：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
债券	1,119,388	1,188,606	1,294,396	1,408,302	1,526,025
定期存款	538,325	449,400	489,398	532,465	576,975
其他固定收益类投资	262,412	456,283	496,894	540,620	585,812
股票及基金	260,139	274,686	299,134	325,458	352,663
其他权益类投资	161,244	134,842	146,843	159,766	173,121
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	142,756	155,008	167,317
投资资产	2,453,283	2,591,652	2,822,318	3,070,681	3,327,364
非投资资产	243,668	305,939	303,373	306,254	346,954
总资产	2,696,951	2,897,591	3,125,690	3,376,934	3,674,318
保险合同负债	1,847,986	2,025,133	2,216,850	2,449,315	2,725,375
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	66,766	72,213	81,064
税项及其他负债	129,428	148,619	155,024	153,181	138,915
总负债	2,389,303	2,572,281	2,779,142	3,001,995	3,269,710
少数股东权益	4,027	4,377	4,663	5,045	5,444
归属于公司股东权益	303,621	320,933	341,886	369,895	399,165

来源：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%	6.4%	14.0%	13.6%
归属于公司股东的净利润	-44.9%	68.6%	10.9%	7.4%	5.2%
保费收入	18.3%	18.9%	6.2%	15.5%	14.7%
首年保费收入	19.3%	5.9%	-22.1%	5.9%	8.3%
首年保费收入-个险渠道	55.9%	21.1%	14.5%	11.6%	9.5%
首年保费收入-银保渠道	-1.5%	-6.0%	-64.0%	-12.2%	4.7%
首年标准保险费收入	45.2%	18.0%	8.7%	10.8%	9.4%
代理人数目	52.7%	5.6%	3.0%	2.0%	1.0%
投资资产	7.2%	5.6%	8.9%	8.8%	8.4%
分渠道首年保费收入					
代理人渠道	44.8%	51.3%	75.4%	79.4%	80.3%
银保渠道	51.4%	45.7%	21.1%	17.5%	16.9%
团险及其他渠道	3.7%	3.1%	3.5%	3.1%	2.8%
偿付能力(偿二代下)					
核心偿付能力充足率	280.3%	277.6%	257.3%	256.2%	257.1%
综合偿付能力充足率	297.2%	277.7%	271.0%	268.7%	268.6%
新业务价值及内含价值					
新业务价值(百万人民币)	49,311	60,116	67,428	74,990	82,077
新业务价值同比增长率	56.4%	21.9%	12.2%	11.2%	9.5%
首年标准保费下新业务价值率	43.2%	46.9%	48.4%	50.0%	50.1%
内含价值(百万人民币)	652,057	734,172	822,324	922,326	1,036,985
内含价值回报	18.6%	13.7%	13.5%	13.7%	13.9%
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%	5.1%	5.1%	5.1%
每股数据					
每股收益(人民币)	0.66	1.13	1.24	1.33	1.40
每股账面价值(人民币)	10.74	11.35	12.10	13.09	14.12
每股内含价值(人民币)	23.07	25.97	29.09	32.63	36.69
每股股利(人民币)	0.24	0.40	0.44	0.48	0.50

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。