

中国人寿(2628 HK, HK\$20.70, 目标价: HK\$23.12, 持有)——受益于寿险市场蓬勃发展

- ❖ **中国最大寿险公司，受益于寿险市场蓬勃发展。**中国寿险市场近年来增速喜人，2016年1-7月原保费收入同比增长48.2%。中国人寿作为最大的寿险公司，同期保费增长23.4%，市占率约为20.2%；截至上半年末，公司管理投资资产达2.4万亿元，占保险业总投资资产的比例超过19%。
- ❖ **2016年有望迎来结构优化的转折点。**在“创新驱动发展”的战略引导下，中国人寿的业务结构持续改善，2016年上半年成效显著。首先，个险渠道蓬勃发展，2016年上半年，个险首年保费在总首年保费中的占比由2015年上半年的31.3%提升至41.5%。同期代理人队伍扩大31.8%至129万人，代理人产能稳步提升。产品结构方面，期缴业务占比由2015年上半年的38.3%提升至2016年上半年的50.5%；缴费期延长——十年期以上首年保费占首年期缴保费的比例由2015年上半年的46.8%提升至2016年上半年的48.5%。我们认为，以上业务结构的优化能够为公司未来保费规模、新业务价值、新业务价值率等的提升创造持续的动力。
- ❖ **养老和健康险领域大有可为。**政策支持为商业养老和健康险打开了广阔的市场空间。中国人寿在这两个领域均有较好的布局和积累。2016年上半年，公司健康险保费收入同比增长38.6%。养老险方面，国寿养老的企业年金受托管理资产达到1898.3亿元，企业年金管理资产规模达到1179.5亿元，在保险机构内排名分别为第一和第三。
- ❖ **风险。**(1) 在持续低利率环境下，投资收益和内含价值承压；(2) 由于传统险准备金折现率假设下调导致计提的准备金增加，减少税前利润；(3) 市场竞争激烈，保费增速及市占率受到挤压；(4) 股票市场低迷使权益类投资收益减少；(5) 代理人队伍不断扩张，其管理面临挑战，代理人产能可能出现下滑。
- ❖ **首次覆盖给予持有评级。**中国人寿作为中国最大的寿险公司，将持续受益于保险行业的长远发展。然而，当前保险业面临阶段性困境，我们担心在低利率、“资产荒”、股市低迷的背景下，中国人寿的投资表现弱于预期；此外，保险市场竞争更趋激烈，我们也担心中国人寿市占率进一步下滑，保费增速恐不及预期。估值方面，我们采用P/EV估值法，假设未来三年平均内含价值收益率为14.0%、风险折现率为15.0%、永续增长率为4.0%。我们计算目标价为每股23.12港元，对应2017年预测内含价值的0.80倍，相对于当前价格每股20.70港元而言，有11.7%的上升空间。我们给予持有评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16A	FY17A	FY18A
保费收入(百万人民币)	331,010	363,971	443,123	500,729	550,802
总收入(百万人民币)	440,766	507,449	552,629	625,521	690,076
净利润(百万人民币)	32,211	34,699	20,663	27,951	32,796
每股收益(人民币)	1.14	1.22	0.73	0.99	1.16
每股收益变动(%)	29.5%	7.0%	-40.1%	35.3%	17.3%
市盈率(x)	15.67	14.64	24.43	18.06	15.39
市账率(x)	1.78	1.57	1.59	1.53	1.44
PEV(x)	1.11	0.90	0.82	0.72	0.63
股息率(%)	2.3%	2.4%	1.4%	1.9%	2.3%
内含价值收益率(%)	35.4%	24.0%	12.5%	14.3%	15.2%

来源: 公司及招银国际研究部

中国人寿(2628 HK)

评级	无
收市价	HK\$20.70
市值(港币百万)	675,170
过去3个月平均交易(港币百万)	998
52周高/低(港币)	31.15/16
发行股数(百万)	28,265
主要股东	中国人寿(集团) 68.37%

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1个月	10.6%	6.9%
3个月	25.2%	10.2%
6个月	8.9%	-4.1%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
保费收入	331,010	363,971	443,123	500,729	550,802
分出保费及提取未到期责任准备金	(905)	(1,670)	(2,163)	(2,434)	(2,609)
已实现净保费收入	330,105	362,301	440,960	498,295	548,193
投资收益	106,476	140,088	105,790	120,584	134,577
其他营业收入	4,185	5,060	5,878	6,643	7,307
总收入	440,766	507,449	552,629	625,521	690,076
保险给付和赔付	(315,294)	(352,219)	(418,877)	(468,402)	(515,176)
投资合同支出	(1,958)	(2,264)	(3,255)	(4,239)	(4,971)
保户红利支出	(24,866)	(33,491)	(11,336)	(15,676)	(17,495)
管理及行政费用	(62,157)	(75,518)	(93,741)	(103,477)	(112,229)
保险业务支出及其他费用合计	(404,275)	(463,492)	(527,209)	(591,794)	(649,872)
联营企业和合营企业收益净额	3,911	1,974	2,409	3,916	3,965
税前利润	40,402	45,931	27,829	37,644	44,169
所得税	(7,888)	(10,744)	(6,957)	(9,411)	(11,042)
净利润	32,514	35,187	20,872	28,233	33,127
少数股东权益	(303)	(488)	(209)	(282)	(331)
净利润	32,211	34,699	20,663	27,951	32,796

来源：公司，招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
债券	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
其他固定收益类投资	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
其他权益类投资	57,477	130,622	176,802	198,885	223,692
投资性房地产	1,283	1,237	1,193	1,151	1,111
现金、现金等价物及其他	58,959	97,599	131,099	133,267	140,409
投资资产	2,100,870	2,287,639	2,472,760	2,743,237	3,043,429
非投资资产	145,697	160,676	187,223	196,894	207,355
总资产	2,246,567	2,448,315	2,659,983	2,940,132	3,250,784
保险合同负债	1,603,446	1,715,985	1,861,274	2,065,383	2,290,948
投资合同负债	72,275	84,106	132,887	159,465	183,385
应付保户红利	74,745	107,774	140,106	168,127	201,753
次级债及借款	70,612	70,637	70,637	70,637	70,637
应付保险给付及预收保费	41,467	62,358	60,795	65,851	72,309
税项及其他负债	96,691	81,241	73,699	76,855	78,507
总负债	1,959,236	2,122,101	2,339,399	2,606,318	2,897,538
少数股东权益	3,210	3,722	3,495	3,639	3,851
归属于公司股东权益	284,121	322,492	317,090	330,174	349,395

来源：公司，招银国际预测

主要指标

年结：12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
同比增长					
总收入	5.5%	15.1%	8.9%	13.2%	10.3%
归属于公司股东的净利润	30.1%	7.7%	-40.5%	35.3%	17.3%
保费收入	1.4%	10.0%	21.7%	13.0%	10.0%
首年保费收入	1.4%	20.1%	26.6%	14.4%	11.4%
首年保费收入-个险渠道	8.3%	39.2%	53.9%	20.8%	18.0%
首年保费收入-银保渠道	-0.4%	12.0%	13.0%	9.6%	5.9%
首年标准保险费收入	12.1%	30.1%	40.4%	18.1%	15.2%
代理人数目	13.8%	31.8%	32.8%	10.0%	8.0%
投资资产	13.6%	8.9%	8.1%	10.9%	10.9%
分渠道首年保费收入					
代理人渠道	29.6%	34.3%	41.7%	44.0%	46.6%
银保渠道	66.8%	62.3%	55.6%	53.3%	50.6%
团险及其他渠道	3.6%	3.4%	2.8%	2.8%	2.7%
偿付能力 (偿二代下)					
核心偿付能力充足率	N/A	324.1%	292.3%	284.9%	284.4%
综合偿付能力充足率	N/A	359.0%	321.4%	310.9%	308.1%
新业务价值及内含价值					
新业务价值 (百万人民币)	23,253	31,528	46,349	54,814	62,968
新业务价值同比增长率	9.2%	35.6%	47.0%	18.3%	14.9%
首年标准保费下新业务价值率	44.6%	43.4%	43.2%	45.5%	45.6%
内含价值(百万人民币)	454,906	560,277	618,299	699,276	795,932
内含价值回报	35.4%	24.0%	12.5%	14.3%	15.2%
净投资收益率	4.7%	4.3%	4.4%	4.4%	4.4%
总投资收益率	5.4%	6.2%	4.4%	4.6%	4.7%
每股数据					
每股收益(人民币)	1.14	1.22	0.73	0.99	1.16
每股账面价值(人民币)	10.05	11.41	11.22	11.68	12.36
每股内含价值(人民币)	16.09	19.82	21.88	24.74	28.16
每股股利 (人民币)	0.41	0.42	0.26	0.35	0.41

来源：公司，招银国际预测

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于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 个月的潜在涨幅在-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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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风险。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。