

中国人寿(2628 HK, HK\$19.08, 未评级) — 2016 中期业绩点评: 业务结构优化推动新业务价值增长

❖ **上半年保费同比增长 24.8%，净利润同比倒退 67.0%。**作为中国最大的寿险公司，中国人寿受益于寿险市场的飞速发展，上半年原保费收入 2,925 亿元，同比增长 24.8%。然而归属于母公司股东的净利润同比下降 67.0% 至 104 亿元，跌幅超过上市同业。我们认为原因主要有：（1）股票投资价差收益及公允价值变动收益同比锐减；（2）准备金假设变动（合计减少税前利润 107.3 亿元）；（3）由于产品结构偏长期期缴使得佣金支出增加。

❖ **业务结构优化推动新业务价值增长。**第一，产品结构偏向期缴业务且缴费期拉长。各保费指标同比增速排序如下，十年期以上首年期缴保费（74.5%）> 首年期缴保费（68.3%）> 首年保费（27.6%）> 总保费（24.8%）。其次，个险业务持续增长：个险营销员人数达 129 万，较去年年底增加 32.1%。个险渠道首年保费同比大增 70.2%，在总首年保费中的占比提升至 41.5%。由于长期期缴业务及个险业务通常新业务价值较高，因此中国人寿的上述结构优化也成为推动新业务价值迅猛增长的主要动力。上半年新业务价值为 280.2 亿元，同比增长 50.4%。

❖ **投资表现拖累净利润和净资产。**上半年净投资收益增长 9.7%，而总投资收益 508 亿元，同比减少 49.1%，主要由于股票投资表现低迷。总投资收益率 4.36%（上市同业中已公布业绩的平安为 4.4%，中国太平为 4.69%）。可供出售金融资产浮亏使得净资产减少 179 亿元（上半年归属于母公司净资产下降 6.1%，其中 5.5% 由可供出售金融资产浮亏引起）。在投资收益率下行的环境下，公司积极布局非标资产投资，非标占比由去年底的 10.86% 提升至 12.25%。我们认为加大非标配置未来能够为公司带来稳定可观的投资收益。

❖ **估值。**目前中国人寿股价为每股 19.08 港元，相当于 2016 上半年内含价值的 0.79 倍，以及 2016 年预测市账率的 1.42 倍。

财务资料

（截至12月31日）	FY11A	FY12A	FY13A	FY14A	FY15A
总收入（百万人民币）	370,899	371,485	417,883	440,766	507,449
净利润（百万人民币）	18,331	11,061	24,765	32,211	34,699
每股收益（人民币）	0.65	0.39	0.88	1.14	1.22
每股收益变动（%）	-45.4%	-40.0%	125.6%	29.5%	7.0%
市盈率（x）	25.21	42.01	18.62	14.37	13.43
市账率（x）	2.42	2.09	2.10	1.63	1.44
PEV（x）	1.58	1.37	1.35	1.02	0.83
股息率（%）	1.4%	0.9%	1.8%	2.5%	2.6%
内含价值变动（%）	-1.8%	15.3%	1.4%	32.9%	23.2%

来源: 公司及招銀国际研究部

中国人寿(2628 HK)

评级	无
收市价	HK\$19.08
市值(港币百万)	664,127
过去 3 月平均交易(港币百万)	791
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	3.7%	0.6%
3 个月	9.1%	-1.6%
6 个月	8.3%	-10.3%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

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商投资者

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。