

## 中國人壽(2628 HK)

### 業務結構優化，利潤重回正增長

- ❖ **業務結構持續優化帶動新業務價值強勁增長。**公司業務向個險渠道及期交業務的轉型見到成效，個險渠道及保障型業務快速增長。2017年一季，長險新單保費中，首年期交保費占比49.85%，同比上升5.45個百分點。我們認為，業務結構的持續優化將為公司帶來新業務價值的穩健增長。（據我們預測，2017年新業務價值將增長26.9%）。
- ❖ **利潤復蘇，由負轉正。**2017年一季，公司淨利潤61.5億元人民幣，同比增長17.1%（2016全年淨利潤同比滑落45%）。我們認為，公司整體盈利質量亦在改善。一方面，隨著中國國債收益率上行，準備金負擔或將逐步減輕。假設未來10年期國債收益率維持在3.5%，則其750日移動平均收益率曲線將在2018年走出低谷。投資方面，公司日益謹慎管理股票交易風險，並增加了多元化、長期資產的配置權重（如非標資產及海外資產）。2017年一季，總投資收益率為4.53%，比去年同期上升0.84個百分點。據我們預測，公司2017年淨利潤將會增長16.5%。
- ❖ **市場監管加強，壽險巨頭獲益。**2017年起，中國保監會加強了對中短存續期業務的監管，並加大力度懲治違法違規，整治市場亂象。長遠看來，這些舉措有助於健全市場秩序，培育健康的壽險市場。而中國人壽，作為市場占有率第一的人壽保險公司，具有高品牌知名度並致力於發展保障型業務，極有可能從中獲益。2017年1-4月，公司原保費收入同比增長20.0%，達到2,684億元人民幣。
- ❖ **下行風險。**（1）個險渠道增長或業務結構轉型未達預期；（2）隨著市場競爭日趨激烈，市場占有率下降程度超過預期；（3）A股市場下行導致股票投資收益下降；（4）與廣發銀行的協同效應差強人意等。以上因素皆有可能造成該公司目標價格下降。
- ❖ **目標價提升至29.80港元，維持買入評級。**我們預測，2017年末，中國人壽每股內含價值將達到26.26元人民幣。基於公司推進轉型成果顯著、新業務價值持續增長、盈利質量改善，我們將目標價格提升至29.80港元，該價格分別對應2017和2018年預測內含價值的1.01倍和0.89倍。目前，該公司股票價格相當於2017年預測內含價值的0.86倍，潛在升幅18.25%。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(百萬元人民幣)	363,971	430,498	507,645	581,254	656,817
總收入(百萬元人民幣)	507,449	540,781	636,227	725,882	818,387
淨利潤(百萬元人民幣)	34,699	19,127	22,286	25,734	29,453
每股收益(人民幣)	1.22	0.66	0.79	0.91	1.04
每股收益變動(%)	7.0%	-45.9%	16.5%	15.6%	14.6%
市盈率(x)	18.38	33.98	29.17	25.24	22.03
市賬率(x)	1.97	2.09	2.02	1.94	1.86
PEV(x)	1.13	0.97	0.86	0.75	0.65
股息率(%)	1.9%	1.1%	1.2%	1.4%	1.6%
內含價值收益率(%)	24.0%	18.6%	14.5%	15.3%	15.6%

資料來源：公司及招銀國際研究

### 買入(維持)

目標價	HK\$29.80
潛在升幅	+18.25%
當前股價	HK\$25.20

丁文捷, PhD

電話：(852) 3900 0856

郵件：[dingwenjie@cmbi.com.hk](mailto:dingwenjie@cmbi.com.hk)

徐涵博

電話：(852) 3761 8725

郵件：[xuhanbo@cmbi.com.hk](mailto:xuhanbo@cmbi.com.hk)

#### 中國保險業

市值(百萬元)	844,310
3月平均流通量(百萬元)	859.35
5周內股價高/低(港元)	26.05/16
總股本(百萬元)	28,265

資料來源：彭博

#### 股東結構

中國人壽(集團)	68.37%
流通股	31.63%

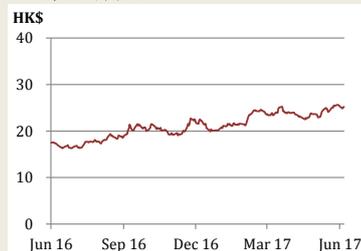
資料來源：彭博

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	9.4%	3.0%
3-月	4.8%	-4.1%
6-月	12.3%	-2.0%

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](http://www.e-chinalife.com)

**利潤表**

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
<b>保费收入</b>	<b>363,971</b>	<b>430,498</b>	<b>507,645</b>	<b>581,254</b>	<b>656,817</b>
分出保费及提取未到期责任准备金	(1,670)	(4,268)	(3,931)	(4,150)	(4,510)
已实现净保费收入	362,301	426,230	503,714	577,103	652,307
投资收益	140,088	108,091	124,895	140,056	156,224
其他营业收入	5,060	6,460	7,618	8,722	9,856
<b>总收入</b>	<b>507,449</b>	<b>540,781</b>	<b>636,227</b>	<b>725,882</b>	<b>818,387</b>
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)	(18,352)	(20,580)	(22,956)
管理及行政费用	(75,518)	(94,550)	(107,017)	(117,625)	(132,398)
<b>保险业务支出及其他费用合计</b>	<b>(463,492)</b>	<b>(522,794)</b>	<b>(611,926)</b>	<b>(697,383)</b>	<b>(785,382)</b>
联营企业和合营企业收益净额	1,974	5,855	6,126	6,635	7,207
税前利润	45,931	23,842	30,427	35,134	40,211
所得税	(10,744)	(4,257)	(7,607)	(8,783)	(10,053)
净利润	35,187	19,585	22,820	26,350	30,159
少数股东权益	(488)	(458)	(534)	(616)	(705)
<b>净利润</b>	<b>34,699</b>	<b>19,127</b>	<b>22,286</b>	<b>25,734</b>	<b>29,453</b>

來源：公司及招銀國際預測

**資產負債表**

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
债券	996,236	1,119,388	1,274,937	1,422,614	1,590,131
定期存款	562,622	538,325	567,119	618,267	686,267
其他固定收益类投资	218,322	262,412	291,391	330,143	368,241
股票及基金	281,001	260,139	283,559	315,136	351,503
其他权益类投资	130,622	161,244	183,638	204,088	227,640
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	98,776	109,949	122,810
投资资产	2,287,639	2,453,283	2,700,566	3,001,296	3,347,643
非投资资产	160,676	243,668	248,262	268,015	277,803
<b>总资产</b>	<b>2,448,315</b>	<b>2,696,951</b>	<b>2,948,828</b>	<b>3,269,311</b>	<b>3,625,446</b>
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	171,104	204,184	238,633
<b>总负债</b>	<b>2,122,101</b>	<b>2,389,303</b>	<b>2,630,837</b>	<b>2,938,275</b>	<b>3,279,271</b>
少数股东权益	3,722	4,027	4,162	4,333	4,531
<b>归属于公司股东权益</b>	<b>322,492</b>	<b>303,621</b>	<b>313,828</b>	<b>326,702</b>	<b>341,644</b>

來源：公司及招銀國際預測

**主要比率**

年结：12月31日	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
<b>同比增长</b>					
总收入	15.1%	6.6%	17.6%	14.1%	12.7%
归属于公司股东的净利润	7.7%	-44.9%	16.5%	15.5%	14.5%
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%	10.1%	11.1%	11.5%
<b>分渠道首年保费收入</b>					
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%
<b>偿付能力(偿二代下)</b>					
核心偿付能力充足率	324.1%	280.3%	280.6%	278.0%	281.1%
综合偿付能力充足率	359.0%	297.2%	295.6%	291.6%	293.7%
<b>新业务价值及内含价值</b>					
新业务价值(百万人民币)	31,528	49,311	62,580	73,644	84,299
新业务价值同比增长率	35.6%	56.4%	26.9%	17.7%	14.5%
首年标准保费下新业务价值率	43.4%	43.2%	46.9%	48.1%	48.1%
内含价值(百万人民币)	560,277	652,057	739,843	845,303	968,127
内含价值回报	24.0%	18.6%	14.5%	15.3%	15.6%
净投资收益率	4.5%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%
总投资收益率	6.4%	4.6%	4.8%	4.9%	4.9%
<b>每股数据</b>					
每股收益(人民币)	1.22	0.66	0.77	0.89	1.02
每股账面价值(人民币)	11.41	10.74	11.10	11.56	12.09
每股内含价值(人民币)	19.82	23.07	26.18	29.91	34.25
每股股利(人民币)	0.42	0.24	0.28	0.32	0.37

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: 香港中環夏愨道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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责任。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。