

公司报告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

中国人寿 (2628 HK)

2017年业绩符合我们的预期, 维持买入评级

- 寿险新业务价值同比增长22%, 符合我们的预期
- 公司早前着重强调保障型产品销售
- 由于估值偏低和可能受益于750天移动平均10年期国债收益率, 维持买入评级

2017年业绩符合我们的预期

1) 2017年归属股东净利润总计为323亿元人民币(与彭博共识和我们的预期一致), 同比增长68.9%。综合收入为243亿元人民币, 相比此前2016年为亏损66亿元人民币。ROE为10.3%; 2) 营销员渠道常规首年保费收入同比增长21.6%。10年或以上缴费期的首年常规期缴保费同比增长28.5%。正如我们的预期, 首年保费的合计NBM从2016年的23.8%扩张至2017年的26.8%; 3) 2017年寿险新业务价值同比增长21.9%, 高出我们的预测1%。寿险内含价值同比增长12.6%, 低于我们的预测4%; 4) 营销员渠道人数截至2017年底为157万人, 季度环比微跌3%。综上, 我们认为公司的2017年业绩符合我们的预期。

管理层指引

1) 管理层早前表示公司2018年的主要策略是继续加强保障型产品的销售; 2) 公司拥有行业内最大的独家代理团队, 因此在销售长期保障型产品方面具有相对优势。我们目前预计公司的新业务价值2018年将同比增长12.6%。

估值和风险

股票当前估值为约0.6倍18年预测P/EV。公司的2017年寿险新业务价值和净利润符合我们的预期。我们的目标价(当前36.4港元)和2018年财务预测正在审视中。我们维持对中国人寿的“买入”评级, 是由于: 1) 公司当前估值仅为约0.6倍18年预测P/EV, 较其过去5年平均约1.05倍P/EV大幅折让。我们认为公司被低估, 是考虑到其业务质量得到加强, 如NBM提高(首年保费的NBM在2018年可能进一步提升); 2) 作为一家纯寿险的公司, 中国人寿可能会受益于750天移动平均10年期国债收益率上升(2017年750天移动均线普遍下跌, 对其2017年经营利润造成约21%的负面影响)。主要催化剂: 18年一季度和18年上半年的新业务价值增长好于预期。主要下行风险: 资本市场不利因素, 新业务价值增长低于预期。

盈利预测及估值

3月31日年结(人民币百万元)	2015	2016	2017	2018E	2019E
总保费和保单保费	363,971	430,498	511,966	573,290	656,746
总收入	507,449	540,781	643,355	708,345	806,838
股东净利润	34,699	19,127	32,253	38,053	43,283
每股盈利(人民币)	1.22	0.66	1.13	1.35	1.53
市盈率(x)	15.1	28.0	16.5	13.7	12.0
市净率(x)	1.6	1.7	1.6	1.4	1.3
ROE (%)	11.6	6.2	10.3	10.7	11.0
首年保费的新业务价值率	18.3%	23.8%	26.8%	32.1%	34.8%

资料来源: 公司资料, 招商證券(香港)预测

罗磊博士 林钰莹
+852 3189 6288 +852 3189 6635
felixluo@cmschina.com.hk angelalin@cmschina.com.hk

最新变动

买入

前次评级	买入
股价	HK\$22.50
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK\$36.4(+61%)
前次目标价	HK\$36.4

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
2628 HK	(4.3)	(4.9)	(7.4)
恒生指数	(0.1)	11.8	27.7

行业: 保险

恒生指数	31071
国企指数	12428

重要数据

52周股价区间(港元)	22.3-28.2
港股市值(百万港元)	167426
日均成交量(百万股)	50.0
每股净资产(港元)	10.92

主要股东

中国人寿保险(集团)公司	68.37%
总股数(百万股)	28,265
自由流通量(百万股)	7,441

资料来源: 彭博

业绩概览表

(人民币百万元)	16年度	17年度	17年度		同比增长	17年度实际数据 vs. 招商证券预测	17年度实际数据 vs. 彭博市场一致预期
			招商证券预测	彭博市场一致预期			
总保费及保单费	430,498	511,966	512,313	508,726	+19%	0%	+1%
收入总额	540,781	643,355	633,970	637,570	+19%	+1%	+1%
股东净利润	19,127	32,253	31,690	32,121	+69%	+2%	0%
寿险业务内含价值	652,057	734,172	762,504	n.a.	+13%	-4%	n.a.
每股盈利 (人民币)	0.66	1.13	1.12	1.15	+71%	+1%	-2%
新业务价值	49,311	60,117	59,464	n.a.	+22%	+1%	n.a.
新业务价值率	23.8%	26.8%	27.2%	n.a.	+0.1ppt	-0.3ppt	n.a.
净利润率	3.5%	5.0%	5.0%	n.a.	+1.5ppt	0ppt	n.a.

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

寿险业务表现

	中国人寿 (2628 HK)	中国平安 (2318 HK)	新华保险 (1336 HK)
净利润按年增长(2017 vs 2016)	69%	48% *	9%
ROE (2017)	10%	21%	9%
寿险业务新业务价值按年增长 (2017 vs 2016)	22%	33%	15%
寿险业务内含价值按年增长(2017 vs 2016)	13%	38%	17%
寿险业务首年期缴保费的新业务价值率 (2017年)	27%	39%	38%
个人业务渠道营业员数目增长 (2017 vs 2016)	6%	25%	6%
个人业务渠道营业员每年新业务价值量** (2017年, 人民币)	33,695	43,857	32,874
750天移动平均线10年期国债收益率对17年度寿险营运利润的影响	-21%	-29%	-49%

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

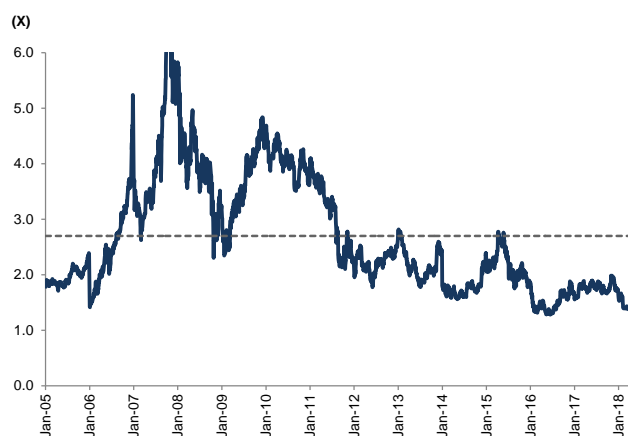
*经常性净利润

**按个人业务渠道的新业务价值/个人业务渠道营业员人数计算

估值

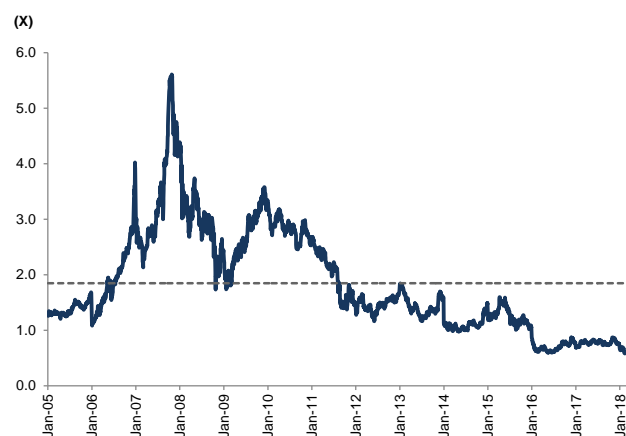
历史远期市净率及P/EV 表

图 1: 中国人寿的历史远期市净率



资料来源: 公司资料、招商证券 (香港)

图 2: 中国人寿的历史远期P/EV



资料来源: 彭博、招商证券 (香港)

同业比较

Company	Ticker	Price Local ccy	Rating	TP (HK\$)	P/E			P/B		ROE		P/EV (Group)	
					2016	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
HK Peers													
China Life	2628 HK	22.50	Buy	36.4	16.5	13.7	12.1	1.6	1.4	10.3%	10.7%	0.7	0.6
Ping An	2318 HK	87.70	Buy	113.4	20.6	14.4	13.3	2.8	2.5	20.8%	19.9%	1.6	1.4
China Pacific	2601 HK	37.85	Buy	60.9	23.3	18.6	13.7	2.0	1.8	11.2%	14.0%	0.9	0.8
New China Life	1336 HK	38.85	Buy	62.7	20.2	18.5	11.4	1.6	1.4	8.8%	12.8%	0.6	0.6
China Taiping *	966 HK	27.80	NR	n.a.	22.1	18.3	13.9	1.6	1.4	9.2%	10.9%	n.a.	n.a.
PICC Group *	1339 HK	4.14	NR	n.a.	10.0	8.4	7.9	1.0	0.9	12.2%	11.6%	n.a.	n.a.
PICC P&C *	2328 HK	15.82	NR	n.a.	10.7	8.6	7.9	1.4	1.2	17.2%	16.1%	n.a.	n.a.
China Re *	1508 HK	1.68	NR	n.a.	11.5	10.7	8.7	0.8	0.7	7.5%	8.8%	n.a.	n.a.
AIA *	1299 HK	67.20	NR	n.a.	17.1	18.1	15.2	2.5	2.4	15.9%	13.3%	n.a.	n.a.
Weighted Average					17.5	14.7	11.9	1.8	1.6	13%	13%	1.0	0.9
Global Peers *													
CHINA LIFE	2823 TT	30.60	NR	NR	12.5	13.1	11.2	1.3	1.2	10.6%	10.6%	n.a.	n.a.
GREAT-WEST LIFEC	GWO CN	33.81	NR	NR	13.6	12.4	11.3	1.7	1.6	13.6%	14.6%	n.a.	n.a.
MUENCHENER RUE-R	MUV2 GR	193.15	NR	NR	74.1	76.4	11.7	1.0	1.0	1.6%	8.8%	n.a.	n.a.
HANNOVER RUECK S	HNR1 GR	111.50	NR	NR	13.2	15.3	12.5	1.5	1.5	9.7%	12.1%	n.a.	n.a.
CNP ASSURANCES	CNP FP	20.96	NR	NR	10.7	10.2	10.2	0.9	0.8	7.5%	7.6%	n.a.	n.a.
METLIFE INC	MET US	47.22	NR	NR	13.9	10.9	9.6	1.0	0.9	8.2%	9.8%	n.a.	n.a.
PRUDENTIAL PLC	PRU LN	1892.00	NR	NR	20.5	13.6	12.8	3.0	2.7	21.5%	20.2%	n.a.	n.a.
AFLAC INC	AFL US	45.37	NR	NR	12.7	13.4	11.8	1.7	1.4	14.0%	13.0%	n.a.	n.a.
MANULIFE FIN	MFC CN	24.65	NR	NR	11.5	12.1	9.5	1.3	1.2	8.7%	12.5%	n.a.	n.a.
ALLIANZ SE-VINK	ALV GR	188.38	NR	NR	12.6	12.2	10.9	1.2	1.2	10.4%	11.3%	n.a.	n.a.
SAMSUNG LIFE INS	032830 KS	117500.00	NR	NR	19.2	15.2	13.7	0.7	0.7	4.8%	5.1%	n.a.	n.a.
AEGON NV	AGN NA	5.63	NR	NR	4.9	8.2	8.7	0.6	0.5	8.0%	7.2%	n.a.	n.a.
Weighted Average					19.3	18.0	11.2	1.5	1.4	11.0%	12.2%	n.a.	n.a.

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测; 基于2018年3月22日收盘价

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。招商证券（香港）现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1类（证券交易）、第2类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6类（就机构融资提供意见）和第9类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券（香港）有限公司提供。招商证券（香港）现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1类（证券交易）、第2类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6类（就机构融资提供意见）和第9类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券（香港）并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外，招商证券（香港）的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券（香港）认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券（香港）可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券（香港）认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券（香港）可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券（香港）或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券（香港）或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
 香港中环交易广场一期 48 楼
 电话: +852 3189 6888
 传真: +852 3101 0828