

中国人寿(2628 HK)

银保业务大幅优化

- ❖ **2017年业绩符合预期。**总保费同比增长19%至5,122亿元人民币，比我们预期/市场一致预期高1%/1%。净利润显著增长69%至320亿元人民币，比我们预期低6%，但高于一致预期0.4%。新业务价值增长22%至600亿元人民币，比我们预期低5%。内含价值增长13%至7,340亿元人民币，比我们预期低1%。
- ❖ **预计2018年总保费可实现正增长。**2018年前2个月，总保费同比下降18.6%。受监管影响，公司银保渠道趸交保费仅实现收入约50亿元，而年度目标为500亿元。截至3月，负增长已缩小至个位数。管理层估计，2018年保费收入能够实现正增长。受益于前几年首年期交保费的强劲增长，预计今年续期保费将达到3600亿元人民币，成为总保费增长的主要动力。
- ❖ **银保专注期交业务及长期业务。**2017年，公司银保渠道价值创造大幅增长，其中新业务价值由2016年的26亿元增长150%至65亿元。新业务利润率翻番。银保渠道价值大幅增长得益于(1)进一步压缩趸交业务；(2)加快发展期交业务；(3)加大期交业务缴费结构调整(从大多数≤3年到5年或10年)。
- ❖ **有效的代理人队伍管理。**2017年，个险代理人数量同比增长5.6%至157.8万。增速比2015、2016年放缓，但季均有效人力增长29.8%，超过代理人队伍的扩张，展现出队伍管理效率的提升。2018年，管理层目标实现有效人力两位数增长。
- ❖ **将代理人收入与价值创造挂钩。**为加强保障型业务，公司今年调整了激励机制。首先，与此前绩效完全与创费挂钩不同，20%的绩效现与新业务价值创造挂钩。其次，总公司将根据保障型业务保费收入对所有子公司进行评估。我们认为，激励机制的变化将有助于推动公司新业务价值增长。
- ❖ **估值。**公司业务转型稳步推进。然而，由于2018年前2个月保费增速低于预期，我们将2018年预测新业务价值增速由18.6%调整至12.2%。2018年末预测每股内含价值由29.72元调整至29.09元。因此，我们将目标价下调至31.57港元，相当于2018/2019年预测每股内含价值的0.90倍/0.80倍。维持买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
保费收入(百万人民币)	430,498	511,966	543,496	627,839	720,172
总收入(百万人民币)	540,781	643,355	684,304	779,874	885,575
净利润(百万人民币)	19,127	32,253	35,770	38,433	40,441
每股收益(人民币)	0.66	1.13	1.24	1.33	1.40
每股收益变动(%)	-45.9%	71.2%	9.4%	7.6%	5.4%
市盈率(x)	28.19	16.47	15.04	13.98	13.26
市账率(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%
内含价值收益率(%)	18.6%	13.7%	13.5%	13.7%	13.9%

资料来源：公司及招银国际研究

买入(维持)

目标价	HK\$31.57
(此前目标价)	HK\$34.34
潜在升幅	+42.53%
当前股价	HK\$22.15

丁文捷, PhD

电话: (852) 3900 0856

邮件: dingwenjie@cmbi.com.hk

徐涵博

电话: (852) 3761 8725

邮件: xuhanbo@cmbi.com.hk

中国保险业

市值(百万港元)	855,447
3月平均流通量(百万港元)	1,609.13
5周内股价高/低(港元)	28.2/21.6
总股本(百万)	28,264.7

资料来源: 彭博

股东结构

中国人寿(集团)	68.37%
流通股	31.63%

资料来源: 彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-5.9%	-2.5%
3-月	-10.1%	-12.3%
6-月	-6.3%	-13.8%

资料来源: 彭博

12-月 股价表现



资料来源: 彭博

审计师: 安永

公司网站: www.e-chinalife.com

图 1: 2017 业绩回顾

(百万人民币)	2017A	2016A	Yoy	2017E
利润表				
保费收入	511,966	430,498	19%	507,645
夏交	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

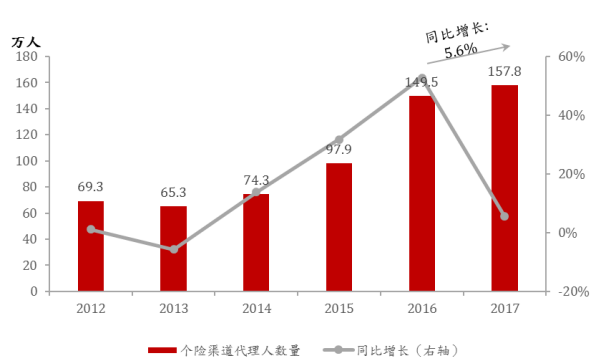
来源: 公司, 招银国际

图 2: 银保渠道向期交业务转型

(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%
- 夏交	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%
- 夏交	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%
- 夏交	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%
- 夏交	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%

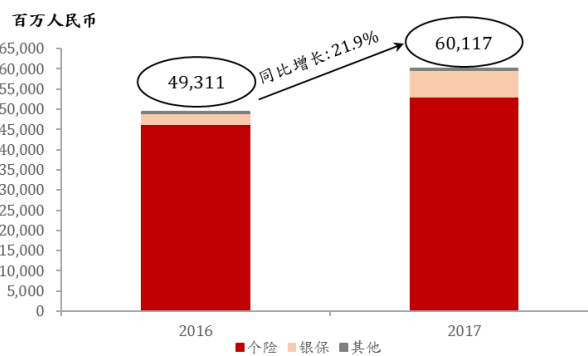
来源: 公司, 招银国际

图 3: 代理人队伍增速放缓



来源: 公司, 招银国际

图 4: 按渠道新业务价值



来源: 公司, 招银国际

图 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

来源: 公司, 招银国际预测

利润表

年结：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：公司及招银国际预测

资产负债表

年结：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：公司及招银国际预测

主要比率

年结：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 个月的潜在变幅在-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: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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上责任。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士。