

保险

收盘价

目标价

潜在涨幅

2018年4月27日

港元 21.60

港元 26.30

+21.8%

中国人寿 (2628 HK)

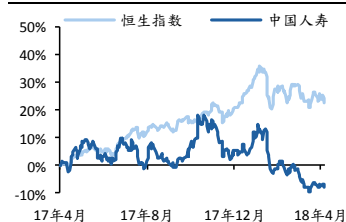
盈利高增长主要来自传统险准备金折现率假设调整

- 1 季度盈利高增长主要来自传统险准备金折现率假设调整。1 季度公司实现归属母公司股东净利润 135.18 亿元，同比增长 119.8%，与公司此前已发布业绩预增公告一致。营业收入同比下降 2.5%，主要来自保费收入同比小幅下降；营业支出同比下降 6.5%，退保金同比上升，赔付支出和提取保险责任准备金（传统险准备金折现率假设调整）同比显著下降。退保率 3.96%，同比上升 1.17 个百分点。
- 首年期交保费同比小幅增长，趸交保费显著压缩；业务结构优化。1 季度保费收入 2434.2 亿元，同比略降 1.1%，主要由于趸交保费压缩。续期保费收入同比增长 39.4%，贡献保费收入增速 18.0 个百分点，但基本被趸交保费降幅所抵销。1 季度首年期交保费同比增长 1.5%，趸交保费同比下降 84.6%。首年期交占长险新单保费收入的 86.7%，同比提高 36.9 个百分点；续期保费占比 64.6%，同比提高 18.75 个百分点。
- 投资收益率同比下降主要由于权益类资产收益显著减少。1 季末投资资产 2.66 万亿，较年初增长 2.6%，投资收益同比持平。总投资收益率 3.94%，同比下降 0.65 个百分点。1 季度公司加大长久期固定收益资产投资力度，但是股票市场波动导致权益类资产收益显著减少。
- 维持中性评级和目标价 26.30 港元。我们主要下调提取保险责任准备金和费用假设，下调投资收益假设，上调 18/19 年盈利增速至 60.9%/24.5%。我们预计公司 2018 年首年期交保费收入同比基本持平，新业务价值同比增长 3.8%，内含价值同比增长 12.3%，维持中性评级和目标价 26.30 港元。

个股评级

中性

1 年股价表现



资料来源:彭博

股份资料

52 周高位 (港元)	28.20
52 周低位 (港元)	21.10
市值 (港元百万)	788,929
日均成交量 (百万)	36.71
年初至今变化 (%)	-12.02
200 天平均价 (港元)	24.42

资料来源:彭博

万丽 CFA, FRM

wanli@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788 - 8051

张雨璠

yufan.zhang@bocomgroup.com
(852) 3766 1850

交银国际荣幸地成为即将于香港举行的第 71 届 CFA 协会峰会的黄金赞助商。

财务数据一览

年结 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入 (百万人民币)	549,802	653,195	660,594	731,743	809,538
同比增长 (%)	7.5	18.8	1.1	10.8	10.6
净利润 (百万人民币)	19,127	32,253	51,898	64,605	74,292
每股盈利 (元)	0.68	1.14	1.84	2.29	2.63
同比增长 (%)	-44.9	68.6	60.9	24.5	15.0
前 EPS 预测值			1.34	1.67	1.94
变动 (%)			36.9	36.9	35.5
每股内含价值 (元)	23.1	26.0	29.2	32.7	36.6
每股新业务价值 (元)	1.74	2.13	2.21	2.43	2.69
P/EV (倍)	0.75	0.67	0.59	0.53	0.47
市账率 (倍)	1.61	1.52	1.37	1.23	1.09

资料来源:公司资料,交银国际预测

图表 1：各项预测变动

百万人民币	2018E			2019E		
	原有预测	现有预测	变动 (%)	原有预测	现有预测	变动 (%)
营业收入	697,722	660,594	-5.32	760,890	731,743	-3.83
营业支出	-649,389	-592,822	-8.71	-700,775	-647,434	-7.61
赔付支出	-209,882	-170,003	-19.00	-225,899	-185,309	-17.97
提取保险责任准备金	-182,353	-177,607	-2.60	-195,998	-185,916	-5.14
归属于母公司股东的净利润	37,915	51,898	36.88	47,202	64,605	36.87
内含价值	823,281	824,597	0.16	924,912	923,705	-0.13
新业务价值	61,115	62,431	2.15	66,529	68,807	3.42
保费收入规模	552,322	531,260	-3.81	610,537	593,940	-2.72
保费收入增速 (%)	7.88	3.77	-4.11	10.54	11.80	1.26
退保率 (%)	4.00	4.60	0.60	3.90	4.57	0.67
净投资收益率 (%)	4.80	4.60	-0.20	4.75	4.65	-0.10
总投资收益率 (%)	5.00	4.40	-0.60	4.90	4.50	-0.40

资料来源：交银国际预测

财务数据

损益表(百万人民币)

年结 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
一、营业收入	549,802	653,195	660,594	731,743	809,538
已赚保费	426,230	506,910	518,509	579,685	646,076
投资收益	120,831	134,983	132,576	140,448	150,394
公允价值变动	-4,229	3,869	1,000	2,000	2,500
汇兑损益	582	52	55	57	60
其他业务收入	6,388	7,381	8,454	9,553	10,508
二、营业支出	-525,715	-611,313	-592,822	-647,434	-712,625
退保金	-73,922	-94,629	-114,949	-124,462	-132,105
赔付支出	-205,143	-198,088	-170,003	-185,309	-201,486
提取保险责任准备金	-129,434	-175,322	-177,607	-185,916	-208,916
手续费及佣金支出	-52,022	-64,789	-57,036	-68,403	-78,821
业务及管理费	-33,012	-37,685	-33,030	-39,514	-44,525
资产减值损失	-2,682	-2,846	-2,761	-2,816	-2,675
三、营业利润	-29,500	-37,954	-37,436	-41,014	-44,097
四、利润总额	24,087	41,882	67,772	84,309	96,914
减：所得税费用	23,842	41,671	67,566	84,109	96,720
五、净利润	-4,257	-8,919	-14,864	-18,504	-21,278
归属于母公司股东净利润	19,585	32,752	52,701	65,605	75,442

资产负债表(百万人民币)

截至 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	67,318	50,189	45,170	46,525	48,851
买入返售金融资产	209,126	136,808	116,287	104,658	109,891
存出资本保证金	226,573	383,504	460,205	506,225	541,661
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	538,325	449,400	404,460	416,594	437,423
定期存款	766,423	810,734	859,378	902,347	947,464
可供出售金融资产	594,730	717,037	803,081	875,359	945,387
持有至到期投资	51,055	45,581	47,543	49,700	51,973
贷款	2,453,550	2,593,253	2,736,125	2,901,409	3,082,652
投资性房地产	243,401	304,338	405,698	507,906	627,629
投资资产合计	2,696,951	2,897,591	3,141,823	3,409,314	3,710,281
其他资产					
总资产	10,492	12,289	23,977	37,043	50,123
	11,538	13,778	16,127	18,593	21,133
未到期责任准备金	1,762,932	1,915,324	2,058,325	2,207,109	2,378,193
未决赔款准备金	63,024	83,742	104,667	126,639	149,269
寿险责任准备金	1,847,986	2,025,133	2,203,096	2,389,384	2,598,719
长期健康险责任准备金	81,081	87,309	96,040	104,683	113,058
保险合同准备金小计	195,694	232,488	245,297	260,114	276,363
应付赔付款	37,998	-	-	-	-
应付保单红利	226,544	227,351	236,164	250,753	267,844
卖出回购金融资产款	2,389,303	2,572,281	2,780,596	3,004,935	3,255,985
应付债券					
其他负债	28,265	28,265	28,265	28,265	28,265
负债合计	303,621	320,933	356,176	398,462	447,367
	4,027	4,377	5,051	5,917	6,929
股本	307,648	325,310	361,227	404,379	454,296
归属于公司股东权益合计	67,318	50,189	45,170	46,525	48,851
股东权益合计	209,126	136,808	116,287	104,658	109,891

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

增长率及结构

年结 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率 (%)					
投资资产	7.2	5.7	5.5	6.0	6.2
总资产	10.2	7.4	8.4	8.5	8.8
保险合同准备金增速	7.7	9.6	8.8	8.5	8.8
总负债	12.6	7.7	8.1	8.1	8.4
营业收入	7.5	18.8	1.1	10.8	10.6
已赚保费	17.6	18.9	2.3	11.8	11.5
投资收益	-17.0	11.7	-1.8	5.9	7.1
赔付支出	52.5	-3.4	-14.2	9.0	8.7
提取保险责任准备金	15.8	35.5	1.3	4.7	12.4
营业支出	13.0	16.3	-3.0	9.2	10.1
利润总额	-48.1	74.8	62.1	24.5	15.0
净利润	-44.3	67.2	60.9	24.5	15.0
归属母公司股东净利润	-44.9	68.6	60.9	24.5	15.0
保费收入结构 (%)					
长险首年	38.8	34.5	23.3	22.7	22.3
-首年期交	21.8	22.1	21.0	20.7	20.5
-复交	17.0	12.4	2.3	2.0	1.8
续期	51.9	56.3	66.7	67.2	67.8
短期险	9.3	9.2	10.1	10.0	10.0
保费收入合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

财务比率 (%)

年结 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
长险首年	19.3	5.9	-30.1	9.2	9.0
-首年期交	51.8	20.4	-1.4	10.4	10.0
续期	16.6	28.9	22.9	12.8	12.1
短期险	23.7	17.5	13.6	11.4	10.5
保费收入	18.3	18.9	3.8	11.8	11.2
净投资收益率	4.66	4.91	4.60	4.65	4.70
总投资收益率	4.61	5.16	4.40	4.50	4.80
RoAA	0.76	1.17	1.75	2.00	2.12
RoAE	6.11	10.33	15.33	17.12	17.57
核心偿付能力充足率	280	278	265	257	251
综合偿付能力充足率	297	278	265	257	251
内含价值(百万元)	652,057	734,172	824,597	923,705	1,034,208
内含价值年初至今增速	16.4	12.6	12.3	12.0	12.0
新业务价值(百万元)	49,311	60,117	62,431	68,807	75,948
新业务价值增速	56.4	21.9	3.8	10.2	10.4
每股内含价值(元)	23.1	26.0	29.2	32.7	36.6
每股新业务价值(元)	1.74	2.13	2.21	2.43	2.69
每股盈利(元)	0.68	1.14	1.84	2.29	2.63
每股账面值(元)	10.74	11.35	12.60	14.10	15.83
P/EV(倍)	0.75	0.67	0.59	0.53	0.47
市账率(倍)	1.61	1.52	1.37	1.23	1.09

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来 12 个月的总回报**高于**相关行业。
中性：预期个股未来 12 个月的总回报与相关行业**一致**。
沽出：预期个股未来 12 个月的总回报**低于**相关行业。
无评级：对于个股未来 12 个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来 12 个月的表现相对于大盘标竿指数**具吸引力**。
同步：分析员预期所覆盖行业未来 12 个月的表现与大盘标竿指数**一致**。
落后：分析员预期所覆盖行业未来 12 个月的表现相对于大盘标竿指数**不具吸引力**。
香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A 股市场的标竿指数为 **MSCI 中国 A 股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股 50 (美元) 指数**。

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及 ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、郑州银行股份有限公司、盈健医疗集团有限公司、中粮肉食控股有限公司、河北翼辰实业集团股份有限公司、中国飞机租赁集团控股有限公司、东方证券股份有限公司、无锡市建设发展投资有限公司、国银金融租赁股份有限公司、凤凰医疗集团有限公司、光大证券股份有限公司、中国首控集团有限公司、佳源国际控股有限公司、泸州市兴泸水务(集团)有限公司、中国邮政储蓄银行股份有限公司、招商证券股份有限公司、山东省国际信托股份有限公司、广东康华医疗股份有限公司、中信建投证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、HPC Holdings Limited、国泰君安证券股份有限公司、中原银行股份有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司及安乐工程集团有限公司有投资银行业务关系。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有东方证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有光大证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有国联证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有国泰君安证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Prosperity Investment Limited 目前持有中国宇华教育集团有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Prosperity Investment Limited 目前持有中国新华教育集团有限公司的股本证券逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告内所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。