

## 中国人寿(2628 HK)

### 一季报点评：准备金释放利润增加，个险期交保费略降

- ❖ 一季度首年期交保费同比增长 0.5%，主要由银保渠道期交业务带动。对于中国整个寿险行业而言，2018 年开局并不理想；由于保险产品监管严格、银行理财冲击、上年高基数等原因，寿险行业新业务增长乏力，多家上市寿险公司首年期交保费同比下降。第一季度，中国人寿首年期交保费同比略增 1.5% 至 612 亿元。但该增长主要受银行保险渠道期交业务大幅增加的推动，个险期交业务则同比下降。根据我们的估计，个人代理人渠道首年期交保费同比降幅可能在 5% 左右，与同行比相对温和（平安首年期交保费同比降 16.6%，中国太保和新华的个险首年期交保费同比分别下降 30.4% 和 49.5%）。
- ❖ 由于推出季节性产品，三月份保费恢复增长。今年首两个月中国人寿保费收入同比下降近 20%，但一季度下滑速度迅速收窄至 1.1%。三月份当月保费收入 888 亿元，录得同比增长 57.7%。主要原因是公司适时推出了“盛世臻品”分红型年金产品，以稳定首年期交保费增速和销售队伍。该产品只在特定月份销售，并不会贯穿全年，所以对新业务价值率的负面影响可控。
- ❖ 我们预计 2018 年的新业务价值基本持平于去年。从积极的方面来看，以下因素将推动新业务价值增长：（1）银保渠道向期交业务转型，一季度趸交保费收入较上年同期减少 533 亿元至 94 亿元；（2）从激励层面，公司已将代理人收入与价值创造挂钩。然而，个险首年期交业务增长乏力使全年新业务价值前景黯淡。我们将 2018 年的新业务价值预测从 667 亿元调整为 612 亿元，相应得同比增速为 1.8%。
- ❖ 准备金假设变动，释放利润。一季度公司净利润达 135.2 亿元，同比增加 119.8%，主要由于准备金假设变化，特别是风险贴现率假设上调。假设变化使得一季度税前利润增加 27 亿元，而去年同期假设变化对税前利润的影响为负（-133 亿元）。随着 750 天移动平均国债收益率曲线逐渐触底上抬，我们预计准备金假设变动对公司全年利润的影响仍将为正。
- ❖ 非标资产配置节奏放缓。在大类资产配置方面，公司今年仍将增加长久期债券配置，加强资产和负债期限的匹配。资产新规对公司影响有限，主要的体现可能在于非标资产的市场供给减少、选择范围缩小。非标资产配置不如去年激进。据公司透露，一季度新增非标投资约 200 亿元，去年全年近 2000 亿元。
- ❖ 寿险首选推荐之一。尽管第一季度行业逆风，开门不“红”，但我们认为公司和整体人壽保險行業的基本面依然良好。公司在代理人隊伍管理、公司內控、銀保渠道轉型等方面的努力可圈可點，並與京東、百度等科技巨頭開展合作加強自身科技建設。由於調低新業務價值預測，我們將目標價下調至 28.98 港元，目標價分別對應 2018 和 2019 年內含價值的 0.81 和 0.73 倍。維持買入評級。

#### 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	539,545	603,743	673,011
总收入 (百万人民币)	540,781	643,355	671,597	747,108	828,842
净利润 (百万人民币)	19,127	32,253	39,669	42,810	45,907
每股收益 (人民币)	0.66	1.13	1.37	1.48	1.59
每股收益变动 (%)	-45.9%	71.2%	21.4%	8.1%	7.4%
市盈率 (x)	27.55	16.09	13.26	12.26	11.41
市账率 (x)	1.69	1.60	1.49	1.36	1.25
PEV (x)	0.79	0.70	0.63	0.57	0.51
股息率 (%)	1.3%	2.2%	2.7%	2.9%	3.1%
内含价值收益率 (%)	18.6%	13.7%	12.6%	12.6%	12.6%

资料来源：公司及招银国际研究

### 买入 (维持)

目标价	HK\$28.98
(此前目标价)	HK\$31.57
潜在升幅	+30%
当前股价	HK\$22.45

丁文捷, PhD

电话: (852) 3900 0856

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

徐涵博

电话: (852) 3761 8725

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

#### 中国保险业

市值(百万港元)	820,410
3月平均流通量(百万港元)	1,028
5周内股价高/低(港元)	28.2/21.1
总股本(百万)	28,265

资料来源：彭博

#### 股东结构

中国人寿(集团)	68.37%
流通股	31.63%

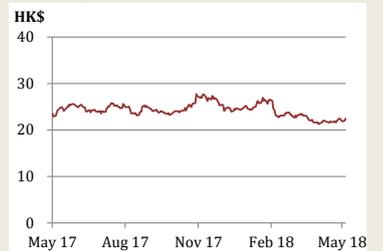
资料来源：彭博

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	2.6%	2.1%
3-月	-10.9%	-9.1%
6-月	-18.4%	-22.2%

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

**利润表**

年结：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>保费收入</b>	<b>430,498</b>	<b>511,966</b>	<b>539,545</b>	<b>603,743</b>	<b>673,011</b>
分出保费及提取未到期责任准备金	(4,268)	(5,056)	(4,518)	(5,820)	(6,435)
已实现净保费收入	426,230	506,910	535,027	597,923	666,576
投资收益	108,091	128,952	128,673	140,348	152,417
其他营业收入	6,460	7,493	7,897	8,836	9,850
<b>总收入</b>	<b>540,781</b>	<b>643,355</b>	<b>671,597</b>	<b>747,108</b>	<b>828,842</b>
保险给付和赔付	(407,045)	(466,043)	(483,172)	(543,330)	(609,586)
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)	(21,874)	(23,859)	(25,911)
管理及行政费用	(94,550)	(112,837)	(114,254)	(124,128)	(134,304)
<b>保险业务支出及其他费用合计</b>	<b>(522,794)</b>	<b>(608,827)</b>	<b>(628,202)</b>	<b>(700,440)</b>	<b>(779,038)</b>
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	51,253	55,311	59,312
所得税	(4,257)	(8,919)	(10,970)	(11,838)	(12,695)
净利润	19,585	32,752	40,283	43,472	46,617
少数股东权益	(458)	(499)	(614)	(662)	(710)
<b>净利润</b>	<b>19,127</b>	<b>32,253</b>	<b>39,669</b>	<b>42,810</b>	<b>45,907</b>

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
<b>债券</b>	<b>1,119,388</b>	<b>1,188,606</b>	<b>1,291,375</b>	<b>1,399,911</b>	<b>1,512,555</b>
定期存款	538,325	449,400	488,256	529,292	571,882
其他固定收益类投资	262,412	456,283	495,734	537,399	580,641
股票及基金	260,139	274,686	298,436	323,518	349,550
其他权益类投资	161,244	134,842	146,501	158,814	171,593
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	142,413	154,057	165,791
投资资产	2,453,283	2,591,652	2,815,731	3,052,384	3,297,995
非投资资产	243,668	305,939	307,941	311,878	342,745
<b>总资产</b>	<b>2,696,951</b>	<b>2,897,591</b>	<b>3,123,672</b>	<b>3,364,262</b>	<b>3,640,740</b>
保险合同负债	1,847,986	2,025,133	2,213,253	2,433,265	2,686,065
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	64,407	68,632	75,896
税项及其他负债	129,428	148,619	155,023	153,179	138,912
<b>总负债</b>	<b>2,389,303</b>	<b>2,572,281</b>	<b>2,773,184</b>	<b>2,982,362</b>	<b>3,225,228</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>4,027</b>	<b>4,377</b>	<b>4,716</b>	<b>5,138</b>	<b>5,591</b>
<b>归属于公司股东权益</b>	<b>303,621</b>	<b>320,933</b>	<b>345,772</b>	<b>376,762</b>	<b>409,921</b>

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
<b>同比增长</b>					
总收入	6.6%	19.0%	4.4%	11.2%	10.9%
归属于公司股东的净利润	-44.9%	68.6%	23.0%	7.9%	7.2%
保费收入	18.3%	18.9%	5.4%	11.9%	11.5%
首年保费收入	19.3%	5.9%	-23.8%	-1.1%	4.4%
首年保费收入-个险渠道	55.9%	21.1%	3.7%	5.3%	5.0%
首年保费收入-银保渠道	-1.5%	-6.0%	-55.5%	-17.0%	3.5%
首年标准保险费收入	45.2%	18.0%	1.8%	5.4%	6.0%
代理人数目	52.7%	5.6%	3.0%	2.0%	1.0%
投资资产	7.2%	5.6%	8.6%	8.4%	8.0%
<b>分渠道首年保费收入</b>					
代理人渠道	44.8%	51.3%	69.7%	74.2%	74.7%
银保渠道	51.4%	45.7%	26.7%	22.4%	22.2%
团险及其他渠道	3.7%	3.1%	3.6%	3.4%	3.1%
<b>偿付能力(偿二代下)</b>					
核心偿付能力充足率	280.3%	277.6%	258.3%	257.4%	258.3%
综合偿付能力充足率	297.2%	277.7%	272.0%	270.0%	269.9%
<b>新业务价值及内含价值</b>					
新业务价值(百万人民币)	49,311	60,116	61,174	65,571	69,240
新业务价值同比增长率	56.4%	21.9%	1.8%	7.2%	5.6%
首年标准保费下新业务价值率	43.2%	46.9%	48.4%	48.3%	49.0%
内含价值(百万人民币)	652,057	734,172	815,071	903,744	1,002,638
内含价值回报	18.6%	13.7%	12.6%	12.6%	12.6%
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%	4.8%	4.8%	4.8%
<b>每股数据</b>					
每股收益(人民币)	0.66	1.13	1.37	1.48	1.59
每股账面价值(人民币)	10.74	11.35	12.23	13.33	14.50
每股内含价值(人民币)	23.07	25.97	28.84	31.97	35.47
每股股利(人民币)	0.24	0.40	0.49	0.53	0.57

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。