

中国人寿(2628 HK)

保费结构优化，未来增长可期

- ❖ **2018上半年经营业绩回顾**：保费收入同比增长4.2%达3,605亿元人民币，净利润同比增长34.2%至164亿元。股市波动导致总投资收益下降，抵消了部分准备金折现率假设变化对利润的提振。
- ❖ **新业务价值同比下降23.7%**。新业务价值同比变化逊于中国平安(+0.2%)和中国太平(-9.5%)。个险渠道新业务价值同比下降28%，主要由于两方面原因：(1)个险首年期交保费同比下降2.7%；(2)基于首年年化保费的新业务价值率同比下降11.9个百分点至32.3%。价值率的降低主要是由于长缴费期产品在上半年的增量业务中的比例下降。缴费期在10年及以上的首年期交保费同比下降39%。公司已于4月停售个险短交产品，因此，我们预测下半年新业务价值率将略有回升。然而，个险队伍人力下降(自2017年末下降8.7%)、队伍管理面临压力，或仍将制约下半年首年期交保费增长。我们预测全年新业务价值将下降12%。
- ❖ **保费结构优化**。与去年同期的597亿元相比，银保渠道趸交保费大幅压缩至86亿元。尽管令保费增长及代理人增员短期承压，但保费结构得以优化。上半年在首年保费同比下降24.3%的情况下，首年期交保费实现同比增长5.1%。
- ❖ **固收类投资保障未来投资收益**。基金分红下降与固定收益上升相互抵消，净投资收益率平稳保持在4.64%。由于资本市场波动，总投资收益率同比下降0.92个百分点至3.70%。2018上半年，公司把握利率高点，加大长久期债券配置，当前固收类投资资产规模达2.2万亿，收益率达到4.8%以上(其中，新增部分收益率达5.26%)，是公司未来投资收益的重要保障。权益类投资上半年跌幅小于市场(上证指数和沪深300)。非标资产新增配置370亿元，AAA级资产占比超过95%。
- ❖ **目标价下调至22.90港元，维持买入评级**。我们将全年新业务价值预测下调至530亿元人民币，即同比下降12%。相应的，我们将目标价下调至22.90港元。目标价对应2018/19年预测每股内含价值的0.7/0.64倍。尽管新业务价值增长不及预期，我们认为保费结构的优化及市占率的提升(自2017年末提升2.3个百分点至22%)有助于公司未来长期可持续发展。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	546,282	626,243	716,709
总收入(百万人民币)	540,781	643,355	678,060	770,351	874,663
净利润(百万人民币)	19,127	32,253	39,490	43,934	46,388
每股收益(人民币)	0.66	1.13	1.37	1.52	1.61
每股收益变动(%)	-45.9%	71.2%	20.8%	11.4%	5.7%
市盈率(x)	24.30	14.20	11.75	10.54	9.97
市账率(x)	1.49	1.41	1.32	1.23	1.14
PEV(x)	0.70	0.62	0.57	0.52	0.47
股息率(%)	1.5%	2.5%	3.1%	3.4%	3.6%
内含价值收益率(%)	18.6%	13.7%	10.9%	11.0%	11.5%

资料来源：公司及招银国际研究

买入(维持)

目标价	HK\$22.90
(此前目标价)	HK\$28.98)
潜在升幅	+24.5%
当前股价	HK\$18.40

丁文捷, PhD

电话: (852) 3900 0856/
(86) 755 2367 5591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)	673,098
3月平均流通量(百万港元)	774
5周内股价高/低(港元)	28.2/18.1
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	-7.0%	-4.0%
3-月	-15.0%	-6.4%
6-月	-20.4%	-11.3%

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 1：2018 上半年业绩回顾

百万人民币	截至2018年	截至2017年	同比变动
	6月30日止 6个月	6月30日止 6个月	
总保费收入	360,482	345,967	4.2%
减：分出保费	(2,433)	(1,762)	38.1%
净保费收入	358,049	344,205	4.0%
未到期责任准备金提转差	(9,064)	(7,935)	14.2%
已实现净保费收入	348,985	336,270	3.8%
投资收益	60,618	57,701	5.1%
已实现金融资产收益净额	(4,432)	(4,347)	2.0%
通过净利润反映的公允价值收益净额	(7,460)	3,278	-327.6%
其他收入	3,979	3,263	21.9%
收入合计	401,690	396,165	1.4%
保险给付和赔付	(313,319)	(315,338)	-0.6%
投资合同支出	(4,829)	(4,015)	20.3%
保户红利支出	(9,312)	(8,076)	15.3%
佣金及手续费支出	(35,707)	(36,814)	-3.0%
财务费用	(2,128)	(2,507)	-15.1%
管理费用	(14,924)	(13,448)	11.0%
其他支出	(3,470)	(3,010)	15.3%
提取法定保险保障基金	(690)	(693)	-0.4%
保险业务支出及其他费用合计	(384,379)	(383,901)	0.1%
联营企业和合营企业收益净额	4,136	3,665	12.9%
税前利润	21,447	15,929	34.6%
所得税	(4,744)	(3,437)	38.0%
非控制性权益	280	250	12.0%
净利润	16,423	12,242	34.2%

来源：公司，招银国际

图 2：主要经营指标

百万人民币	截至2018年	截至2017年	同比变动
	6月30日止 6个月	6月30日止 6个月	
总保费收入	360,482	345,967	4.2%
首年保费	125,321	165,472	-24.3%
首年期交	81,712	77,711	5.1%
新业务价值	28,166	36,895	-23.7%
新业务价值率 - 个险渠道	32.3%	44.2%	-11.9ppt YoY
新业务价值率 - 银保渠道	18.7%	14.8%	+3.9ppt YoY
净投资收益率	4.64%	4.71%	-0.07ppt YoY
总投资收益率	3.70%	4.62%	-0.92ppt YoY

百万人民币	截至2018年	截至2017年	变动
	6月30日止 6个月	12月31日	
投资资产	2,709,971	2,591,652	4.6%
资产合计	3,043,178	2,897,591	5.0%
权益合计	327,520	325,310	0.7%
归属于公司股东权益合计	323,008	320,933	0.6%
内含价值	769,225	734,172	4.8%
核心偿付能力充足率	262.25%	277.61%	-15.36ppt YTD
综合偿付能力充足率	262.25%	277.65%	-15.40ppt YTD
个险销售队伍规模	1,441,000	1,578,000	-8.7%
保单持续率（14个月）	92.3%	91.6%	+0.7ppt YTD
保单持续率（26个月）	86.8%	85.8%	+1ppt YTD

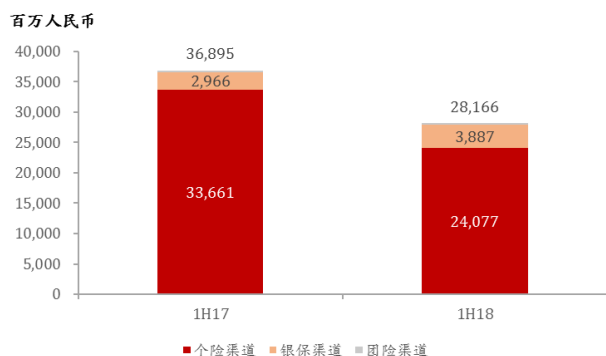
来源：公司，招银国际

图 3：新业务价值按渠道

	2018上半年		2017上半年		同比变动
	百万人民币	占比	百万人民币	占比	
个险渠道	24,077	85.5%	33,661	91.2%	-28.5%
银保渠道	3,887	13.8%	2,966	8.0%	31.1%
团险渠道	202	0.7%	268	0.7%	-24.6%
新业务价值合计	28,166		36,895		-23.7%

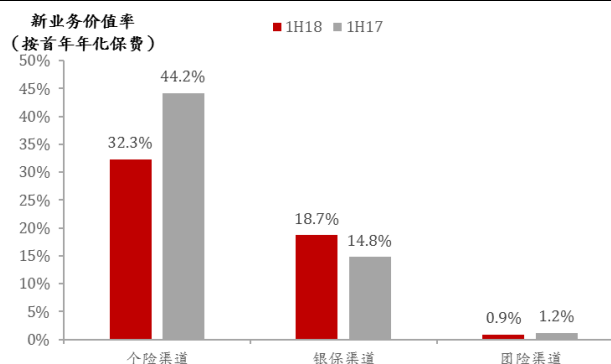
来源：公司，招银国际

图4：新业务价值按渠道



来源：公司，招银国际

图5：个险渠道新业务价值率同比下降11.9个百分点



来源：公司，招银国际

图6：保费结构持续优化

	2018上半年		2017上半年		同比变动
	百万人民币	占比	百万人民币	占比	
个险渠道	272,233	100%	227,375	100%	19.7%
长险首年业务	61,566	23%	63,271	28%	-2.7%
夏交	124	0%	153	0%	-19.0%
首年期交	61,442	23%	63,118	28%	-2.7%
续期业务	204,781	75%	159,561	70%	28.3%
短期险业务	5,886	2%	4,543	2%	29.6%
银保渠道	55,998	100%	92,877	100%	-39.7%
长险首年业务	27,457	49%	73,055	79%	-62.4%
夏交	8,638	15%	59,667	64%	-85.5%
首年期交	18,819	34%	13,388	14%	40.6%
续期业务	27,974	50%	19,419	21%	44.1%
短期险业务	567	1%	403	0%	40.7%
保险业务收入合计	360,482		345,967		4.2%

来源：公司，招银国际

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	546,282	626,243	716,709
分出保费及提取未到期责任准备金	(4,268)	(5,056)	(5,150)	(6,418)	(7,320)
已实现净保费收入	426,230	506,910	541,132	619,825	709,389
投资收益	108,091	128,952	128,933	141,360	154,785
其他营业收入	6,460	7,493	7,995	9,166	10,490
总收入	540,781	643,355	678,060	770,351	874,663
保险给付和赔付	(407,045)	(466,043)	(488,442)	(560,451)	(645,868)
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)	(21,919)	(24,031)	(26,313)
管理及行政费用	(94,550)	(112,837)	(115,634)	(128,624)	(142,819)
保险业务支出及其他费用合计	(522,794)	(608,827)	(634,896)	(722,230)	(824,237)
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	51,022	56,764	59,934
所得税	(4,257)	(8,919)	(10,920)	(12,149)	(12,828)
净利润	19,585	32,752	40,101	44,614	47,106
少数股东权益	(458)	(499)	(611)	(680)	(718)
净利润	19,127	32,253	39,490	43,934	46,388

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	1,296,411	1,414,368	1,543,719
定期存款	538,325	449,400	490,160	534,758	583,664
其他固定收益类投资	262,412	456,283	497,667	542,949	592,604
股票及基金	260,139	274,686	299,600	326,859	356,752
其他权益类投资	161,244	134,842	147,072	160,454	175,128
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	142,984	155,696	169,323
投资资产	2,453,283	2,591,652	2,826,711	3,083,905	3,365,944
非投资资产	243,668	305,939	303,678	300,208	323,681
总资产	2,696,951	2,897,591	3,130,389	3,384,113	3,689,625
保险合同负债	1,847,986	2,025,133	2,222,817	2,460,916	2,746,464
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	63,873	68,891	77,375
税项及其他负债	129,428	148,619	155,024	153,183	138,919
总负债	2,389,303	2,572,281	2,782,216	3,010,274	3,287,113
少数股东权益	4,027	4,377	4,685	5,030	5,416
归属于公司股东权益	303,621	320,933	343,488	368,809	397,096

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%	5.4%	13.6%	13.5%
归属于公司股东的净利润	-44.9%	68.6%	22.4%	11.3%	5.6%
保费收入	18.3%	18.9%	6.7%	14.6%	14.4%
首年保费收入	19.3%	5.9%	-21.9%	4.1%	7.9%
首年保费收入-个险渠道	55.9%	21.1%	3.2%	6.1%	5.6%
首年保费收入-银保渠道	-1.5%	-6.0%	-51.6%	-0.3%	14.5%
首年标准保险费收入	45.2%	18.0%	3.1%	10.2%	9.1%
代理人数目	52.7%	5.6%	3.0%	2.0%	1.0%
投资资产	7.2%	5.6%	9.1%	9.1%	9.1%
分渠道首年保费收入					
代理人渠道	44.8%	51.3%	67.8%	69.1%	67.6%
银保渠道	51.4%	45.7%	28.3%	27.1%	28.7%
团险及其他渠道	3.7%	3.1%	3.9%	3.8%	3.7%
偿付能力(偿二代下)					
核心偿付能力充足率	280.3%	277.6%	258.0%	256.2%	257.2%
综合偿付能力充足率	297.2%	277.7%	271.7%	268.8%	268.8%
新业务价值及内含价值					
新业务价值(百万人民币)	49,311	60,116	52,969	59,420	65,281
新业务价值同比增长率	56.4%	21.9%	-11.9%	12.2%	9.9%
首年标准保费下新业务价值率	43.2%	46.9%	48.4%	41.3%	41.9%
内含价值(百万人民币)	652,057	734,172	802,233	876,079	960,680
内含价值回报	18.6%	13.7%	10.9%	11.0%	11.5%
净投资收益率					
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%
每股数据					
每股收益(人民币)	0.66	1.13	1.37	1.52	1.61
每股账面价值(人民币)	10.74	11.35	12.15	13.05	14.05
每股内含价值(人民币)	23.07	25.97	28.38	31.00	33.99
每股股利(人民币)	0.24	0.40	0.49	0.54	0.58

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。