

# 中国人寿(2628 HK)

## 投资收益下挫拖累盈利

- ❖ **投资表现疲弱，净利润同比下跌 25.9%**。归母公司净利润同比下跌 25.9% 至 198.7 亿元人民币。由于准备金假设变动，税前利润增加 42.4 亿元，相当于税前利润的 17%。然而，疲弱的投资表现及并不如预期强劲的保费增速抵销了由于准备金假设变动导致的税前利润增加。
- ❖ **保费收入增长逊于预期**。公司前三季度录得总保费收入 4,685 亿元，同比增长 4.1%。一/二/三季度当季保费收入同比增幅分别为 -1.1%/17.3%/3.9%，其中，三季度的增速反弹逊于预期。按保费结构来看，续期保费成为总保费收入的稳定器，前三季度续期保费收入为 3,163 亿元（占总保费收入的 68%），同比上升 28.7%。公司三季报未公布首年期交保费等与新业务价值高度相关的承保数据，但根据三季度总保费增速判断，我们预计首年期交保费的增速反弹并不显著。我们预测，2018 全年首年期交保费收入增长 3.6%。
- ❖ **投资表现拖累盈利**。前三季度，股息收入减少、叠加投资资产迅速增长（自年初增长 7.6%），使得公司净投资收益率同比下降 0.39 个百分点至 4.6%。由于 A 股波动及市场情绪持续低迷，总投资收益率同比下降 1.8 个百分点至 3.32%。据公司披露，已实现的股票投资亏损为 137 亿元，公允价值变动损失为 54.1 亿元。尽管市场整体下挫，但公司认为 A 股配置价值已经开始显现，公司将重点增持低估值、高分红标的，并将权益类投资配置比例维持在 10% 左右。
- ❖ **目标价下调至 21.69 港元，维持买入评级**。由于保费收入增速逊于预期，我们将全年新业务价值预测由 530 亿元调低至 508 亿元，相当于较去年下降 15.5%（上半年新业务价值同比下降 23.7%）。我们预测 2018 年末内含价值为 8,000 亿元。我们将目标价下调至 21.69 港元，该目标价分别对应 0.68/0.62 倍 2018/19 年预测 PEV。股价正面催化剂包括宏观经济政策稳定市场情绪，以及四季度保费收入增速改善。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	536,139	608,257	690,812
总收入 (百万人民币)	540,781	643,355	632,291	727,783	821,319
净利润 (百万人民币)	19,127	32,253	26,283	34,796	36,473
每股收益 (人民币)	0.66	1.13	0.91	1.20	1.26
每股收益变动 (%)	-45.9%	71.2%	-19.6%	32.6%	5.0%
市盈率 (x)	21.39	12.49	15.54	11.72	11.17
市账率 (x)	1.31	1.24	1.19	1.10	1.03
PEV (x)	0.61	0.54	0.50	0.46	0.42
股息率 (%)	1.7%	2.8%	2.3%	3.1%	3.2%
内含价值收益率 (%)	18.6%	13.7%	10.6%	10.7%	11.1%

资料来源：公司，招银国际预测

## 买入 (维持)

目标价	HK\$21.69
(此前目标价)	HK\$22.90
潜在升幅	+35.9%
当前股价	HK\$15.96

### 丁文捷, PhD

电话: (852) 3900 0856/  
(86) 755 2367 5591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)	648,419
3月平均流通量(百万港元)	626
5周内股价高/低(港元)	28.2/15.8
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%	7.1%
3-月	-14.7%	-1.7%
6-月	-20.8%	-5.0%

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)

图1：2018前三季度业绩回顾

百万人民币	截至2018年 9月30日止 9个月	截至2017年 9月30日止 9个月	同比变动
总保费收入	468,534	449,992	4.1%
减：分出保费	(3,376)	(2,737)	23.3%
净保费收入	465,158	447,255	4.0%
未到期责任准备金计提差	(7,863)	(8,318)	-5.5%
已实现净保费收入	457,295	438,937	4.2%
投资收益	83,870	99,306	-15.5%
通过净利润反映的公允价值收益净额	(5,412)	4,557	-218.8%
其他收入	5,214	4,865	7.2%
收入合计	540,967	547,665	-1.2%
退保金	(107,826)	(85,651)	25.9%
赔付支出净额	(141,882)	(161,168)	-12.0%
提取保险责任准备金净额	(161,698)	(165,355)	-2.2%
保单红利支出	(11,706)	(15,914)	-26.4%
手续费及佣金支出	(48,452)	(49,581)	-2.3%
业务及管理费	(23,332)	(21,469)	8.7%
其他成本	(15,115)	(13,659)	10.7%
资产减值损失	(5,596)	(2,189)	155.6%
保险业务支出及其他费用合计	(515,607)	(514,986)	0.1%
营业外收入/(支出)	(274)	(116)	136.2%
税前利润	25,086	32,563	-23.0%
所得税	(4,778)	(5,346)	-10.6%
非控制性权益	439	392	12.0%
净利润	19,869	26,825	-25.9%

百万人民币	截至2018年 9月30日止 9个月	截至2017年 9月30日止 9个月	同比变动
总保费收入	468,534	449,992	4.1%
净投资收益率	4.60%	4.99%	-0.39ppt YoY
总投资收益率	3.32%	5.12%	-1.80ppt YoY

百万人民币	截至2018年 9月30日止 9个月	截至2017年 12月31日	变动
投资资产	2,787,721	2,591,652	7.6%
资产合计	3,116,499	2,897,591	7.6%
权益合计	335,178	325,310	3.0%
归属于公司股东权益合计	330,385	320,933	2.9%
核心偿付能力充足率	262.17%	277.61%	-15.44ppt YTD
综合偿付能力充足率	262.17%	277.65%	-15.48ppt YTD
个险销售队伍规模	1,455,000	1,578,000	-7.8%

来源：公司，招银国际

图2：保费收入增速按季度

百万人民币	2018年一季度	2018年二季度	2018年三季度
保费收入（累计值）	243,420	360,482	468,534
... 同比增速	-1.1%	4.2%	4.1%
保费收入（当季值）	243,420	117,062	108,052
... 同比增速	-1.1%	17.3%	3.9%

来源：公司，招银国际

图3：招银国际预测调整

百万人民币	2017	2018E old	2018E new	... YoY, new	Diff, old vs. new est.
保费收入	511,966	546,282	536,139	4.7%	-1.9%
首年期交保费	113,121	121,743	117,238	3.6%	-3.7%
新业务价值	60,116	52,969	50,785	-15.5%	-4.1%
内含价值	734,172	802,233	800,048	9.0%	-0.3%

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
<b>保费收入</b>	<b>430,498</b>	<b>511,966</b>	<b>536,139</b>	<b>608,257</b>	<b>690,812</b>
分出保费及提取未到期责任准备金	(4,268)	(5,056)	(4,826)	(6,090)	(6,932)
已实现净保费收入	426,230	506,910	531,313	602,167	683,880
投资收益	108,091	128,952	93,131	116,713	127,328
其他营业收入	6,460	7,493	7,847	8,902	10,111
<b>总收入</b>	<b>540,781</b>	<b>643,355</b>	<b>632,291</b>	<b>727,783</b>	<b>821,319</b>
保险给付和赔付	(407,045)	(466,043)	(468,268)	(537,515)	(614,876)
投资合同支出	(5,316)	(8,076)	(9,296)	(10,068)	(10,468)
保户红利支出	(15,883)	(21,871)	(15,832)	(19,841)	(21,646)
管理及行政费用	(94,550)	(112,837)	(112,794)	(124,045)	(136,713)
<b>保险业务支出及其他费用合计</b>	<b>(522,794)</b>	<b>(608,827)</b>	<b>(606,190)</b>	<b>(691,469)</b>	<b>(783,703)</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	33,958	44,957	47,123
所得税	(4,257)	(8,919)	(7,268)	(9,622)	(10,086)
净利润	19,585	32,752	26,690	35,335	37,037
少数股东权益	(458)	(499)	(407)	(538)	(564)
<b>净利润</b>	<b>19,127</b>	<b>32,253</b>	<b>26,283</b>	<b>34,796</b>	<b>36,473</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>1,300,666</b>	<b>1,412,546</b>	<b>1,535,066</b>
定期存款	538,325	449,400	491,769	534,069	580,393
其他固定收益类投资	262,412	456,283	499,301	542,249	589,282
股票及基金	260,139	274,686	300,583	326,438	354,753
其他权益类投资	161,244	134,842	147,555	160,247	174,146
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	143,466	155,489	168,342
投资资产	2,453,283	2,591,652	2,835,990	3,079,933	3,347,077
非投资资产	243,668	305,939	299,443	304,190	346,951
<b>总资产</b>	<b>2,696,951</b>	<b>2,897,591</b>	<b>3,135,433</b>	<b>3,384,123</b>	<b>3,694,028</b>
保险合同负债	1,847,986	2,025,133	2,205,678	2,428,275	2,693,557
投资合同负债	195,706	232,500	260,400	273,420	281,623
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	63,344	67,753	75,594
税项及其他负债	129,428	148,619	163,756	164,183	171,965
<b>总负债</b>	<b>2,389,303</b>	<b>2,572,281</b>	<b>2,794,205</b>	<b>3,016,652</b>	<b>3,301,608</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>4,027</b>	<b>4,377</b>	<b>4,591</b>	<b>4,944</b>	<b>5,280</b>
<b>归属于公司股东权益</b>	<b>303,621</b>	<b>320,933</b>	<b>336,636</b>	<b>362,526</b>	<b>387,140</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%	-1.7%	15.1%	12.9%
归属于公司股东的净利润	-44.9%	68.6%	-18.5%	32.4%	4.8%
保费收入	18.3%	18.9%	4.7%	13.5%	13.6%
首年保费收入	19.3%	5.9%	-25.0%	3.3%	7.4%
首年保费收入-个险渠道	55.9%	21.1%	-1.1%	5.5%	5.0%
首年保费收入-银保渠道	-1.5%	-6.0%	-52.9%	-1.1%	14.3%
首年标准保险费收入	45.2%	18.0%	-0.7%	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%	9.4%	8.6%	8.7%
<b>分渠道首年保费收入</b>					
代理人渠道	44.8%	51.3%	67.6%	69.1%	67.5%
银保渠道	51.4%	45.7%	28.7%	27.4%	29.2%
团险及其他渠道	3.7%	3.1%	3.7%	3.5%	3.3%
<b>偿付能力(偿二代下)</b>					
核心偿付能力充足率	280.3%	277.6%	255.9%	250.9%	250.3%
综合偿付能力充足率	297.2%	277.7%	255.9%	250.9%	250.4%
<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	50,785	56,690	61,990
新业务价值同比增长率	56.4%	21.9%	-15.5%	11.6%	9.3%
首年标准保费下新业务价值率	43.2%	46.9%	48.4%	41.1%	41.5%
内含价值(百万人民币)	652,057	734,172	800,048	875,890	960,569
内含价值回报	18.6%	13.7%	10.6%	10.7%	11.1%
净投资收益率	4.6%	4.9%	4.5%	4.6%	4.6%
总投资收益率	4.6%	5.2%	3.4%	3.9%	4.0%
<b>每股数据</b>					
每股收益(人民币)	0.66	1.13	0.91	1.20	1.26
每股账面价值(人民币)	10.74	11.35	11.91	12.83	13.70
每股内含价值(人民币)	23.07	25.97	28.31	30.99	33.98
每股股利(人民币)	0.24	0.40	0.33	0.43	0.45

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。