

中國人壽(2628 HK)

2019 新業務價值復蘇可期

- ❖ **新業務價值增速遜於預期。**2018 年公司保費收入同比增長 4.7% 至人民幣 5,358 億元。由於權益類投資收益大幅下降，淨利潤同比下降 64.7% 至 114 億元，與此前的盈警一致。新業務價值同比下降 17.6%，遜於同業，且略低於我們預測的 15.5% 的跌幅。2018 年下半年，新業務價值降幅自上半年的 23.7% 收窄至 8.1%。全年內含價值同比增長 8.3% 至 7,951 億元，略低於我們預測的 9.0% 的增長。
- ❖ **2019 新業務價值復蘇及價值率改善可期。**2018 年新業務價值下降主要來自於個險渠道（全年同比下降 19.4%；其中上半年下降 28.5%，下半年下降 3.8%）。個險渠道不僅首年期交保費同比下降 12%，而且新業務價值率亦令人失望，下降 5 個百分點至 42.2%。然而可喜的是，價值率下降主要來自於上半年，下半年個險渠道價值率同比提升 15.3 個百分點，改善的趨勢明顯。2019 年，我們預測受首年期交保費復蘇（公司 1-2 月保費收入同比增長 22.4%）及產品多樣化帶來的價值率提升支持，新業務價值將同比增長 13.0%。
- ❖ **權益類投資收益大幅下降，損失確認標準料收緊。**由於股市波動，公司權益類投資損失 199 億元，公允價值變動損失 189 億元，權益類投資資產截至 2018 年末為 2,850 億元。然而，在其他綜合收益項下的公允價值變動損失由 2017 年末的約 150 億元下降至 2018 年末的約 50 億元。我們認為，公司或許採取了更為嚴格的會計準則來提前確認本年度的權益類投資損失。
- ❖ **投資亮點。**（1）業務質量持續提升，業務結構持續向期交及保障型產品優化；（2）銀保渠道轉型較為成功，基於首年保費/年化保費的新業務價值率同比提升 10.7/1.1 個百分點；（3）發行人民幣 350 億元資本補充債券，據我們測算將提升 2019 年預測綜合償付能力充足率約 11 個百分點；（4）派息率由 35.1% 提升至 39.7%。
- ❖ **目標價不變，維持買入評級。**由於去年的低基數，以及重價值的“重振國壽”計劃（該計劃已在 2018 年下半年取得初步突破），我們認為 2019 年公司具有較大的增長潛力。公司當前股價相當於 0.62 倍 2018 年每股內含價值，低於同業平均。估值較為吸引。我們維持目標價在 24.07 港元，目標價相當於 0.67/0.61 倍 2019 年/2020 年預測每股內含價值。維持買入評級。

財務資料

（截至 12 月 31 日）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
保費收入（百萬人民幣）	511,966	535,826	592,426	657,124	725,412
總收入（百萬人民幣）	643,355	627,419	725,122	800,731	881,523
淨利潤（百萬人民幣）	32,253	11,395	17,577	22,275	24,744
每股收益（人民幣）	1.13	0.39	0.61	0.77	0.86
每股收益變動（%）	71.2%	-65.2%	54.4%	26.9%	11.2%
市盈率（x）	15.47	44.45	28.79	22.69	20.41
市賬率（x）	1.54	1.55	1.50	1.43	1.38
PEV（x）	0.67	0.62	0.56	0.51	0.47
股息率（%）	2.3%	0.9%	1.4%	1.8%	2.0%
內含價值收益率（%）	13.7%	9.9%	10.6%	10.7%	10.8%

資料來源：公司，招銀國際預測

買入（維持）

目標價	HK\$24.07
（此前目標價）	HK\$24.07
潛在升幅	+18.2%
當前股價	HK\$20.35

丁文捷, PhD

電話：(852) 3900 0856/
(86) 755 2367 5597
郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

徐涵博

電話：(852) 3761 8725
郵件：xuhanbo@cmbi.com.hk

中國保險業

市值(百萬港元)	792,167
3 月平均流通量(百萬港元)	1,160.66
52 周內股價高/低(港元)	23.4/15.4
總股本(百萬)	7,441.2

資料來源：彭博

股東結構

中國人壽(集團)	68.37%
流通股	31.63%

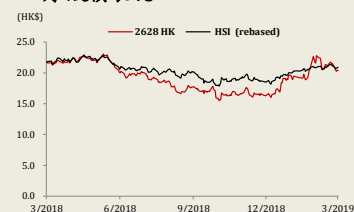
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-6.0%	-5.9%
3-月	25.5%	11.3%
6-月	15.5%	11.5%

資料來源：彭博

12-月 股價表現



資料來源：彭博

審計師：安永

公司網站：www.e-chinalife.com

利潤表

年結：12月31日（百万人民币）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
保费收入	511,966	535,826	592,426	657,124	725,412
分出保费及提取未到期责任准备金	(5,056)	(3,803)	(6,150)	(6,861)	(7,511)
已实现净保费收入	506,910	532,023	586,276	650,263	717,902
投资收益	128,952	87,298	129,892	140,537	152,658
其他营业收入	7,493	8,098	8,953	9,931	10,963
总收入	643,355	627,419	725,122	800,731	881,523
保险给付和赔付	(466,043)	(479,219)	(538,844)	(590,629)	(650,141)
投资合同支出	(8,076)	(9,332)	(10,357)	(11,490)	(12,639)
保户红利支出	(21,871)	(19,646)	(29,232)	(31,627)	(34,355)
管理及行政费用	(112,837)	(113,046)	(132,258)	(146,802)	(161,304)
保险业务支出及其他费用合计	(608,827)	(621,243)	(710,690)	(780,548)	(858,440)
联营企业和合营企业收益净额	7,143	7,745	7,977	8,217	8,463
税前利润	41,671	13,921	22,409	28,399	31,547
所得税	(8,919)	(1,985)	(3,998)	(5,066)	(5,628)
净利润	32,752	11,936	18,412	23,333	25,919
少数股东权益	(499)	(541)	(835)	(1,058)	(1,175)
净利润	32,253	11,395	17,577	22,275	24,744

資料來源：公司及招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百万人民币）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
債券	1,188,606	1,309,831	1,435,526	1,557,174	1,693,537
定期存款	449,400	559,341	613,017	664,965	723,196
其他固定收益类投资	456,283	538,064	589,698	639,670	695,686
股票及基金	274,686	284,981	312,329	338,796	368,464
其他权益类投资	134,842	139,675	153,079	166,051	180,592
投资性房地产	3,064	9,747	4,603	5,632	6,623
现金、现金等价物及其他	84,771	60,714	244,385	264,456	287,117
投资资产	2,753,124	3,104,014	3,401,885	3,690,162	4,013,313
非投资资产	144,467	150,389	155,528	163,898	168,641
总资产	2,897,591	3,254,403	3,557,412	3,854,061	4,181,954
保险合同负债	2,025,133	2,216,031	2,444,158	2,690,324	2,954,257
投资合同负债	232,500	255,434	286,086	314,695	346,164
应付保户红利	83,910	85,071	84,220	83,378	82,544
次级债及借款	18,794	20,150	55,150	55,150	55,150
应付保险给付及预收保费	63,325	96,115	89,249	90,080	100,421
税项及其他负债	148,619	258,312	263,110	270,714	278,916
总负债	2,572,281	2,931,113	3,221,974	3,504,340	3,817,453
少数股东权益	4,377	4,919	5,104	5,321	5,546
归属于公司股东权益	320,933	318,371	330,334	344,400	358,955

資料來源：公司及招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
同比增长					
总收入	19.0%	-2.5%	15.6%	10.4%	10.1%
归属于公司股东的净利润	68.6%	-64.7%	54.3%	26.7%	11.1%
保费收入	18.9%	4.7%	10.6%	10.9%	10.4%
首年保费收入	5.9%	-34.5%	4.1%	7.1%	6.2%
首年保费收入-个险渠道	21.1%	-12.3%	9.9%	7.0%	5.0%
首年保费收入-银保渠道	-6.0%	-60.5%	-8.6%	9.4%	11.0%
首年标准保费收入	18.0%	-11.7%	10.9%	8.7%	6.7%
代理人数目	5.6%	-8.8%	-2.0%	0.5%	0.5%
投资资产	12.2%	12.7%	9.6%	8.5%	8.8%
分渠道首年保费收入					
代理人渠道	51.3%	68.7%	72.5%	72.4%	71.5%
银保渠道	45.7%	27.5%	24.2%	24.7%	25.8%
团险及其他渠道	3.1%	3.8%	3.4%	3.0%	2.7%
偿付能力(偿二代下)					
核心偿付能力充足率	277.6%	250.6%	272.0%	269.4%	272.1%
综合偿付能力充足率	277.7%	250.6%	282.5%	279.1%	281.2%
新业务价值及内含价值					
新业务价值(百万人民币)	60,116	49,511	55,939	61,536	65,768
新业务价值同比增长率	21.9%	-17.6%	13.0%	10.0%	6.9%
首年标准保费下新业务价值率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
内含价值(百万人民币)	734,172	795,052	874,600	960,791	1,055,069
内含价值回报	13.7%	9.9%	10.6%	10.7%	10.8%
净投资收益率	4.9%	4.6%	4.4%	4.4%	4.4%
总投资收益率	5.2%	3.3%	4.3%	4.3%	4.3%
每股数据					
每股收益(人民币)	1.13	0.39	0.61	0.77	0.86
每股账面价值(人民币)	11.35	11.26	11.69	12.18	12.70
每股内含价值(人民币)	25.97	28.13	30.94	33.99	37.33
每股股利(人民币)	0.40	0.16	0.25	0.31	0.35

資料來源：公司及招銀國際預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。