

中國人壽(2628 HK)

聚焦價值，堅定改革

- ❖ **聚焦價值創造，堅定推進改革。**中國人壽於2月22日舉辦了投資者日活動，并介紹了其重振國壽的改革計劃。聚焦價值、聚焦大個險是改革的核心，并已成爲高管考核的重要組成部分。改革計劃還包括市場化的資源配置和人才管理激勵機制。然而，知易行難，大象起舞需要堅定的執行力持續推動，我們期待國壽帶給投資者更多驚喜。
- ❖ **1M19 保費收入增速亮眼。**2019年1月，公司保費收入同比增長24.4%，增速高於主要上市同業（平安人壽+5.2%，太保人壽+2.9%，新華+6.9%，太平人壽+9.6%）。除了去年的低基數以外，我們認爲該增長源於續期保費增長強勁和開門紅銷售好於預期。保障型產品的多樣化將提升新業務價值率。我們預計公司今年一季度新業務價值將實現優於平均的、兩位數的增長。
- ❖ **2018年歸母淨利潤同比下跌：因公司採取嚴格的資產減值準備政策。**由於權益類投資收益大幅減少，公司於1月29日發布盈警。股市波動對公司產生如此大的影響，主要是由於1)從規模上衡量，公司的權益類投資風險敞口相對較大(>2,000億元人民幣)；2)公司大部分股票投資計爲交易類證券，其損益計入當期損益表；3)公司採取嚴格的資產減值準備政策，當公允價值損失超過20%時即在當期損益表中予以確認。2019年，我們認爲A股市場情緒復蘇將對公司股價產生正面影響，利潤增速或將轉好。
- ❖ **改革和低基數效應推動股價上漲。目標價上調至24.07港元，維持買入評級。**今年管理層換屆爲公司注入了活力，轉型方向更爲堅定，步伐走得更快。由於去年的低基數，我們預計2019年公司新業務價值增速爲10.9%，高於行業平均。我們上調目標價至24.07港元以反映這些積極變化。我們的目標價對應0.67x/0.61x 2019/20年預測內含價值。維持買入評級。公司股價自年初至今上漲27.4%（內險股平均上漲18.0%）。

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
保費收入(百萬人民幣)	430,498	511,966	536,200	601,326	673,445
總收入(百萬人民幣)	540,781	643,355	615,283	703,138	786,929
淨利潤(百萬人民幣)	19,127	32,253	14,690	23,996	26,948
每股收益(人民幣)	0.66	1.13	0.51	0.83	0.93
每股收益變動(%)	-45.9%	71.2%	-55.0%	63.5%	12.4%
市盈率(x)	28.00	16.36	36.35	22.23	19.77
市賬率(x)	1.72	1.63	1.45	1.38	1.31
PEV(x)	0.80	0.71	0.65	0.59	0.54
股息率(%)	1.3%	2.2%	1.0%	1.6%	1.8%
內含價值收益率(%)	18.6%	13.7%	10.6%	10.7%	11.0%

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\$21.69
潛在升幅	+13.5%
當前股價	HK\$21.20

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)	788,992
3月平均流通量(百萬港元)	796.05
52周內股價高/低(港元)	24.2/15.4
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	8.0%	2.6%
3-月	24.8%	13.3%
6-月	10.5%	7.1%

資料來源：彭博

12-月 股價表現



資料來源：彭博

審計師：安永

公司网站：www.e-chinalife.com

利潤表

年結：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
保费收入	430,498	511,966	536,200	601,326	673,445
分出保费及提取未到期责任准备金	(4,268)	(5,056)	(4,828)	(5,875)	(6,560)
已实现净保费收入	426,230	506,910	531,372	595,451	666,884
投资收益	108,091	128,952	76,064	98,886	110,188
其他营业收入	6,460	7,493	7,848	8,801	9,856
总收入	540,781	643,355	615,283	703,138	786,929
保险给付和赔付	(407,045)	(466,043)	(468,323)	(531,225)	(599,043)
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)	(12,931)	(16,811)	(18,732)
管理及行政费用	(94,550)	(112,837)	(113,611)	(122,675)	(133,376)
保险业务支出及其他费用合计	(522,794)	(608,827)	(604,161)	(680,779)	(761,619)
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	18,980	31,002	34,817
所得税	(4,257)	(8,919)	(4,062)	(6,636)	(7,452)
净利润	19,585	32,752	14,917	24,367	27,365
少数股东权益	(458)	(499)	(227)	(371)	(417)
净利润	19,127	32,253	14,690	23,996	26,948

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）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
債券	1,119,388	1,188,606	1,299,561	1,409,634	1,525,371
定期存款	538,325	449,400	491,351	532,968	576,728
其他固定收益类投资	262,412	456,283	498,877	541,131	585,561
股票及基金	260,139	274,686	300,328	325,765	352,512
其他权益类投资	161,244	134,842	147,429	159,917	173,046
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	143,341	155,159	167,243
投资资产	2,453,283	2,591,652	2,833,580	3,073,584	3,325,939
非投资资产	243,668	305,939	325,682	321,632	359,588
总资产	2,696,951	2,897,591	3,159,263	3,395,217	3,685,527
保险合同负债	1,847,986	2,025,133	2,205,727	2,422,706	2,674,768
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	63,347	67,421	74,667
税项及其他负债	129,428	148,619	163,756	164,182	171,963
总负债	2,389,303	2,572,281	2,794,258	3,010,751	3,281,890
少数股东权益	4,027	4,377	4,911	5,173	5,431
归属于公司股东权益	303,621	320,933	360,094	379,293	398,207

資料來源：公司及招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
同比增长					
总收入	6.6%	19.0%	-4.4%	14.3%	11.9%
归属于公司股东的净利润	-44.9%	68.6%	-54.5%	63.3%	12.3%
保费收入	18.3%	18.9%	4.7%	12.1%	12.0%
首年保费收入	19.3%	5.9%	-25.0%	1.2%	5.8%
首年保费收入-个险渠道	55.9%	21.1%	-1.1%	5.5%	4.9%
首年保费收入-银保渠道	-1.5%	-6.0%	-52.9%	-8.3%	9.1%
首年标准保险费收入	45.2%	18.0%	-0.7%	7.8%	7.6%
代理人数目	52.7%	5.6%	3.0%	2.0%	1.0%
投资资产	7.2%	5.6%	9.3%	8.5%	8.2%
分渠道首年保费收入					
代理人渠道	44.8%	51.3%	67.6%	70.5%	69.9%
银保渠道	51.4%	45.7%	28.7%	26.0%	26.8%
团险及其他渠道	3.7%	3.1%	3.7%	3.5%	3.3%
偿付能力(偿二代下)					
核心偿付能力充足率	280.3%	277.6%	263.9%	255.8%	252.6%
综合偿付能力充足率	297.2%	277.7%	263.9%	255.8%	252.7%
新业务价值及内含价值					
新业务价值(百万人民币)	49,311	60,116	50,785	55,939	60,611
新业务价值同比增长率	56.4%	21.9%	-15.5%	10.1%	8.4%
首年标准保费下新业务价值率	43.2%	46.9%	48.4%	41.0%	41.9%
内含价值(百万人民币)	652,057	734,172	800,049	879,930	968,031
内含价值回报	18.6%	13.7%	10.6%	10.7%	11.0%
净投资收益率					
净投资收益率	4.6%	4.9%	4.4%	4.3%	4.3%
总投资收益率	4.6%	5.2%	2.8%	3.3%	3.4%
每股数据					
每股收益(人民币)	0.66	1.13	0.51	0.83	0.93
每股账面价值(人民币)	10.74	11.35	12.74	13.42	14.09
每股内含价值(人民币)	23.07	25.97	28.31	31.13	34.25
每股股利(人民币)	0.24	0.40	0.18	0.30	0.33

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并無直接或間接關係。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

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，并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獨立評估投資和策略，并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责任。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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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。