

中国人寿(2628 HK)

聚焦价值，坚定改革

- ❖ **聚焦价值创造，坚定推进改革。**中国人寿于2月22日举办了投资者日活动，并介绍了其重振国寿的改革计划。聚焦价值、聚焦大个险是改革的核心，并已成为高管考核的重要组成部分。改革计划还包括市场化的资源配置和人才管理激励机制。然而，知易行难，大象起舞需要坚定的执行力持续推动，我们期待国寿带给投资者更多惊喜。
- ❖ **1M19 保费收入增速亮眼。**2019年1月，公司保费收入同比增长24.4%，增速高于主要上市同业（平安人寿+5.2%，太保人寿+2.9%，新华+6.9%，太平人寿+9.6%）。除了去年的低基数以外，我们认为该增长源于续期保费增长强劲和开门红销售好于预期。保障型产品的多样化将提升新业务价值率。我们预计公司今年一季度新业务价值将实现优于平均的、两位数的增长。
- ❖ **2018年归母净利润同比下跌：因公司采取严格的资产减值准备政策。**由于权益类投资收益大幅减少，公司于1月29日发布盈警。股市波动对公司产生如此大的影响，主要是由于1)从规模上衡量，公司的权益类投资风险敞口相对较大(>2,000亿元人民币)；2)公司大部分股票投资计为交易类证券，其损益计入当期损益表；3)公司采取严格的资产减值准备政策，当公允价值损失超过20%时即在当期损益表中予以确认。2019年，我们认为A股市场情绪复苏将对公司股价产生正面影响，利润增速或将转好。
- ❖ **改革和低基数效应推动股价上涨。目标价上调至24.07港元，维持买入评级。**今年管理层换届为公司注入了活力，转型方向更为坚定，步伐走得更快。由于去年的低基数，我们预计2019年公司新业务价值增速为10.9%，高于行业平均。我们上调目标价至24.07港元以反映这些积极变化。我们的目标价对应0.67x/0.61x 2019/20年预测内含价值。维持买入评级。公司股价自年初至今上涨27.4%（内险股平均上涨18.0%）。

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	536,200	601,326	673,445
总收入(百万人民币)	540,781	643,355	615,283	703,138	786,929
净利润(百万人民币)	19,127	32,253	14,690	23,996	26,948
每股收益(人民币)	0.66	1.13	0.51	0.83	0.93
每股收益变动(%)	-45.9%	71.2%	-55.0%	63.5%	12.4%
市盈率(x)	28.00	16.36	36.35	22.23	19.77
市账率(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%
内含价值收益率(%)	18.6%	13.7%	10.6%	10.7%	11.0%

资料来源：公司，招银国际预测

买入（维持）

目标价	HK\$24.07
(此前目标价)	HK\$21.69
潜在升幅	+13.5%
当前股价	HK\$21.20

丁文捷, PhD

电话：(852) 3900 0856/
(86) 755 2367 5597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)	788,992
3月平均流通量(百万港元)	796.05
52周内股价高/低(港元)	24.2/15.4
总股本(百万)	7,441.2

资料来源：彭博

股东结构

中国人寿(集团)	68.37%
流通股	31.63%

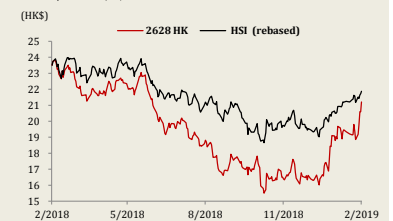
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	8.0%	2.6%
3-月	24.8%	13.3%
6-月	10.5%	7.1%

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

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	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

资料来源：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	1,299,561	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

资料来源：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%	-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

资料来源：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法律责任。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。

本公司或其附属关联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。