

## 中國人壽(2628 HK)

### 規模和價值齊頭並進

- ❖ **新業務價值增長超預期。**一季度，公司新業務價值同比增長 28.3%。由於(1) 一季度首年期交保費同比增長 9.1%，(2) 產品結構優化導致新業務價值率提升，(3) 去年同期基數較低。我們預計公司 2019 年的新業務價值增速將超越主要同業。我們將 2019 年預測新業務價值增速由 13.0% 上調至 14.1%，以反映一季度超預期的新業務價值增長。
- ❖ **投資收益大幅增長。**由於資本市場環境向好，一季度權益類投資的已實現投資收益和公允價值變動收益均顯著增加，拉動年化總投資收益率提升至 6.71%，同比增長 2.79 個百分點。淨投資收益率為 4.31%，同比溫和下跌 0.05 個百分點。由於投資收益大幅增長，公司淨利潤同比增長 92.6%，股東應占權益較 2018 年末亦增長 14.4%。
- ❖ **產品組合優化和代理人隊伍增長支持業務可持續增長。**具體而言，(1) 長險首年期交保費占比為 98.97%，同比提升 12.23 個百分點；(2) 保障型業務發展迅速；(3) 個險代理人數量達到 153.7 萬，比 2018 年末增長 6.8%；(4) 代理人隊伍更有生產力、更有能力銷售保障型產品。這些根本性的改善將繼續推動公司未來的價值增長。
- ❖ **目標價提升至 25.69 港元，維持買入評級。**由於強勁的新業務價值增長和投資收益增長（其市場價值調整影響內含價值變動），我們上調 2019 年的新業務價值和內含價值預測。相應地，上調目標價至 25.69 港元，相當於 0.71/0.65 倍 2019/2020 年預測每股內含價值。公司當前股價為 0.60 倍 2019 年預測每股內含價值。估值吸引，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 (百萬元人民幣)	511,966	535,826	592,426	657,124	725,412
總收入 (百萬元人民幣)	643,355	627,419	757,609	836,145	919,991
淨利潤 (百萬元人民幣)	32,253	11,395	34,071	39,984	43,932
每股收益 (人民幣)	1.13	0.39	1.18	1.39	1.53
每股收益變動 (%)	71.2%	-65.2%	199.9%	17.5%	10.0%
市盈率 (x)	16.65	47.83	15.95	13.57	12.33
市賬率 (x)	1.66	1.67	1.46	1.36	1.27
PEV (x)	0.72	0.67	0.60	0.55	0.50
股息率 (%)	2.1%	0.9%	2.5%	3.0%	3.3%
內含價值收益率 (%)	13.7%	9.9%	11.4%	11.2%	11.1%

資料來源：公司，招銀國際預測

### 買入 (維持)

目標價	HK\$25.69
(此前目標價)	HK\$24.07
潛在升幅	+17.3%
當前股價	HK\$21.90

#### 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)	892,308
3月平均流通量(百萬港元)	1,279.25
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%

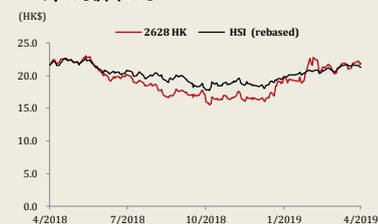
資料來源：彭博

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	6.1%	2.4%
3-月	10.3%	2.9%
6-月	26.9%	7.3%

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](http://www.e-chinalife.com)

**利潤表**

年結：12月31日（百万人民币）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>保费收入</b>	<b>511,966</b>	<b>535,826</b>	<b>592,426</b>	<b>657,124</b>	<b>725,412</b>
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	162,380	175,951	191,126
其他营业收入	7,493	8,098	8,953	9,931	10,963
<b>总收入</b>	<b>643,355</b>	<b>627,419</b>	<b>757,609</b>	<b>836,145</b>	<b>919,991</b>
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)	(36,543)	(39,597)	(43,012)
管理及行政费用	(112,837)	(113,046)	(132,258)	(146,802)	(161,304)
<b>保险业务支出及其他费用合计</b>	<b>(608,827)</b>	<b>(621,243)</b>	<b>(718,001)</b>	<b>(788,518)</b>	<b>(867,097)</b>
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	47,585	55,844	61,357
所得税	(8,919)	(1,985)	(11,896)	(13,961)	(15,339)
净利润	32,752	11,936	35,689	41,883	46,018
少数股东权益	(499)	(541)	(1,618)	(1,898)	(2,086)
<b>净利润</b>	<b>32,253</b>	<b>11,395</b>	<b>34,071</b>	<b>39,984</b>	<b>43,932</b>

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
<b>債券</b>	<b>1,188,606</b>	<b>1,309,831</b>	<b>1,435,526</b>	<b>1,557,174</b>	<b>1,693,537</b>
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	189,893	210,730	229,049
<b>总资产</b>	<b>2,897,591</b>	<b>3,254,403</b>	<b>3,591,777</b>	<b>3,900,892</b>	<b>4,242,362</b>
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
<b>总负债</b>	<b>2,572,281</b>	<b>2,931,113</b>	<b>3,221,974</b>	<b>3,504,340</b>	<b>3,817,453</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>4,377</b>	<b>4,919</b>	<b>5,627</b>	<b>6,034</b>	<b>6,465</b>
<b>归属于公司股东权益</b>	<b>320,933</b>	<b>318,371</b>	<b>364,177</b>	<b>390,518</b>	<b>418,444</b>

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
<b>同比增长</b>					
总收入	19.0%	-2.5%	20.8%	10.4%	10.0%
归属于公司股东的净利润	68.6%	-64.7%	199.0%	17.4%	9.9%
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%
首年标准保险费收入	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%	282.2%	282.2%	287.6%
综合偿付能力充足率	277.7%	250.6%	292.7%	291.8%	296.7%

**新业务价值及内含价值**

新业务价值(百万人民币)	60,116	49,511	56,497	61,536	65,768
新业务价值同比增长率	21.9%	-17.6%	14.1%	8.9%	6.9%
首年标准保费下新业务价值率	33.8%	30.5%	32.0%	32.5%	32.8%
内含价值(百万人民币)	734,172	795,052	880,658	964,971	1,055,753
内含价值回报	13.7%	9.9%	11.4%	11.2%	11.1%

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%	5.3%	5.3%	5.3%

**每股数据**

每股收益(人民币)	1.13	0.39	1.18	1.39	1.53
每股账面价值(人民币)	11.35	11.26	12.88	13.82	14.80
每股内含价值(人民币)	25.97	28.13	31.16	34.14	37.35
每股股利(人民币)	0.40	0.16	0.48	0.56	0.62

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。