

中国人寿(2628 HK)

规模和价值齐头并进

- ❖ **新业务价值增长超预期。**一季度，公司新业务价值同比增长 28.3%。由于（1）一季度首年期交保费同比增长 9.1%，（2）产品结构优化导致新业务价值率提升，（3）去年同期基数较低。我们预计公司 2019 年的新业务价值增速将超越主要同业。我们将 2019 年预测新业务价值增速由 13.0%上调至 14.1%，以反映一季度超预期的新业务价值增长。
- ❖ **投资收益大幅增长。**由于资本市场环境向好，一季度权益类投资的已实现投资收益和公允价值变动收益均显著增加，拉动年化总投资收益率提升至 6.71%，同比增长 2.79 个百分点。净投资收益率为 4.31%，同比温和下跌 0.05 个百分点。由于投资收益大幅增长，公司净利润同比增长 92.6%，股东应占权益较 2018 年末亦增长 14.4%。
- ❖ **产品组合优化和代理人队伍增长支持业务可持续增长。**具体而言，（1）长险首年期交保费占比为 98.97%，同比提升 12.23 个百分点；（2）保障型业务发展迅速；（3）个险代理人数量达到 153.7 万，比 2018 年末增长 6.8%；（4）代理人队伍更有生产力、更有能力销售保障型产品。这些根本性的改善将继续推动公司未来的价值增长。
- ❖ **目标价提升至 25.69 港元，维持买入评级。**由于强劲的新业务价值增长和投资收益增长（其市场价值调整影响内含价值变动），我们上调 2019 年的新业务价值和内含价值预测。相应地，上调目标价至 25.69 港元，相当于 0.71/0.65 倍 2019/2020 年预测每股内含价值。公司当前股价为 0.60 倍 2019 年预测每股内含价值。估值吸引，维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
保费收入 (百万人民币)	511,966	535,826	592,426	657,124	725,412
总收入 (百万人民币)	643,355	627,419	757,609	836,145	919,991
净利润 (百万人民币)	32,253	11,395	34,071	39,984	43,932
每股收益 (人民币)	1.13	0.39	1.18	1.39	1.53
每股收益变动 (%)	71.2%	-65.2%	199.9%	17.5%	10.0%
市盈率 (x)	16.65	47.83	15.95	13.57	12.33
市账率 (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%
内含价值收益率 (%)	13.7%	9.9%	11.4%	11.2%	11.1%

资料来源：公司，招银国际预测

买入 (维持)

目标价	HK\$25.69
(此前目标价)	HK\$24.07
潜在升幅	+17.3%
当前股价	HK\$21.90

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)	892,308
3月平均流通量(百万港元)	1,279.25
52周内股价高/低(港元)	23.4/15.4
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%

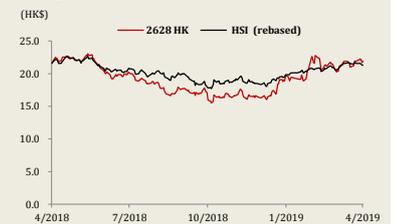
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	6.1%	2.4%
3-月	10.3%	2.9%
6-月	26.9%	7.3%

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）	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	162,380	175,951	191,126
其他营业收入	7,493	8,098	8,953	9,931	10,963
总收入	643,355	627,419	757,609	836,145	919,991
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)
保险业务支出及其他费用合计	(608,827)	(621,243)	(718,001)	(788,518)	(867,097)
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)
净利润	32,253	11,395	34,071	39,984	43,932

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）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
债券	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	189,893	210,730	229,049
总资产	2,897,591	3,254,403	3,591,777	3,900,892	4,242,362
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	5,627	6,034	6,465
归属于公司股东权益	320,933	318,371	364,177	390,518	418,444

资料来源：公司及招银国际预测

主要比率

年结：12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
同比增长					
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

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。