

中國人壽 (2628 HK)

新業務價值增速超预期

中國人壽發佈 2019 上半年業績。保費收入同比增長 4.9% 至 3,779.8 億元人民幣。淨利潤同比增長 128.9% 至 376 億元，與此前發佈的盈喜（淨利潤增長 115%~135%）一致。令人欣喜的是，壽險新業務價值同比大幅增長 22.7%，超預期的同時亦超越同業；內含價值較年初增長 11.5% 至 8,868 億元，主要由於超預期的新業務價值增長及期內優異的投資表現帶來正向的投資回報偏差。

- **淨利潤激增，主要由於令人滿意的投資表現和新的稅收優惠政策。**淨利潤大幅增長的主要原因是：1) 採用新的稅前扣除傭金和手續費政策後，上半年所得稅節省 51.5 億元，此部分為非經常性損益 2) 投資收益改善，特別是股權投資。進入利潤表的已實現收益及公允價值變動損益合計 169 億元（去年同期為虧損 119 億元）。上半年年化總投資收益率為 5.78%，同比提升 2 個百分點。
- **新業務價值強勁增長 22.7%。**根據我們的預測，公司新業務價值增長高於主要同業（此前公佈業績的平安壽險上半年新業務價值增速為 +4.7%）。代理人渠道和銀保渠道的新業務價值率分別提升 4.2 個百分點和 7.9 個百分點，這要歸功於業務結構的優化，長期險產品和保障型產品佔比提升。10 年期以上產品首年期交保費收入同比增長 68% 至 381 億元，佔首年期交保費的比例達到 45.8%。躉交保費收入同比下降近 90% 至不到 10 億元。期間，特定保障類產品佔首年期交業務的比例同比提升 5 個百分點。
- **代理人隊伍迅速發展，姿態良好。**個人代理人數較年初增長 9.3% 至 157.3 萬人。代理人渠道的首年期交保費收入同比增長 5.0%。銀行保險銷售人員達到 24.1 萬人，保險規劃師月均長險舉績人力同比增長 43.4%。公司大力推進個險和銀保渠道代理人隊伍的整合，將為未來的業務增長打下堅實基礎。
- **風險因素。**1) 代理人增速低於預期；2) 資本市場波動影響股權投資業績。
- **目標價提升至 27.88 港元；估值吸引。**由於強勁的新業務價值增長和投資表現，我們將 2019 年預測新業務價值和內含價值分別提升 2.0%/1.3%。目標價提升至 27.88 港元。公司 H 股股價相當於 0.56 倍 2019 年預測每股內含價值，略低於同業平均，並處於歷史平均一個標準差之下。估值吸引。

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	568,674	611,612	654,852
保費收入變動 (%)	18.9	4.7	6.1	7.6	7.1
總收入 (百萬人民幣)	643,355	627,419	725,362	779,757	834,172
淨利潤 (百萬人民幣)	32,253	11,395	46,114	55,119	60,285
每股收益 (人民幣)	1.13	0.39	1.60	1.91	2.10
每股收益變動 (%)	71.2	-65.2	306.2	19.8	9.5
市賬率 (x)	1.54	1.56	1.32	1.20	1.10
P/EV (x)	0.67	0.62	0.56	0.50	0.46
股息率 (%)	2.3	0.9	3.7	4.4	4.8
內含價值收益率 (%)	13.7	9.9	12.8	12.2	11.9

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$27.88
(此前目標價)	HK\$25.69)
潛在升幅	+53.7%
當前股價	HK\$18.14

中國保險行業

丁文捷, PhD

(852) 3900 0856
dingwenjie@cmbi.com.hk

徐涵博

(852) 3761 8725
xuhanbo@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	801,073
3 月平均流通量 (百萬港元)	608
52 周內股價高/低 (港元)	23.35/15.44
總股本 (百萬)	7,441 (H)
	1,500 (A)

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：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-11.8%	-3.4%
3-月	-0.1%	5.2%
6-月	-11.2%	-3.2%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：安永

近期報告

1. “重振國壽 進展順利” – 2019 年 7 月 4 日
2. “規模和價值齊頭並進” – 2019 年 4 月 29 日
3. “2019 新業務價值復蘇可期” – 2019 年 3 月 29 日

敬請參閱尾頁之免責聲明

招銀國際研究報告之彭博搜索代碼: CMBR

完整版英文報告請參考招銀國際 8 月 23 日發佈的“NBV growth Beat” – China Life (2628 HK)

財務分析

利潤表

年結 12 月 31 日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
保費收入	511,966	535,826	568,674	611,612	654,852
已實現淨保費收入	506,910	532,023	563,213	605,581	648,450
投資收益	128,952	87,298	153,555	164,933	175,826
其他營業收入	7,493	8,098	8,594	9,243	9,897
總收入	643,355	627,419	725,362	779,757	834,172
保險給付和賠付	(466,043)	(479,219)	(517,144)	(548,797)	(585,415)
保戶紅利支出	(21,871)	(19,646)	(23,033)	(24,740)	(26,374)
其他支出	(120,913)	(122,378)	(143,265)	(148,641)	(158,981)
保險業務支出及其他費用合計	(608,827)	(621,243)	(683,442)	(722,178)	(770,770)
聯營企業和合營企業收益淨額	7,143	7,745	9,294	9,759	10,247
稅前利潤	41,671	13,921	51,215	67,338	73,648
所得稅	(8,919)	(1,985)	(2,911)	(9,602)	(10,502)
減：少數股東權益	499	541	2,189	2,617	2,862
淨利潤	32,253	11,395	46,114	55,119	60,285

主要比率

年結 12 月 31 日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
增長率 (%)					
保費收入	18.9	4.7	6.1	7.6	7.1
總收入	19.0	(2.5)	15.6	7.5	7.0
淨利潤	68.6	(64.7)	304.7	19.5	9.4
內含價值	12.6	8.3	12.2	10.1	9.6
淨投資收益率	4.9	4.6	4.4	4.4	4.4
總投資收益率	5.2	3.3	5.0	5.0	5.0
投資資產	12.2	12.7	9.7	6.6	6.6
承保表現 (%)					
首年期交保費增速	20.4	(7.7)	4.5	8.4	6.4
個險渠道首年期交保費增速	21.1	(12.2)	7.0	7.0	5.0
個險渠道首年期交保費佔比	79.8	75.9	77.7	76.7	75.7
續期保費增速	28.9	26.6	7.9	7.7	7.8
續期保費佔比	56.3	68.1	69.2	69.3	69.8
新業務價值增速	21.9	(17.6)	16.4	6.9	4.9
個險渠道新業務價值率	47.3	42.2	46.0	45.5	45.0
銀保渠道新業務價值率	23.2	24.3	30.0	30.0	30.0

資產負債表

年結 12 月 31 日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
投資資產	2,753,124	3,104,014	3,405,083	3,630,829	3,869,485
其他資產	144,467	150,389	177,719	235,554	296,756
總資產	2,897,591	3,254,403	3,582,802	3,866,383	4,166,241
保險合同負債	2,025,133	2,216,031	2,424,968	2,637,199	2,851,758
其他負債	547,148	715,082	775,971	810,281	856,971
總負債	2,572,281	2,931,113	3,200,938	3,447,480	3,708,729
歸屬於公司股東權益	320,933	318,371	376,054	412,529	450,551
少數股東權益	4,377	4,919	5,810	6,374	6,961
總權益	325,310	323,290	381,864	418,903	457,513

回報率 (%)					
內含價值收益率	13.7	9.9	12.8	12.2	11.9
權益收益率	10.3	3.6	13.3	14.0	14.0
償付能力 (%)					
核心償付能力充足率	277.6	250.6	265.8	266.6	271.8
綜合償付能力充足率	277.7	250.6	276.2	276.3	280.8
每股數據 (人民幣)					
每股收益	1.13	0.39	1.60	1.91	2.10
每股股息	0.40	0.16	0.65	0.77	0.85
每股內涵價值	25.97	28.13	31.55	34.73	38.07
每股淨資產	11.35	11.26	13.30	14.60	15.94

資料來源：公司及招銀國際證券預測

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。

招銀國際證券投資評級

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

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

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，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投資銀行相關業務聯繫。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。