

中國人壽 (2628 HK)

重振國壽 進展順利

概要。在我們上周調研期間，中國人壽展示了公司“重振國壽”改革下兩項重點工作之措施細節及最近成果，包括調整銷售隊伍及改善投資收益率。保費增長大致符合預期，新業務價值前景展望正面。我們對公司業務復蘇感到樂觀，維持買入評級，目標價不變。

- **新業務價值及保費前景正面。**1) 新單保費方面，雖然總保費增長在3月份和4月份出現下滑（同比分別下降6.3%和30.8%），主要歸因於去年的高基數和續期保費下降，但公司表示，五月份的首年保費收入增長已恢復雙位數增長。2) 價值率方面，由於長險和保障型產品的占比較持續提升，新業務價值率有望持續改善。公司在今年一季度錄得新業務價值增長28.3%，我們預測新業務價值全年將增長14.1%。
- **銷售隊伍改革——2019下半年整合銀保渠道銷售隊伍。**公司是主要同業中唯一一家在2019年一季度錄得銷售人力規模增長的壽險公司。截至2019年一季度末，個險渠道隊伍規模為153.7萬人，總人力達到189萬人（2018年年末分別為144萬人/178萬人）。公司計劃在2019年下半年整合其銀保渠道銷售隊伍，因目前約90%的銀保人力與個險渠道代理人銷售的產品比較類似。此外，公司亦將繼續推進差异化銷售以滿足客戶需求，加強在一二線城市的市場地位，同時鞏固在低線城市的領先地位，并改善員工激勵方案。
- **提升股權投資表現。**公司致力改善股權投資的短板，因過去股票投資的收益表現曾導致淨利潤大幅波動。措施包括：1) 推行市場化招聘及評估系統；2) 嚴格監督第三方委托賬戶，暫停問題賬戶；3) 增加長期股權投資比例。
- **維持目標價25.69港元。**公司當前股價相當於2019年預測內含價值的0.56倍（同業平均為0.57倍）。當前估值在歷史平均值減去一個標準差，十分吸引。我們的目標價對應2019/20年預測每股內含價值的0.71倍/0.65倍。考慮到公司“重振國壽”藍圖明確、步伐堅定，我們建議投資者繼續買入并期待公司今年業績反彈和後續發展。

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	585,110	643,924	705,432
保費收入變動(%)	18.9	4.7	9.2	10.1	9.6
總收入(百萬人民幣)	643,355	627,419	750,211	822,316	898,645
淨利潤(百萬人民幣)	32,253	11,395	34,700	40,884	45,026
每股收益(人民幣)	1.13	0.39	1.20	1.42	1.56
每股收益變動(%)	71.2	-65.2	205.5	18.0	10.3
市賬率(x)	1.54	1.56	1.36	1.26	1.18
P/EV(x)	0.67	0.62	0.56	0.51	0.47
股息率(%)	2.3	0.9	2.8	3.3	3.6
內含價值收益率(%)	13.7	9.9	11.4	11.2	11.1

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入(維持)

目標價	HK\$25.69
(此前目標價)	HK\$25.69)
潛在升幅	+29.0%
當前股價	HK\$19.90

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)	833,313
3月平均流通量(百萬港元)	877.20
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	9.9%	2.4%
3-月	-6.8%	-4.3%
6-月	23.5%	7.4%

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. “規模和價值齊頭並進” - 2019年4月29日
2. “2019新業務價值復蘇可期” - 2019年3月29日
3. “聚焦價值，堅定改革” - 2019年2月25日

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	: 招銀國際并未給予投資評級

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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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。