

中国人寿 (2628 HK)

新业务价值增速超预期

中国人寿发布 2019 上半年业绩。保费收入同比增长 4.9% 至 3,779.8 亿元人民币。净利润同比增长 128.9% 至 376 亿元，与此前发布的盈喜（净利润增长 115%-135%）一致。令人欣喜的是，寿险新业务价值同比大幅增长 22.7%，超预期的同时亦超越同业；内含价值较年初增长 11.5% 至 8,868 亿元，主要由于超预期的新业务价值增长及期内优异的投资表现带来正向的投资回报偏差。

- **净利润激增，主要由于令人满意的投资表现和新的税收优惠政策。** 净利润大幅增长的主要原因是：1) 采用新的税前扣除佣金和手续费政策后，上半年所得税节省 51.5 亿元，此部分为非经常性损益 2) 投资收益改善，特别是股权投资。进入利润表的已实现收益及公允价值变动损益合计 169 亿元（去年同期为亏损 119 亿元）。上半年年化总投资收益率为 5.78%，同比提升 2 个百分点。
- **新业务价值强劲增长 22.7%。** 根据我们的预测，公司新业务价值增长高于主要同业（此前公布业绩的平安寿险上半年新业务价值增速为 +4.7%）。代理人渠道和银保渠道的新业务价值率分别提升 4.2 个百分点和 7.9 个百分点，这要归功于业务结构的优化，长期险产品和保障型产品占比提升。10 年期以上产品首年期交保费收入同比增长 68% 至 381 亿元，占首年期交保费的比例达到 45.8%。趸交保费收入同比下降近 90% 至不到 10 亿元。期间，特定保障类产品占首年期交业务的比例同比提升 5 个百分点。
- **代理人队伍迅速发展，姿态良好。** 个人代理人较年初增长 9.3% 至 157.3 万人。代理人渠道的首年期交保费收入同比增长 5.0%。银行保险销售人员达到 24.1 万人，保险规划师月均长险业绩人力同比增长 43.4%。公司大力推进个险和银保渠道代理人队伍的整合，将为未来的业务增长打下坚实基础。
- **风险因素。** 1) 代理人增速低于预期；2) 资本市场波动影响股权投资业绩。
- **目标价提升至 27.88 港元；估值吸引。** 由于强劲的新业务价值增长和投资表现，我们将 2019 年预测新业务价值和内含价值分别提升 2.0%/1.3%。目标价提升至 27.88 港元。公司 H 股股价相当于 0.56 倍 2019 年预测每股内含价值，略低于同业平均，并处于历史平均一个标准差之下。估值吸引。

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	568,674	611,612	654,852
保费收入变动 (%)	18.9	4.7	6.1	7.6	7.1
总收入 (百万人民币)	643,355	627,419	725,362	779,757	834,172
净利润 (百万人民币)	32,253	11,395	46,114	55,119	60,285
每股收益 (人民币)	1.13	0.39	1.60	1.91	2.10
每股收益变动 (%)	71.2	-65.2	306.2	19.8	9.5
市盈率 (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
内含价值收益率 (%)	13.7	9.9	12.8	12.2	11.9

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$27.88
(此前目标价)	HK\$25.69
潜在升幅	+53.7%
当前股价	HK\$18.14

中国保险行业

丁文捷, PhD

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

徐涵博

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

公司数据

市值(百万港元)	801,073
3 月平均流通量 (百万港元)	608
52 周内股价高/低 (港元)	23.35/15.44
总股本 (百万)	7,441 (H)
	1,500 (A)

资料来源：彭博

股东结构

中国人寿(集团)	68.37%
流通股	31.63%

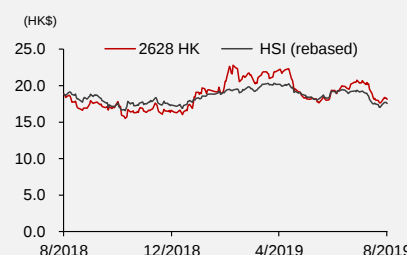
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-11.8%	-3.4%
3-月	-0.1%	5.2%
6-月	-11.2%	-3.2%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：安永

近期报告

1. “重振国寿 进展顺利” - 2019 年 7 月 4 日
2. “规模和价值齐头并进” - 2019 年 4 月 29 日
3. “2019 新业务价值复苏可期” - 2019 年 3 月 29 日

财务分析

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	568,674	611,612	654,852
已实现净保费收入	506,910	532,023	563,213	605,581	648,450
投资收益	128,952	87,298	153,555	164,933	175,826
其他营业收入	7,493	8,098	8,594	9,243	9,897
总收入	643,355	627,419	725,362	779,757	834,172
保险给付和赔付	(466,043)	(479,219)	(517,144)	(548,797)	(585,415)
保户红利支出	(21,871)	(19,646)	(23,033)	(24,740)	(26,374)
其他支出	(120,913)	(122,378)	(143,265)	(148,641)	(158,981)
保险业务支出及其他费用合计	(608,827)	(621,243)	(683,442)	(722,178)	(770,770)
联营企业和合营企业收益净额	7,143	7,745	9,294	9,759	10,247
税前利润	41,671	13,921	51,215	67,338	73,648
所得税	(8,919)	(1,985)	(2,911)	(9,602)	(10,502)
减：少数股东权益	499	541	2,189	2,617	2,862
净利润	32,253	11,395	46,114	55,119	60,285

主要比率

年结 12 月 31 日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
增长率 (%)					
保费收入	18.9	4.7	6.1	7.6	7.1
总收入	19.0	(2.5)	15.6	7.5	7.0
净利润	68.6	(64.7)	304.7	19.5	9.4
内含价值	12.6	8.3	12.2	10.1	9.6
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	5.0	5.0	5.0
投资资产	12.2	12.7	9.7	6.6	6.6
承保表现 (%)					
首年期交保费增速	20.4	(7.7)	4.5	8.4	6.4
个险渠道首年期交保费增速	21.1	(12.2)	7.0	7.0	5.0
个险渠道首年期交保费占比	79.8	75.9	77.7	76.7	75.7
续期保费增速	28.9	26.6	7.9	7.7	7.8
续期保费占比	56.3	68.1	69.2	69.3	69.8
新业务价值增速	21.9	(17.6)	16.4	6.9	4.9
个险渠道新业务价值率	47.3	42.2	46.0	45.5	45.0
银保渠道新业务价值率	23.2	24.3	30.0	30.0	30.0

资产负债表

年结 12 月 31 日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
投资资产	2,753,124	3,104,014	3,405,083	3,630,829	3,869,485
其他资产	144,467	150,389	177,719	235,554	296,756
总资产	2,897,591	3,254,403	3,582,802	3,866,383	4,166,241
保险合同负债	2,025,133	2,216,031	2,424,968	2,637,199	2,851,758
其他负债	547,148	715,082	775,971	810,281	856,971
总负债	2,572,281	2,931,113	3,200,938	3,447,480	3,708,729
归属于公司股东权益	320,933	318,371	376,054	412,529	450,551
少数股东权益	4,377	4,919	5,810	6,374	6,961
总权益	325,310	323,290	381,864	418,903	457,513

回报率 (%)					
内含价值收益率	13.7	9.9	12.8	12.2	11.9
权益收益率	10.3	3.6	13.3	14.0	14.0
偿付能力 (%)					
核心偿付能力充足率	277.6	250.6	265.8	266.6	271.8
综合偿付能力充足率	277.7	250.6	276.2	276.3	280.8
每股数据 (人民币)					
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
每股内涵价值	25.97	28.13	31.55	34.73	38.07
每股净资产	11.35	11.26	13.30	14.60	15.94

资料来源：公司及招银国际证券预测

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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

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风险。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投资银行相关业务联系。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，请与我们联络。

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。