

收盤價: HK\$27.7

上升空間: +33.35%

目標價: HK\$36.94 →

保險行業

中國人壽 (2628.HK)

個險結構逐漸改善，內含價值增長超預期

落后

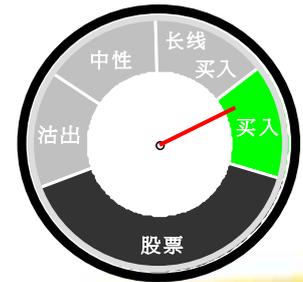
同步

领先

財務簡報

Y/E 31 Dec	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入 (百萬人民幣)	423,613	445,773	481,803	530,073	583,610
同比增長		5.23%	8.08%	10.02%	10.10%
淨利潤 (百萬人民幣)	24,765	32,514	46,285	58,483	69,505
同比增長		31.29%	42.35%	26.35%	18.85%
每股收益 (人民幣)	0.88	1.15	1.64	2.07	2.46
股利 (人民幣)	0.14	0.40	0.49	0.62	0.74
股息收益率	0.63%	1.81%	2.22%	2.80%	3.33%
市盈率	25.29	19.26	13.53	10.71	9.01

資料來源: 公司、交銀國際預測



- **淨利潤與淨資產增長符合預期。**中國人壽 2014 年全年實現淨利潤 322 億元 (其中準備金評估利率調整貢獻稅前利潤約 46 億元)，同比增長 30%，符合預期；如果按照綜合收益口徑計算，公司 2014 年利潤為 717 億元，是 2013 年同期的近 20.9 倍；公司 2014 年末歸屬母公司的淨資產 2841 億元，同比增長 29%，基本與我們之前預計的 2833 億元一致；

- **個險業務：經紀人隊伍增長喜人，業務結構有所改善。**2014 年公司個險管道取得了不錯的業績；在代理人團隊方面，公司代理人數目扭轉了前幾年持續下降的不利局面，代理人數量同比增長 13.8% 到 74.3 萬人；公司個險長險首年期繳同比增長 8.7%，十年期及以上的保單中期繳首年保費占比提升了 4.8 個百分點至 68.4%；個險管道新業務價值增長 10.7%，按照 FYP 計算的邊際由 52.5% 上升至 53.96%；

- **銀保業務結構有所優化，但邊際改善不明顯。**公司 2014 年銀保管道新單同比略微下滑 0.4%，主要是躉交新單保費同比下滑 5.4%，銀保管道期繳新單同比增長 41%，產品結構明顯優化；但是由於銷售產品的總體邊際下降，即便是期繳保費占比上升顯著，公司銀保管道的新業務價值依然同比下降 7.2%，按照 FYP 計算的新業務利潤率下降 10 個基點至 1.34%；

- **新業務價值增長總體符合預期，內含價值增長略預期。**公司總體新業務價值 232 億元，同比增長 9.16%，略微低於我們之前預計的 10.4%；按照 FYP 計算的整體新業務邊際同比上升 1.23 個百分點至 17.91% (主要是個險新單占比有所提升)；公司 2014 年內含價值為 4549 億元，同比增長 32.9%，略高於我們之前預計的 4461 億元，主要是資本市場表現影響超過了我們之前的估計；

- **投資收益大幅提升；**公司 2014 年全年總投資收益上升 50 個 bp 至 5.36%；我們估算的公司綜合投資收益率為 7.7%；公司年末的浮盈為 315 億元，占公司總投資資產的比例約為 1.4%；

- **維持買入的投資評級；**我們維持中國人壽的買入評級，主要基於：1) 我們看好港股保險股的估值修復，中國人壽目前港股對應 2015 年 P/EV 為 1.21X，新業務倍數為 3.9 倍，十分具有吸引力；2) 國壽前 2 月個險新單同比增長接近一倍，今年上半年新業務價值超預期可能性大；建議投資者果斷買入。

- ▶ 中國人壽公佈了 2014 年業績，其個險管道表現不錯，結構逐漸改善；由於投資收益佳，內含價值增長超預期

股份資料

52 周高位 (HK\$)	34.00
52 周低位 (HK\$)	19.72
市值 (HK\$m)	1,221,720
發行股數 (百萬)	7,441
日成交量 (百萬)	33.8
1 個月內變化 (%)	2.3
年初至今變化 (%)	8.9
50 天平均價 (HK\$)	31.6
200 天平均價 (HK\$)	25.4
14 天強弱指數	67

資料來源: 公司、Bloomberg

個股 1 年走勢圖



資料來源: 公司、Bloomberg

李文兵
liwenbing@bocomgroup.com

電話: (852) 2977 9389

圖表 1: 盈利預測調整

(RMB in mn)	舊預測				新預測			變化	
	13E	14E	15E	16E	15E	16E	17E	15E	16E
保險業務收入	420,724	437,898	490,814	540,399	478,300	526,198	579,323	-2.5%	-2.6%
已賺保費	324,813	330,105	362,306	400,817	350,234	387,421	428,694	-3.3%	-3.3%
投資收益	95,911	107,793	128,508	139,581	128,066	138,777	150,629	-0.3%	-0.6%
其他	2,889	7,875	3,623	4,008	3,502	3,874	4,287	-3.3%	-3.3%
總收入	423,613	445,773	494,437	544,407	481,803	530,073	583,610	-2.6%	-2.6%
退保	-64,863	-97,685	-72,461	-80,163	-70,047	-77,484	-85,739	-3.3%	-3.3%
賠付支出	-138,503	-109,044	-130,332	-140,188	-125,986	-135,499	-149,945	-3.3%	-3.3%
準備金計提淨額	-108,922	-108,565	-159,190	-176,116	-157,587	-166,573	-175,747	-1.0%	-5.4%
保護利益	-18,423	-24,866	-10,455	-11,356	-10,419	-11,290	-12,255	-0.3%	-0.6%
備金支出	-25,690	-27,147	-29,660	-32,814	-28,453	-31,475	-34,828	-4.1%	-4.1%
營業稅	-1,305	-1,924	-1,480	-1,638	-1,421	-1,571	-1,739	-4.0%	-4.0%
管理費用	-25,602	-26,212	-23,243	-25,714	-22,337	-24,709	-27,342	-3.9%	-3.9%
其他成本	-7,588	-8,925	-5,732	-6,340	-5,600	-6,194	-6,854	-2.3%	-2.3%
資產減值損失	-3,814	-1,152	-2,178	-2,366	-2,171	-2,352	-2,553	-0.3%	-0.6%
總成本	-394,710	-405,520	-434,732	-476,695	-424,021	-457,148	-497,001	-2.5%	-4.1%
稅前利潤	29,451	40,402	59,705	67,712	57,782	72,924	86,609	-3.2%	7.7%
所得稅	-4,443	-7,888	-11,599	-13,152	-11,299	-14,244	-16,906	-2.6%	8.3%
淨利潤	24,765	32,514	47,909	54,362	46,285	58,483	69,505	-3.4%	7.6%

資料來源：公司、交銀國際

交銀國際

 香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈十一樓

總機: +852 3710 3328

傳真: +852 3798 0133

www.bocomgroup.com

評級定義

公司評級

買入: 預期股價於 12 個月內上升超過 20%

長線買入: 預期股價於 12 個月以上時間上升超過 20%

中性: 預期股價波幅在±20%之間

沽出: 預期股價於 12 個月內下跌超過 20%

行業評級

領先: 預期行業指數於 12 個月內超過大市漲幅 10%以上

同步: 預期行業指數與大市漲幅的差幅在±10%之間

落後: 預期行業指數於 12 個月內落後大市漲幅 10%以上

研究團隊

研究部主管

@bocomgroup.com

@bocomgroup.com

鄭子豐 CFA, CPA, CA (852) 2977 9393 raymond.cheng

策略

洪灝 CFA (852) 2977 9384 hao.hong

銀行/網路新金融

楊青麗 (852) 2977 9212 yangqingli

李珊珊 CFA (86) 10 8800 9788 - 8058 lishanshan

萬麗 CFA (86) 10 8800 9788 - 8051 Wanli

非必需品消費

黃文熾 (852) 2977 9391 phoebe.wong

朱曉滌 (852) 2977 9205 anita.chu

必需品消費

王惟穎 (852) 2977 9221 summer.wang

吳效宇 (852) 2977 9386 shawn.wu

醫藥生物

劉一賀 (852) 2977 9387 milo.liu

保險及證券

李文兵 (852) 2977 9389 liwenbing

張兩璿 (852) 2977 9250 yufan.zhang

互聯網

馬原 PhD (86) 10 8800 9788 - 8039 yuan.ma

毅馨瑜 CPA (86) 10 8800 9788 - 8045 conniegu

有色金屬及礦業

李浩 (852) 2977 9243 jovi.li

宏觀經濟

李苗獻 (86) 10 8800 9788 - 8043 miaoxian.li

油氣/燃氣

吳菲 (852) 2977 9392 fei.wu

劉旭彤 (852) 2977 9390 xutong.liu

房地產

劉雅瀚 CFA, FRM (852) 2977 9235 alfred.lau

謝騏聰 CFA, FRM (852) 2977 9220 philip.tse

過璐璐 (852) 2977 9211 luella.guo

新能源

孫勝權 (86) 21 6065 3606 louis.sun

電訊/中小盤

李志武 (852) 2977 9209 lizhiwu

科技

謝劍英 (852) 2977 9216 miles.xie

交通運輸及工業

鄭碧海 CFA (852) 2977 9380 geoffrey.cheng

周雲飛 (852) 2977 9381 fay.zhou

汽車

姚煒 (86) 21 6065 3675 wei.yao

分析員披露

本研究報告之作者，茲作以下聲明：i)發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；及 ii)他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點並無直接或間接關係；iii)對於提及的證券或其發行者，他們並無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本研究報告之作者進一步確認：i)他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則的相關定義】並沒有於發表研究報告之30個日曆日前處置/買賣該等證券；ii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有於任何上述研究報告覆蓋之香港上市公司任職高級職員；iii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有持有有關上述研究報告覆蓋之證券之任何財務利益。

有關商務關係之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與交通銀行股份有限公司、哈爾濱銀行股份有限公司、Azure Orbit International Finance Limited、瀚華金控股份有限公司、中州證券股份有限公司、中國新城市商業發展有限公司、中國聖牧有機奶業有限公司、博大綠澤國際有限公司、中國國家文化產業集團有限公司、四川發展(控股)有限責任公司、奧星生命科技有限公司及北京汽車股份有限公司有投資銀行業務關係。

交銀國際控股有限公司現持有上海複星醫藥集團有限責任公司的股本證券逾1%。

交銀國際證券有限公司現持有三門峽天元鋁業股份有限公司的股本證券逾1%。

免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告(包括任何有關的附件)，表示並保證其根據下述的條件下有權獲得本報告，並且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，並且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製、複印或儲存，或者(ii)直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或雇員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告並非旨在包含投資者所需要的所有資訊，並可能受送遞延誤、阻礙或攔截等因數所影響。交銀國際證券不明示或暗示地保證或表示任何該等資料或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何協力廠商在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失(包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失)而負上任何責任。

本報告只為一般性提供資料之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而並非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為集團的任何成員作出提議、建議或徵求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。

交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的全資附屬公司。