

# 中国人寿 (2628 HK)

## 重振国寿 进展顺利

**概要。**在我们上周调研期间，中国人寿展示了公司“重振国寿”改革下两项重点工作之措施细节及最近成果，包括调整销售队伍及改善投资收益率。保费增长大致符合预期，新业务价值前景展望正面。我们对公司业务复苏感到乐观，维持买入评级，目标价不变。

- **新业务价值及保费前景正面。**1) 新单保费方面，虽然总保费增长在3月份和4月份出现下滑（同比分别下降6.3%和30.8%），主要归因于去年的高基数和续期保费下降，但公司表示，五月份的首年保费收入增长已恢复双位数增长。2) 价值率方面，由于长险和保障型产品的占比较持续提升，新业务价值率有望持续改善。公司在今年一季度录得新业务价值增长28.3%，我们预测新业务价值全年将增长14.1%。
- **销售队伍改革——2019下半年整合银保渠道销售队伍。**公司是主要同业中唯一一家在2019年一季度录得销售人力规模增长的寿险公司。截至2019年一季度末，个险渠道队伍规模为153.7万人，总人力达到189万人（2018年年末分别为144万人/178万人）。公司计划在2019年下半年整合其银保渠道销售队伍，因目前约90%的银保人力与个险渠道代理人销售的产品比较类似。此外，公司亦将继续推进差异化销售以满足客户需求，加强在一二线城市的市场地位，同时巩固在低线城市的领先地位，并改善员工激励方案。
- **提升股权投资表现。**公司致力改善股权投资的短板，因过去股票投资的收益表现曾导致净利润大幅波动。措施包括：1) 推行市场化招聘及评估系统；2) 严格监督第三方委托账户，暂停问题账户；3) 增加长期股权投资比例。
- **维持目标价25.69港元。**公司当前股价相当于2019年预测内含价值的0.56倍（同业平均为0.57倍）。当前估值在历史平均值减去一个标准差，十分吸引。我们的目标价对应2019/20年预测每股内含价值的0.71倍/0.65倍。考虑到公司“重振国寿”蓝图明确、步伐坚定，我们建议投资者继续买入并期待公司今年业绩反弹和后续发展。

### 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	585,110	643,924	705,432
保费收入变动(%)	18.9	4.7	9.2	10.1	9.6
总收入(百万人民币)	643,355	627,419	750,211	822,316	898,645
净利润(百万人民币)	32,253	11,395	34,700	40,884	45,026
每股收益(人民币)	1.13	0.39	1.20	1.42	1.56
每股收益变动(%)	71.2	-65.2	205.5	18.0	10.3
市盈率(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
内含价值收益率(%)	13.7	9.9	11.4	11.2	11.1

资料来源：公司及招银国际证券预测

### 买入 (维持)

目标价	HK\$25.69
(此前目标价)	HK\$25.69
潜在升幅	+29.0%
当前股价	HK\$19.90

### 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)	833,313
3月平均流通量(百万港元)	877.20
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	9.9%	2.4%
3-月	-6.8%	-4.3%
6-月	23.5%	7.4%

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. “规模和价值齐头并进” - 2019年4月29日
2. “2019新业务价值复苏可期” - 2019年3月29日
3. “聚焦价值，坚定改革” - 2019年2月25日

## 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个月的潜在涨幅在-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个人。