

眾安在綫 (6060 HK)

科技商機不敵承保端盈利壓力

- ❖ **上半年淨虧損 6.7 億元人民幣。**保費收入同比增長 106%至 51.5 億元。綜合成本率同比上升 5.3 個百分點至 124% (費用率下降 6.7 個百分點至 69.8%，但賠付率上升 1.4 個百分點)。公司承保虧損 8.7 億元。由于上市後投資資產較為充裕，淨投資收益 (利息和股息收入) 同比增長 67%至 4.07 億元。
- ❖ **消費金融、健康、汽車生態圈帶動保費收入增長。**消費金融、健康、汽車生態圈保費收入分別大幅增長 4.8/2.6/112 倍，達到 14.84/15.57/4.63 億元。兩個傳統生態圈保費收入受挫——生活消費生態圈保費收入同比下降 17%，主要由于公司減少了低質量的消費電子業務；由于在綫旅行社終止默認購買保險服務，航旅生態圈保費收入同比下降 3%。
- ❖ **儘管保費收入高速增長，但承保利潤率改善不及預期。**費用率同比下降 6.7 個百分點至 69.8%，主要由于保費收入結構優化——渠道費較低的生態圈 (如健康和消費金融) 貢獻了更多保費收入。然而，除消費金融外，各生態圈自身渠道費的改善并不明顯。賠付率同比上升 1.4 個百分點至 54.2%，但較 2017 財年改善了 5.3 個百分點。我們預計 2018-2020 財年，公司將繼續承保虧損。
- ❖ **保險科技新進展：H 系列健康醫療產品綫。**H 系列商保科技產品為商業健康險公司和醫療保健機構提供數據查詢、風險控制和場景保險解決方案。上半年，H 系列產品開拓卓有成效。截至 2018 年 6 月 30 日，公司已與全國 200 多家二甲及以上醫院建立合作，并已與 10 家機構簽訂服務合同，包括保險公司 (橫琴人壽、安盛太平等)、TPA 公司以及健康管理公司。
- ❖ **更改估值方法，并下調目標價至 43.67 港元。**此前，我們使用分部加總法估值并單獨評估公司的科技業務。然而到目前為止，眾安科技的財務數據和業務進展均未達預期。S/X/H/T/F 系列的規模擴張、簽約用戶增速亦不及預期，盈利前景并不十分樂觀，離盈虧平衡點尚有距離。公司與軟銀合作以期科技業務走向國際不失為正面催化劑，但我們選擇稍作觀望，等到有實際項目落地後，再考慮將其納入估值。目前，我們傾向于轉向傳統方法，將公司視為科技賦能的保險公司。我們的新目標價為 43.67 港元，對應 3.5 倍 2018 年預測市賬率，該倍數為保險公司和互聯網金融公司同業的加權平均數。維持持有評級。

財務資料

(年結：12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
總保費收入 (百萬元人民幣)	3,408	5,954	10,869	16,929	23,722
總收入 (百萬元人民幣)	3,413	5,118	9,041	14,628	21,107
淨利潤 (百萬元人民幣)	9	(996)	(1,235)	(678)	(12)
每股收益 (人民幣)	0.01	(0.77)	(0.84)	(0.46)	(0.01)
市賬率 (x)	5.99	2.51	3.11	3.26	3.28
權益收益率 (%)	0.1%	-8.3%	-7.5%	-4.4%	-0.1%
綜合成本率 (%)	104.7%	133.1%	125.6%	111.6%	107.7%

來源：公司，招銀國際預測

持有 (維持)

目標價	HK\$43.67
(此前目標價)	HK\$77.48)
潛在升幅	+14.9%
當前股價	HK\$38.00

丁文捷, PhD

電話：(852) 3900 0856

郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

徐涵博

電話：(852) 3761 8725

郵件：xuhanbo@cmbi.com.hk

中國金融科技行業

市值(百萬港元)	55,853
3月平均流通量(百萬港元)	76.5
52周內股價高/低(港元)	97.8/32.9
總股本(百萬)	1,469.8

資料來源：彭博

股東結構

螞蟻金服	13.54%
騰訊計算機系統	10.21%
平安保險	10.21%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-1.5%	2.5%
3-月	-24.7%	-16.2%
6-月	-44.0%	-36.7%

資料來源：彭博

12-月股價表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

公司網站：www.zhongan.com

圖 1：2018 上半年經營業績回顧

百万人民币	2018上半年	2017上半年	同比变动
总保费	5,148	2,492	106.6%
减：分出保费	(271)	(93)	190.3%
净承保保费	4,877	2,398	103.3%
减：提取未到期责任准备金	(1,257)	(438)	187.3%
已赚保费	3,620	1,961	84.6%
投资收益净额	643	287	124.4%
利息及股息收入	407	243	67.4%
已实现收益净额	235	43	445.2%
公允价值变动损益净额	(287)	(32)	805.4%
其他收入	91	77	18.6%
收入合计	4,067	2,292	77.4%
已产生赔款净额	(1,961)	(1,035)	89.5%
手续费及佣金	(526)	(269)	95.8%
汇兑亏损	(1)	(0)	2197.4%
财务费用	(16)	(2)	932.2%
业务及管理费	(2,022)	(1,250)	61.7%
其他开支	(219)	(44)	397.6%
开支总额	(4,744)	(2,599)	82.5%
采用权益法列账之应占联营公司溢利净额	7	0	-
除所得税前亏损	(670)	(307)	118.5%
所得税	4	20	-82.5%
期内净亏损	(667)	(287)	132.5%
归属于：			
非控股权益	(11)	0	
母公司股东	(656)	(287)	128.7%

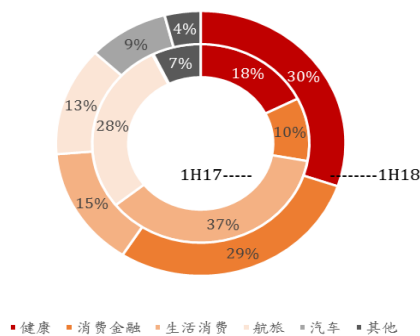
來源：公司，招銀國際

圖 2：保費收入增長由健康、消費金融及汽車生態圈驅動

生态	2018上半年		2017上半年		同比变动
	百万人民币	占比	百万人民币	占比	
健康	1,557	30.2%	438	17.6%	255.9%
消费金融	1,484	28.8%	256	10.3%	478.8%
生活消费	753	14.6%	909	36.5%	-17.2%
航旅	684	13.3%	706	28.3%	-3.1%
汽车	463	9.0%	4	0.2%	11178%
其他	207	4.0%	179	7.2%	15.5%
总保费	5,148	100.0%	2,492	100.0%	107%

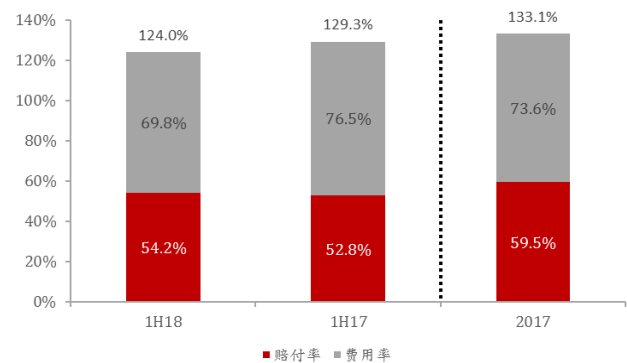
來源：公司，招銀國際

圖 3：保費收入按生態



來源：公司，招銀國際

圖 4：2018 上半年綜合成本率為 124%



來源：公司，招銀國際

利潤表

年結：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
总保费	3,408	5,954	10,869	16,929	23,722
分出保费及提取未到期责任准备金	(183)	(1,340)	(2,958)	(3,873)	(5,082)
已赚保费	3,225	4,614	7,911	13,056	18,640
投资收益	140	838	970	1,155	1,426
保险业务收入	3,366	5,452	8,881	14,212	20,067
其他业务收入	47	131	160	416	1,040
收入合计	3,413	5,583	9,041	14,628	21,107
已产生赔款净额	(1,355)	(2,746)	(4,268)	(6,233)	(8,483)
手续费及佣金	(287)	(603)	(1,163)	(1,958)	(2,796)
汇兑（亏损）/收益	0	(139)	0	0	0
财务费用	(0)	(4)	(31)	(31)	(31)
业务及管理费	(1,754)	(2,886)	(4,503)	(6,378)	(8,804)
其他开支	(3)	(205)	(318)	(709)	(1,008)
开支总额	(3,400)	(6,583)	(10,283)	(15,310)	(21,122)
除所得税前利润	13	(1,002)	(1,243)	(682)	(16)
所得税开支	(4)	6	7	4	4
净利润	9	(996)	(1,235)	(678)	(12)

来源：公司，招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
投资资产	8,681	19,695	22,413	25,685	30,030
非投资资产	651	1,454	3,490	3,839	4,223
资产总额	9,332	21,149	25,903	29,524	34,252
保险合同负债	797	2,430	5,180	8,578	12,883
金融负债	856	153	1,626	1,623	1,621
其他负债	820	1,295	3,261	4,232	4,744
负债总额	2,473	3,879	10,067	14,433	19,249
净资产	6,859	17,271	15,836	15,090	15,004
非控股權益	0	144	174	166	165
权益总额	6,859	17,127	15,662	14,924	14,838

来源：公司，招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
总保费按生态系统划分					
生活消费	47.5%	30.0%	14.8%	9.7%	7.1%
航旅	31.7%	24.1%	13.3%	8.7%	6.4%
消费金融	9.3%	17.4%	25.7%	29.7%	31.8%
健康	6.9%	20.2%	31.0%	35.8%	38.4%
车险	0.1%	1.3%	9.4%	10.9%	11.7%
其他	4.4%	7.0%	5.7%	5.1%	4.8%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
同比变动					
总保费	49.3%	74.7%	82.5%	55.8%	40.1%
-生活消费	1.5%	10.3%	-10.0%	2.0%	2.0%
-航旅	235.8%	32.8%	1.0%	2.0%	2.0%
-消费金融	4.9%	225.0%	170.0%	80.0%	50.0%
-健康	1127.2%	410.4%	180.0%	80.0%	50.0%
-车险	628.8%	2018.7%	1200.0%	80.0%	50.0%
-其他	255.0%	179.2%	50.0%	40.0%	30.0%
已赚保费	67.9%	43.1%	71.4%	65.0%	42.8%
投资收益	-75.0%	496.4%	15.8%	19.1%	23.4%
消费金融服务收入	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
保险业务收入	35.6%	62.0%	62.9%	60.0%	41.2%
总收入	36.0%	63.6%	61.9%	61.8%	44.3%
除所得税前利润	-78.2%	N/A	N/A	-45.1%	-97.7%
净利润	-78.8%	N/A	N/A	-45.1%	-98.2%
承保利润					
综合成本率	104.7%	135.1%	125.6%	111.6%	107.7%
赔付率	42.0%	59.5%	54.0%	47.7%	45.5%
费用率	62.7%	75.6%	71.6%	63.9%	62.2%
投资收益率					
净投资收益率	3.6%	3.8%	4.7%	4.4%	4.5%
总投资收益率	1.8%	7.7%	4.7%	5.0%	5.3%
利润率					
承保利润率	-5.3%	-35.1%	-30.0%	-17.3%	-13.3%
保险业务利润率	-1.0%	-20.7%	-15.8%	-7.7%	-5.3%
科技业务利润率	N/A	-250.0%	-150.0%	-50.0%	20.0%
净利润率	0.3%	-17.8%	-13.7%	-4.6%	-0.1%
收益率					
权益收益率	0.1%	-8.3%	-7.5%	-4.4%	-0.1%
资产收益率	0.1%	-6.5%	-5.3%	-2.4%	0.0%
偿付能力充足率					
核心偿付能力充足率	722.5%	1178.3%	1026.2%	842.9%	774.9%
综合偿付能力充足率	722.5%	1178.3%	1026.2%	842.9%	774.9%
每股数据					
每股收益（人民币）	0.01	(0.77)	(0.84)	(0.46)	(0.01)
每股账面价值（人民币）	5.53	13.22	10.66	10.15	10.10
每股股利（人民币）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：公司，招銀國際預測

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）發表于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并無直接或間接關係。

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。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價于未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來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，并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，并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。

本報告基于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并不時自行及/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，任何機構或個人于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。

注釋：招銀國際證券（或相關實體）在過去12個月之內為衆安在綫（6060 HK）提供過上市服務，煩請知悉。