

中國平安(2318 HK)

投資者日要點

- ❖ 我們參加了平安 2018 年核心金融主題投資者開放日。開放日上，集團詳細介紹了以營運利潤為核心的價值框架，以及其核心金融業務戰略及取得的成果。
- ❖ **通過營運利潤瞭解集團價值。**平安於 2017 年開始公布營運利潤。營運利潤為會計淨利潤剔除短期投資波動、折現率變動影響、以及一次性重大項目。其中，前兩項是對集團壽險和健康險業務的調整，一次性重大項目主要與其科技業務有關。營運利潤被認為是評估平安壽險業務和集團整體價值的更好的衡量標準。營運利潤的穩步增長為派息增長提供支持。
- ❖ **壽險業務內含價值營運回報增長顯著。**過去五年，平安內含價值營運回報平均增長 24.7%，主要由於（1）新業務價值快速增長，（2）保守的假設和審慎的保險風險管理貢獻正面經驗偏差。我們相信上述兩者將繼續提升平安壽險業務價值。平安人壽的技術應用逐漸升級到 3.0 版本。在之前的 1.0 和 2.0 版本中，科技賦能平安人壽服務人力減少 70%，產能提升 32%。在更加雄心勃勃的 3.0 版本中，平安人壽目標節省 6.3 億元培訓成本、將績優人群規模擴大 20%、並促進銷售收入 28 億元人民幣。
- ❖ **淨投資收益策略和平安銀行轉型。**（1）為應對不斷升級的風險挑戰，平安致力於增加淨投資收益，對保險資金投資收益波動形成緩衝。2008 年至 2017 年，淨投資收益複合年增長率為 20.6%。2017 年，淨投資收益率為 6.5%，淨投資收益為人壽保險索賠的 160%。（2）利用集團資源，平安銀行零售轉型取得了進一步的成功——零售收入占比超過 50%。自 2018 年以來，收入增長和淨利息收入增長穩步增加，而淨息差在 2Q18 扭轉下滑趨勢。
- ❖ **公司估值。**集團當前股價相當於 1.25 倍 2018 上半年末集團內含價值。平安科技業務的核心部分，包括陸金所、平安好醫生、金融壹賬通、平安醫保科技和汽車之家，總計每股價值為 9.9 港元，相當於集團市值的 13.6%。剔除上述科技業務，集團 2018 上半年末每股內含價值相當於 1.17 倍，高於同業平均水平。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A
保費收入 (百萬人民幣)	386,012	469,555	605,035
銀行業務利息收入 (百萬人民幣)	134,635	131,075	147,386
投資收益 (百萬人民幣)	134,922	115,053	152,101
總收入 (百萬人民幣)	693,220	774,488	974,570
淨利潤 (百萬人民幣)	54,203	62,394	89,088
每股收益 (人民幣)	2.98	3.50	4.99
每股收益變動 (%)	20.6%	17.4%	42.6%
市盈率 (x)	21.76	18.53	13.00
市賬率 (x)	3.53	3.02	2.44
PEV (x)	2.14	1.81	1.40
股息率 (%)	0.8%	1.2%	2.3%
權益收益率 (%)	17.4%	17.4%	20.8%

資料來源：公司，招銀國際

未評級

當前股價 HK\$73.7

丁文捷, PhD

電話：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5591

郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

徐涵博

電話：(852) 3761 8725

郵件：xuhanbo@cmbi.com.hk

中國保險業

市值(百萬港元)	1,332,014
3 月平均流通量(百萬港元)	3,259
5 周內股價高/低(港元)	98.5/63.5
總股本(百萬)	18,280

資料來源：彭博

股東結構

蔚峰集團	8.02%
深圳市投資控股有限公司	5.27%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	2.0%	4.2%
3-月	3.9%	14.9%
6-月	-12.2%	4.8%

資料來源：彭博

12-月 股價表現

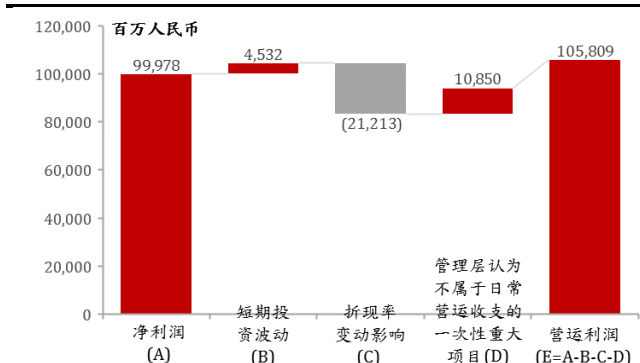


資料來源：彭博

審計師：普華永道

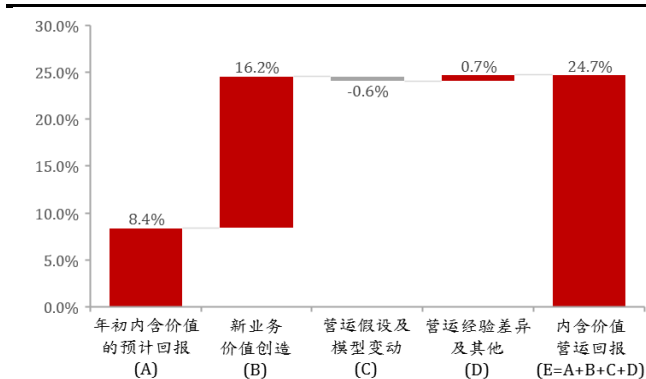
公司網站：www.pingan.cn

圖 1：營運利潤變動



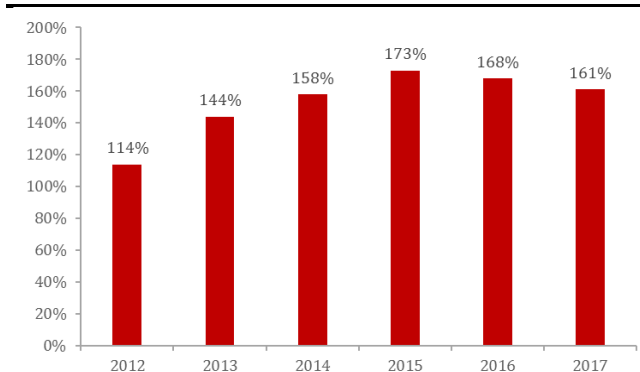
來源：公司，招銀國際

圖 3：內含價值營運回報變動



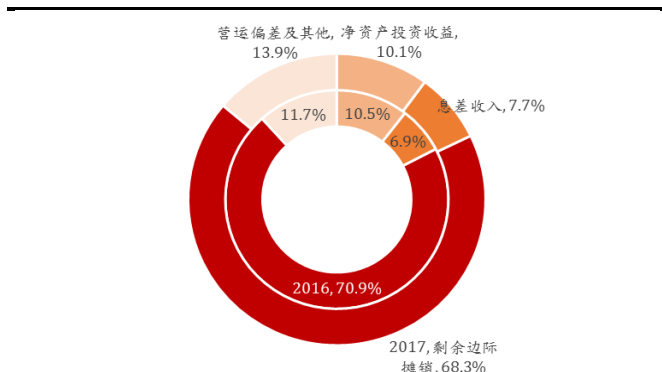
來源：公司，招銀國際

圖 5：淨投資收益穩定超越壽險業務賠付金



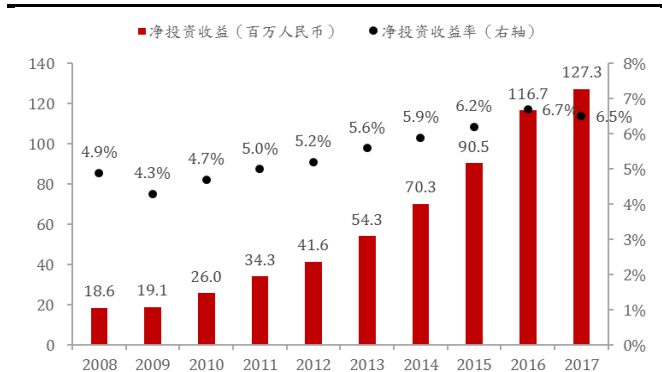
來源：公司，招銀國際

圖 2：2017 年，壽險及健康險業務營運利潤 68.3% 來源於剩餘邊際攤銷



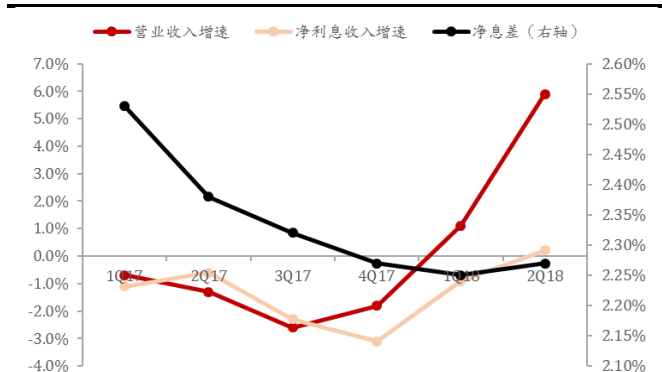
來源：公司，招銀國際

圖 4：淨投資收益及淨投資收益率



來源：公司，招銀國際

圖 6：平安銀行盈利能力企穩向好



來源：公司，招銀國際

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。而過去的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。接收本報告之行爲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。