

中國平安(2318 HK)

中期業績利潤及內含價值增長亮眼

- ❖ **上半年利潤及內含價值增長亮眼。**集團淨利潤同比增長33.8%至人民幣581億元。集團內含價值達到9,274億元人民幣，較2017年末增長12.4%。壽險和健康險業務上半年新業務價值同比增長0.2%。財險業務保持良好狀態，保費收入同比增長14.9%，綜合成本率優化0.3個百分點至95.8%。由於權益類投資股息收入減少、資本市場波動以及新會計準則實施導致公允價值損失增加，保險資金的投資業績同比下滑。
- ❖ **淨利潤增長主要由壽險、科技和其他資產管理業務推動。**壽險和健康險業務實現利潤338億元人民幣，同比增長43.3%。由於陸金所控股和汽車之家利潤增長以及其他科技業務虧損收窄，金融科技和健康科技業務利潤同比增長901%至人民幣42億元。其他資產管理業務利潤同比增長84.1%至65億元人民幣，其中主要貢獻來源於房地產、融資租賃和海外業務。
- ❖ **壽險新業務價值增速在二季度由負轉正；下半年展望正面。**上半年新業務價值與去年同期持平，為388億元人民幣，同比增長0.2%；其中，代理人渠道同比新業務價值下降1.5%。不過，二季度新業務價值同比增長9.9%，扭轉了一季度下滑7.5%的趨勢。代理人渠道新業務價值率為48.1%，同比上升6.5個百分點，這反映了產品組合的優化。我們認為，大多數投資者此前預計上半年壽險公司新業務價值增速將為零或為負。我們認為，平安將在下半年實現更強勁的新業務價值增長，主要得益於（1）二季度新業務價值進入正增長通道；（2）價值率提高和長期保障型業務份額提升；（3）下半年基數相對較低（2017年下半年新業務價值增速為8%，2017上半年為61%）。
- ❖ **公司估值。**公司當前股價相當於1.20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9.7港元，相當於集團市值的13.3%。剔除上述科技業務，公司2018上半年末每股內含價值相當於1.13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)	21.01	17.89	12.55
市賬率(x)	3.41	2.91	2.36
PEV(x)	2.06	1.75	1.35
股息率(%)	0.8%	1.2%	2.4%
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\$72.8

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)	1,299,010
3月平均流通量(百萬港元)	3,370
5周內股價高/低(港元)	98.5/58.7
總股本(百萬)	18,280

資料來源：彭博

股東結構

葡峰集團	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	-1.7%	0.0%
3-月	-9.6%	-0.1%
6-月	-17.3%	-8.0%

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

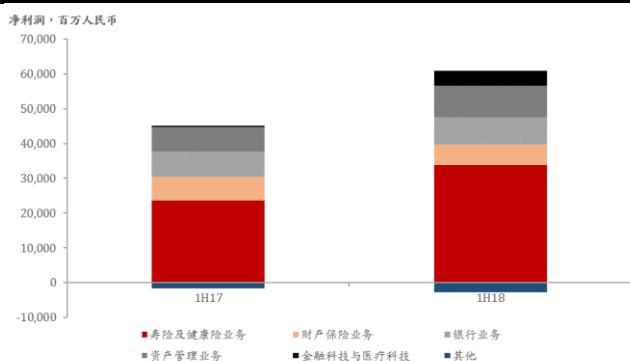
公司網站：www.pingan.cn

圖 1：2018 上半年經營業績回顧

百万人民币	截至2018年6	截至2017年6	同比 (YoY)/ 与上年末比 (YTD)
	月30日止6个 月/2018年 06月30日	月30日止6个 月/2017年 12月31日	
集团			
总资产	6,851,431	6,493,075	5.5% YTD
总负债	635,092	587,917	8.0% YTD
归属于母公司股东权益	516,052	473,351	9.0% YTD
集团内含价值	927,376	825,173	12.4% YTD
集团内含价值营运回报率 (非年化)	13.5%	15.4%	-1.9ppt YoY
投资资产	2,582,522	2,449,474	5.4% YTD
年化净投资收益	4.2%	5.0%	-0.8ppt YoY
年化总投资收益	4.0%	4.9%	-0.9ppt YoY
寿险及健康险业务			
寿险及健康险业务上半年新业务价值	38,757	38,670	0.2% YoY
新业务价值率	38.8%	35.5%	3.3ppt YoY
代理人渠道	44.3%	40.2%	4.1ppt YoY
银保渠道	16.5%	12.7%	3.8ppt YoY
寿险及健康险业务内含价值	572,336	496,381	15.3% YTD
个险代理人数量	1,398,827	1,325,477	5.5% YoY
保单续费率-13个月	94.3%	93.7%	0.6ppt YoY
保单续费率-25个月	90.9%	90.1%	0.8ppt YoY
财产保险业务			
综合成本率	95.8%	96.1%	-0.3ppt YoY
赔付率	87.4%	58.8%	-1.4ppt YoY
费用率	38.4%	37.3%	1.1ppt YoY
净资产收益率 (非年化)	8.3%	10.5%	-2.2ppt YoY
银行业务			
净资产收益率 (非年化)	6.1%	6.2%	-0.1ppt YoY
净利润	13,372	12,554	6.5% YoY
净资产	228,141	222,054	2.7% YTD
净息差 (年化)	2.26%	2.45%	-0.19ppt YoY
不良贷款率	1.68%	1.70%	-0.02ppt YTD
拨备覆盖率	175.81%	151.08%	24.73ppt YTD
资本充足率	11.59%	11.20%	0.39ppt YTD
信托业务			
净资产收益率 (非年化)	8.7%	11.5%	-2.8ppt YoY
净利润	1,694	2,262	-25.1% YoY
净资产	19,514	19,532	-0.1% YTD
信托资产管理规模	577,230	652,756	-11.6% YTD
证券业务			
净资产收益率 (非年化)	3.4%	4.6%	-1.2ppt YoY
净利润	956	1,187	-19.5% YoY
净资产	28,354	27,192	4.3% YTD
偿付能力			
寿险及健康险偿付能力充足率	228.0%	234.1%	-6.1ppt YTD
财产保险偿付能力充足率	216.1%	217.5%	-1.4ppt YTD
集团偿付能力充足率	217.3%	214.9%	2.4ppt YTD

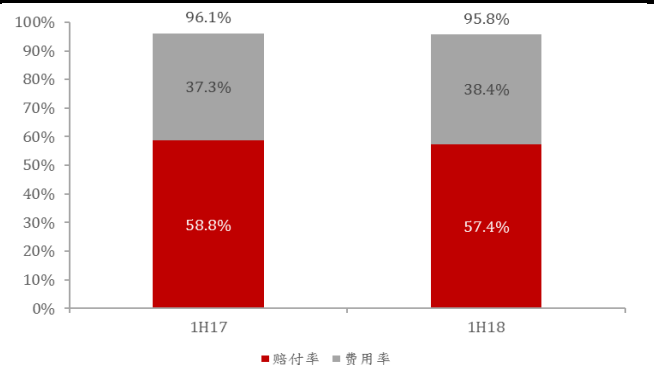
来源: 公司, 招銀國際

圖 2：各業務板塊淨利潤



来源: 公司, 招銀國際

圖 3：平安產險綜合成本率優化



来源: 公司, 招銀國際

圖 4：二季度新業務價值增速由負轉正

百万人民币	2018年	2017年	同比变化
一季度	19,897	21,503	-7.5%
二季度	18,860	17,167	9.9%
上半年	38,757	38,670	0.2%

來源：公司，招銀國際

圖 5：保費收入結構

	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	
个人业务	339,662	100%	275,717	100%	23.2%
代理人渠道	306,683	90%	250,031	91%	22.7%
新业务	81,190	24%	92,150	33%	-11.9%
其中：期繳保費	77,909	23%	87,002	32%	-10.5%
续期业务	225,493	66%	157,881	57%	42.8%
银保渠道	9,723	3%	9,805	4%	-0.8%
新业务	3,288	1%	5,991	2%	-45.1%
其中：期繳保費	2,625	1%	3,465	1%	-24.2%
续期业务	6,435	2%	3,814	1%	68.7%
电銷、互联网及其他	23,256	7%	15,881	6%	46.4%
新业务	9,980	3%	7,462	3%	33.7%
其中：期繳保費	6,228	2%	6,263	2%	-0.6%
续期业务	13,276	4%	8,419	3%	57.7%
团体业务	12,337	100%	11,399	100%	8.2%
新业务	12,304	100%	11,387	100%	8.1%
续期业务	33	0%	12	0%	175.0%
合计	351,999		287,116		22.6%

來源：公司，招銀國際

圖 6：新業務價值按渠道及產品

	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	
个人业务	38,644	99.7%	38,537	99.7%	0.3%
代理人渠道	34,649	89.4%	35,191	91.0%	-1.5%
长期保障型	25,994	67.1%	25,422	65.7%	2.3%
短交儲蓄型	5,850	15.1%	7,606	19.7%	-23.1%
长交儲蓄型	1,548	4.0%	1,047	2.7%	47.9%
短期險	1,257	3.2%	1,116	2.9%	12.6%
电銷、互联网及其他渠道	3,551	9.2%	2,873	7.4%	23.6%
银保渠道	445	1.1%	472	1.2%	-5.7%
团險业务	113	0.3%	133	0.3%	-15.0%
壽險及健康險业务合计	38,757		38,670		0.2%

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。