

交易机会

保险板块 - 众安在线及其他两个相关选择

分析员: 王志文, CFA (电话: (852) 3698 6317); cmwong@chinastock.com.hk

摘要:众安在线 (6060.HK) (众安) 现时股价较上市价高出49%, 市净率(集资后)为6.6倍。与国际金融科技股相比, 公司估值已不便宜, 虽然如此, 其有望在短期内维持现时的估值, 原因是: (i) 目前的流通市值只有113亿港元, 占总市值的8.8%, 这低水平是由于上市前股东和基石投资者设有禁售期; (ii) 公司有机会于今年11月或明年2月被纳入恒生综合指数, 然后再获纳入港股通投资范围。但是, 若以12个月为投资期, 我们对该股份抱持谨慎态度, 因为: (i) 上市前股东的禁售期将到期, 届时流通股数目将增加121%; (ii) 如果更多的金融科技股上市(如蚂蚁金服和陆金所), 那么众安在线由于独特性而存在的溢价或会收窄。我们认为, 对金融科技股抱持正面看法的保守投资者, 应重新留意中国平安(2318.HK), 而风险偏好型投资者或可密切留意百仕达控股(1168.HK)。

市净率高达6.6倍, 高于全球大部分金融科技股。众安现时股价较上市价高出49%, 市净率(集资后)为6.6倍(由于公司仍处于快速扩张阶段, 经营成本仍然较高, 因此今年没有盈利及市盈率)。如图1所示, 除了Square以外, 6.6倍的市净率高于世界上大多数上市的金融科技公司。

图1: 金融科技公司估值

股票代码	公司	股价(当地货币)	市值(百万美元)	2017年市盈率(倍)	2018年市盈率(倍)	市净率(倍)
8207 HK Equity	中新控股	1.06	3,005	47.00	37.21	3.92
PYPL US Equity	PayPal Holdings Inc	66.23	79,635	36.03	29.82	5.31
SQ US Equity	Square Inc	30.91	11,860	131.53	73.25	16.81
LC US Equity	LendingClub Corp	6.47	2,662	140.65	28.25	2.72
NETS DC Equity	Nets A/S	162.6	5,230	20.20	17.99	3.27
			平均	75.08	37.30	6.41
			平均(撇除Square)	60.97	28.32	3.81

来源: 彭博, 中国银河国际证券研究部

短期内股价受助于几个因素。虽然众安的估值已不便宜, 但短期内有望维持与现时相若的水平。首先, 若撇除软银所持的股份(其设有六个月禁售期), 众安的流通市值只有113亿港元, 相当于公司总市值的8.8%。由于这是香港首家上市的大型金融科技股, 公司的流通市值绝对值不大, 同时由于独特性, 其应享有溢价。此外, 由于公司H股市值接近400亿港元, 加上成交活跃, 该股有机会在2017年11月或2018年2月的季度检讨中被纳入恒生综合指数。然后, 公司亦有机会被纳入到港股通的交易范围, 并吸引内地投资者留意。若公司在2017年11月或2018年2月的MSCI季检中被纳入, 将成为另一个利好因素。

若以12个月为投资期, 则面对多项不确定性。若假设软银持股的时间较长, 公司或不会在禁售期结束后(六个月后)立即出售股份(4.99%的已发行股份)。那么最大的不确定性将来自上市前股东。对于首次公开发行股票前已发行的股份, 并没有正式的禁售期, 但根据中华人民共和国公司法, 上市前股东自发行人股票上市之日起一年内不得转让股份。目前, 众安的上市前股东持有公司2.406亿股H股, 这代表众安的流通市值在一年后将增加121%。特别是, 上市前股东的买入成本仅为每股24元人民币。另外还有一个因素或会影响众安在未来12个月的稀缺溢价—由于一些大型的金融科技公司(如蚂蚁金服和陆金所)可能会在2018年上市, 它们有机会吸引一些资金从众安流出。

交易机会

保险板块 - 众安在线及其他两个相关选择

市值相当于中国财险的62%。目前，众安是单纯从事财险业务的保险公司，市值达到1,279亿港元，相当于中国财险的62%。然而，众安今年上半年的净保费仅为中国财险的1.4%。因此，如果公司未能证明金融科技能加快其发展速度及提升盈利能力，公司估值在长远而言或面对下行风险。

图2: 众安在线和中国财险的17年中期业绩摘要

RMBm	众安在线 (6060. HK)	中国财险 (2328. HK)	众安在线占中国财险的比例
总保费	2,492	179,683	1.4%
净保费	1,961	144,167	1.4%
其他收入	332	8,722	3.8%
给付、赔款及费用合计	(2,599)	(137,601)	1.9%
收入净额 (亏损净额)	(287)	12,083	n.a.
总股本 (集资后)	16,304	127,693	12.8%
总市值 (百万港元)	127,865	206,709	61.9%

来源: 公司, 中国银河国际证券研究部

中国平安的金融科技发展潜力并未明显反映于股价上。对于看好金融科技发展的保守投资者，中国平安在中期而言较为吸引。如图3所示，以2018年市盈率、2017年市净率和股价/内含值比率计算，中国平安的估值仅略高于五年平均水平。公司的主要估值指标也仅略高于同业。我们留意到，对于中国平安的互联网金融业务，市场一般仅给予1-1.5倍的市净率估值（与其他非核心业务相若），主要是由于公司披露的相关信息不多。根据公司中期业绩，其互联网金融业务的账面值约209亿元人民币。如果我们给予该业务5倍市净率的估值，互联网金融业务的估值可能达到1,045亿元人民币，相当公司市值的10.7%。事实上，中国平安的互联网金融业务包括一些知名平台，包括陆金所、金融壹账通、平安好医生和万家医疗等等。若公司分拆这些业务，将有助于释放价值。此外，中国平安的互联网金融业务于17年上半年实现净利润4.20亿元人民币，与上年同期录得16亿元人民币经常性亏损相比，情况明显改善。

图3: 中国保险股估值

股票代码	公司	股价	市值	2017年 市盈率(倍)	2018年 市盈率(倍)	5年平均动态 市盈率(倍)	2017年 市盈率vs 5年平均	2018年 市盈率vs 5年平均	市净率 (倍)	2017年市净率 (倍)	5年平均 市净率	2017年市净率 vs 5年平均	股价/内含值	5年平均股价/ 内含值	内含值 vs 5年平均
2318 HK Equity	中国平安	63.1	1,176,117	13.54	11.44	11.52	17.5%	-0.7%	2.28	2.12	2.02	7.1%	1.31	1.21	8.7%
2628 HK Equity	中国人寿	23.9	855,098	22.73	18.52	15.84	43.5%	16.9%	1.84	1.78	2.03	-10.8%	0.82	1.21	-32.6%
2601 HK Equity	中国太保	34.9	365,349	18.79	15.57	16.21	15.9%	-3.9%	2.02	1.91	1.93	0.3%	1.47	1.31	12.0%
2328 HK Equity	中国财险	13.94	206,709	8.27	7.63	9.52	-13.1%	-19.9%	1.36	1.27	1.91	-32.7%	n.a.	n.a.	n.a.
1339 HK Equity	中国人民保险集团	3.58	151,878	7.73	7.30	9.61	-19.5%	-24.0%	0.96	0.91	1.39	-32.7%	2.11	2.81	-24.9%
966 HK Equity	中国太平	22.4	80,506	15.41	12.66	12.95	19.0%	-2.2%	1.32	1.30	1.40	-6.5%	0.62	0.84	-26.6%

来源: 彭博, 中国银河国际证券研究部

百仕达控股为风险偏好型投资者之选。以有效持股计算，百仕达控股（1168.HK）目前以内资股形式持有众安4.5%股权。据百仕达表示，按公平值计，若持有的众安内资股以招股价59.7港元列账，集团拥有人应占资产净值将增加至93.31亿港元。若以众安的最新股价88.8港元计算，百仕达控股以市价计值的资产净值将增至112亿港元。目前百仕达控股的市值为48.87亿港元。如果我们在撇除众安业务的情况下给予百仕达控股0.45倍市净率的估值（3年平均），并对公司持有的众安股份给予40%折让（以反映内资股的性质），则百仕达控股的公平值约59亿港元，潜在上涨空间为20.1%。如果众安被纳入港股通及股价反应正面，或有进一步上升的空间。

免责声明

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致中国银河国际证券(香港)有限公司(“银河国际证券”)及/或其集团成员需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。

银河国际证券(中国银河国际金融控股有限公司附属公司之一)发行此报告(包括任何附载资料)予机构客户，并相信其资料来源都是可靠的，但不会对其准确性、正确性或完整性作出(明示或默示)陈述或保证。

此报告不应被视为是一种报价、邀请或邀约购入或出售任何文中引述之证券。过往的表现不应被视为对未来的表现的一种指示或保证，及没有陈述或保证，明示或默示，是为针对未来的表现而作出的。收取此报告之人士应明白及了解其投资目的及相关风险，投资前应咨询其独立的财务顾问。

报告中任何部份之资料、意见、预测只反映负责预备本报告的分析员的个人意见及观点，该观点及意见未必与中国银河国际金融控股有限公司及其附属公司(“中国银河国际”)、董事、行政人员、代理及雇员(“相关人士”)之投资决定相符。

报告中全部的意见和预测均为分析员在报告发表时的判断，日后如有改变，恕不另行通告。中国银河国际及/或相关伙伴特此声明不会就因为本报告及其附件之不准确、不正确及不完整或遗漏负上直接或间接上所产生的任何责任。因此，读者在阅读本报告时，应连同此声明一并考虑，并必须小心留意此声明内容。

利益披露

中国银河证券(6881.HK; 601881.CH)乃中国银河国际及其附属公司之直接或间接控股公司。

中国银河国际可能持有目标公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该目标公司的证券，且该等权益的合计总额相等或高于该目标公司的市场资本值的1%;

一位或多位中国银河国际的董事、行政人员及/或雇员可能是目标公司的董事或高级人员。

中国银河国际及其相关伙伴可能，在法律许可的情况下，不时参与或投资在本报告里提及的证券的金融交易，为该等公司履行服务或兜揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。

中国银河国际可能曾任本报告提及的任何或全部的机构所公开发售证券的经理人或联席经理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去12个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。

再者，中国银河国际可能在过去12个月内就投资银行服务收取补偿或受委托和可能现正寻求目标公司投资银行委托。

分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认 (a) 本报告所表达的意见都准确地反映他或他们对任何和全部目标证券或发行人的个人观点; 及 (b) 他或他们过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或他们在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

此外，分析员确认分析员本人及其有联系者(根据香港证监会持牌人操守准则定义)均没有(1) 在研究报告发出前30 日内曾交易报告内所述的股票; (2) 在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的股票; (3)担任报告内涵盖的上市公司的行政人员; (4)持有报告内涵盖的上市公司的财务权益。

评级指标

买入：股价于12个月内将上升 >20%

沽出：股价于12个月内将下跌 >20%

持有：没有催化因素，由“买入”降级直至出现明确“买入”讯息或再度降级为立刻卖出

版权所有

中文本与英文本如有歧义，概以英文本为准。

本题材的任何部份不可在未经中国银河国际证券(香港)有限公司的书面批准下以任何形式被复制或发布。

中国银河国际证券(香港)有限公司 (中央编号: AXM459)

香港上环皇后大道中183号新纪元广场中远大厦35楼3501-07室 电话: 3698-6888