

公司报告

招商證券(香港)有限公司
证券研究部

中国平安 (2318 HK)

18年一季度新业务价值同比下跌7.5%，维持买入评级

■ 18年一季度新业务价值同比下跌7.5%，但新业务价值率同比上升3.0pps

■ 营销人员人数环比减少 2%；管理层重申公司 2018 年目标实现双位数增长

■ 维持买入评级

18年一季度业绩显示新业务价值下降但新业务价值率增长

1) 18年一季度归属股东净利润总计为257亿元人民币，同比增长11.5%。ROE(未年化)达5.3%；2) 寿险和健康险新业务价值为199亿元人民币，同比下跌7.5%。但新业务价值率从17年一季度的27.2%上升至18年一季度的30.2%；3) 财险业务综合成本率稳定，为95.9%，与17年一季度持平。财险部门净利润的下滑是因为投资收入降低。在我们看来，公司18年一季度新业务价值增长小幅低于预期。不过我们认为这主要是由于低利润率业务减少所致，因为整体新业务价值率同比上升了3.0pps。我们认为平安将会保持其在寿险和健康险市场的竞争优势，并预计到2018年底公司的新业务价值增长将改善。

管理层指引

1) 管理层表示由于新业务价值率提高，公司18年一季度寿险产品结构得到改善；2) 管理层仍有信心新业务价值增长将在2018年底前改善，并保持2018年新业务价值正增长的目标不变；3) 管理层仍目标2018年寿险营销人员数量实现双位数增长；4) 尽管综合成本率稳定，但由于汽车保险的市场化可能会造成竞争进一步加剧，管理层也在密切关注财险市场的发展；5) 陆金所和汽车之家等均为集团贡献了积极的利润。

估值和风险

公司当前估值约为2.3倍2018年预测市净率。目标价(当前113.4港元)和财务预测仍在审视中。我们维持对公司股票的买入评级，是由于：1) 尽管新业务价值呈负增长，但寿险产品结构得到增强；同时，管理层仍然目标2018年新业务价值和寿险营销人员数量正增长；2) 寿险部门可能受益于750天移动平均10年期国债收益率的回升(2017年对寿险运营利润率造成约29%的负面影响)；以及3) 凭借其广大的营销员网络，平安在销售保障型寿险产品上具有相对优势。主要催化剂：2018年底新业务价值增长改善。主要下行风险：资本市场不利因素，新业务价值增长低于预期。

盈利预测及估值

12月31日年结(人民币百万元)	2015	2016	2017	2018E	2019E
总保费及保单费	386,012	469,555	605,035	697,117	816,092
收入总额	693,220	774,488	974,570	1,028,807	1,179,708
股东净利润	54,203	62,394	89,088	87,431	102,084
每股盈利(人民币)	2.98	3.49	4.99	4.78	5.58
市盈率(x)	22.25	19.00	13.29	12.44	10.97
市净率(x)	3.63	3.16	2.56	2.31	1.91
ROE(%)	17.4	17.4	20.7	17.3	17.1

资料来源：公司资料、招商證券(香港)预测

罗磊, PhD

+852 3189 6288

felixluo@cmschina.com.hk

林钰莹

+852 3189 6635

angelalin@cmschina.com.hk

最新变动

公司18年一季度业绩更新

买入

前次评级	买入
股价	HK\$81.85
12个月目标价(上涨/下调空间)	HK\$113.4 (+39%)
前次目标价	HK\$113.4

股价表现



资料来源：贝格数据

%	1m	6m	12m
2318 HK	(5.1)	24.2	98.2
恒生指数	1.1	8.8	26.9

行业：保险

恒生指数	30351
国企指数	12245

重要数据

52周股价区间(港元)	42.65-98.85
港股市值(百万港元)	609584
日均成交量(百万股)	51.93
每股净资产(港元)	25.89

主要股东

CHAROEN POKPHAND GROUP	31.0%
JPMORGAN CHASE&CO	9.6%
已发行股数(百万股)	7448
自由流通量	69.0%

资料来源：彭博

750天移动平均10年期国债收益率



资料来源: WIND、招商证券(香港); 注: 假设2018年剩余时间内收益率=3.6000%

寿险业务表现

(人民币百万元)	中国人寿 (2628 HK)	中国平安 (2318 HK)	新华保险(1336 HK)
股东净利润同比增长 (1Q18 vs 1Q17)	121%	12%	42%
ROE (1Q18)	4.2%	5.3%	4.0%
股东综合收入同比增长 (1Q18 vs 1Q17)	161%	-15%	-28%
营销员渠道表现			
寿险营销员人数增长(1Q18 vs 2017)	n.a.	-2%	n.a.
营销员渠道常规首年保费同比增长(1Q18 vs 1Q17)	n.a.	n.a.	-50%
每年度营销员人均寿险新业务价值生产率*(2017, 人民币)	33,695	43,857	32,874
寿险新业务价值同比增长 (1Q18 vs 1Q17)	n.a.	-8%	n.a.
1Q18 净投资收益率(年化)	n.a.	3.70%	n.a.
1Q18 总投资收益率(年化)	3.94%	3.70%	4.30%

资料来源: 公司资料、招商证券(香港);

*: 由个人渠道新业务价值/个人渠道营销员人数计算

估值

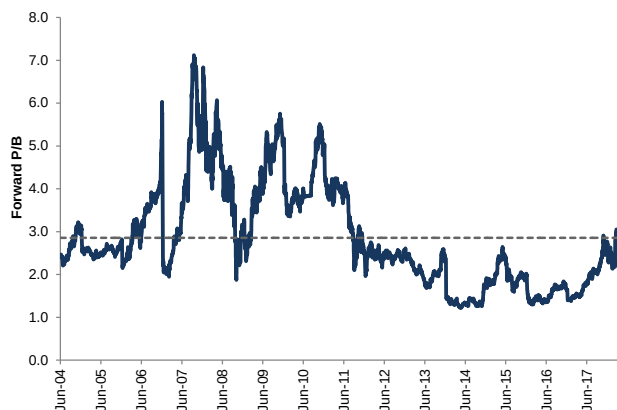
同业比较

Company	Ticker	Price	Rating	TP (HK\$)	P/E		P/B		ROE		P/EV (Group)	
		Local ccy			2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2017	2018E
HK Peers												
China Life	2628 HK	21.80	Buy	36.4	15.9	13.3	1.5	1.4	10%	11%	0.7	0.6
Ping An	2318 HK	81.65	Buy	113.4	16.1	14.0	2.7	2.2	18%	17%	1.5	1.3
China Pacific	2601 HK	34.60	Buy	60.9	17.0	12.5	1.8	1.7	11%	14%	0.9	0.7
New China Life	1336 HK	35.80	Buy	62.7	18.6	10.7	1.4	1.2	10%	12%	0.6	0.5
China Taiping *	966 HK	25.65	NR	n.a.	12.0	10.1	1.2	1.1	11%	12%	n.a.	n.a.
PICC Group *	1339 HK	3.55	NR	n.a.	6.6	6.2	0.8	0.7	11%	12%	n.a.	n.a.
PICC P&C *	2328 HK	13.32	NR	n.a.	7.0	6.4	1.0	0.9	16%	15%	n.a.	n.a.
China Re *	1508 HK	1.67	NR	n.a.	9.0	7.9	0.7	0.7	8%	9%	n.a.	n.a.
AIA *	1299 HK	68.85	NR	n.a.	18.7	16.6	2.3	2.1	13%	13%	n.a.	n.a.
Average					13.7	11.1	1.6	1.4	12%	13%	1.0	0.8
Global Peers *												
CHINA LIFE	2823 TT	32.00	NR	NR	11.6	11.1	1.2	1.2	11%	10%	n.a.	n.a.
GREAT-WEST LIFEC	GWO CN	33.82	NR	NR	11.3	10.3	1.6	1.5	15%	15%	n.a.	n.a.
MUENCHENER RUE-R	MUV2 GR	196.50	NR	NR	11.9	10.7	1.0	1.0	9%	10%	n.a.	n.a.
HANNOVER RUECK S	HNR1 GR	115.40	NR	NR	13.2	11.7	1.5	1.5	12%	13%	n.a.	n.a.
CNP ASSURANCES	CNP FP	21.24	NR	NR	10.9	10.3	0.8	0.8	8%	8%	n.a.	n.a.
METLIFE INC	MET US	47.61	NR	NR	9.7	8.7	0.9	0.8	10%	10%	n.a.	n.a.
PRUDENTIAL PLC	PRU LN	1862.50	NR	NR	12.7	11.4	2.7	2.5	20%	21%	n.a.	n.a.
AFLAC INC	AFL US	45.17	NR	NR	11.5	11.0	1.4	1.3	12%	12%	n.a.	n.a.
MANULIFE FIN	MFC CN	24.40	NR	NR	9.5	8.7	1.2	1.1	12%	13%	n.a.	n.a.
ALLIANZ SE-VINK	ALV GR	192.60	NR	NR	11.1	10.6	1.2	1.2	11%	11%	n.a.	n.a.
SAMSUNG LIFE INS	032830 KS	117000.00	NR	NR	13.5	12.6	0.7	0.7	5%	5%	n.a.	n.a.
AEGON NV	AGN NA	6.11	NR	NR	9.3	8.8	0.6	0.6	7%	7%	n.a.	n.a.
Average					11.4	10.5	1.2	1.2	11%	11%	n.a.	n.a.

料来源：公司数据、招商证券（香港）预测；基于2018年4月25日收盘价

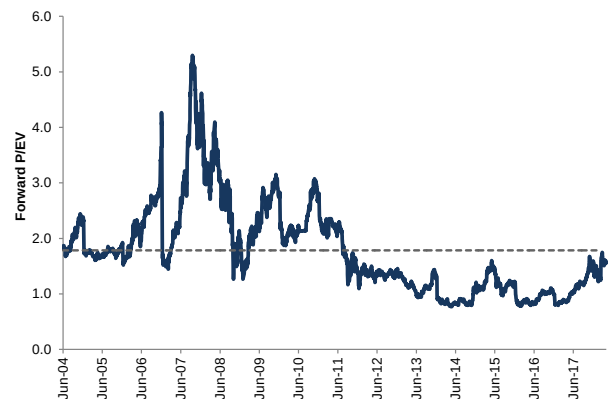
历史远期市净率及P/EV

图 1: 中国平安的历史远期市净率



资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图 2: 中国平安的历史远期P/EV



资料来源：彭博、招商证券（香港）

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。招商证券（香港）现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1类（证券交易）、第2类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6类（就机构融资提供意见）和第9类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券（香港）有限公司提供。招商证券（香港）现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1类（证券交易）、第2类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6类（就机构融资提供意见）和第9类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券（香港）并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外，招商证券（香港）的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券（香港）认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券（香港）可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券（香港）认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券（香港）可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券（香港）或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券（香港）或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828