

中国平安(2318 HK)

中期业绩利润及内含价值增长亮眼

- ❖ **上半年利润及内含价值增长亮眼。**集团净利润同比增长33.8%至人民币581亿元。集团内含价值达到9,274亿元人民币，较2017年末增长12.4%。寿险和健康险业务上半年新业务价值同比增长0.2%。财险业务保持良好状态，保费收入同比增长14.9%，综合成本率优化0.3个百分点至95.8%。由于权益类投资股息收入减少、资本市场波动以及新会计准则实施导致公允价值损失增加，保险资金的投资业绩同比下滑。
- ❖ **净利润增长主要由寿险、科技和其他资产管理业务推动。**寿险和健康险业务实现利润338亿元人民币，同比增长43.3%。由于陆金所控股和汽车之家利润增长以及其他科技业务亏损收窄，金融科技和健康科技业务利润同比增长901%至人民币42亿元。其他资产管理业务利润同比增长84.1%至65亿元人民币，其中主要贡献来源于房地产、融资租赁和海外业务。
- ❖ **寿险新业务价值增速在二季度由负转正；下半年展望正面。**上半年新业务价值与去年同期持平，为388亿元人民币，同比增长0.2%；其中，代理人渠道同比新业务价值下降1.5%。不过，二季度新业务价值同比增长9.9%，扭转了一季度下滑7.5%的趋势。代理人渠道新业务价值率为48.1%，同比上升6.5个百分点，这反映了产品组合的优化。我们认为，大多数投资者此前预计上半年寿险公司新业务价值增速将为零或为负。我们认为，平安将在下半年实现更强劲的新业务价值增长，主要得益于（1）二季度新业务价值进入正增长通道；（2）价值率提高和长期保障型业务份额提升；（3）下半年基数相对较低（2017年下半年新业务价值增速为8%，2017上半年为61%）。
- ❖ **公司估值。**公司当前股价相当于1.20倍2018上半年末集团内含价值。平安科技业务的核心部分，包括陆金所、平安好医生、金融壹账通、平安医保科技和汽车之家，总计每股价值为9.7港元，相当于集团市值的13.3%。剔除上述科技业务，公司2018上半年末每股内含价值相当于1.13倍，高于同业平均水平。

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17A
保费收入(百万人民币)	386,012	469,555	605,035
银行业务利息收入(百万人民币)	134,635	131,075	147,386
投资收益(百万人民币)	134,922	115,053	152,101
总收入(百万人民币)	693,220	774,488	974,570
净利润(百万人民币)	54,203	62,394	89,088
每股收益(人民币)	2.98	3.50	4.99
每股收益变动(%)	20.6%	17.4%	42.6%
市盈率(x)	21.01	17.89	12.55
市账率(x)	3.41	2.91	2.36
PEV(x)	2.06	1.75	1.35
股息率(%)	0.8%	1.2%	2.4%
权益收益率(%)	17.4%	17.4%	20.8%

资料来源：公司，招银国际

未评级

当前股价 HK\$72.8

丁文捷, PhD

电话：(852) 3900 0856/
(86) 755 2367 5591邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

徐涵博

电话：(852) 3761 8725

邮件：xuhanbo@cmbi.com.hk

中国保险业

市值(百万港元)	1,299,010
3月平均流通量(百万港元)	3,370
5周内股价高/低(港元)	98.5/58.7
总股本(百万)	18,280

资料来源：彭博

股东结构

下峰集团	8.02%
深圳市投资控股有限公司	5.27%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-1.7%	0.0%
3-月	-9.6%	-0.1%
6-月	-17.3%	-8.0%

资料来源：彭博

12-月 股价表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

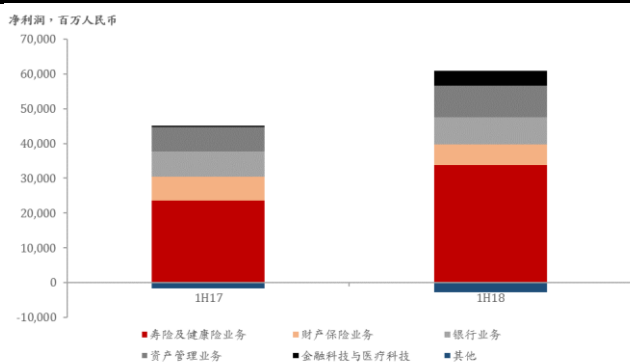
公司网站：www.pingan.cn

图 1：2018 上半年经营业绩回顾

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30日止6个	
	月/2018年	月/2017年	
	06月30日	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

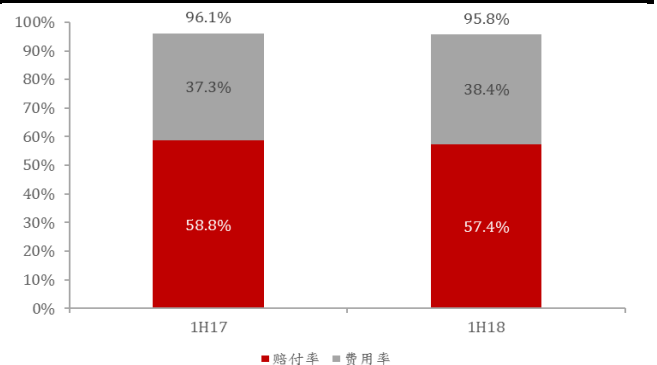
来源：公司，招银国际

图 2：各业务板块净利润



来源：公司，招银国际

图 3：平安产险综合成本率优化



来源：公司，招银国际

图 4：二季度新业务价值增速由负转正

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%

来源：公司，招银国际

图 5：保费收入结构

	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：期缴保费	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：期缴保费	2,625	1%	3,465	1%	-24.2%
续期业务	6,435	2%	3,814	1%	68.7%
电销、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：期缴保费	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%

来源：公司，招银国际

图 6：新业务价值按渠道及产品

	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%
短交储蓄型	5,850	15.1%	7,606	19.7%	-23.1%
长交储蓄型	1,548	4.0%	1,047	2.7%	47.9%
短期险	1,257	3.2%	1,116	2.9%	12.6%
电销、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%
团险业务	113	0.3%	133	0.3%	-15.0%
寿险及健康险业务合计	38,757		38,670		0.2%

来源：公司，招银国际

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。