

中国平安(2318 HK)

投资者日要点

- ❖ 我们参加了平安 2018 年核心金融主题投资者开放日。开放日上，集团详细介绍了以营运利润为核心的价值框架，以及其核心金融业务战略及取得的成果。
- ❖ **通过营运利润了解集团价值。**平安于 2017 年开始公布营运利润。营运利润为会计净利润剔除短期投资波动、折现率变动影响、以及一次性重大项目。其中，前两项是对集团寿险和健康险业务的调整，一次性重大项目主要与其科技业务有关。营运利润被认为是评估平安寿险业务和集团整体价值的更好的衡量标准。营运利润的稳步增长为派息增长提供支持。
- ❖ **寿险业务内含价值营运回报增长显著。**过去五年，平安内含价值营运回报平均增长 24.7%，主要由于（1）新业务价值快速增长，（2）保守的假设和审慎的保险风险管理贡献正面经验偏差。我们相信上述两者将继续提升平安寿险业务价值。平安人寿的技术应用逐渐升级到 3.0 版本。在之前的 1.0 和 2.0 版本中，科技赋能平安人寿服务人力减少 70%，产能提升 32%。在更加雄心勃勃的 3.0 版本中，平安人寿目标节省 6.3 亿元培训成本、将绩优人群规模扩大 20%、并促进销售收入 28 亿元人民币。
- ❖ **净投资收益策略和平安银行转型。**（1）为应对不断升级的风险挑战，平安致力于增加净投资收益，对保险资金投资收益波动形成缓冲。2008 年至 2017 年，净投资收益复合年增长率为 20.6%。2017 年，净投资收益率为 6.5%，净投资收益为人寿保险索赔的 160%。（2）利用集团资源，平安银行零售转型取得了进一步的成功——零售收入占比超过 50%。自 2018 年以来，收入增长和净利息收入增长稳步增加，而净息差在 2Q18 扭转下滑趋势。
- ❖ **公司估值。**集团当前股价相当于 1.25 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 9.9 港元，相当于集团市值的 13.6%。剔除上述科技业务，集团 2018 上半年末每股内含价值相当于 1.17 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)	21.76	18.53	13.00
市账率(x)	3.53	3.02	2.44
PEV(x)	2.14	1.81	1.40
股息率(%)	0.8%	1.2%	2.3%
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\$73.7

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)	1,332,014
3月平均流通量(百万港元)	3,259
5周内股价高/低(港元)	98.5/63.5
总股本(百万)	18,280

资料来源：彭博

股东结构

卜蜂集团	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	2.0%	4.2%
3-月	3.9%	14.9%
6-月	-12.2%	4.8%

资料来源：彭博

12-月 股价表现

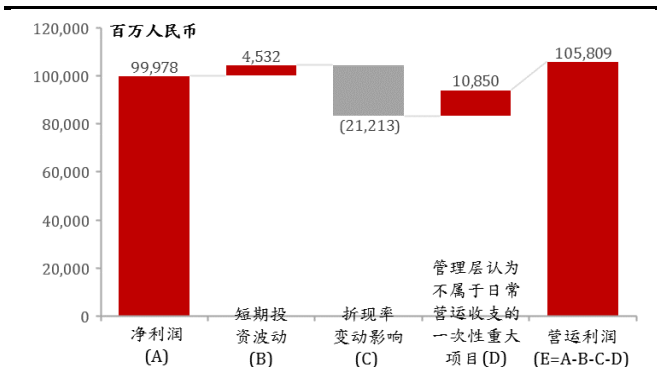


资料来源：彭博

审计师：普华永道

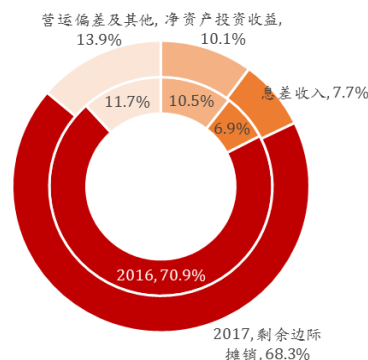
公司网站：www.pingan.cn

图 1：营运利润变动



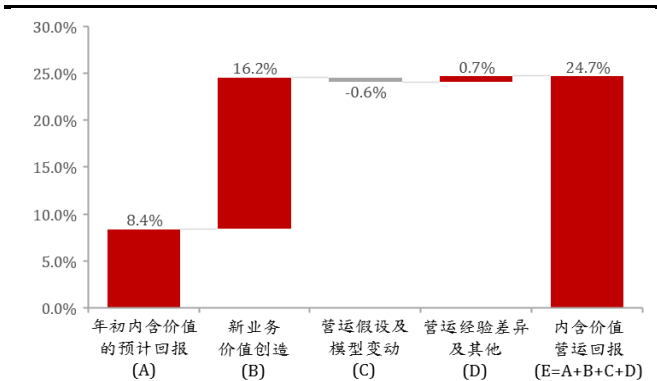
来源: 公司, 招银国际

图 2：2017 年，寿险及健康险业务营运利润 68.3% 来源于剩余边际摊销



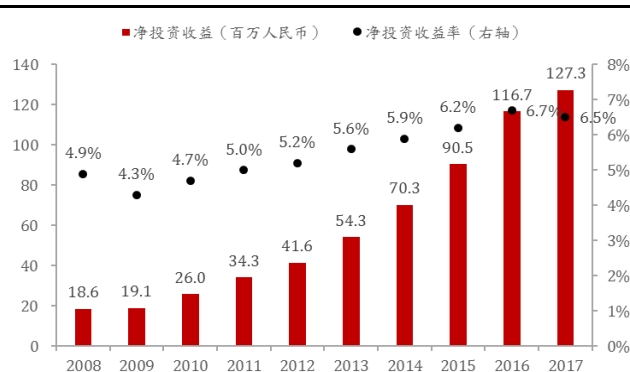
来源: 公司, 招银国际

图 3：内含价值营运回报变动



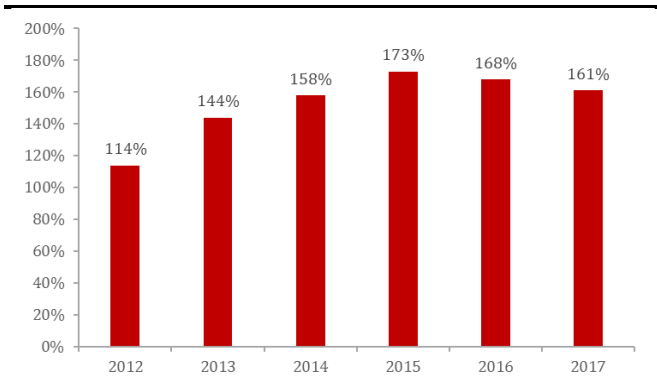
来源: 公司, 招银国际

图 4：净投资收益及净投资收益率



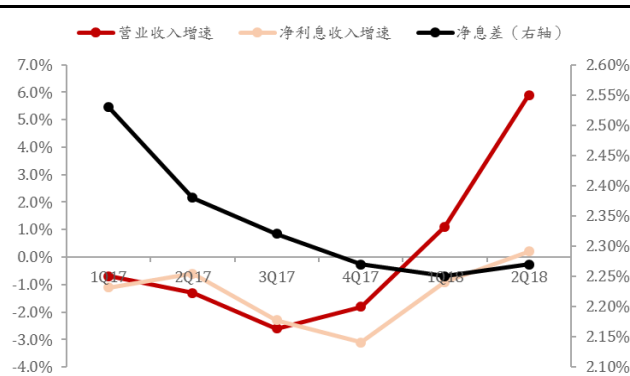
来源: 公司, 招银国际

图 5：净投资收益稳定超越寿险业务赔付金



来源: 公司, 招银国际

图 6：平安银行盈利能力企稳向好



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为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。