

10/2/2021

## 個股研究

### 中國平安(2318.HK)

#### 2020 年業績受疫情拖累；2021 年重新上路

**壽險改革今年落地** - 壽險改革的頂層設計已於 2020 年基本完成，2021 年會逐步落實至每個營業部及每個代理人，預計要全年才可以完成。管理層估計 2021 年新業務價值會有一個正增長，但要看到真正全部的效果，要等到 2022 年。

**新業務價值大跌** - 2020 年新業務價值按年大幅減少 34.7% 至 495.75 億元人民幣，主要由於代理人拜訪活動受阻及經濟不佳，客戶把高價值的長期保障型產品轉為低價值的短期消費型健康險，令新業務價值率按年下跌 14% 至 33.3%。

**估值** - 我們給予中國平安「買入」評級，估值由每股 117.20 港元上調至每股 131.00 港元。此估值是基於分類加總估值模型(Sum of the parts Valuation)所推算出來。以 2021 年 2 月 9 日每股 90.10 港元計算，潛在升幅為 45.39%。

**投資策略** - 2020 年疫情全球肆虐，經濟衰退，資本市場波動，利率下行。平安業績不能避免受到嚴重沖擊，加上壽險改革正深度進行，管理層坦言難度比想像中要難。預期 2021 年新業務價值會重回正增長，2022 年較快增長。目前平安股價被低估，建議投資者於現價買入。

#### 主要財務指標

截至 12 月 31 日止年度	2018	2019	2020
壽險已賺保費(百萬元人民幣)	465,583	517,140	504,326
財險已賺保費(百萬元人民幣)	211,918	231,403	253,017
歸屬於股東淨利潤(百萬元人民幣)	107,404	149,407	143,099
每股盈利(元人民幣)	6.02	8.41	8.10
每股股息(元人民幣)	1.92	2.05	2.20
集團內含價值(百萬元人民幣)	1,002,457	1,200,533	1,328,112
壽險內含價值(百萬元人民幣)	613,224	757,490	824,574
新業務價值(百萬元人民幣)	72,294	75,945	49,575
PEV(倍)	1.37	1.14	1.03
派息比率(%)	31.9	24.4	27.2

資料來源：公司年報及致富集團研究部

#### 買入\*

估值 **131.00 元**

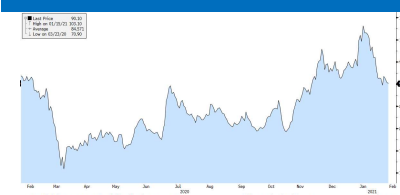
前估值 117.20 元

上日收市價 **90.10 元**

#### 公司簡介

集團的主要業務包括提供多元化的金融產品及服務，主要着力於開展保險、銀行及投資三項核心業務。

#### 過去一年股價走勢



表現(%)	1 個月	半年	1 年
2318.HK	-9.90	9.88	-1.91
恒指	4.19	20.92	6.86

資料來源：彭博

#### 主要公司數據

52 周股價範圍	69.00 元-103.60 元
市值	17,061 億元
已發行股數	176.75 億
每股帳面淨值	43.14 元人民幣

資料來源：彭博

\*評級有所變更，請參閱評級釋義。

劉志斌 Roy, CFA, FRM

+852 2500 9673

roy\_lau@chiefgroup.com.hk

## 內容

2020 年中國平安業績分析 .....	3
平安客戶分析——各方表現穩步上升，唯客均營運利潤下降 .....	3
平安壽險利源分析——營運利潤僅個位數增長 .....	4
平安壽險內含價值分析——新業務價值大幅下跌 .....	5
平安產險分析——承保利潤大幅下跌 .....	6
平安銀行分析——各方表現大致平穩 .....	7
金融、醫療科技分析——陸金所順利上市 .....	8
預測及估值 .....	9

## 2020 年中國平安業績分析

### 平安客戶分析——各方表現穩步上升，唯客均營運利潤下降

圖表 1：個人客戶數、互聯網用戶數



資料來源：公司 2020 年集團年報

圖表 2：持有多家子公司合同的客戶數佔比

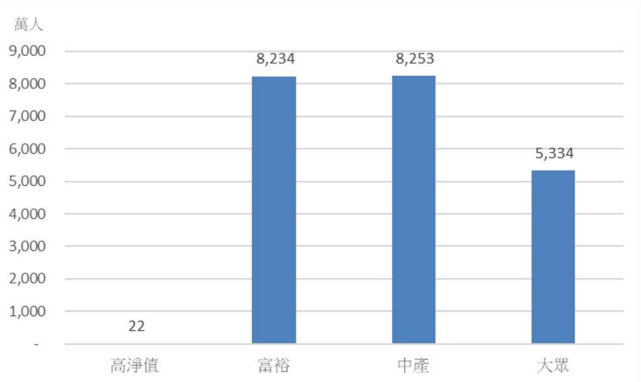


資料來源：公司 2020 年集團年報

中國平安 2020 年個人客戶數按年增長 9.0%至 2.18 億人；新增客戶達 3,702 萬人，其中 36.0%來自集團的互聯網用戶。至於集團互聯網用戶數按年增長 16.0%至 5.98 億人，其中 1.94 億用戶已成為平安的客戶，佔總客戶人數 89.0%；乃未成為平安客戶的互聯網用戶為 4.04 億人，是平安的潛在客戶。五大互聯網生態反哺金融仍然有序進行。

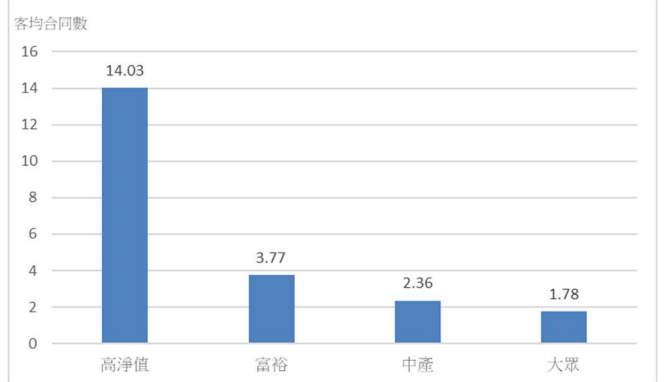
2020 年持有多家平安子公司的合同客戶數為 8,308 萬人，佔總數按年增長 1.2%至 38.0%，持續逐年增加。另外，2020 年客均合同數亦按年增加 4.5%至 2.76 個。平安個人業務實現客均營運利潤 563 元人民幣，按年減少 8.1%，主要受新冠肺炎疫情影響，公司經營面臨線下業務開展受阻，但減幅已較上半年的 11.1%有所收窄。

圖表 3：不同財富結構的客戶數



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 4：客均合同數



資料來源：公司年報、致富集團研究部

平安客戶財富結構並不是一般的金字塔狀，而是顯著偏重於中產以上的人群，平安的富裕及中產客戶人數分別都比大眾客戶人數多，而且富裕客戶人數於 2020 年大幅增長 30.9%，已接近中產客戶人數。2020 年，平安中產及以上客戶 1.65 億人，佔比較 2019 年增加 2.4%至 75.6%；高淨值客戶人均合同數 14.03 個，是富裕客戶的 3.7 倍、大眾客戶的 7.9 倍。

## 平安壽險利源分析——營運利潤僅個位數增長

2020 年，平安壽險及健康險淨利潤按年倒退 7.4%至 960.72 億元人民幣；稅後營運利潤則按年增加 5.3%至 936.66 億元人民幣。

圖表 5：壽險及健康險業務營運利潤及利源分析

百萬元人民幣	2016	2017	2018	2019	2020
剩餘邊際攤銷	38,202	49,811	62,287	74,454	81,583
淨資產投資收益	5,648	7,357	8,959	11,738	13,170
息差收入	3,715	5,637	5,048	3,947	4,565
營運偏差及其他	6,317	10,108	21,749	10,406	4,607
稅前營運利潤合計	53,882	72,912	98,043	100,545	103,926
所得稅	(13,365)	(20,088)	(26,698)	(11,595)	(10,260)
<b>稅後營運利潤合計</b>	<b>40,518</b>	<b>52,824</b>	<b>71,345</b>	<b>88,950</b>	<b>93,666</b>
短期投資波動	2,168	4,532	(12,853)	19,354	10,308
折現率變動影響	(17,652)	(21,213)	265	(13,164)	(7,902)
一次性重大項目	-	-	-	8,597	-
<b>淨利潤</b>	<b>25,033</b>	<b>36,143</b>	<b>58,757</b>	<b>103,737</b>	<b>96,072</b>

資料來源：公司年報、致富集團研究部

剩餘邊際攤銷仍然是利潤的最大貢獻部分，按年增長 9.6%至 815.83 億元人民幣。剩餘邊際攤銷增長放緩，主要由於疫情令新業務對剩餘邊際貢獻錄得按年 43.1%下降所致。

另外比較值得注意的是營運偏差及其他部分，按年大幅減少 55.7%至 46.07 億元人民幣，已經是連續兩年下跌，但仍為正數，表示平安的真實營運仍然好於假設。據年報解釋，營運偏差及其他部分按年減少是因為公司持續加大科技、隊伍建設等戰略投入，以及保單繼續率波動等因素所致。

2020 年，平安短期投資波動下跌 46.7%至 103.08 億元人民幣，跌幅主要因為 2019 年投資回報較高所致，但 2020 年投資回報仍然好於假設。

最後折現率變動影響減少了盈利 79.02 億元人民幣。折現率是以保險合同準備金計量收益率曲線為基礎的，2020 年底的保險合同準備金計量收益率曲線是較 2019 年底為低的，因此折現率變動影響為負。

## 平安壽險內含價值分析——新業務價值大幅下跌

圖表 6：平安壽險內含價值變動

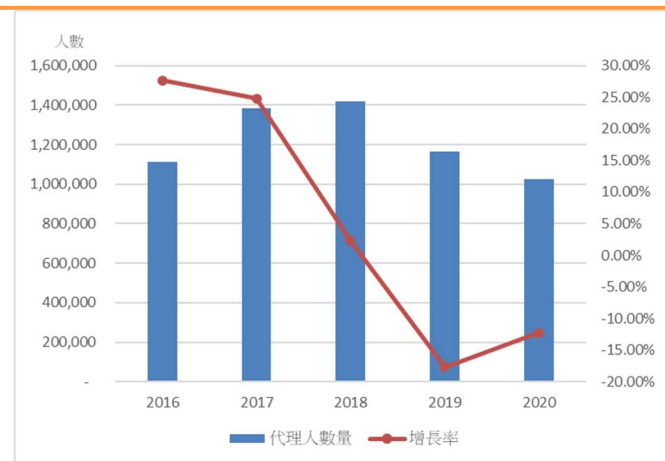
百萬元人民幣	2016	2017	2018	2019	2020
期初內含價值	325,474	360,312	496,381	613,224	757,490
預計回報	27,346	31,745	45,326	57,757	66,121
新業務價值(包含分散效應)	68,720	88,117	93,237	90,048	57,571
假設及模型變動	(42,115)	(758)	608	1,898	(2,990)
市場價值調整影響	(1,020)	(5,415)	7,191	271	(1,692)
投資回報差異	(547)	30,212	(12,233)	32,142	(5,683)
其他經驗差異	(259)	8,886	13,938	3,672	(11,125)
其他	-	-	-	8,540	15,677
淨股息支出+員工持股計劃	(17,289)	(16,718)	(31,224)	(50,061)	(50,794)
期末內含價值	360,310	496,381	613,224	757,490	824,575

資料來源：公司年報、致富集團研究部

於 2020 年，平安用來計算新業務價值的首年保費按年下跌 7.2% 至 148,915 億元人民幣，新業務價值按年大幅減少 34.7% 至 495.75 億元人民幣，主要由於平安壽險產品的新業務價值率按年下跌 14% 至 33.3%。至於平安壽險內含價值按年上升 8.9% 至 8,245.74 億元人民幣。

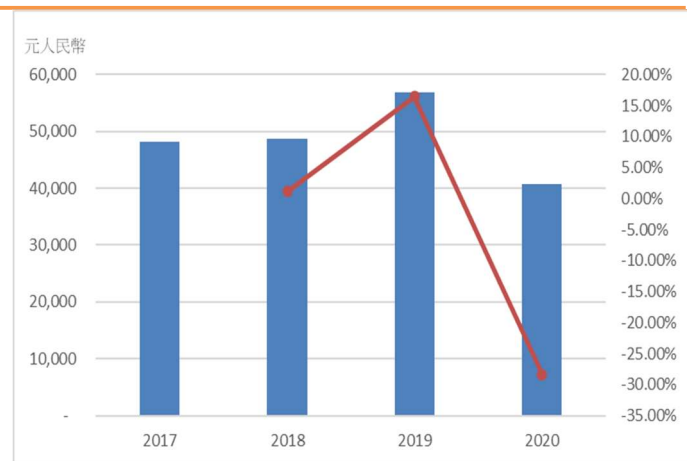
從圖表 6 看，平安壽險內含價值的增長主要來自新業務價值及預計回報。預計回報是比較穩定的增長部分，會每年持續釋放價值。至於新業務價值，由於平安正經歷改革，加上疫情影響，2020 年大幅倒退，導致平安壽險內含價值不能保持多年的雙位數增長。

圖表 7：代理人數量及其增長率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 8：代理人人均新業務價值



資料來源：公司年報、致富集團研究部

2020年，平安代理人數量連續第二年出現倒退，按年跌12.3%至102.4萬人，減少了14.3萬人。代理人人均產能亦出現下降，代理人人均新業務價值按年下跌28.4%至40,688元人民幣，使得代理人渠道新業務價值按年大幅下跌37.1%至429.13億元人民幣。

去年疫情肆虐，令平安的壽險代理人很難進行面對面的拜訪活動，而對於高價值的長期保障型產品，面對面拜訪卻是非常重要的。此外，由於經濟的不穩定，令到部份消費者把長期保障型產品轉為低價值的短期消費型健康險。兩種因素疊加，令到2020年的新業務價值大幅下降。

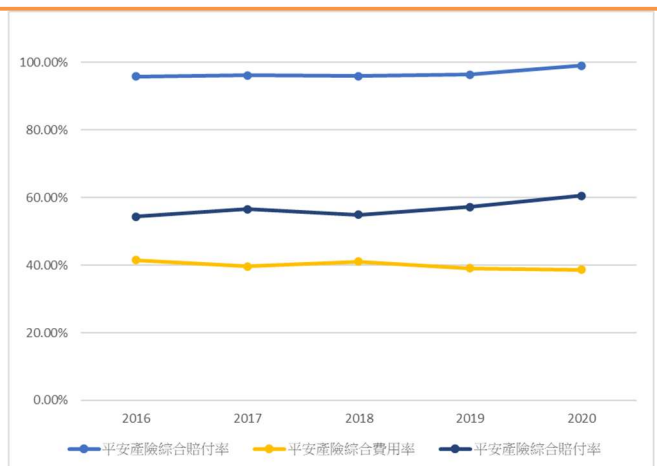
至於代理人數量，由於疫情影響，2020年上半年考核稍為放寬，令到第二季人數按季有輕微增長，但下半年則加大了淘汰。管理層坦然，接下來的三年裡代理人隊伍不會大幅增加，將保持在100萬人以上，但要打造“三高”代理人隊伍，即高質量、高產能、高收入。

平安壽險改革始於2018年年中，改革項目的頂層設計已於2020年基本完成，2021年會逐步落實至每個營業部及每個代理人，預計要全年才可以完成。管理層估計2021年新業務價值會有一個正增長，但要看到真正全部的效果，要等到2022年。

## 平安產險分析——承保利潤大幅下跌

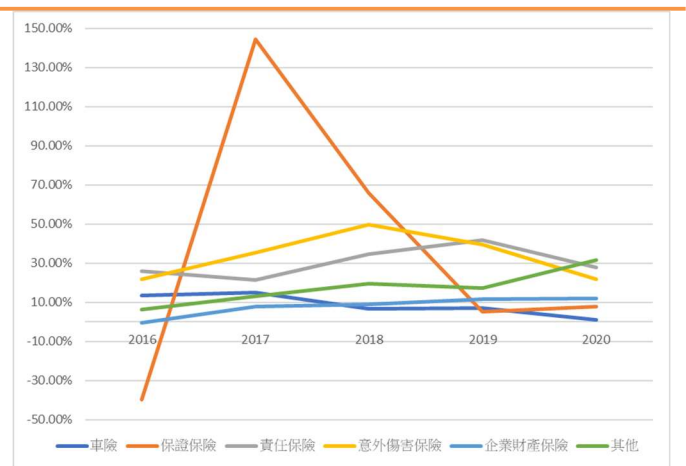
於2020年，平安產險原保險保費收入按年上升5.5%至2,858.54億元人民幣，其中車險保費收入於內地新車銷售量下滑的情況中，按年增長0.9%至1,961.51億元人民幣。至於保證保險，於2020年按年增長為7.8%至374.29億元人民幣，並出現承保虧損31.25億元人民幣，主要由於疫情影響，保證保險業務品質短期承壓，但公司稱保證保險業務的未來發展不會有實質性影響。

圖表 9：綜合費用率及綜合賠付率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 10：主要險種按年增長率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

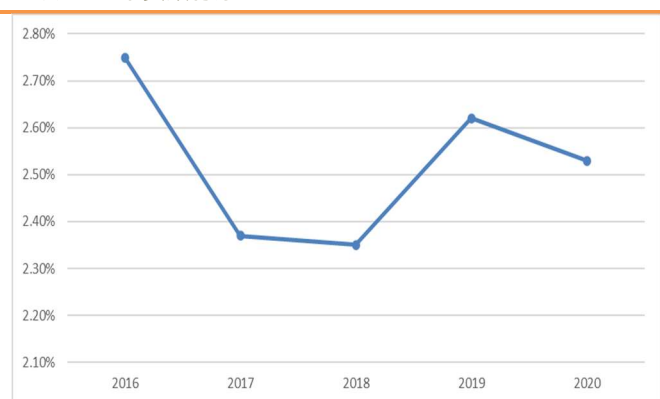


平安產險承保利潤按年大幅下降 75.1%至 20.90 億元人民幣，綜合成本率上升 2.7%至 99.1%，主要由於保證保險出現承保虧損所致。至於總投資收益按年上升 2.2%至 183.70 億元人民幣，平安產險 2020 年淨利潤按年下跌 29.2%至 161.59 億元人民幣。若剔除 2019 年所得稅費用中的一次性影響，營運利潤按年下跌 22.9%。

## 平安銀行分析——各方表現大致平穩

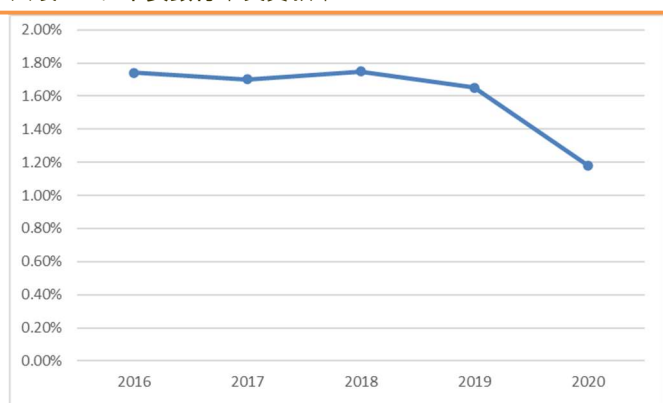
於 2020 年，平安銀行(1.SZ)利息淨收入按年上升 10.8%至 996.50 億元人民幣，非利息淨收入按年上升 12.3%至 538.92 億元人民幣，淨利潤按年上升 2.6%至 289.28 億元人民幣。至於淨息差按年下跌 0.09%至 2.53%，原因為生息資產收益率降幅略高於計息負債成本率降幅。

圖表 11：平安銀行淨息差



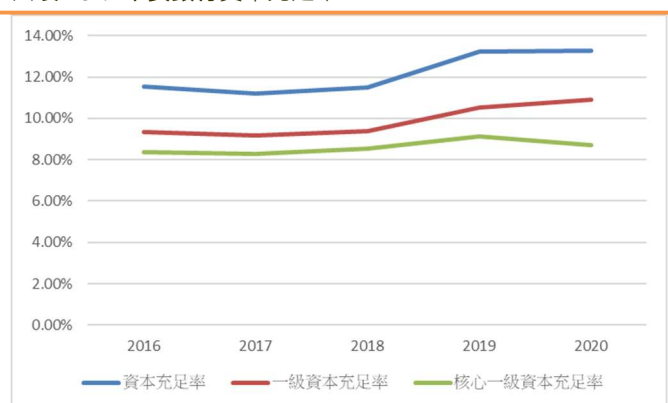
資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 12：平安銀行不良貸款率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 13：平安銀行資本充足率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

資產質量持續改善，不良貸款率下降 0.47%至 1.18%，而逾期 90 天以上貸款餘額及佔比實現雙降，分別下降 25.1%至 235.24 億元人民幣及下降 0.47%至 0.88%。不良貸款撥備覆蓋率則增加 18.28%至 201.40%。

貸款減值損失按年下降 19.0%至 431.48 億元人民幣，因此信貸成本下降 0.81%至 1.73%。

2020 年底止，平安銀行核心一級資本充足率為 8.69%，按年下降 0.42%，而一級資本充足率及資本充足率分別為 10.91%及 13.29%，按年分別上升 0.37%及 0.07%。一級資本充足率及資本充足率上升是因為 2020 年 2 月，平安銀行在全國銀行間債券市場完成發行 300 億元無固定期限資本債券，補充核心一級資本。但由於資產擴張速度較快，核心一級資本充足率按年下降，2021 年有機會要進行股權融資以補充核心一級資本。

### 金融、醫療科技分析——陸金所順利上市

中國平安的金融、醫療科技業務於 2020 年收入按年上升 1.4%至 324.80 320.44 億元人民幣；若不考慮持股比例的影響，各科技公司營業收入的直接加總則按年上升 10.1%至 903.75 億元人民幣。股東應佔淨利潤按年大幅上升 127.6%至 79.36 億元人民幣，若按剔除一次性收益的股東應佔營運利潤計算則按年上升 90.8%至 66.54 億元人民幣。

圖表 14：中國平安科技公司的不同階段



資料來源：公司 2019 年、2020 年業績簡布

圖表 14 顯示平安管理層認為其主要五家科技公司的發展階段，當中已有四家公司完成上市，最新一家上市為陸金所(LU.NYSE)，其於 2020 年 10 月正式在美國紐約證券交易所上市。截至 2020 年年底，四家上市科技公司總市值達 684 億美元。

2020 年陸金所實現營業收入 520.46 億元人民幣，按年增長 8.8%；淨利潤 122.76 億元人民幣，按年下降 7.8%，主要受公司 C 輪重組費用影響，扣除該影響後的淨利潤為 136.02 億元人民幣，按年增長 2.1%。

2020 年，汽車之家實現營業收入 86.59 億元人民幣，按年增長 2.8%，淨利潤 36.21 億元人民幣，按年增長 6.2%。



平安好醫生 2020 年收入按年增長 35.5%至 68.66 億元人民幣，其中在線醫療高速增長，貢獻收入達 15.66 億元人民幣，按年增長 82.4%。全年仍然錄得虧損，按年擴大 27.0%至 9.49 億元人民幣；若剔除股份支付及外匯匯兌虧損淨額，經調整淨虧損按年收窄 25.8%至 5.16 億元人民幣。

平安醫保科技及**金融壹賬通**仍然處於流量及數據積累階段。2020 年，**金融壹賬通**實現營業收入 33.12 億元人民幣，按年增長 42.3%，淨虧損按年下跌 16.2%至 14.14 億元人民幣。**金融壹賬通**專注於金融客戶，截至 2020 年底，累計服務 642 家銀行、106 家保險公司，包括國內 100%的大型銀行、98%的城商行、47%的壽險公司及 64%的產險公司。

## 預測及估值

我們給予**中國平安**「買入」評級，估值由每股 117.2 港元上調至每股 131.00 港元，主要是平安的內含價值持續增加、**平安銀行**的市值大幅上升所致。此估值是基於分類加總估值模型(Sum of the parts Valuation)所推算出來。我們用每股股價對每股企業價值比率(PEV)估值法對集團壽險業務進行估值；用市賬率(PB)估值法對集團財險、信託及證券業務進行估值；用**平安銀行**、**陸金所**、**平安好醫生**、**金融壹賬通**及**汽車之家**的市場價值<sup>1</sup>進行估值；以及用投後價值對集團科技業務進行估值。

圖表 15：中國平安分類加總估值模型

百萬單位	估值法	分部每股估值(港元)
壽險業務	PEV	91.56
財險業務	PB	6.76
<b>平安銀行</b>	市值	18.16
平安信託	PB	0.77
平安證券	PB	1.03
陸金所	市值	5.73
金融壹賬通	市值	0.96
平安醫保	投後估值	0.92
平安好醫生	市值	2.52
汽車之家	市值	2.67
<b>每股合理值(港元)</b>	<b>131.00</b>	
<b>上日收市價(港元)</b>	<b>90.10</b>	
<b>潛在升幅(%)</b>	<b>45.39</b>	

<sup>1</sup> 以 2021 年 2 月 9 日收市價計

## 評級釋義

評級	說明
買入	現價較估值有超過 30%折讓
中性	現價正處於估值正負 30%變幅的區間之內
沽出	現價較估值有超過 30%溢價

## 免責聲明

本報告由致富集團(“致富”)之附屬公司致富證券有限公司及致富期貨商品有限公司聯合提供，所載之內容或意見乃根據本公司認為可靠之資料來源來編製，惟本公司並不就此等內容之準確性、完整性及正確性作出明示或默示之保證。本報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告的作用純粹為提供資訊，並不應視為對本報告內提及的任何產品買賣或交易之專業推介、建議、邀請或要約。致富及其附屬公司、僱員及其家屬及有關人士可於任何時間持有、買賣或以市場認可之方式，包括以代理人或當事人對本報告內提及的任何產品進行投資或買賣。投資附帶風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。投資者進行投資前請尋求獨立之投資意見。致富在法律上均不負責任何人因使用本報告內資料而蒙受的任何直接或間接損失。致富擁有此報告內容之版權，在未獲致富許可前，不得翻印、分發或發行本報告以作任何用途。撰寫研究報告內的分析員(“此等人士”)均為根據證券及期貨條例註冊的持牌人士，此等人士保證，文中觀點均為其對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。截至本報告發表當日，此等人士均未於本報告中所推介的股份存有權益。



[www.chiefgroup.com.hk](http://www.chiefgroup.com.hk)