

個股研究

中國平安(2318.HK)

2019 年業績穩健增長；上調「買入」評級

平安壽險利潤大幅上升 - 由於 2019 年資本市場回暖，以及 2019 年 5 月的稅改影響，平安壽險及健康險淨利潤按年大幅增長 76.6%至 1,037.37 億元人民幣。

平安壽險改革仍在路上 - 平安壽險正經歷激烈的體制改革，去年代理人數量出現少有的大幅倒退。平安更成立了由董事長馬明哲親自掛帥的壽險改革領導小組，期望 2021 年改革成果開始體現。

平安銀行淨息差成亮點 - 平安銀行淨息差止跌回升，按年上升 0.27%至 2.62%，屬於行業高水平。但今年淨息差有收窄壓力。

估值 - 我們提升中國平安由「增持」至「買入」評級，目標價由每股 98.20 港元上調至每股 117.20 港元。此目標價是基於分類加總估值模型(Sum of the parts Valuation)所推算出來。以 2020 年 2 月 28 日每股 86.65 港元計算，潛在升幅為 35.26%。

投資策略 - 2019 年中美角力加劇，談判時好時壞，資本市場大幅波動，然而中國平安各主要業務按照既定戰略砥礪前行，全年業績穩健增長。目前疫情肆虐，中國經濟大受打擊，平安不無例外。然而我們可以肯定疫情終有完結一天。預期 2021 年的壽險需求會回復常態，而健康險更有機會大幅增長。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	2017	2018	2019
壽險已賺保費(百萬元人民幣)	384,567	465,583	517,140
財險已賺保費(百萬元人民幣)	188,219	211,918	231,403
歸屬於股東淨利潤(百萬元人民幣)	89,088	107,404	149,407
每股盈利(元人民幣)	4.99	6.02	8.41
每股股息(元人民幣)	1.50	1.92	2.05
集團內含價值(百萬元人民幣)	825,174	1,002,457	1,200,533
壽險內含價值(百萬元人民幣)	496,382	613,224	757,490
新業務價值(百萬元人民幣)	67,357	72,294	75,945
PEV(倍)	1.73	1.42	1.19
派息比率(%)	30.1	31.9	24.4

資料來源：公司年報及致富集團研究部

買入(上調評級)

目標價 117.20 元

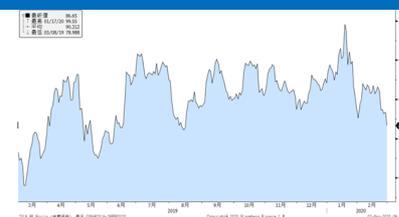
前目標價 98.20 元

上日收市價 86.65 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	-5.5	2.0	4.0
恒指	3.9	-3.1	-9.8

資料來源：彭博

主要公司數據

52 周股價範圍	80.40 元-101.00 元
市值	15,983 億元
已發行股數	177.7 億
每股帳面淨值	37.9 元人民幣

資料來源：彭博

劉志斌 Roy, CFA, FRM

+852 2500 9673

roy_lau@chiefgroup.com.hk

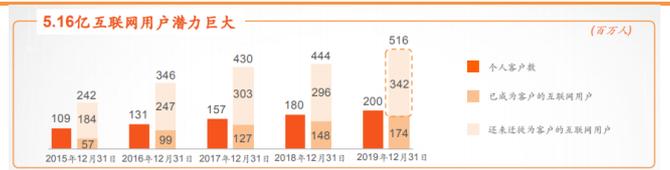
內容

2019年中國平安業績分析	3
平安客戶分析——「綜合金融+生態」持續發力	3
平安壽險利源分析——短期因素帶動盈利增長	4
平安壽險內含價值分析——改革仍在路上	5
平安產險分析——業績保持良好	6
平安銀行分析——淨息差為亮點	7
金融、醫療科技分析——疫情引爆好醫生流量	9
疫情下的中國平安	10
預測及估值	11

2019 年中國平安業績分析

平安客戶分析——「綜合金融+生態」持續發力

圖表 1：個人客戶數、互聯網用戶數



資料來源：公司 2019 年業績簡布

圖表 2：持有多家子公司合同的客戶數佔比

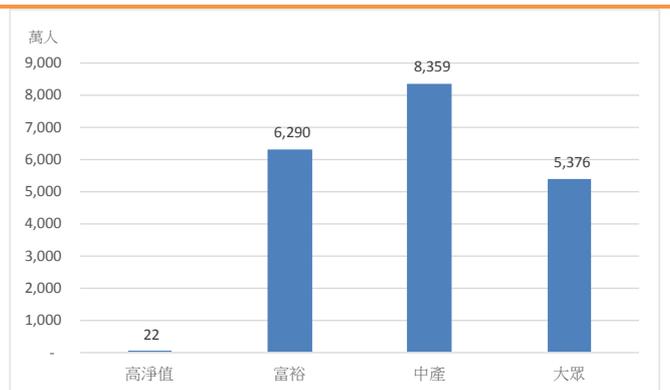


資料來源：公司 2019 年業績簡布

中國平安 2019 年個人客戶數按年增長 11.2% 至 2.00 億人；新增客戶達 3,657 萬人，其中 40.7% 來自集團的互聯網用戶。至於集團互聯網用戶數按年增長 16.2% 至 5.16 億人，其中 1.74 億用戶已成為平安的客戶，佔總客戶人數 87.0%；乃未成為平安客戶的互聯網用戶為 3.42 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。

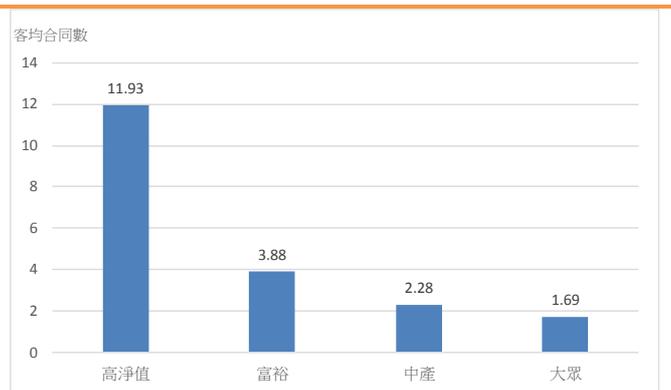
2019 年持有多家平安子公司的合同客戶數為 7,371 萬人，佔總數按年增長 2.5% 至 36.8%，持續逐年增加。另外，2019 年客均合同數亦按年增加 3.9% 至 2.64 個。平安個人業務實現客均營運利潤 612.54 元人民幣，按年增長 13.0%。平安的綜合金融策略繼續提供交叉銷售機會及提升客戶對平安的黏性。

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。2019 年，平安中產及以上客戶 1.47 億人，佔比 73.2%；高淨值客戶人均合同數 11.93 個，是富裕客戶的 2.1 倍、大眾客戶的 6.1 倍。另外，我們可以想像高淨值客戶的合同價值肯定遠高於其他財富分類客戶，因此對平安的價值貢獻遠超其他財富分類客戶。

平安壽險利源分析——短期因素帶動盈利增長

2019年，平安壽險及健康險淨利潤按年大幅增長 76.6%至 1,037.37 億元人民幣；稅後營運利潤則按年增加 24.7%至 889.50 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
剩餘邊際攤銷	38,202	49,811	62,287	74,454
淨資產投資收益	5,648	7,357	8,959	11,738
息差收入	3,715	5,637	5,048	3,947
營運偏差及其他	6,317	10,108	21,749	10,406
稅前營運利潤合計	53,882	72,912	98,043	100,545
所得稅	(13,365)	(20,088)	(26,698)	(11,595)
稅後營運利潤合計	40,518	52,824	71,345	88,950
短期投資波動	2,168	4,532	(12,853)	19,354
折現率變動影響	(17,652)	(21,213)	265	(13,164)
一次性重大項目				8,597
淨利潤	25,033	36,143	58,757	103,737

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 19.5%至 744.54 億元人民幣，增長略有放緩。因為剩餘邊際是存量攤銷概念，剩餘邊際攤銷在未來仍然會以雙位數增加，是利潤增長的穩定器。

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 52.2%至 104.06 億元人民幣，但仍為正數，表示平安的真實營運仍然好於假設。據管理層的解釋，營運偏差及其他部分按年減少是因為 2018 年基數較高；2019 年保費增長放緩，導致費差較少；加大了科技投入，以及保單繼續率下跌所致。營運偏差及其他按年下跌亦是造成平安稅前營運利潤按年只微升 2.6%的主要原因。

至於所得稅按年大幅下降 56.6%是由於 2019 年 5 月的稅改所造成，大幅下跌並沒有持續性。另外，該稅改使到 2018 年度所得稅匯算清繳金額減少 85.97 億元人民幣，反映在一次性重大項目裏。

2019 年，平安短期投資波動由跌轉升至 193.54 億元人民幣，是淨利潤按年大幅攀升的主要原因。由跌轉升的原因是 2019 年資本市場回暖所致。2019 年，平安壽險及健康險業務總投資收益率高達 7.0%，按年上升 3.4 個百分點，總投資收益按年增長 1.2 倍。

最後折現率變動影響由升轉跌，減少了盈利 131.64 億元人民幣。此項頗為引起市場爭議，有評論認為此項隱藏了部分盈利，為平安今年平滑盈利。此說並非無理，折現率是以保險合同準備金計量收益率曲線為基礎的，

而事實上 2019 年底的保險合同準備金計量收益率曲線是較 2018 年底為高的，因此照理折現率變動影響應該為正數。

平安壽險內含價值分析——改革仍在路上

圖表 6：平安壽險內含價值變動

百萬元人民幣	2015	2016	2017	2018	2019
期初內含價值	264,223	325,474	360,312	496,381	613,224
預計回報	24,628	27,346	31,745	45,326	57,757
新業務價值(包含分散效應)	31,058	68,720	88,117	93,237	90,048
假設及模型變動	(246)	(42,115)	(758)	608	1,898
市場價值調整影響	756	(1,020)	(5,415)	7,191	271
投資回報差異	11,599	(547)	30,212	(12,233)	32,142
其他經驗差異	825	(259)	8,886	13,938	3,672
其他	298	-	-	-	8,540
淨股息支出+員工持股計劃	(6,328)	(17,289)	(16,718)	(31,224)	(50,061)
期末內含價值	326,813	360,310	496,381	613,224	757,490

資料來源：公司年報、致富集團研究部

於 2019 年，平安用來計算新業務價值的首年保費按年下跌 3.0%至 1,604.78 億元人民幣，然而新業務價值卻按年增加 5.1%至 759.45 億元人民幣，主要得益於平安壽險產品的新業務價值率按年上升 3.6%至 47.3%。至於平安壽險內含價值按年上升 23.5%至 7,574.90 億元人民幣

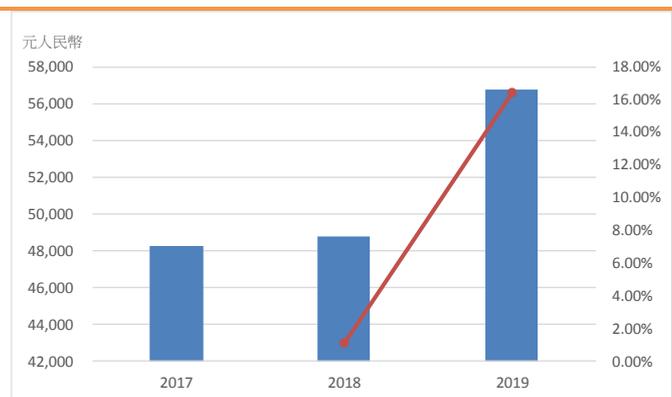
從圖表 6 看，平安壽險內含價值的增長主要來自新業務價值及預計回報。預計回報是比較穩定的增長部分，會每年持續釋放價值。至於新業務價值，由於平安正經歷改革，加上疫情影響，2020 年很大機會倒退，但仍然會提供價值貢獻，因此平安壽險內含價值每年雙位數增長仍然有很大保障。

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

2019年，平安代理人數量出現少有的大幅倒退，按年跌17.7%至116.7萬人，減少了25萬人。可幸的是，代理人人均產能大幅提升，代理人人均新業務價值按年上升16.4%至56,791元人民幣，使得代理人渠道新業務價值按年上升5.9%至682.09億元人民幣。

以上數據顯示平安正經歷非常激烈的代理人改革，對於增員的態度是淘汰產能不足者，提升整體代理人品質。這個變革始於2018年年中，因應監管去轉型做保障類產品。平安發現為配合這個產品轉型，整個體系都要進行深度改革。平安甚至為此次改革成立了壽險改革領導小組，由董事長馬明哲親自領導。

馬明哲於業績會表示，2018年開始壽險市場發生了很大的變化，包括市場、環境的改變，消費者需求的改變等。原來傳統模式已不適應新的環境，例如人口紅利消失，各行業的薪酬不斷提升，代理人薪酬需要再提升。這是推動壽險改革的初衷和原因。

在渠道的改革方面，要從過去代理人的人海策略逐步過渡到追求質量和代理人的收入提高。至於線上渠道要加大投入，年輕人對保險已經不再陌生，會主動於線上購買。另外，由於代理人的減少，產生了一部分的孤兒單，平安未來會以此為基礎，對這些保單進行再次銷售。銀保渠道則堅持價值導向，不銷售短期產品、理財產品。

過去產品的銷售是從公司的角度出發，往後新產品會從客戶需求出發。不同城市、不同代理人、不同客戶會有不同產品。

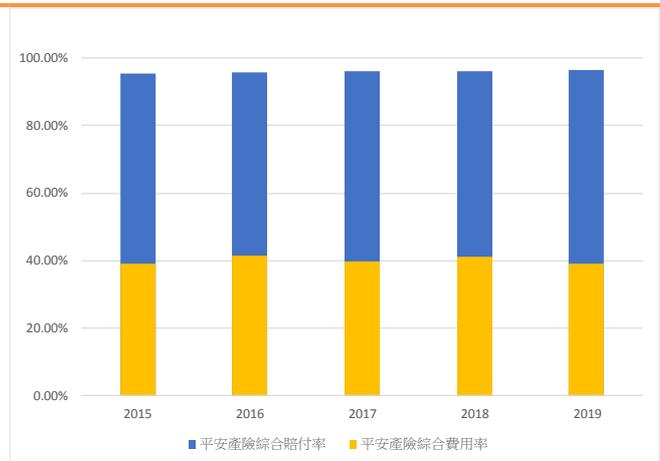
綜合平安的壽險改革以及之前提到平安客戶顯著偏重於中產以上的人群，我們可以理解平安的策略為代理人渠道將主要負責銷售高價值產品予中產以上人群，因此代理人團隊需要變得更加優秀、更加幹練，而留下的代理人收入未來將會顯著提高，這個渠道是重中之重。而線上渠道則主要負責標準化、簡單的產品予年輕人群、大眾人群，這個渠道將會加大投入。銀保渠道則與銀行的理財產品產生差異化，銷售長期保障型產品。

而這個改革過程必然需要付出許多代價，包括代理人數下降，新業務下降、衍生出大量孤兒單、退保率上升，各項指標都會有短暫負面影響。管理層期望2021年改革成果開始體現，新業務價值將恢復較快增長。

平安產險分析——業績保持良好

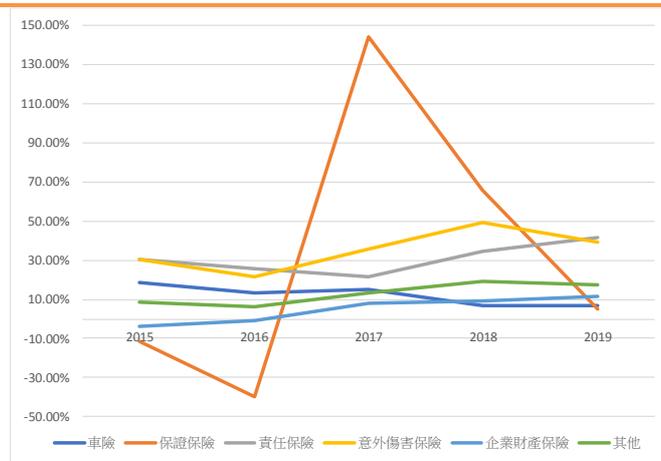
於2019年，平安產險原保險保費收入按年上升9.5%至2,709.30億元人民幣，其中車險保費收入於內地汽車銷量倒退的情況中，按年增長6.9%至1,943.15億元人民幣。至於之前一路高歌猛進的保證保險，於2019年按年增長大幅收窄至只有5.1%至347.08億元人民幣，主要是隨著國內經濟和金融環境變化，平安產險主動加強風險管理，調整和優化客群結構，聚焦於保險費率更低的低風險優質客群。

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



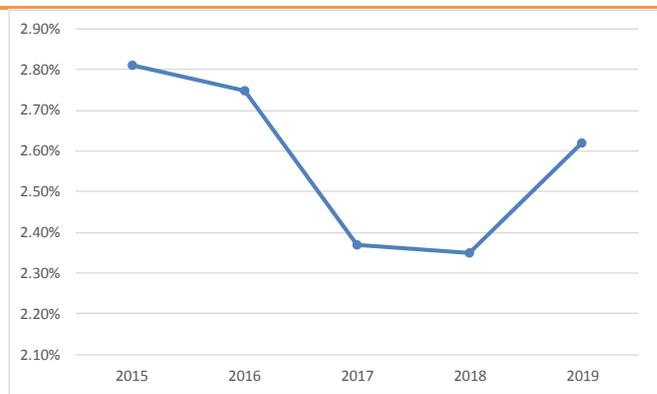
資料來源：公司年報、致富集團研究部

平安產險承保利潤按年輕微下降 0.9%至 84.00 億元人民幣，綜合成本率上升 0.4%至 96.4%。然而由於總投資收益按年大升 63.2%至 179.81 億元人民幣，以及有效稅率大幅下降 (同樣因為 2019 年 5 月的稅改所造成)，平安產險 2019 年淨利潤按年大升 85.8%至 228.08 億元人民幣。若剔除稅改使到 2018 年度所得稅匯算清繳金額減少 18.56 億元人民幣，營運利潤按年上升 70.7%至 209.52 億元人民幣。

平安銀行分析——淨息差為亮點

於 2019 年，平安銀行(1.SZ)利息淨收入按年上升 20.4%至 899.61 億元人民幣，非利息淨收入按年上升 14.4%至 479.97 億元人民幣，淨利潤按年上升 13.6%至 281.95 億元人民幣。至於淨息差則止住了跌勢，按年上升 0.27%至 2.62%，屬於行業高水平。

圖表 11：平安銀行淨息差



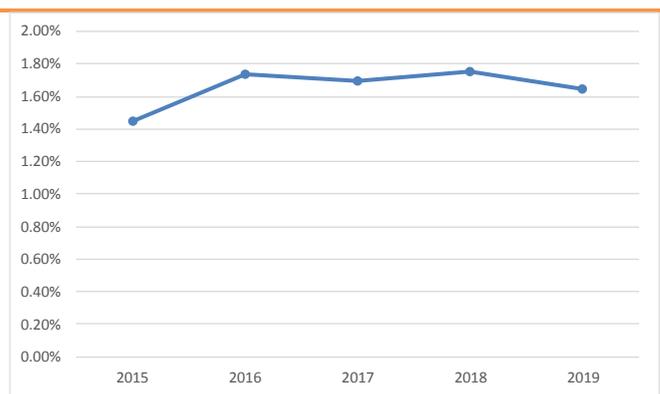
資料來源：公司年報、致富集團研究部

資產端看，平安銀行生息資產平均收益率按年上升 0.06%至 5.17%，除了貸款外，存放央行、債券及同業的收益率全部下跌，主要反映去年央行的寬鬆貨幣政策，銀行間利率持續下行。而短期利率未能有效傳導到銀行貸款，因此平安銀行的貸款利率不太受影響。相反平安銀行加大零售貸款，令整體貸款利率獲得按年上升。然而隨著央行的 LPR 改革落實，今年平安銀行的貸款利率勢受影響。

負債端看，平安銀行計息負債平均成本率按年下跌 0.21%至 2.64%，除了存款外，債券及同業的成本率均向下，同樣是反映了去年流動性充裕的貨幣環境。而存款成本率則相反地上升，顯示銀行的攬儲壓力增大。

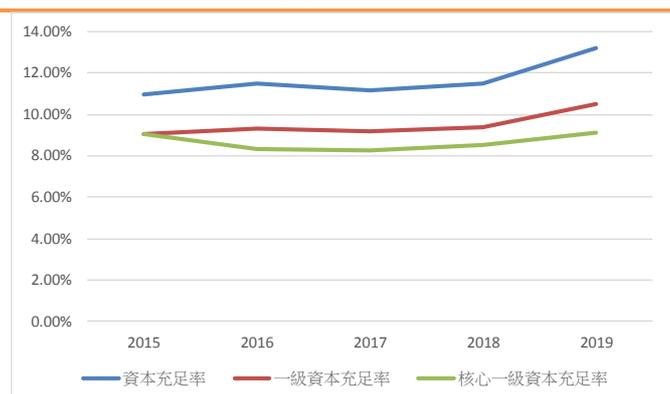
2019 年，平安銀行的淨息差擴闊主要歸根於負債端成本率的跌幅。由於疫情關係，今年央行的貨幣政策會較預期加大放寬，令平安銀行的淨息差有收窄壓力。

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 0.1%至 1.65%，而逾期 90 天以上貸款餘額及佔比實現雙降，分別下降 7.6%至 314.11 億元人民幣及下降 0.35%至 1.35%。不良貸款撥備覆蓋率則增加 27.88%至 183.12%。

貸款減值損失按年上升 22.1%至 532.88 億元人民幣，較平均貸款餘額擴張快，因此信貸成本增加 0.19%至 2.54%。估計今年貸款減值損失的上升速度仍會較平均貸款餘額擴張快，因此會減低盈利增長。

2019 年，平安銀行積極拓展外源性資本補充管道。於 2019 年 1 月完成發行 260 億元人民幣 A 股可轉換公司債券，並於 2019 年 9 月完成轉股，補充核心一級資本；並於 2019 年 4 月發行 300 億元人民幣二級資本債券，及於 2019 年 12 月發行 200 億元人民幣永續債，增加其他一級資本。

2019 年底止，平安銀行核心一級資本充足率、一級資本充足率及資本充足率分別為 9.11%、10.54%及 13.22%，按年分別提升 0.57 %、1.15%及 1.72%。然而若與第 3 季比較，則分別下降 0.64%、持平及下降 0.14%，主要是第 4 季貸款擴張太快。估計今年平安銀行要減慢資產擴張速度或要再加大資本融資。

金融、醫療科技分析——疫情引爆平安好醫生流量

中國平安的金融、醫療科技業務於 2019 年收入按年下跌 8.3%至 320.44 億元人民幣，若剔除 2018 年陸金所重估利益的 72.36 億元人民幣，則 2019 年收入按年上升 15.7%；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 27.1%至 821.09 億元人民幣。股東應佔淨利潤按年大幅倒退 75.1%至 34.87 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下跌 48.5%至 34.87 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 2018 年、2019 年業績簡布

對於此分部 2019 年盈利倒退的問題，負責科技業務的聯席首席執行官陳心穎表示衡量科技業務好壞，不只是利潤，其實收入規模更為重要。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，當中已有三家公司完成上市。目前陸金所及汽車之家(ATHM.NYSE)已達到盈利階段，兩者是平安金融、醫療科技業務的主要盈利來源。平安好醫生(1833.HK)則正進入收入爆發期，投入在壓縮，管理層估計明年應該會盈虧平衡。加大投入的主要涉及其他八家公司，主要包括金融方面的金融壹賬通(OCFT.NYSE)、醫療方面的醫保科技、智慧醫療以及智慧城市。

陸金所是平安最早階段的科技公司，是市場最期待其上市的科技公司。但管理層仍未落實其上市時間，只表示會視乎三個方面，一是自身業務發展情況；二是自身財務投入的階段；三是市場的情況。

2019 年，汽車之家實現營業收入 84.21 億元人民幣，按年增長 16.4%，調整後淨利潤 34.09 億元人民幣，按年增長 10.7%。

平安好醫生 2019 年收入按年增長 51.8% 至 50.65 億元人民幣，全年仍然錄得虧損，不過虧損按年收窄 18.2% 至 7.47 億元人民幣。疫情期間，平安好醫生的使用量急增，董事長王濤於業績會透露，自今年 1 月 22 日至 2 月 6 日期間，新增用戶的日均問診量，與 1 月首 20 日相比增加 9 倍，而期內新增用戶量，比今年首 21 日增加 10 倍。

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。金融壹賬通去年 12 月成功於美國紐約證券交易所上市，是中國的商業科技雲服務平台企業。2019 年，金融壹賬通實現營業收入 23.28 億元人民幣，按年增長 64.7%，淨虧損按年增加 41.8% 至 16.88 億元人民幣。金融壹賬通專注於金融客戶，截至 2019 年底，累計服務 621 家銀行、96 家保險公司，包括國內 100% 的大型銀行、99% 的城商行和 52% 的保險公司。

疫情下的中國平安

中國大陸於今年 1 月開始爆發新型冠狀病毒肺炎。病毒傳播能力極強，中央政府採取強力措施防控疫情蔓延，導致中國大陸經濟活動大幅減慢，甚至停擺，壽險行業尤其重挫。

馬明哲於業績會期間回應疫情的影響時表示，傳統壽險是面對面銷售，疫情期間業務員會面臨收入減少。雖然現在平安有線上銷售，但銷售效果肯定較線下為差。馬明哲估計疫情對平安今年上半年業務開展的影響是肯定的。

中國平安最近公布了 1 月份的保費收入數據，個人新業務保費收入按年下跌 14.9% 至 265.45 億元人民幣。正如上文所言，平安壽險仍在改革路上，淡化 1 月份的開門紅，再加上疫情的影響，新業務保費收入按年下跌是可以理解的。然而最令人吃驚的是個人續期業務保費收入竟然同樣按年下跌 12.8% 至 794.95 億元人民幣。

續期業務保費下跌很可能是保單繼續率下跌造成的。平安壽險於 2019 年的 13 個月保單繼續率已按年下跌 3.6% 至 87.8%，看來 2020 年還在持續下跌。管理層於業績會亦有解釋過保單繼續率下跌的原因，分別是產品結構改變，長期保障型產品的年期長，相較短期儲蓄型產品，投保人更易中途斷供；市場存在針對平安的黑色產業鏈，誘導客戶退保，管理層表示已向相關政府部門投訴；此外，代理人減少會產生一批孤兒單，孤兒單的退保率會較高。平安壽險改革如此激烈，代理人數少了足足 25 萬人，付出的代價是沉重的，管理層必先擁有長遠的眼光，才能擁有如此之魄力。今年再疊加上疫情的原因，想必有部份投保人對前景不明朗而取消續期。

今次的疫情對平安的短期業績是嚴重的，尤其是今年上半年的業績會受到新業務保費減少、退保率升高及投資回報下挫而受到沖擊，甚至可能因為央行減息而導致折現率下降而令準備金增加，致令盈利受損。

疫情不可知，而我們唯一可以肯定的是疫情終有完結的一天。預期 2021 年的壽險需求會回復常態，而健康險更有機會大幅增長。公司的估值是未來多年的自由現金流的折現值加總，不在乎短期的盈利沖擊。

預測及估值

我們提高**中國平安**由「增持」至「買入」評級，目標價由每股 98.20 港元上調至每股 117.20 港元，主要是平安的內含價值持續增加、**平安銀行**的改革成果初步體現所致。此目標價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**、**平安好醫生**、**金融壹賬通**及**汽車之家**的市場價值¹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	84.75
財險業務	PB	8.63
平安銀行	市值	10.20
平安信託	PB	0.64
平安證券	PB	0.91
陸金所	投後估值	6.33
金融壹賬通	市值	0.57
平安醫保	投後估值	1.34
平安好醫生	市值	1.90
汽車之家	市值	1.91
每股合理值(港元)	117.20	
上日收市價(港元)	86.65	
潛在升幅(%)	35.26	

¹ 以 2020 年 2 月 28 日收市價計

評級釋義

評級	說明
買入	目標價較現價有超過 30%的潛在升幅
增持	目標價較現價有介乎 10.1%至 29.9%的潛在升幅
中性	目標價正處於現價正負 10%變幅的區間之內
減持	目標價較現價有介乎 10.1%至 29.9%的潛在跌幅
沽出	目標價較現價有超過 30%的潛在跌幅

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

