个股研究

14/3/2019

中国平安(2318.HK)

2018 年业绩稍胜预期；维持「增持」评级

新业务价值稍胜预期 – **中国平安** 2018 年的内含价值为 10,025 亿元人民币，首破万亿，按年增长 21.5%；每股内含价值为 54.84 元人民币，同样为按年增长 21.5%，符合我们预期。至于**中国平安** 2018 年的一年新业务价值为 723 亿元人民币，按年增长 7.3%，稍为优于我们预期。

生态带来有价流量 – 于 2018 年，**中国平安**有大量的新增客户来自于在线，证明其"金融+生态"策略成功。此外，持有多家平安子公司的合同客户数逐年上升，客户对平安的黏性不断增加，是**中国平安**独特的竞争优势。

A 股回购方案 – **中国平安**拟动用 50 亿元人民币至 100 亿元人民币的自有资金，于上交所回购平安 A 股。回购 A 股的价格不超过每股 101.24 元人民币。另外平安表示，将视乎集团股价，不排除未来仍有回购安排，而 H 股回购亦会积极研究。相信回购属长期策略，有助集团长远价值最大化。

估值 – 我们维持**中国平安**「增持」评级，目标价上调为 98.20 港元。此目标价是基于分类加总估值模型(Sum of the parts Valuation)所推算出来。以 2019 年 3 月 13 日每股 84.00 港元计算，潜在升幅为 16.90%。

投资策略 – 尽管 2018 年国内外政治经济形势严峻，中美贸易冲突加剧，资本市场大幅下滑，然而**中国平安**各主要业务按照既定战略砥砺前行，全年业绩一如以往亮丽，略为优于我们预期。预期 2019 年平安新业务价值增长速度会高于 2018 年，建议投资者于现价增持。

主要财务指标

截至 12 月 31 日止年度	2017	2018	2019E	2020E
寿险已赚保费(百万元人民币)	384,567	465,583	534,771	609,707
财险已赚保费(百万元人民币)	188,219	211,918	245,466	281,082
归属于股东净利润(百万元人民币)	89,088	107,404	105,290	124,054
每股盈利(元人民币)	4.99	6.02	5.76	6.79
每股股息(元人民币)	1.50	1.92	1.73	2.04
集团内含价值(百万元人民币)	825,174	1,002,457	1,178,981	1,384,560
寿险内含价值(百万元人民币)	496,382	613,224	734,606	881,778
新业务价值(百万元人民币)	67,357	72,294	76,595	84,254
PEV(倍)	1.60	1.32	1.12	0.95
派息比率(%)	30.1	31.9	30.0	30.0

数据源：公司年报及致富集团研究部

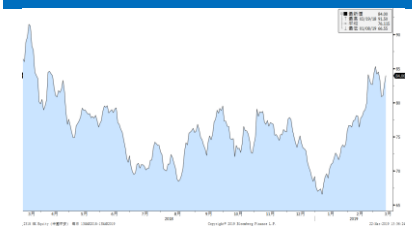
增持(维持评级)

目标价	98.20 元
上日收市价	84.00 元

公司简介

集团的主要业务包括提供多元化的金融产品及服务，主要着力于开展保险、银行及投资三项核心业务。

过去一年股价走势



表现(%)	1 个月	半年	1 年
2318.HK	7.6	13.2	-2.8
恒指	1.1	6.6	-8.8

数据源：彭博

主要公司数据

52 周股价范围	65.95 元-90.32 元
市值	15,355 亿元
已发行股数	182.8 亿
每股账面净值	35.4 元

数据源：彭博

刘志斌 Roy, CFA, FRM
+852 2500 9673
roy_lau@chiefgroup.com.hk

目录

2018 年中国平安业绩分析 3

业绩回顾——新业务价值稍胜预期 3

平安客户分析——生态带来有价流量 3

平安寿险分析——新业务价值率快速提升 4

平安产险分析——综合成本率轻微下降 4

平安银行分析——零售转型持续推进 5

金融、医疗科技分析——陆金所投后估值好过预期 6

A 股回购方案 6

预测及估值 7

2018 年中国平安业绩分析

业绩回顾——新业务价值稍胜预期

中国平安 2018 年全年业绩，股东应占净利润突破一千亿元人民币，达到 1,074 亿元人民币，按年增长 20.6%，较我们预期多赚约 186 亿元人民币；全年股息为每 1.72 元人民币(不含 0.2 元人民币特别息)。平安的股东应占净利润中主要有三项数据与我们预期有较大分别。

第一项是寿险部分中的支出项目赔款及保户利益少过我们预期约 270 亿元人民币。主要原因是其中的保险责任准备金净增加额按年不升反跌 6.2%，估计部份原因为 2018 年的保险合同准备金计量收益率曲线假设上升所致。

第二项是总投资收益少过我们预期约 100 亿元人民币。由于 2018 年下半年股票市场急速下跌，我们预期平安保险资金投资组合的总投资收益率由 2017 年的 6.0%下跌至 4.0%，但结果是下跌至 3.7%。由于平安于 2018 年率先采用 IFRS9 新会计准则，令到有相当一部分的金融资产以公允值计量且其变动计入当期损益。准则修订前平安的总投资收益率为 5.2%，大幅好于目前的 3.7%，因此新的会计准则将令平安的总投资收益率大幅波动，我们可以预期 2019 年的总投资收益率很大可能好于 2018 年。

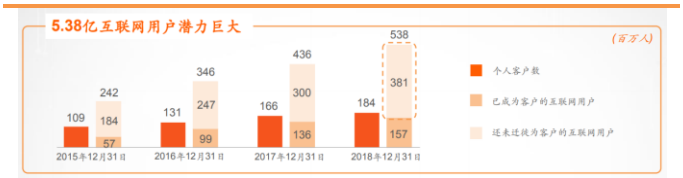
第三项是金融科技业务净利润好过我们预期，主要因为陆金所控股完成 C 轮融资，产生 72 亿元人民币的重大公允价值重估收益。

事实上，平安的净利润并不是一个很好的指标用以衡量其业绩好坏，尤其是采用 IFRS9 之后，净利润的波动将大幅增加。因此平安于 2017 年引入营运利润指标，于净利润的基础上，剔除短期投资波动、折现率变动影响及一次性重大项目。**中国平安** 2018 年的股东应占营运利润为 1,126 亿元人民币，按年增长 18.9%。

然而，衡量平安最重要的指针仍然是内含价值及一年新业务价值。**中国平安** 2018 年的内含价值为 10,025 亿元人民币，首破万亿，按年增长 21.5%；每股内含价值为 54.84 元人民币，同样为按年增长 21.5%，符合我们预期。至于**中国平安** 2018 年的一年新业务价值为 723 亿元人民币，按年增长 7.3%，稍为优于我们预期。

平安客户分析——生态带来有价流量

图表 1：个人客户数、互联网用户数



数据源：公司 2018 年业绩报告

图表 2： 持有多家子公司合同的客户数占比

数据源：公司 2018 年业绩报告

中国平安 2018 年个人客户数按年增长 11.0%至 1.84 亿人，新增客户达 4,078 万人，其中 35.6%来自集团的互联网用户。至于集团互联网用户数按年增长 23.4%至 5.38 亿人，其中 1.57 亿用户已成为平安的客户，占总客户人数 85.3%。正如马明哲董事长于业绩会所说，平安之所以要做“金融+生态”，是要用科技构建生态，通过生态为未来金融业转型获取实实在在有价值的流量，形成新的渠道。2018 年，平安有大量的新增客户来自于在线，证明其策略取得进展。

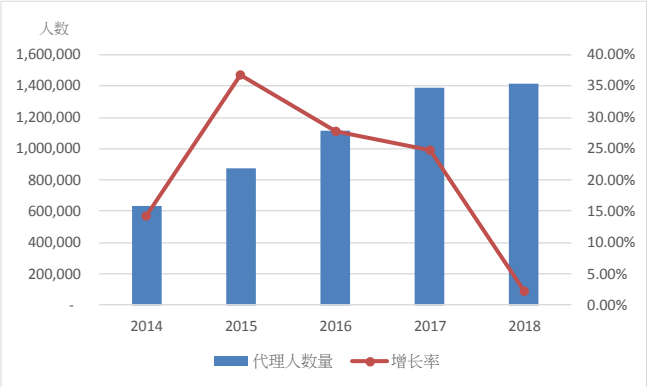
于图表 2 可见，2018 年持有多家平安子公司的合同客户数占比按年增长 6.1%至 34.6%，持续逐年增加。另外，2018 年客均合同数亦按年增加 9.1%至 2.53 个。以上两项数字均表明平安的综合金融策略凑效，客户持有平安

多项产品，不单能增加平安的收入，更重要是能增加客户对平安的黏性，是平安其中一个独特的竞争优势。

平安寿险分析——新业务价值率快速提升

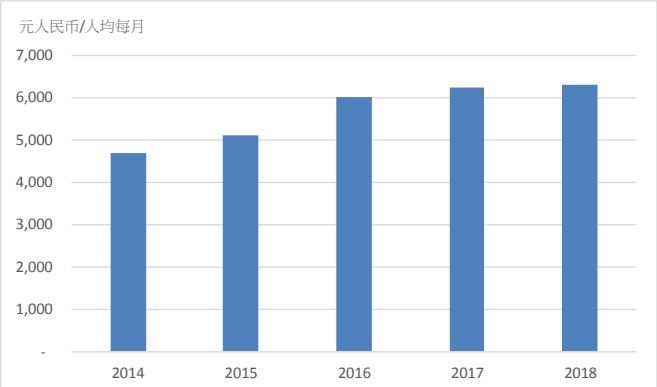
于 2018 年，平安用来计算新业务价值的首年保费按年下跌 3.6%至 1,654 亿元人民币，然而新业务价值却按年增加 7.3%至 723 亿元人民币，主要得益于平安寿险产品的新业务价值率按年大幅上升 4.4%至 43.7%。平安寿险现正经历产品结构改革，情况有如 2010 年至 2013 年期间，平安大幅压缩趸交业务，令到首年保费出现倒退，新业务价值增长缓慢，但新业务价值率却得到大幅提升。改革完成后，成果出现于 2013 年至 2017 年，新业务价值出现大爆发。

图表 3：代理人数量及其增长率



数据源：公司年报、致富集团研究部

图表 4：代理人收入



数据源：公司年报、致富集团研究部

至于市场十分关注的平安代理人数量，2018 年按年轻微增长 2.3%至 141.7 万人，大幅低于过去三年的增长人数。我们已预期 2018 年的增长速度将会放缓，但实际情况仍低于我们预期。首席保险业务报行官李源祥于业绩会表示，代理人数过去几年增长有点过快，目前优先提升代理人质量。平安亦应用人工智能于销售管理，AI 甄选和 AI 面谈应用于 1,100 多万准增员对象；通过 AI 甄选模型对历史数据进行分析验证，13 个月留存代理人的识别率达 95.4%，相信科技有助平安提升代理人质量及增员速度。

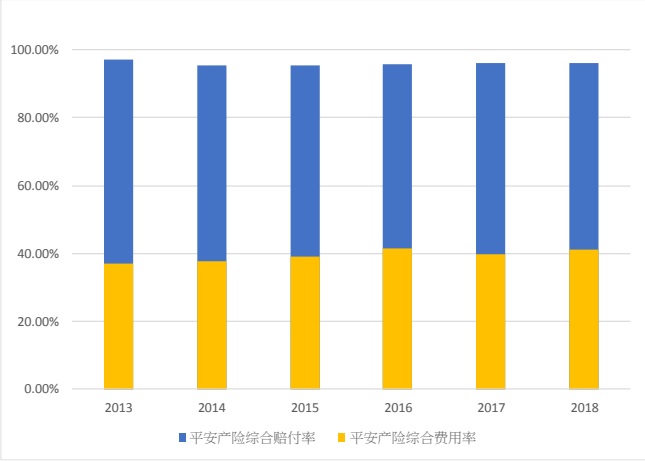
另外，2018 年平安代理人人均每月收入则由上半年按年下跌改善至按年升不足 1%至 6,294 元人民币。在 134 号文负面影响及平安寿险产品结构改变下，人均每月收入能维持 2017 年水平，算是不错成绩，部份原因是得益于代理人的综合金融收入上升。

平安产险分析——综合成本率轻微下降

于 2018 年，平安产险原保险保费收入按年上升 14.6%至 2,474 亿元人民币，其中车险保费收入于内地汽车销量倒退的情况中，按年增长 6.6%至 1,818 亿元人民币。至于增长最快的是保证保险，于 2018 年按年大幅增长 66.1%至 330 亿元人民币，估计得益于与集团内部专业公司的紧密合作。

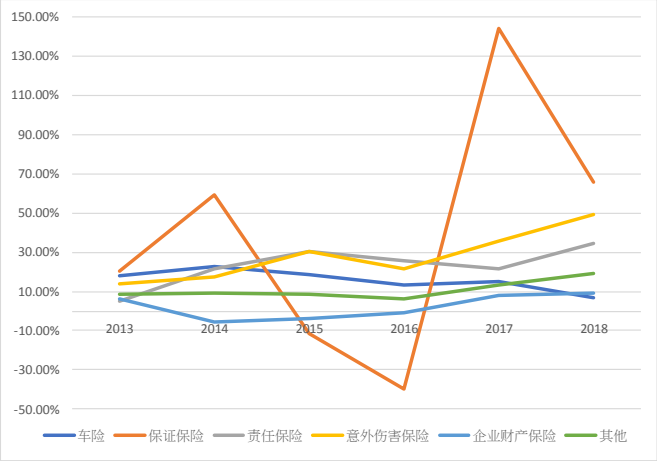
值得可喜的是，于 2018 年普遍内地财险公司出现承保亏损，行业处于一片哀鸿遍野当中，平安产险承保利润按年增长 19.2%至 84.8 亿元人民币，综合成本率下降 0.2%至 96.0%。然而由于总投资收益按年下跌 5.6%至 110 亿元人民币，以及有效税率大幅上升，平安产险 2018 年净利润按年下跌 8.2%至 123 亿元人民币。

图表 5： 综合费用率及综合赔付率



数据源：公司年报、致富集团研究部

图表 6： 主要险种按年增长率

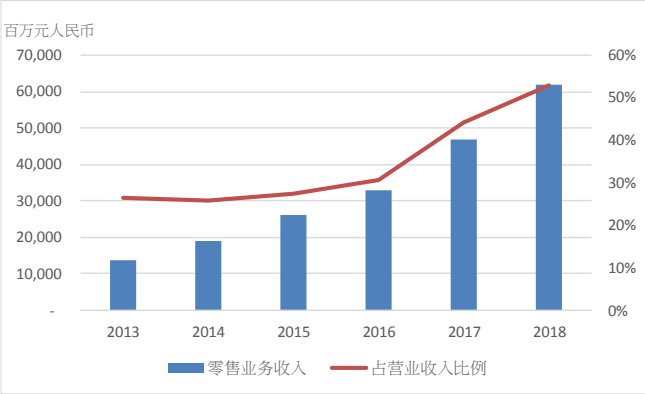


数据源：公司年报、致富集团研究部

平安银行分析——零售转型持续推进

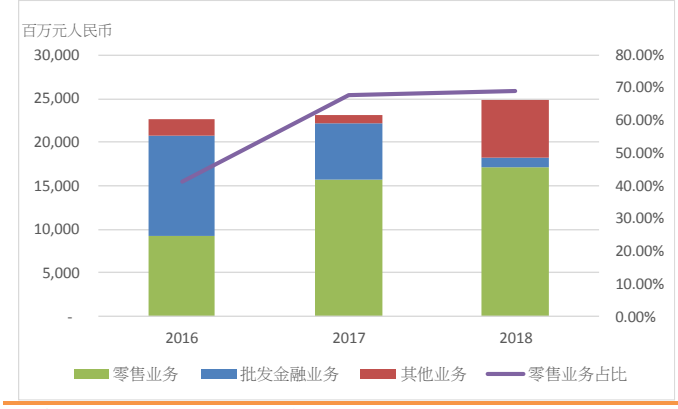
于 2018 年，平安银行利息净收入按年上升 1.0%至 747 亿元人民币，非利息净收入按年上升 32.1%至 420 亿元人民币，净利润按年上升 7.0%至 248 亿元人民币。至于净息差则下降 0.02%至 2.35%。

图表 7： 零售业务收入及其占比



数据源：公司年报、致富集团研究部

图表 8： 分部净利润



数据源：公司年报、致富集团研究部

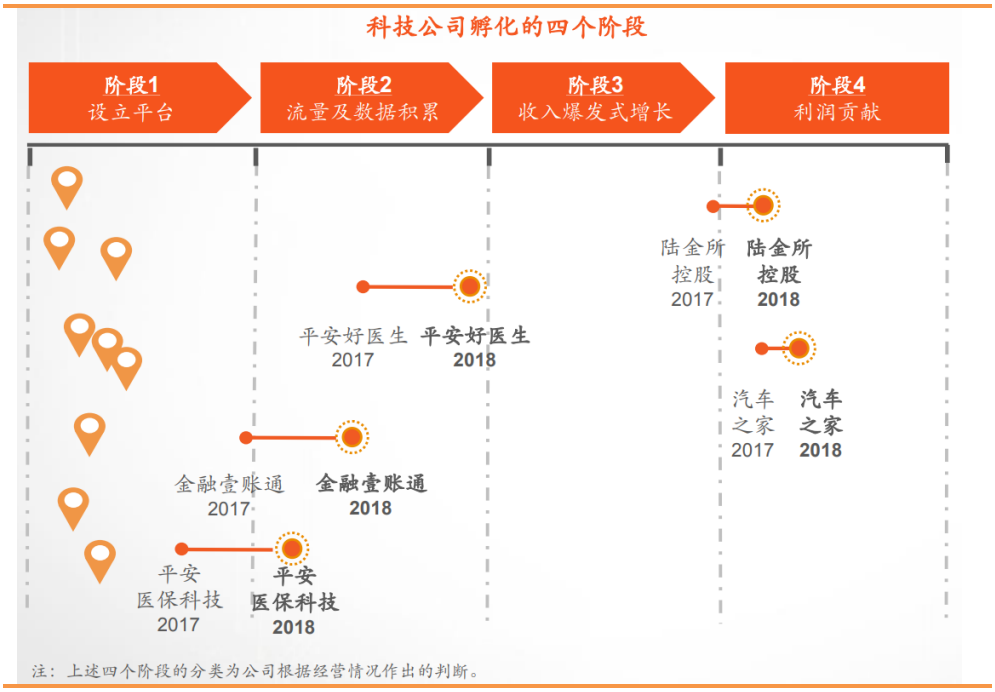
2018 年，平安银行的零售改革持续进行，零售业务收入按年大幅增长 32.5%至 619 亿元人民币，占营业收入比例跳升至 53.0%；零售业务净利润按年增长 9.2%至 171 亿元人民币，占总净利润 69.0%。管理零售客户资产(AUM)按年上升 30.4%至 14,168 亿元人民币；个人货款按年上升 35.9%至 11,540 亿元人民币；信用卡流通卡量按年增加 34.4%至 5,152 万张。

至于资产质量方面，不良贷款率上升 0.05%至 1.75%，然而逾期 90 天以上贷款余额及占比则实现双降，分别下降 18.0%至 340 亿元人民币及下降 0.73%至 1.7%。拨备覆盖率及逾期 90 天以上贷款拨备覆盖率亦分别增加 4.2%至 155.2%及增加 53.8%至 159.5%。

金融、医疗科技分析——陆金所投后估值好过预期

中国平安的金融、医疗科技业务于 2018 年收入按年下跌 18.1%至 349 亿元人民币，股东应占净利润倒退 13.9%至 140 亿元人民币，但当中 72 亿元人民币为陆金所控股完成 C 轮融资的重大公允价值重估收益。若按剔除一次性收益的股东应占营运利润计算则按年上升 24.9%至 68 亿元人民币。

图表 9：**中国平安**科技公司的不同阶段



数据源：公司 2018 年业绩报告

图表 9 显示平安管理层认为其主要五家科技公司的发展阶段。目前陆金所及**汽车之家(ATHM.NYSE)**已达盈利阶段，两者是平安金融、医疗科技业务的主要盈利来源。而陆金所已完成 C 轮融资，投后估值高达 394 亿美元，比传闻的 380 亿美元更高。

平安医保科技及金融壹账通则仍然处于流量及数据积累阶段，投后估值分别达 88 亿美元及 75 亿美元。**平安好医生(1833.HK)**则正进入收入爆发期，2018 年收入按年增长 78.7%至 33 亿元人民币，但全年仍净亏损 9 亿元人民币。

A 股回购方案

中国平安同时公布 A 股回购方案详情。集团拟动用 50 亿元人民币至 100 亿元人民币的自有资金，于上交所回购平安 A 股。回购 A 股的价格不超过每股 101.24 元人民币。回购规模较市场之前预期的过千亿元人民币为少，估计此次回购规模对集团股价影响较少。然而平安首席财务官姚波亦表示，将视乎集团股价，不排除未来仍有回购安排，主要考虑是股东价值最大化，而 H 股回购亦会积极研究。相信回购属长期策略，有助集团长远价值最大化。

预测及估值

我们维持**中国平安**「增持」评级，目标价上调为 98.2 港元，主要是平安 2018 年业绩稍胜我们预期、陆金所投后估值大幅上升及平安持有的上市公司股值上升所致。此目标价是基于分类加总估值模型(Sum of the parts Valuation)所推算出来。我们用每股股价对每股企业价值比率(PEV)估值法对集团寿险业务进行估值；用市账率(PB)估值法对集团财险、信托及证券业务进行估值；用**平安银行**、**平安好医生**及**汽车之家**的市场价值[1]进行估值；以及用投后价值对集团科技业务进行估值。此目标价相当于 1.31 倍 2019 年度的预测集团内含价值(Forward PEV)。

图表 10：**中国平安**分类加总估值模型

百万单位	估值法	分部每股估值(港元)
寿险业务	PEV	70.23
财险业务	PB	7.35
平安银行	市值	7.88
平安信托	PB	0.57
平安证券	PB	0.86
陆金所	投后估值	5.95
金融壹账通	投后估值	1.10
平安医保	投后估值	1.25
平安好医生	市值	1.08
汽车之家	市值	1.96
每股合理值(港元)	**98.20**	
上日收市价(港元)	**84.00**	
潜在升幅(%)	**16.90**	

[1] 以 2019 年 3 月 13 日收市价计

评级释义

评级	说明
买入	目标价较现价有超过 30%的潜在升幅
增持	目标价较现价有介乎 10.1%至 29.9%的潜在升幅
中性	目标价正处于现价正负 10%变幅的区间之内
减持	目标价较现价有介乎 10.1%至 29.9%的潜在跌幅
沽出	目标价较现价有超过 30%的潜在跌幅

免 责 声 明

本报告由致富证券有限公司(“致富证券”)提供，所载之内容或意见乃根据本公司认为可靠之数据源来编制，惟本公司并不就此等内容之准确性、完整性及正确性作出明示或默示之保证。本报告内之所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易之专业推介、建议、邀请或要约。致富证券及其附属公司、雇员及其家属及有关人士可于任何时间持有、买卖或以市场认可之方式，包括以代理人或当事人对本报告内提及的任何产品进行投资或买卖。投资附带风险，投资者需注意投资项目之价值可升亦可跌，而过往之表现亦不一定反映未来之表现。投资者进行投资前请寻求独立之投资意见。致富证券在法律上均不负责任何人因使用本报告内数据而蒙受的任何直接或间接损失。致富证券拥有此报告内容之版权，在未获致富集团许可前，不得翻印、分发或发行本报告以作任何用途。撰写研究报告内的分析员均为根据证券及期货条例注册的持牌人士，此等人士保证，文中观点均为其对有关报告提及的证券及发行者的真正看法。截至本报告发表当日，此等人士均未于本报告中提及的公司或与此等公司相同集团的成员公司之证券存有权益。