

3/9/2021

個股研究

中國平安(2318.HK)

2021 年中期業績未如理想；壽險改革是關鍵

壽險改革尚未明朗 - 管理層年初曾表示今年代理人數將保持在 100 萬人上下。惟截至 2021 年 6 月底止，代理人數已跌至 87.8 萬人，顯示壽險改革仍在摸黑前進，成果尚未明朗。惟有當不符合改革要求的代理人接近出清，質優新人加入速度快於舊人脫落速度，改革始有成效。

新業務價值仍跌 - 管理層原預計 2021 年新業務價值會有一個正增長，可惜今年中期，新業務價值仍按年跌 11.7%。原因是全球經濟發展仍面臨不確定性，客戶對長期保障產品的消費支出暫時放緩，疊加代理人規模下降的影響所致。

估值 - 我們給予中國平安「買入」評級，估值由每股 131.00 港元下調至每股 97.64 港元，主要因為我們降低了集團未來新業務價值預期及集團聯營公司市值下降所致。以 2021 年 9 月 2 日每股 60.65 港元計算，潛在升幅為 60.99%。

投資策略 - 2021 年上半年，新冠肺炎疫情影響依然持續，壽險改革成果未現，加上投資內房「華夏幸福」的減值損失，平安純利有所倒退。幸好除壽險業務外，其他業務表現理想，令營運利潤仍獲得增長。年初至今，平安股價已下挫逾三成，估值處於低位，建議投資者於現價買入。

主要財務指標

截至 6 月 30 日止年度	2019 1H	2020 1H	2021 1H
壽險已賺保費(百萬元人民幣)	309,705	293,288	282,914
財險已賺保費(百萬元人民幣)	111,611	122,339	127,255
歸屬於股東淨利潤(百萬元人民幣)	97,676	68,683	58,005
每股盈利(元人民幣)	5.48	3.88	3.29
每股股息(元人民幣)	0.75	0.80	0.88
集團內含價值(百萬元人民幣)	1,113,181	1,257,091	1,377,953
壽險內含價值(百萬元人民幣)	713,191	805,374	863,585
新業務價值(百萬元人民幣)	41,052	31,031	27,387
PEV(倍)	0.83	0.73	0.67
派息比率(%)	13.69	20.62	26.75

資料來源：公司年報及致富集團研究部

買入

估值 97.64 元

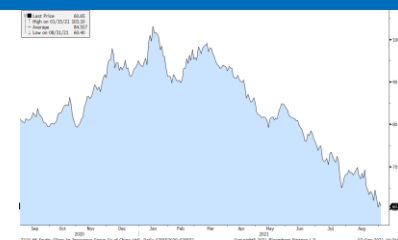
前估值 131.00 元

上日收市價 60.65 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	-11.65	-36.29	-25.35
恒指	-0.44	-10.33	3.86

資料來源：彭博

主要公司數據

52 周股價範圍	57.65 元-103.60 元
市值	11,087 億元
已發行股數	182.80 億
每股內含價值	75.38 元人民幣

資料來源：彭博

劉志斌 Roy, CFA, FRM

roy_lau@chiefgroup.com.hk

內容

2021 年中期中國平安業績分析	3
平安壽險利源分析——營運利潤罕見倒退	3
平安壽險內含價值分析——新業務價值仍然下跌	4
平安產險分析——承保利潤倍升	6
平安銀行分析——淨利潤升近三成	7
金融、醫療科技分析——業務持續增長	8
預測及估值	9

2021 年中期中國平安業績分析

中國平安 2021 年中期純利按年倒退 15.6% 至 580.05 億元人民幣，主要由於集團對內房「華夏幸福」進一步加大減值計提，達至 359 億元人民幣，影響純利 208 億元人民幣。

至於撇除短期波動及一次性項目的歸母稅後營運利潤，按年仍升 10.1% 至 818.36 億元人民幣。今次升幅主要靠平安財險及平安銀行表現理想，反而佔營運利潤六成的平安壽險按年倒退 3.2%，拖了集團業績後腿。

平安壽險利源分析——營運利潤罕見倒退

2021 年中期，平安壽險及健康險淨利潤按年倒退 35.1% 至 297.85 億元人民幣，主要由於公司對內房「華夏幸福」相關投資資產減值計提所致。然而，撇除短期波動及一次性項目的稅後營運利潤仍然按年倒退 2.5% 至 502.30 億元人民幣。

圖表 1：壽險及健康險業務營運利潤及利源分析

百萬元人民幣	2017	2018	2019	2020	2021 1H
剩餘邊際攤銷	49,811	62,287	74,454	81,583	41,589
淨資產投資收益	7,357	8,959	11,738	13,170	7,133
息差收入	5,637	5,048	3,947	4,565	2,125
營運偏差及其他	10,108	21,749	10,406	4,607	7,011
稅前營運利潤合計	72,912	98,043	100,545	103,926	57,858
所得稅	(20,088)	(26,698)	(11,595)	(10,260)	(7,629)
稅後營運利潤合計	52,824	71,345	88,950	93,666	50,230
短期投資波動	4,532	(12,853)	19,354	10,308	(15,245)
折現率變動影響	(21,213)	265	(13,164)	(7,902)	(5,200)
一次性重大項目	-	-	8,597	-	-
淨利潤	36,143	58,757	103,737	96,072	29,785

資料來源：公司年報、致富集團研究部

剩餘邊際攤銷是利潤的最大貢獻部分，惟按年增長只有 3.1% 至 415.89 億元人民幣。剩餘邊際攤銷增長放緩，主要由於去年疫情令去年的新業務貢獻的剩餘邊際按年大跌 43.1%，導致去年的期末剩餘邊際只有 4.5% 增長，令今年的攤銷增長放緩。

今年仍然受疫情影響，以及壽險改革尚未成功，新業務貢獻的新增剩餘邊際已經與攤銷相若，令今年中期末剩餘邊際按年只升 0.6%，勢將影響下年的剩餘邊際攤銷。

另外營運偏差及其他部分，按年減少 29.1%至 70.11 億元人民幣，已經是連續三年下跌，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新業務增速下滑、保單繼續率波動、去年同期新冠肺炎疫情下客戶理賠減少帶來的賠付差較高等因素所致。

平安壽險內含價值分析——新業務價值仍然下跌

圖表 2：平安壽險內含價值變動

百萬元人民幣	2017	2018	2019	2020	2021 1H
期初內含價值	360,312	496,381	613,224	757,490	824,574
預計回報	31,745	45,326	57,757	66,121	34,978
新業務價值(包含分散效應)	88,117	93,237	90,048	57,571	31,218
假設及模型變動	(758)	608	1,898	(2,990)	1,251
市場價值調整影響	(5,415)	7,191	271	(1,692)	1,985
投資回報差異	30,212	(12,233)	32,142	(5,683)	(12,122)
其他經驗差異	8,886	13,938	3,672	(11,125)	(6,144)
其他	-	-	8,540	15,677	-
淨股息支出+員工持股計劃	(16,718)	(31,224)	(50,061)	(50,794)	(12,158)
期末內含價值	496,381	613,224	757,490	824,575	863,582

資料來源：公司年報、致富集團研究部

於 2021 年中期，平安用來計算新業務價值的首年保費按年微升 3.7%至 876.41 億元人民幣，新業務價值卻按年減少 11.7%至 273.87 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 5.5 百分點至 31.2%。至於平安壽險內含價值按年上升 7.2%至 8,635.85 億元人民幣。

從圖表 2 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，2021 年中期仍然倒退，導致平安壽險內含價值不能保持多年的雙位數增長。

平安壽險改革尚未明朗

今次中期報告，集團重申傳統壽險正面臨就業市場、產品競爭和客戶需求三大挑戰，改革已是刻不容緩。

就業市場方面：

- 中國勞動力人口由 2015 年的高位 9.1 億人已降至 2020 年的 8.9 億人，人口紅利不再。同時社會職工平均工資水平 5 年增長 36%，2020 年已達每月 5,700 元，平安的代理人收入已不夠吸引，以往粗放式的代理人人海戰術難以持續。

產品競爭方面：

- 商業保險產品同質化嚴重，互聯網保險產品利用流量優勢搶佔市場。

客戶需求方面：

- 隨着社會保障體系逐步完善，基本醫保覆蓋人口超過 90%，公眾的基礎保險投保需求降低；而傳統保險以提供簡單的財務保障為主，服務低頻且高質量醫療服務匱乏，客戶的醫療服務需求尚未得到充分滿足。

產品改革

上文已經提到商業保險產品同質化嚴重，每間保險公司均是純經濟保償，平安很難突為而出。而且低端市場已成紅海，服務高端人群是平安今後的重點市場。因此平安決定實行「產品+」服務體系改革，聚焦客戶健康和養老新需求。

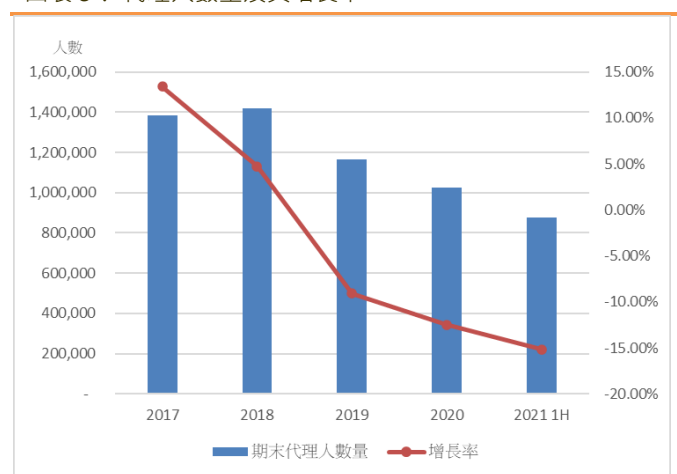
平安靠自己醫療生態圈，包括平安好醫生、平安醫保科技等附屬公司，打造「保險+健康管理」差異化。平安為每位客戶配置 1 個專屬專業醫生和專業健康專檔，提供健康管理、亞健康管理、慢病管理和疾病管理等 4 大服務，增加服務客戶頻次及忠誠度。

平安亦致力於開拓高端養老市場，打造「保險+高端養老」差異化。今年上半年，平安發佈「平安臻頤年」康養品牌及首個高端產品系列「頤年城」。未來，平安將在一、二線城市的核心地段建立康養產業。

代理人改革

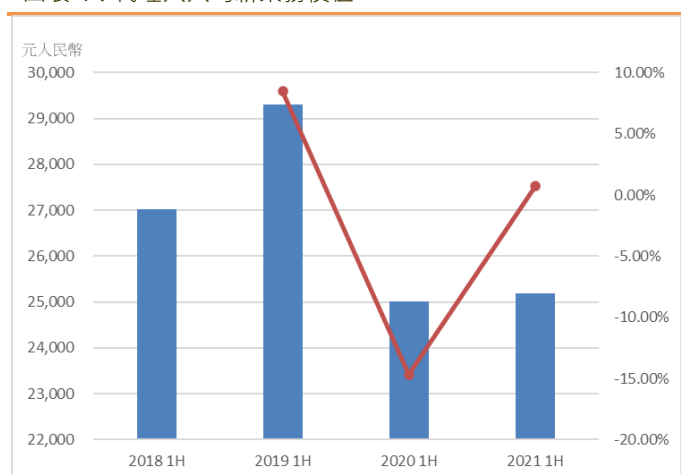
互聯網保險產品在低端市場的擠壓，加上開發高端客戶這個藍海市場，代理人改革是勢在必行，但亦是最難的一環。之前大量代理人一向以銷售理財型產品為主，轉型售賣保障型產品明顯水土不服。

圖表 3：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 4：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

為了配合這次改革，平安逐步出清質量低的代理人。同一時間，平安將新入職代理人門檻提高，加入大專學歷、銷售經驗等要求。舊人流失量大，新人入職量少，令淨代理人數大幅下挫。圖表 3 顯示，截至 2021 年

中期，平安代理人數量連續第三年出現倒退，由 2018 年高峰 142 萬人，減至目前的 87.8 萬人，大幅淨減少了 54.2 萬人。

代理人數大幅減少，結果就是令到新單銷量減少，而且代理人流失，產生大量孤兒單，令部分客戶續保意願減少，保單繼續率持續下跌，造成平保壽險這三年的業績不振。

平安要打造的“三高”代理人隊伍，即高質量、高產能、高收入，可從代理人人均新業務價值檢視成果。圖表 4 顯示，今年中期代理人人均新業務價值止跌，按年基本持平至 25,185 元人民幣，但還未重上 2019 年中期的 29,309 元人民幣。

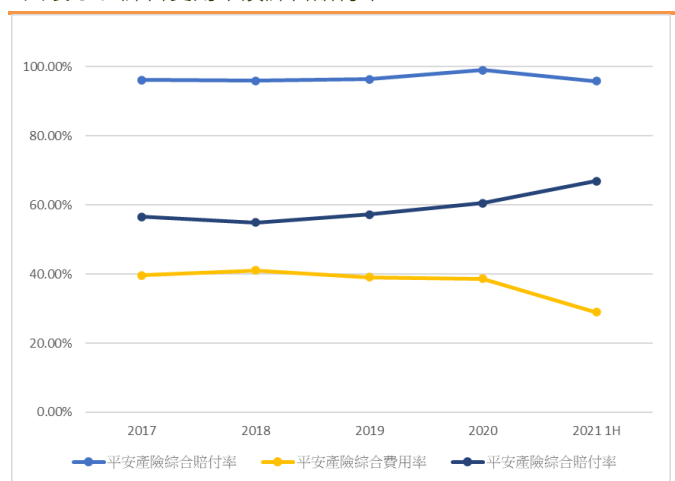
管理層 2020 年業績會時曾表示，今年代理人數將保持在 100 萬人上下，而且新業務價值會有一個正增長，可惜目前全部落空。顯然代理人改革比管理層預計還要難。

惟有當不符合改革要求的代理人差不多出清，聘請新人的速度快過舊人脫落的速度，總代理人數止跌回升，加上改革後的代理人質量更高，新單保費及新業務價值始會好轉。

平安產險分析——承保利潤倍升

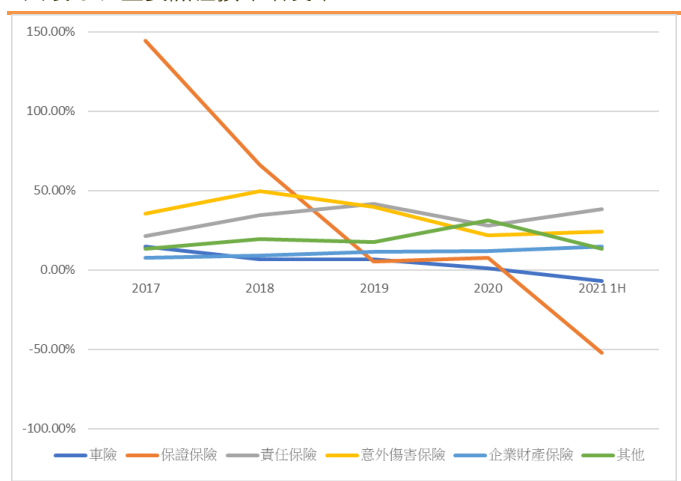
於 2021 年中期，平安產險原保險保費收入按年下跌 7.5% 至 1,333.13 億元人民幣，其中車險保費收入受車險綜合改革的影響下，按年倒退 6.9% 至 890.15 億元人民幣。至於保證保險，於 2021 年中期按年大幅下跌 52.3% 至 97.57 億元人民幣，然而承保利潤卻扭虧為盈，賺 18.59 億元人民幣，是平安產險盈利增長的主要功臣，主要得益於國內經濟的復蘇、平安產險風險篩選能力的進一步加強和客群結構的優化。

圖表 5：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 6：主要險種按年增長率



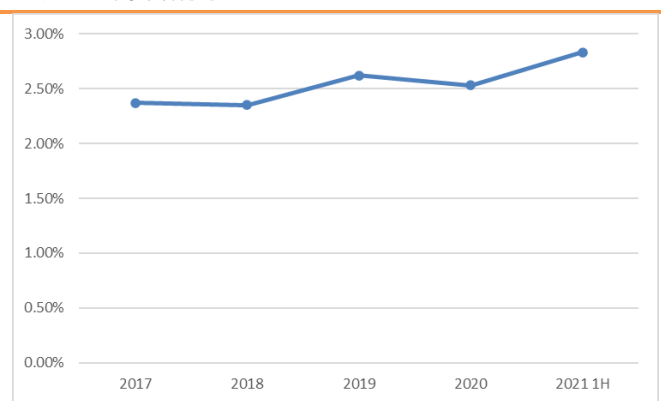
資料來源：公司年報、致富集團研究部

平安產險承保利潤按年急升 117.4%至 52.1 億元人民幣，綜合成本率下降 2.2%至 95.9%，已接近歷年最低水平，主要由於保證保險綜合成本率大幅下降所致。至於總投資收益按年下跌 5.2%至 79.73 億元人民幣，平安產險 2021 年中期淨利潤按年上升 30.4%至 107.91 億元人民幣。

平安銀行分析——淨利潤升近三成

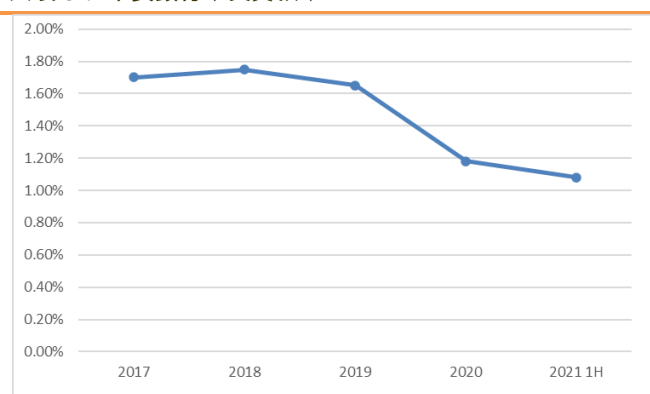
於 2021 年中期，平安銀行(1.SZ)利息淨收入按年上升 6.8%至 593.61 億元人民幣，非利息淨收入按年上升 8.7%至 253.19 億元人民幣，淨利潤按年上升 28.5%至 175.83 億元人民幣。至於淨息差按年下跌 0.04%至 2.83%，但仍然是大型銀行中的高水平。

圖表 7：平安銀行淨息差



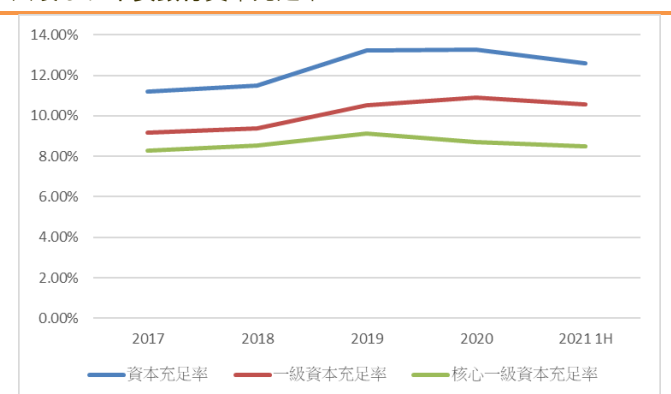
資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 8：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 9：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 0.10%至 1.08%，而逾期 90 天以上貸款餘額及佔比實現雙降，分別下降 3.9%至 226.08 億元人民幣及下降 0.09 個百分點至 0.79%。不良貸款撥備覆蓋率則增加 58.13 個百分點至 259.53%。

貸款減值損失按年下降 22.2%至 251.21 億元人民幣，因此信貸成本下降 0.83 個百分點至 1.84%。

2021 年中期，**平安銀行**利息淨收入略為放緩至只有單位數增幅，令整體收入增速稍為下降，但資產質量顯著好轉，淨利潤大幅增長。惟公司核心一級資本充足率連續兩年下降至 8.49%，將會限制公司利息收入增速，後續可能有集資需要。

金融、醫療科技分析——業務持續增長

中國平安的金融、醫療科技業務於 2021 年中期收入按年倒退 7.7%至 138.59 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 14.2%至 488.09 億元人民幣。股東應佔淨利潤按年下跌 23.1%至 26.44 億元人民幣，若剔除一次性 35.92 億元人民幣的陸金所可轉換本票重估損失，股東應佔營運利潤計算則按年大升 81.4%至 62.36 億元人民幣。

陸金所(LU)順應金融監管趨勢和市場環境變化，股客戶持有的 P2P 產品資產管理規模已基本完成清理。2021 年中期，實現營業收入 300.79 億元人民幣，按年增長 17.1%；淨利潤 96.97 億元人民幣，按年上升 33.3%。公司財富管理平台上 80%的客戶資產來自於資產規模大於 30 萬元人民幣的客戶群體，客戶資產規模為 4,211.04 億元人民幣。

平安好醫生(1833.HK)2021 年中期收入按年增長 39.0%至 38.18 億元人民幣，可惜虧損擴大，按年上升 312.4%至 8.79 億元人民幣，主要由於公司對企業健康管理、互聯網醫院、線上藥店等領域將加大投資所致。管理層表示，維持公司於 2024 至 2025 年實現收支平衡預測不變。

汽車之家(2518.HK)2021 年中期實現營業收入 37.80 億元人民幣，按年輕微倒退 2.1%，淨利潤 15.25 億元人民幣，基本與去年持平。

金融壹賬通(OCFT)仍然處於流量及數據積累階段。2021 年中期，**金融壹賬通**實現營業收入 17.88 億元人民幣，按年增長 31.9%，淨虧損按年下跌 10.4%至 6.97 億元人民幣。**金融壹賬通**專注於金融客戶，截至 2021 年 6 月底，累計服務務 641 家銀行、110 家保險類機構，覆蓋境外 20 個國家或地區的 109 家金融及政府機構客戶。

預測及估值

我們給予**中國平安**「買入」評級，估值由每股 131.00 港元下調至每股 97.64 港元，主要因為我們降低了集團未來新業務價值預期及集團聯營公司市值下降所致。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 10：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	68.05
財險業務	PB	7.36
平安銀行	市值	13.60
平安信託	PB	0.82
平安證券	PB	1.07
陸金所	市值	2.97
金融壹賬通	市值	0.20
平安醫保	投後估值	0.92
平安好醫生	市值	1.42
汽車之家	市值	1.22
每股合理值(港元)	97.64	
上日收市價(港元)	60.65	
潛在升幅(%)	60.99	

¹ 以 2021 年 9 月 2 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

