

12/4/2022

個股研究

中國平安(2318.HK)

今年業績壓力仍大；但股價已屬低位

壽險改革砥礪前行 - 舊人流失量大，新人入職量少，令淨代理人數連續第三年出現倒退，由 2018 年高峰 142 萬人，減至目前的 60 萬人。預計今年代理人數仍會進一步回落，但很大機會今年見底。

新業務價值跌幅加大 - 去年新業務價值仍按年大跌 23.6%。原因是受到儲蓄型產品佔比上升導致新業務價值率下滑，以及公司堅持高質量人力發展，轉型期間代理人數下滑的雙重影響。新業務價值增長壓力仍大，今年仍不容樂觀。

估值 - 我們給予中國平安「買入」評級，估值由每股 97.64 港元下調至每股 89.77 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 2022 年 4 月 11 日每股 55.75 港元計算，潛在升幅為 61.02%。

投資策略 - 2021 年，宏觀經濟和國內外形勢複雜多變，新冠肺炎疫情影響依然持續，壽險改革仍艱難進行，加上投資內房「華夏幸福」的減值損失，平安純利有所倒退。然而，平安股價自歷史高位至今接近腰斬，估值處於低位，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 | 2019 | 2020 | 2021 |
|------------------|-----------|-----------|-----------|
| 壽險已賺保費(百萬元人民幣) | 517,140 | 504,326 | 479,195 |
| 財險已賺保費(百萬元人民幣) | 231,403 | 253,017 | 260,490 |
| 歸屬於股東淨利潤(百萬元人民幣) | 149,407 | 143,099 | 101,618 |
| 每股盈利(元人民幣) | 8.41 | 8.10 | 5.77 |
| 每股股息(元人民幣) | 2.05 | 2.20 | 2.38 |
| 集團內含價值(百萬元人民幣) | 1,200,533 | 1,328,112 | 1,395,509 |
| 壽險內含價值(百萬元人民幣) | 757,490 | 824,574 | 876,490 |
| 新業務價值(百萬元人民幣) | 75,945 | 49,575 | 37,898 |
| PEV(倍) | 0.69 | 0.62 | 0.59 |
| 派息比率(%) | 24.38 | 27.16 | 41.25 |

資料來源：公司年報及致富集團研究部

買入

估值 89.77 元

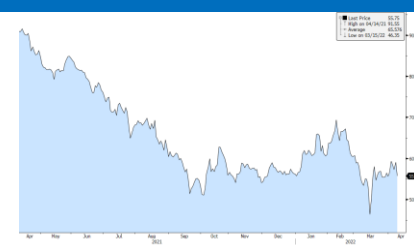
前估值 97.64 元

上日收市價 55.75 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 | 1.6 | -6.9 | -38.7 |
| 恒指 | 3.2 | -16.3 | -25.5 |

資料來源：彭博

主要公司數據

| | |
|----------|-----------------|
| 52 周股價範圍 | 45.80 元-92.50 元 |
| 市值 | 10,497 億元 |
| 已發行股數 | 182.80 億 |
| 每股內含價值 | 76.34 元人民幣 |

資料來源：彭博

劉志斌 Roy, CFA, FRM

roy_lau@chiefgroup.com.hk

內容

| | |
|-----------------------------|---|
| 2021年中國平安業績分析 | 3 |
| 平安壽險利源分析——營運利潤僅微升 | 3 |
| 平安壽險內含價值分析——新業務價值跌幅加大 | 4 |
| 壽險改革砥礪前行 | 4 |
| 平安產險分析——受累投資收益至盈利持平 | 5 |
| 平安銀行分析——總體表現良好 | 6 |
| 金融、醫療科技分析——營運利潤增長不俗 | 7 |
| 預測及估值 | 8 |

2021 年中國平安業績分析

中國平安 2021 年純利按年大幅倒退 29.0% 至 1,016.18 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 432 億元人民幣，影響純利 243 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，按年微升 6.1% 至 1,479.61 億元人民幣。今次升幅主要靠平安銀行表現良好。

平安壽險利源分析——營運利潤僅微升

2021 年，平安壽險及健康險淨利潤按年倒退 37.2% 至 603.03 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按年仍只有 3.6% 升幅至 970.75 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 |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 剩餘邊際攤銷 | 49,811 | 62,287 | 74,454 | 81,583 | 82,488 |
| 淨資產投資收益 | 7,357 | 8,959 | 11,738 | 13,170 | 14,567 |
| 息差收入 | 5,637 | 5,048 | 3,947 | 4,565 | 4,823 |
| 營運偏差及其他 | 10,108 | 21,749 | 10,406 | 4,607 | 7,436 |
| 稅前營運利潤合計 | 72,912 | 98,043 | 100,545 | 103,926 | 109,314 |
| 所得稅 | (20,088) | (26,698) | (11,595) | (10,260) | (12,239) |
| 稅後營運利潤合計 | 52,824 | 71,345 | 88,950 | 93,666 | 97,075 |
| 短期投資波動 | 4,532 | (12,853) | 19,354 | 10,308 | (23,491) |
| 折現率變動影響 | (21,213) | 265 | (13,164) | (7,902) | (13,281) |
| 一次性重大項目 | - | - | 8,597 | - | - |
| 淨利潤 | 36,143 | 58,757 | 103,737 | 96,072 | 60,303 |

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 1.1% 至 824.88 億元人民幣。剩餘邊際攤銷增長放緩，主要由於疫情令 2020 年的新業務貢獻的剩餘邊際按年大跌。然而，嚴峻的情況延續至去年，新業務貢獻仍然按年大幅下跌 36.9%，導致 2021 年的期末剩餘邊際罕見地按年倒退 2.0%，令今年的剩餘邊際攤銷有機會出現下跌。

另外營運偏差及其他部分，按年升 61.4% 至 74.36 億元人民幣，主要受 2020 年基數相對較低影響。營運偏差及其他部分為正數，表示平安的真實營運仍然好於假設。

平安壽險內含價值分析——新業務價值跌幅加大

圖表 2：平安壽險內含價值變動

| 百萬元人民幣 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 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 | 70,364 |
| 新業務價值(包含分散效應) | 88,117 | 93,237 | 90,048 | 57,571 | 43,760 |
| 假設及模型變動 | (758) | 608 | 1,898 | (2,990) | (5,876) |
| 市場價值調整影響 | (5,415) | 7,191 | 271 | (1,692) | 7,339 |
| 投資回報差異 | 30,212 | (12,233) | 32,142 | (5,683) | (24,889) |
| 其他經驗差異 | 8,886 | 13,938 | 3,672 | (11,125) | (16,730) |
| 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) | (22,051) |
| 期末內含價值 | 496,381 | 613,224 | 757,490 | 824,575 | 876,491 |

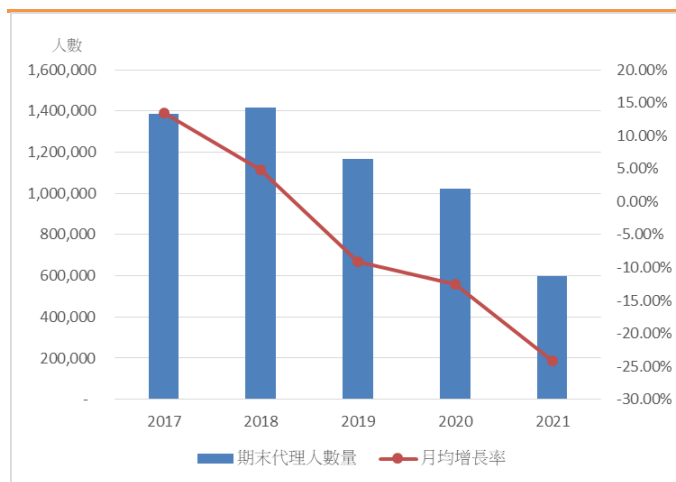
資料來源：公司年報、致富集團研究部

於 2021 年，平安用來計算新業務價值的首年保費按年倒退 8.5% 至 1,362.90 億元人民幣，新業務價值更按年減少 23.6% 至 378.98 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 27.8%。至於平安壽險內含價值按年上升 6.3% 至 8,764.91 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 年仍然倒退。

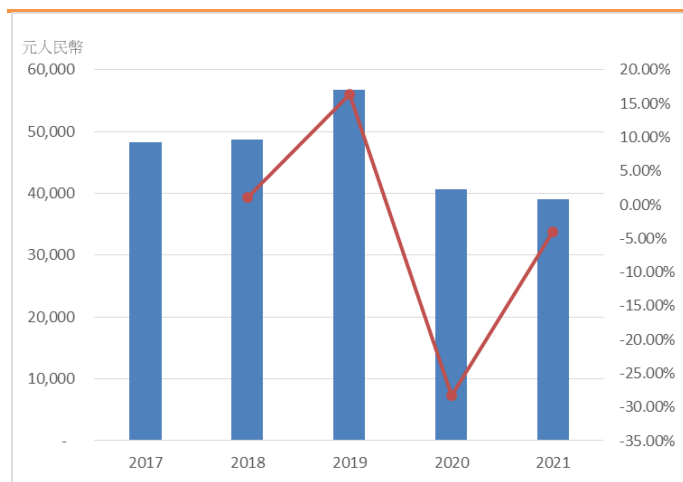
壽險改革砥礪前行

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

為了配合壽險改革，平安依然堅持高質量發展方向。截至去年底，大專及以上學歷代理人佔比較年初上升 2.4 個百分點。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 年底，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 60 萬人，大幅淨減少了 82 萬人。

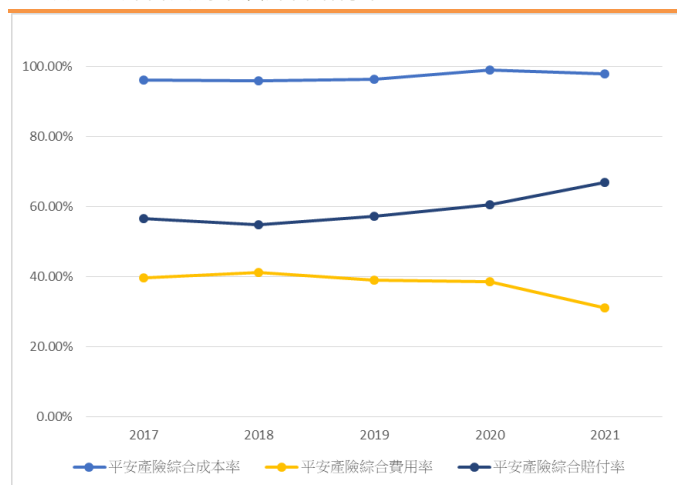
代理人數持續整固，產能開始回升。2021 年代理人人均首年保費按年增長超 22%，然而由於保單價值率大跌，人均新業務價值仍要跌 4%。

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。預計今年代理人數仍會進一步回落，但很大機會今年見底。新業務價值增長壓力仍大，今年仍不容樂觀。

平安產險分析——受累投資收益至盈利持平

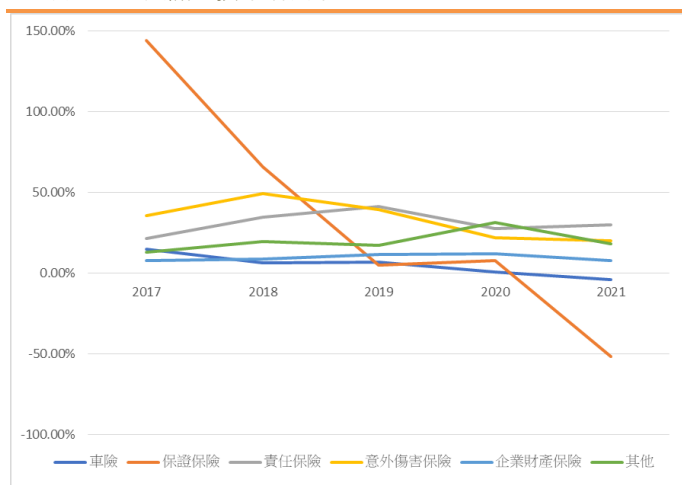
於 2021 年，平安產險原保險保費收入按年下跌 5.5% 至 2,700.43 億元人民幣，其中車險保費收入受車險綜合改革的影響下，按年倒退 3.7% 至 1,888.38 億元人民幣。至於保證保險，於 2021 年按年大幅下跌 51.65% 至 180.98 億元人民幣，然而承保利潤卻扭虧為盈，賺 28.10 億元人民幣，是平安產險盈利最大貢獻分部，主要得益於國內經濟的復蘇、平安產險風險篩選能力的進一步加強和客群結構的優化。

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



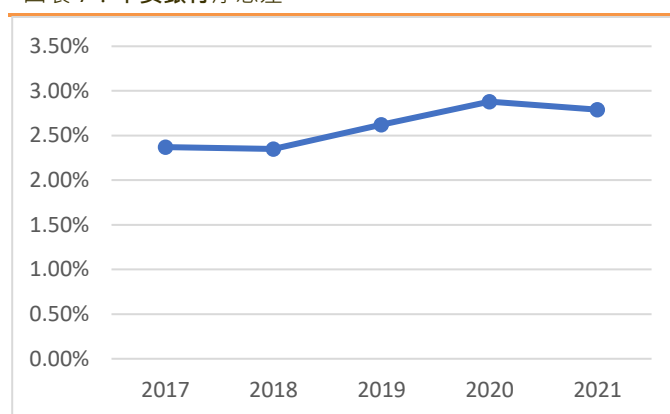
資料來源：公司年報、致富集團研究部

平安產險承保利潤按年急升 145.7% 至 51.36 億元人民幣，綜合成本率下降 1.1% 至 98.0%，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大幅下跌 23.1% 至 141.23 億元人民幣，平安產險 2021 年淨利潤按年基本持平至 161.92 億元人民幣。

平安銀行分析——總體表現良好

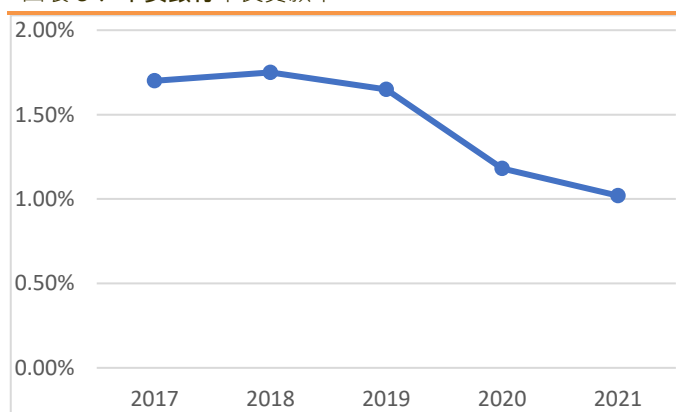
於 2021 年年度，平安銀行(1.SZ)利息淨收入按年上升 6.1%至 1,203.36 億元人民幣，非利息淨收入按年上升 22.4%至 490.47 億元人民幣，淨利潤按年上升 25.6%至 363.36 億元人民幣。至於淨息差按年下跌 0.09%至 2.79%，但仍然是大型銀行中的高水平。

圖表 7：平安銀行淨息差



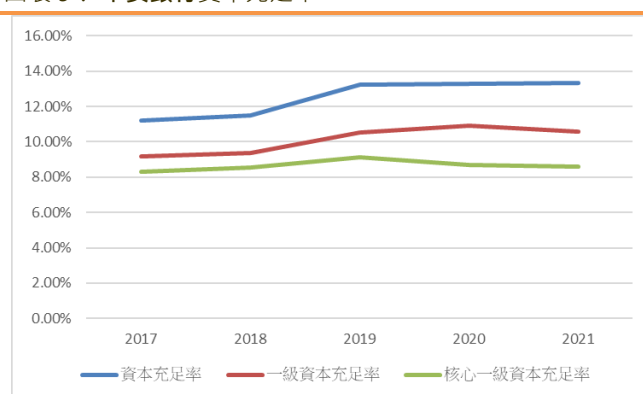
資料來源：公司年報、致富集團研究部

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 0.16%至 1.02%，而逾期 90 天以上貸款餘額及佔比實現雙降，分別下降 3.5%至 226.98 億元人民幣及下降 0.14 個百分點至 0.74%。不良貸款撥備覆蓋率則增加 87.02 個百分點至 288.42%。

貸款減值損失按年上升 37.7%至 594.07 億元人民幣，因此信貸成本下降 0.35 個百分點至 2.08%。

2021年，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 8.60%，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——營運利潤增長不俗

中國平安的金融、醫療科技業務於 2021 年收入按年倒退 36.9%至 204.88 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 9.8%至 992.72 億元人民幣。股東應佔淨利潤按年盈轉虧 4.57 億元人民幣，若剔除一次性 99.05 億元人民幣的損失，股東應佔營運利潤計算則按年上升 19.4%至 79.48 億元人民幣。

陸金所(LU)順應金融監管趨勢和市場環境變化，客戶持有的 P2P 產品資產管理規模已基本完成清理。2021 年，實現營業收入 618.35 億元人民幣，按年增長 18.8%；淨利潤 168.04 億元人民幣，按年上升 36.0%。公司財富管理平台上 81%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 4,326.56 億元人民幣。

平安好醫生(1833.HK)2021 年收入按年增長 6.8%至 73.34 億元人民幣，可惜虧損擴大，按年上升 62.2%至 15.38 億元人民幣，主要由於期內持續進行戰略升級，在渠道、服務和能力方面加大費用投入所致。

汽車之家(2518.HK)2021 年實現營業收入 72.37 億元人民幣，按年倒退 16.4%，淨利潤 25.82 億元人民幣，按年下跌 28.7%。

金融壹賬通(OCFT)2021 年實現營業收入 41.32 億元人民幣，按年增長 24.8%，淨虧損按年下跌 5.3%至 12.82 億元人民幣。金融壹賬通專注於金融客戶，截至 2021 年底，優質客戶數按年增加 202 家至 796 家，其中百萬級合作客戶數按年增加 44 家至 212 家。

預測及估值

我們給予**中國平安**「買入」評級，估值由每股 97.64 港元下調至每股 89.77 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 | 63.89 |
| 財險業務 | PB | 7.63 |
| 平安銀行 | 市值 | 12.16 |
| 平安信託 | PB | 0.84 |
| 平安證券 | PB | 1.17 |
| 陸金所 | 市值 | 1.95 |
| 金融壹賬通 | 市值 | 0.06 |
| 平安醫保 | 投後估值 | 0.91 |
| 平安好醫生 | 市值 | 0.51 |
| 汽車之家 | 市值 | 0.66 |
| 每股合理值(港元) | 89.77 | |
| 上日收市價(港元) | 55.75 | |
| 潛在升幅(%) | 61.02 | |

¹ 以 2022 年 4 月 11 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

