



個股研究

14/3/2019

中國平安(2318.HK)

2018 年業績稍勝預期；維持「增持」評級

新業務價值稍勝預期 - 中國平安 2018 年的內含價值為 10,025 億元人民幣，首破萬億，按年增長 21.5%；每股內含價值為 54.84 元人民幣，同樣為按年增長 21.5%，符合我們預期。至於中國平安 2018 年的一年新業務價值為 723 億元人民幣，按年增長 7.3%，稍為優於我們預期。

生態帶來有價流量 - 於 2018 年，中國平安有大量的新增客戶來自於線上，證明其“金融+生態”策略成功。此外，持有平安子公司的合同客戶數逐年上升，客戶對平安的黏性不斷增加，是中國平安獨特的競爭優勢。

A 股回購方案 - 中國平安擬動用 50 億元人民幣至 100 億元人民幣的自有資金，於上交所回購平安 A 股。回購 A 股的價格不超過每股 101.24 元人民幣。另外平安表示，將視乎集團股價，不排除未來仍有回購安排，而 H 股回購亦會積極研究。相信回購屬長期策略，有助集團長遠價值最大化。

估值 - 我們維持中國平安「增持」評級，目標價上調為 98.20 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 2019 年 3 月 13 日每股 84.00 港元計算，潛在升幅為 16.90%。

投資策略 - 儘管 2018 年國內外政治經濟形勢嚴峻，中美貿易衝突加劇，資本市場大幅下滑，然而中國平安各主要業務按照既定戰略砥礪前行，全年業績一如以往亮麗，略為優於我們預期。預期 2019 年平安新業務價值增長速度會高於 2018 年，建議投資者於現價增持。

主要財務指標

| 截至 12 月 31 日止年度 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|------------------|---------|-----------|-----------|-----------|
| 壽險已賺保費(百萬元人民幣) | 384,567 | 465,583 | 534,771 | 609,707 |
| 財險已賺保費(百萬元人民幣) | 188,219 | 211,918 | 245,466 | 281,082 |
| 歸屬於股東淨利潤(百萬元人民幣) | 89,088 | 107,404 | 105,290 | 124,054 |
| 每股盈利(元人民幣) | 4.99 | 6.02 | 5.76 | 6.79 |
| 每股股息(元人民幣) | 1.50 | 1.92 | 1.73 | 2.04 |
| 集團內含價值(百萬元人民幣) | 825,174 | 1,002,457 | 1,178,981 | 1,384,560 |
| 壽險內含價值(百萬元人民幣) | 496,382 | 613,224 | 734,606 | 881,778 |
| 新業務價值(百萬元人民幣) | 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 |

資料來源：公司年報及致富集團研究部

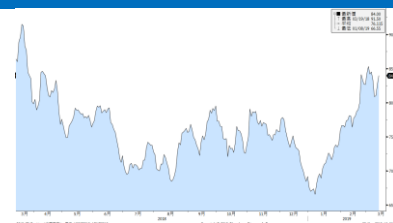
增持(維持評級)
目標價 98.20 元

上日收市價 84.00 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 | 7.6 | 13.2 | -2.8 |
| 恒指 | 1.1 | 6.6 | -8.8 |

資料來源：彭博

主要公司數據

| | |
|----------|-----------------|
| 52 周股價範圍 | 65.95 元-90.32 元 |
| 市值 | 15,355 億元 |
| 已發行股數 | 182.8 億 |
| 每股帳面淨值 | 35.4 元 |

資料來源：彭博

劉志斌 Roy, CFA, FRM

+852 2500 9673

roy_lau@chiefgroup.com.hk



目錄

| | |
|-----------------------------|---|
| 2018 年中國平安業績分析..... | 3 |
| 業績回顧——新業務價值稍勝預期..... | 3 |
| 平安客戶分析——生態帶來有價流量..... | 3 |
| 平安壽險分析——新業務價值率快速提升..... | 4 |
| 平安產險分析——綜合成本率輕微下降..... | 4 |
| 平安銀行分析——零售轉型持續推進..... | 5 |
| 金融、醫療科技分析——陸金所投後估值好過預期..... | 6 |
| A 股回購方案..... | 6 |
| 預測及估值..... | 7 |



2018 年中國平安業績分析

業績回顧——新業務價值稍勝預期

中國平安 2018 年全年業績，股東應佔淨利潤突破一千億元人民幣，達到 1,074 億元人民幣，按年增長 20.6%，較我們預期多賺約 186 億元人民幣；全年股息為每 1.72 元人民幣(不含 0.2 元人民幣特別息)。平安的股東應佔淨利潤中主要有三項數據與我們預期有較大分別。

第一項是壽險部分中的支出項目賠款及保戶利益少過我們預期約 270 億元人民幣。主要原因是其中的保險責任準備金淨增加額按年不升反跌 6.2%，估計部份原因為 2018 年的保險合同準備金計量收益率曲線假設上升所致。

第二項是總投資收益少過我們預期約 100 億元人民幣。由於 2018 年下半年股票市場急速下跌，我們預期平安保險資金投資組合的總投資收益率由 2017 年的 6.0% 下跌至 4.0%，但結果是下跌至 3.7%。由於平安於 2018 年率先採用 IFRS9 新會計準則，令到有相當一部分的金融資產以公允值計量且其變動計入當期損益。準則修訂前平安的總投資收益率為 5.2%，大幅好於目前的 3.7%，因此新的會計準則將令平安的總投資收益率大幅波動，我們可以預期 2019 年的總投資收益率很可能好於 2018 年。

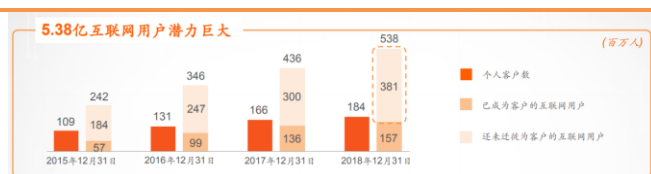
第三項是金融科技業務淨利潤好過我們預期，主要因為陸金所控股完成 C 輪融資，產生 72 億元人民幣的重大公允價值重估收益。

事實上，平安的淨利潤並不是一個很好的指標用以衡量其業績好壞，尤其是採用 IFRS9 之後，淨利潤的波動將大幅增加。因此平安於 2017 年引入營運利潤指標，於淨利潤的基礎上，剔除短期投資波動、折現率變動影響及一次性重大項目。中國平安 2018 年的股東應佔營運利潤為 1,126 億元人民幣，按年增長 18.9%。

然而，衡量平安最重要的指標仍然是內含價值及一年新業務價值。中國平安 2018 年的內含價值為 10,025 億元人民幣，首破萬億，按年增長 21.5%；每股內含價值為 54.84 元人民幣，同樣為按年增長 21.5%，符合我們預期。至於中國平安 2018 年的一年新業務價值為 723 億元人民幣，按年增長 7.3%，稍為優於我們預期。

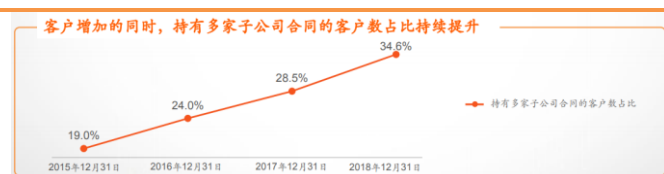
平安客戶分析——生態帶來有價流量

圖表 1：個人客戶數、互聯網用戶數



資料來源：公司 2018 年業績報告

圖表 2：持有多家子公司合同的客戶數佔比



資料來源：公司 2018 年業績報告

中國平安 2018 年個人客戶數按年增長 11.0% 至 1.84 億人，新增客戶達 4,078 萬人，其中 35.6% 來自集團的互聯網用戶。至於集團互聯網用戶數按年增長 23.4% 至 5.38 億人，其中 1.57 億用戶已成為平安的客戶，佔總客戶人數 85.3%。正如馬明哲董事長於業績會所說，平安之所以要做“金融+生態”，是要用科技構建生態，通過生態為未來金融業轉型獲取實實在在有價值的流量，形成新的渠道。2018 年，平安有大量的新增客戶來自於線上，證明其策略取得進展。

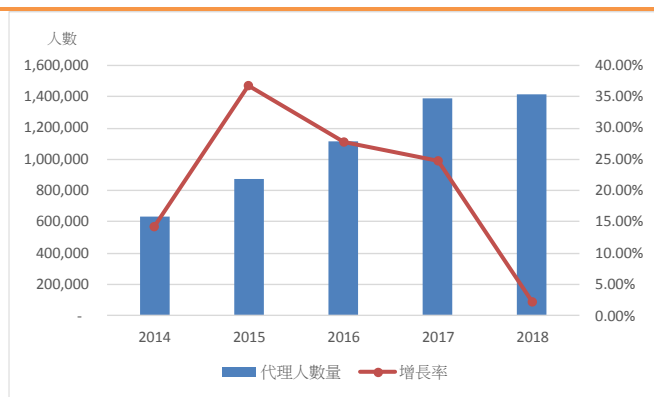


於圖表 2 可見，2018 年持有多家平安子公司的合同客戶數佔比按年增長 6.1% 至 34.6%，持續逐年增加。另外，2018 年客均合同數亦按年增加 9.1% 至 2.53 個。以上兩項數字均表明平安的綜合金融策略奏效，客戶持有平安多項產品，不單能增加平安的收入，更重要是能增加客戶對平安的黏性，是平安其中一個獨特的競爭優勢。

平安壽險分析——新業務價值率快速提升

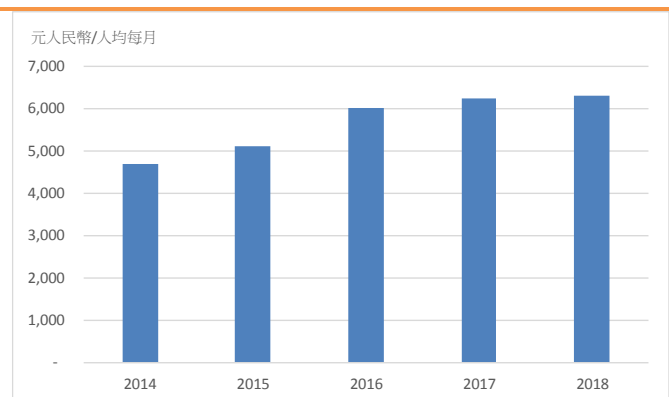
於 2018 年，平安用來計算新業務價值的首年保費按年下跌 3.6% 至 1,654 億元人民幣，然而新業務價值卻按年增加 7.3% 至 723 億元人民幣，主要得益於平安壽險產品的新業務價值率按年大幅上升 4.4% 至 43.7%。平安壽險現正經歷產品結構改革，情況有如 2010 年至 2013 年期間，平安大幅壓縮躉交業務，令到首年保費出現倒退，新業務價值增長緩慢，但新業務價值率卻得到大幅提升。改革完成後，成果出現於 2013 年至 2017 年，新業務價值出現大爆發。

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：代理人收入



資料來源：公司年報、致富集團研究部

至於市場十分關注的平安代理人數量，2018 年按年輕微增長 2.3% 至 141.7 萬人，大幅低於過去三年的增長人數。我們已預期 2018 年的增長速度將會放緩，但實際情況仍低於我們預期。首席保險業務執行官李源祥於業績會表示，代理人數過去幾年增長有點過快，目前優先提升代理人品質。平安亦應用人工智能於銷售管理，AI 甄選和 AI 面談應用於 1,100 多萬准增員對象；通過 AI 甄選模型對歷史數據進行分析驗證，13 個月留存代理人的識別率達 95.4%，相信科技有助平安提升代理人品質及增員速度。

另外，2018 年平安代理人人均每月收入則由上半年按年下跌改善至按年升不足 1% 至 6,294 元人民幣。在 134 號文負面影響及平安壽險產品結構改變下，人均每月收入能維持 2017 年水平，算是不錯成績，部份原因是得益於代理人的綜合金融收入上升。

平安產險分析——綜合成本率輕微下降

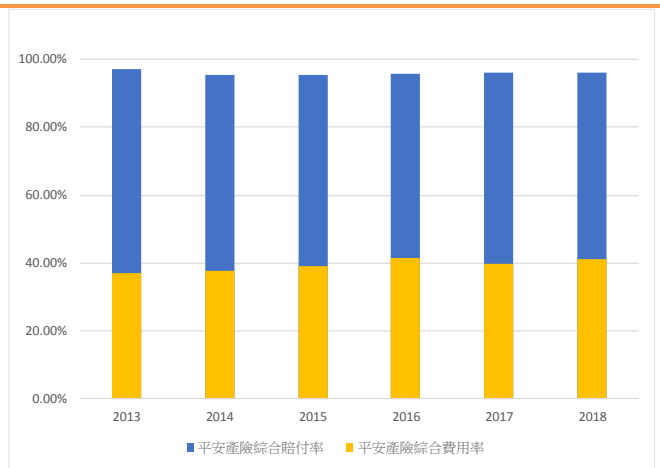
於 2018 年，平安產險原保險保費收入按年上升 14.6% 至 2,474 億元人民幣，其中車險保費收入於內地汽車銷量倒退的情況中，按年增長 6.6% 至 1,818 億元人民幣。至於增長最快的是保證保險，於 2018 年按年大幅增長 66.1% 至 330 億元人民幣，估計得益於與集團內部專業公司的緊密合作。

值得可喜的是，於 2018 年普遍內地財險公司出現承保虧損，行業處於一片哀鴻遍野當中，平安產險承保利潤按年增長 19.2% 至 84.8 億元人民幣，綜合成本率下降 0.2% 至 96.0%。然而由於總投資收益按年下跌 5.6% 至 110



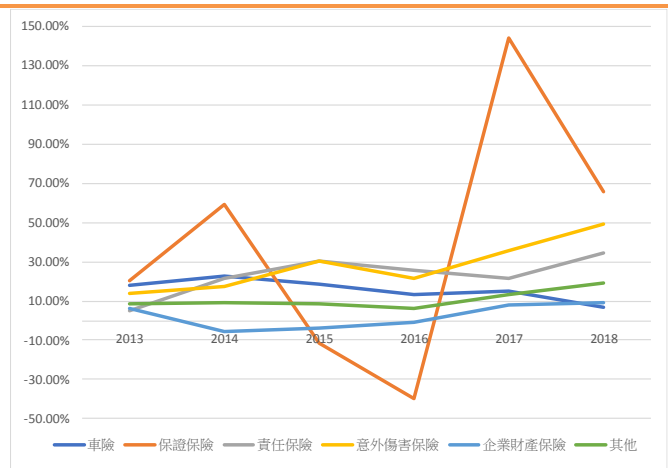
億元人民幣，以及有效稅率大幅上升，平安產險 2018 年淨利潤按年下跌 8.2%至 123 億元人民幣。

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

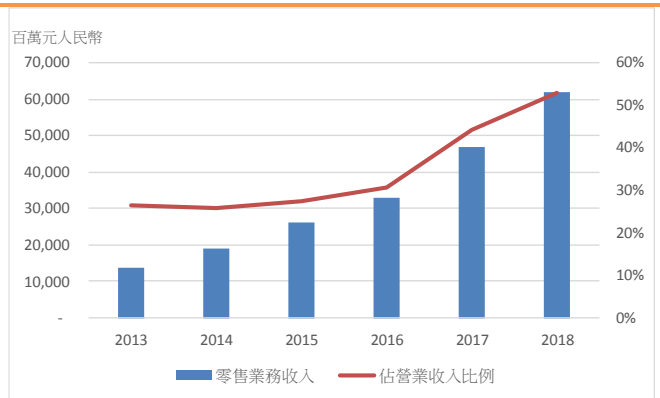


資料來源：公司年報、致富集團研究部

平安銀行分析——零售轉型持續推進

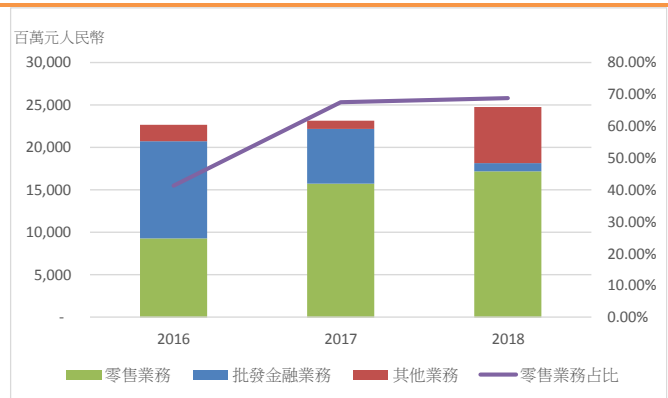
於 2018 年，平安銀行利息淨收入按年上升 1.0%至 747 億元人民幣，非利息淨收入按年上升 32.1%至 420 億元人民幣，淨利潤按年上升 7.0%至 248 億元人民幣。至於淨息差則下降 0.02%至 2.35%。

圖表 7：零售業務收入及其佔比



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 8：分部淨利潤



資料來源：公司年報、致富集團研究部

2018 年，平安銀行的零售改革持續進行，零售業務收入按年大幅增長 32.5%至 619 億元人民幣，佔營業收入比例跳升至 53.0%；零售業務淨利潤按年增長 9.2%至 171 億元人民幣，佔總淨利潤 69.0%。管理零售客戶資產(AUM)按年上升 30.4%至 14,168 億元人民幣；個人貸款按年上升 35.9%至 11,540 億元人民幣；信用卡流通卡量按年增加 34.4%至 5,152 萬張。

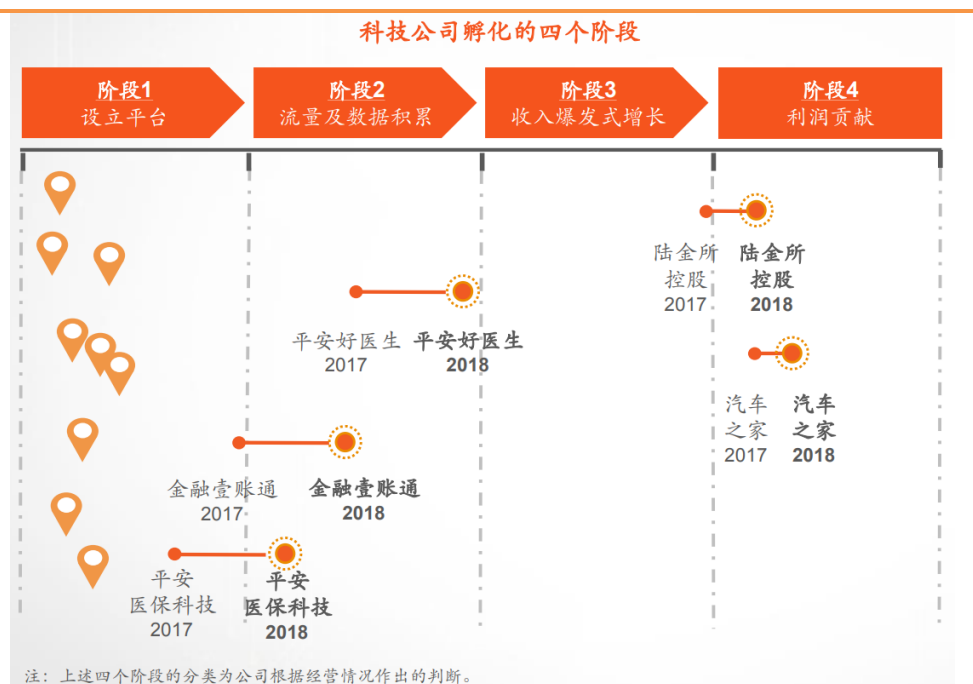
至於資產質量方面，不良貸款率上升 0.05%至 1.75%，然而逾期 90 天以上貸款餘額及佔比則實現雙降，分別下降 18.0%至 340 億元人民幣及下降 0.73%至 1.7%。撥備覆蓋率及逾期 90 天以上貸款撥備覆蓋率亦分別增加 4.2%至 155.2%及增加 53.8%至 159.5%。



金融、醫療科技分析——陸金所投後估值好過預期

中國平安的金融、醫療科技業務於 2018 年收入按年下跌 18.1% 至 349 億元人民幣，股東應佔淨利潤倒退 13.9% 至 140 億元人民幣，但當中 72 億元人民幣為陸金所控股完成 C 輪融資的重大公允價值重估收益。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 24.9% 至 68 億元人民幣。

圖表 9：中國平安科技公司的不同階段



資料來源：公司 2018 年業績報告

圖表 9 顯示平安管理層認為其主要五家科技公司的發展階段。目前陸金所及汽車之家(ATHM.NYSE)已達盈利階段，兩者是平安金融、醫療科技業務的主要盈利來源。而陸金所已完成 C 輪融資，投後估值高達 394 億美元，比傳聞的 380 億美元更高。

平安醫保科技及金融壹賬通則仍然處於流量及數據積累階段，投後估值分別達 88 億美元及 75 億美元。平安好醫生(1833.HK)則正進入收入爆發期，2018 年收入按年增長 78.7% 至 33 億元人民幣，但全年仍淨虧損 9 億元人民幣。

A 股回購方案

中國平安同時公布 A 股回購方案詳情。集團擬動用 50 億元人民幣至 100 億元人民幣的自有資金，於上交所回購平安 A 股。回購 A 股的價格不超過每股 101.24 元人民幣。回購規模較市場之前預期的過千億元人民幣為少，估計此次回購規模對集團股價影響較少。然而平安首席財務官姚波亦表示，將視乎集團股價，不排除未來仍有回購安排，主要考慮是股東價值最大化，而 H 股回購亦會積極研究。相信回購屬長期策略，有助集團長遠價值最大化。



預測及估值

我們維持**中國平安**「增持」評級，目標價上調為 98.2 港元，主要是平安 2018 年業績稍勝我們預期、陸金所投後估值大幅上升及平安持有的上市公司股值上升所致。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**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。此目標價相當於 1.31 倍 2019 年度的預測集團內含價值(Forward PEV)。

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 | 70.23 |
| 財險業務 | PB | 7.35 |
| 平安銀行 | 市值 | 7.88 |
| 平安信託 | PB | 0.57 |
| 平安證券 | PB | 0.86 |
| 陸金所 | 投後估值 | 5.95 |
| 金融壹賬通 | 投後估值 | 1.10 |
| 平安醫保 | 投後估值 | 1.25 |
| 平安好醫生 | 市值 | 1.08 |
| 汽車之家 | 市值 | 1.96 |
| 每股合理值(港元) | 98.20 | |
| 上日收市價(港元) | 84.00 | |
| 潛在升幅(%) | 16.90 | |

¹ 以 2019 年 3 月 13 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

本報告由致富證券有限公司(“致富證券”)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。致富證券及其附屬公司、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。致富證券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。致富證券擁有此報告內容之版權，在未獲致富集團許可前，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提及的公司或與此等公司相同集團的成員公司之證券存有權益。