

“开门红”产品强势可期

小幅上调目标价至 114.68 港元，维持增持评级

盈利预测基本维持不变，预计 2021 财年新业务价值将强劲反弹

■ 我们预计 2020/21/22 财年中国平安寿险的新业务价值 (NBV) 同比增速分别为 -28%/+19%/+17%，反映出 2020 财年新冠疫情后弱于预期的复苏态势和 2021 财年后的强劲反弹。2020 年前 11 个月的寿险首年保费收入同比下挫 11% (2020 上半年：-11%)，其中 11 月单月同比下滑 10% (2020 年三季度：-8%)。具体来看，个人业务首年保费收入同期累计下降 15%，意味着 11 月单月同比下降 17% (2020 年三季度：-12%)，低于我们的预期。在 2020 年末寿险业务改革完成后，我们相信 2021 财年新业务价值有望实现更强的复苏。此外，我们预计 2021 财年开年的首年保费收入将录得同比 20% 的高速增长。

■ 我们预计 2020/21/22 财年中国平安财险的保费收入同比增速分别为 7.5%/4.0%/12.0%。考虑到车险改革的影响，我们预计同期车险保费收入同比增速为 +1.5%/-4.9%/5.3% (参见《中国平安 (2318.HK) 重估寿险复苏进程及车险业务改革》，2020 年 11 月 24 日)。得益于车险行业龙头集中度的持续提升，我们认为平安车险的市占率将明显提升 (从 2019 财年的 23.8% 升至 2022 财年的 26.8%)。我们预计 2020/21/22 财年的综合赔付率将分别为 99.2%/98.8%/99.3%。

■ 结合对平安银行盈利预测的调整，我们上调 20/21/22 财年税后利润 (OPAT) 预测 1.3%/2.2%/3.1%，并预计这三年期间中国平安 OPAT 将实现 3%/12%/14% 的增长。

小幅上调目标价 0.9% 至 114.68 港元，隐含 13.0% 上行空间，维持增持评级。

■ 我们小幅上调分部估值法下的目标价 0.9% 至 114.68 港元。具体调整如下：1) 上调平安银行目标价 13% 至 19.71 元；2) 按市值对中国平安持有的平安好医生、金融壹账通和陆金所进行估值；3) 基于上述因素对保险业务预测的微调。我们的目标价较当前价格隐含 13.0 上行空间，并维持增持评级。公司当前股价对应 2021 财年的 PEV 约 1.1 倍。我们的目标价基于以下两部分假设：1) 平安寿险 1.6 倍调整后 P/EV、平安财险 1.8 倍 P/EV；2) 根据当前目标价，我们给予中国平安持有的平安银行股份 (58%) 3830 亿人民币的估值；计入平安好医生 (中国平安持有 41% 股份，市值 1030 亿港元)、金融壹账通 (中国平安持有 37% 股份，市值 80 亿美元)、陆金所 (中国平安持有 41% 股份，市值 350 亿美元) 当前市价对应的估值，并运用最新一轮融资所对应的市值估价平安健康科技 (未上市，中国平安持有 39% 股份，估算市值 88 亿美元)。

证券研究报告

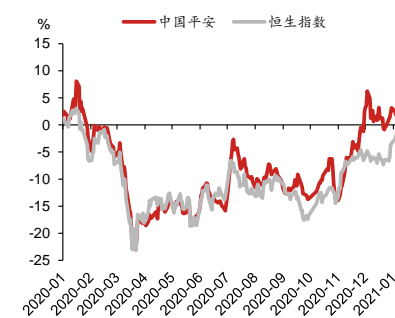
2021 年 01 月 19 日

评级 (维持)	增持
目标价 (上调)	HKD114.68
收盘价 (2021/01/18)	HKD101.50
潜在上行空间	13.0%

基本数据

总股本 (百万股)	18280
流通股本 (百万股)	7448
总市值 (亿港元)	18854
流通市值 (亿港元)	7559
52 周最高/最低价 (元)	103.4/69.0
30 日日均成交额 (百万港元)	3003

股价走势图



分析师

宋劲

jin.song@nomuraoi-sec.com

SAC 执证编号：S1720519120002

盈利预测

盈利预测简表

截止12月31日 货币 (人民币)	2019财年	2020财年F		2021财年F		2022财年F	
	实际	旧	新	旧	新	旧	新
净保费收入 (百万)	773,451	807,130	807,130	860,065	860,065	947,622	947,622
报告净利润 (百万)	153,470	125,745	128,431	141,880	147,087	167,412	175,395
调整后净利润 (百万)	153,470	125,745	128,431	141,880	147,087	167,412	175,395
调整后稀释每股收益 (元)	8.40	6.88	7.03	7.76	8.05	9.16	9.59
调整后稀释每股收益增 速 (%)	38.3	-18.1	-16.3	12.8	14.5	18	19.2
调整后稀释P/E (x)	10.3	-	12.4	-	10.8	-	9
P/EV (x)	1.6	-	1.3	-	1.1	-	1
P/implied VNB (x)	5.6	-	5	-	1.9	-	-0.5
股息率 (%)	2.4	-	2.4	-	2.7	-	3.1
ROE (%)	25	17.7	18	17.8	18.4	18.6	19.2
ROA (%)	2	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6

资料来源：公司数据、野村东方国际证券

中国平安关键数据

Relative Performance Chart



Performance

(%)	1M	3M	12M		
Absolute (HKD)	-1.9	18.4	1.2	M cap (USDm)	91,018.6
Absolute (USD)	-1.9	18.4	1.5	Free float (%)	67.0
Rel to Hang Seng Index	-5.8	4.8	4.0	3-mth ADT (USDm)	384.9

Profit and loss (CNYm)

Year-end 31 Dec	FY18	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Gross premiums	719,885	797,807	829,084	884,060	974,897
Government charges	0	0	0	0	0
Reinsurance ceded	-19,962	-24,356	-21,953	-23,995	-27,275
Net written premium	699,923	773,451	807,130	860,065	947,622
Chg in unearned prem	-22,422	-24,908	-11,762	-7,204	-20,613
Net earned premium	677,501	748,543	795,368	852,861	927,009
Claim/benefit payments	-422,189	-546,678	-577,112	-627,256	-686,442
Change in reserves	0	0	0	0	0
Commission & DAC exps	0	0	0	0	0
Other expenses	-391,305	-437,161	-463,780	-485,301	-518,869
Underwriting surplus	-135,993	-235,296	-245,525	-259,696	-278,303
Recurrent inv income	134,851	221,579	191,579	205,768	229,957
Realised/unreal'd gains	0	0	0	0	0
Investment income	134,851	221,579	191,579	205,768	229,957
Other income	78,746	94,018	99,997	112,037	125,450
Employee share expense	0	0	0	0	0
Operating profit	163,136	184,792	167,689	192,974	229,607
Amortisation	0	0	0	0	0
Other non-op income	3,570	4,010	3,832	4,677	5,625
Associates and JCEs	0	0	0	0	0
Pre-tax profit	166,706	188,802	171,521	197,650	235,232
Income tax	-42,699	-20,374	-30,874	-35,577	-42,342
Net profit after tax	124,007	168,428	140,647	162,073	192,891
Minority interests	-13,048	-14,958	-12,216	-14,986	-17,495
Other items	0	0	0	0	0
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Normalised NPAT	110,959	153,470	128,431	147,087	175,395
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Reported NPAT	110,959	153,470	128,431	147,087	175,395
Dividends	-31,442	-37,356	-38,600	-43,064	-49,012
Tfr to retained earnings	79,517	116,114	89,831	104,023	126,384

Balance sheet ratios (%)

Life solvency margin	218.8	229.8	230.5	233.3	233.5
Non-life solvency margin	223.8	259.2	262.2	300.7	302.4
Net premiums/equity	121.7	111.2	106.1	100.3	95.3
Tech. reserves/total premiums	309.4	328.8	358.6	376.8	381.8

Growth (%)

Life premiums	21.5	11.5	2.1	8.1	9.4
Non life premiums	14.5	9.5	7.5	4.0	12.0
Net profit	20.6	38.3	-16.3	14.5	19.2
Normalised EPS	17.6	38.3	-16.3	14.5	19.2
Normalised FDEPS	17.6	38.3	-16.3	14.5	19.2

Balance sheet (CNYm)

As at 31 Dec	FY18	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Cash and deposits	732,972	758,789	843,732	923,072	1,011,613
Bonds	2,869,011	2,965,871	3,297,886	3,608,002	3,954,081
Equities	667,382	755,896	840,515	919,552	1,007,756
Unit trusts	0	0	0	0	0
Loans and mortgages	0	0	0	0	0
Foreign investments	0	0	0	0	0
Real estate	0	0	0	0	0
Other investments	272,870	309,207	343,821	376,152	412,233
Total investments	4,542,235	4,789,763	5,325,954	5,826,778	6,385,683
Deferred acquisition costs	0	0	0	0	0
Unearned prem	0	0	0	0	0
Debtors and prepayments	0	0	0	0	0
Fixed assets	0	0	0	0	0
Goodwill	0	0	0	0	0
Separate account assets	0	0	0	0	0
Other assets	2,600,725	3,433,166	3,924,870	4,482,388	5,108,643
Total assets	7,142,960	8,222,929	9,250,824	10,309,168	11,494,326
Insurance reserves	2,227,636	2,623,480	2,972,852	3,330,827	3,721,682
Catastrophe reserves	0	0	0	0	0
Insurance protection fund	0	0	0	0	0
Deposit and inv contracts	0	0	0	0	0
Separate a/c liabs	0	0	0	0	0
Prov for unearned prem	0	0	0	0	0
Prov for o/s claims	0	0	0	0	0
Interest bearing liabilities	2,645,904	3,092,699	3,372,256	3,660,234	3,993,602
Other liabilities	1,585,777	1,654,380	1,965,626	2,262,834	2,584,483
Total liabilities	6,459,317	7,370,559	8,310,734	9,253,894	10,299,767
Minority interest	127,135	179,209	190,109	204,744	221,818
Common stock	18,280	18,280	18,280	18,280	18,280
Preferred stock	0	0	0	0	0
Retained earnings	538,228	654,881	731,700	832,247	954,460
Proposed dividends					
Other equity					
Shareholders' equity	556,508	673,161	749,980	850,527	972,740
Total liabilities and equity	7,142,960	8,222,929	9,250,824	10,309,168	11,494,326
Inv portfolio mix (%)					
Cash and deposits	16.1	15.8	15.8	15.8	15.8
Bonds	63.2	61.9	61.9	61.9	61.9
Equities	14.7	15.8	15.8	15.8	15.8
Unit trusts	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Loans and mortgages	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Foreign investments	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Real estate	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other investments	6.0	6.5	6.5	6.5	6.5
Per share					
Reported EPS (CNY)	6.07	8.40	7.03	8.05	9.59
Norm EPS (CNY)	6.07	8.40	7.03	8.05	9.59
FD norm EPS (CNY)	6.07	8.40	7.03	8.05	9.59
DPS (CNY)	1.72	2.04	2.11	2.36	2.68
BVPS (CNY)	30.44	36.82	41.03	46.53	53.21
Life/LT EVPS (CNY)					
Life/LT VNBPS (CNY)	3.95	4.15	2.99	3.54	4.15
Non-life bus. PS (CNY)	21.29	24.24	27.78	31.29	34.86
Valuations and ratios					
Reported P/E (x)	14.3	10.3	12.4	10.8	9.0
Normalised P/E (x)	14.3	10.3	12.4	10.8	9.0
FD normalised P/E (x)	14.3	10.3	12.4	10.8	9.0
Dividend yield (%)	2.0	2.4	2.4	2.7	3.1
Price/book (x)	2.9	2.4	2.1	1.9	1.6
Investment return (%)	3.11	4.75	3.79	3.69	3.77
Recurrent inv return (%)	3.11	4.75	3.79	3.69	3.77
Non-recurrent return (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Price/EV (x)	2.1	1.6	1.3	1.1	1.0
Price/implied VNB (x)	8.5	5.6	5.0	1.9	-0.5
Loss ratio (%)	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7
Combined ratio (%)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Effective tax rate (%)	25.6	10.8	18.0	18.0	18.0
Dividend payout (%)	28.3	24.3	30.1	29.3	27.9
ROE (%)	21.5	25.0	18.0	18.4	19.2
ROA (%)	1.63	2.00	1.47	1.50	1.61
ROR (%)	14.4	17.2	13.1	14.4	15.8

数据来源：公司数据、野村东方国际证券

图表 1: 中国平安估值

百万元人民币		2020F	2021F	2022F
报告内含价值	A=B+C	847,504	937,047	1,033,087
调整后净资产	B	292,943	329,711	375,984
存量保单	C	554,561	607,336	657,103
调整后现存保单价值	D=C*(1+F)*(1+H)*(1+G)	437,395	479,020	518,273
调整后内含价值	E=(B+D)*(1+I)	711,831	788,238	871,596
调整				
贴现率 (11%不变)	F	0.00%	0.00%	0.00%
投资回报率 (5%→4.5%)	G	-10.80%	-10.80%	-10.80%
偿付能力 (100% → 150%)	H	-9.30%	-9.30%	-9.30%
“偿二代”影响	I	-2.50%	-2.50%	-2.50%
报告新业务价值	J	54,579	64,747	75,852
调整后新业务价值	K=J*(1+L)*(1+N)*(1+O)* (1+M)	35,924	42,616	49,926
调整				
贴现率 (11%不变)	L	0.00%	0.00%	0.00%
投资回报率 (5%→4.5%)	M	-10.30%	-10.30%	-10.30%
偿付能力 (100% → 150%)	N	-8.60%	-8.60%	-8.60%
“偿二代”影响	O	-19.70%	-19.70%	-19.70%
我们的假设				
贴现率		11.00%	11.00%	11.00%
投资回报率		4.50%	4.50%	4.50%
偿付能力		150.00%	150.00%	150.00%
调整后寿险 Operating ROEV	S=T+U+V	14.80%	14.90%	15.20%
调整后内含价值	T	9.10%	8.90%	8.90%
调整后新业务价值占内含价值之比 (%)	U	5.00%	5.40%	5.70%
调整后运营变动占内含价值之比	V	0.60%	0.60%	0.60%
LT RoEV		16.00%	16.00%	16.00%
PEV倍数	W	1.63	1.63	1.63
贴现率 (%)	X	11.00%	11.00%	11.00%
永久增长率 (%)	Y	3.00%	3.00%	3.00%
估值 (百万元)	Z=W*E	1,156,726	1,280,886	1,416,343
集团持有寿险股本比例	AA	99.50%	99.50%	99.50%
平安寿险估值 (百万元)	AB=Z*AA	1,151,058	1,274,610	1,409,403
总股数		18,280	18,280	18,280
寿险每股估值 (CNY)		63	69.7	77.1
财险每股估值 (1.8x P/B)		10.6	12.1	13.7
平安银行 (估值约为 3830亿人民币)		12.1	12.1	12.1
陆金所 (预测总市值约为 350亿美元)		5.1	5.1	5.1
平安好医生 (总市值 1030亿港元)		2	2	2
金融壹账通 (总市值约为 80亿美元)		1.1	1.1	1.1
平安健康科技 (预测总市值约为 88亿美元)		1.2	1.2	1.2
其他业务 (1.0x P/B)		9.8	11.4	13.4
每股估值 (元)		104.8	114.7	125.7
持股折扣		10%	10%	10%
每股估值 (元)		94.31	103.21	113.15
每股估值 (港币)		104.79	114.68	125.72

资料来源: 公司数据、野村东方国际证券

估值方法与风险提示：

我们 114.68 港元的目标价基于以下两部分假设：1) 平安寿险 1.6 倍调整后 P/EV、平安财险 1.8 倍 P/EV；2) 根据当前目标价，我们给予中国平安持有的平安银行股份（58%）3830 亿人民币的估值；计入平安好医生（中国平安持有 41% 股份，市值 1030 亿港元）、金融壹账通（中国平安持有 37% 股份，市值 80 亿美元）、陆金所（中国平安持有 41% 股份，市值 350 亿美元）当前市价对应的估值，并运用最新一轮融资所对应的市值估价平安健康科技（未上市，中国平安持有 39% 股份，估算市值 88 亿美元）。

主要下行风险：股市表现的不确定性 & 超预期的投资亏损。

附录

相关研究

《中国平安：重估寿险复苏进程及车险业务改革》	2020.11.24
《中国平安：三季度业绩喜忧参半》	2020.10.28
《中国平安：医疗健康生态系统投资者日回顾》	2020.09.23
《中国平安：新冠疫情后展望》	2020.09.14
《中国平安：除财险业务外整体符合预期》	2020.08.27

联系方式

李远帆 +86 21 66199094 yuanfan.li@nomuraoi-sec.com	池雨点 +86 21 66199026 yudian.chi@nomuraoi-sec.com	吴琳 +86 21 66199037 lin.wu@nomuraoi-sec.com
王彧 +86 21 66199146 yu.wang1@nomuraoi-sec.com	沈颖 +86 21 66199087 ying.shen@nomuraoi-sec.com	孟丹 +86 21 66199042 dan.meng@nomuraoi-sec.com
张亦青 +86 21 66199074 yiqing.zhang@nomuraoi-sec.com		

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	增持	预期未来 12 个月内公司股价跑赢同期指数基准。
	中性	预期未来 12 个月内公司股价表现与同期指数基准一致。
	减持	预期未来 12 个月内公司股价跑输同期指数基准。
行业评级	强于大市	预期未来 12 个月内行业指数超越同期股市指数基准。
	中性	预期未来 12 个月内行业指数基本与同期股市指数基准持平。
	弱于大市	预期未来 12 个月内行业指数明显弱于同期股市指数基准。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询职业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，本人不曾，也将不会因本报告的观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

本报告由野村东方国际证券有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认可的已公开资料，包括来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。野村东方国际证券有限公司及其关联机构（以下统称“野村东方国际”）对这些信息的准确性、完整性或时效性不做任何保证，也不保证这些信息不会发生任何变化。此外，本报告不提供任何与税务相关的信息或意见。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或询价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的推荐或者投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的信息、意见进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的，财务状况和特定需求，并就该等决策咨询专业顾问的意见，同时自行承担所有风险。对于本报告中信息及意见的错误或疏漏（无论该等错误或疏漏因何原因而产生），以及对依据、使用或参考本报告所造成的一切后果，野村东方国际及/或其关联人士（包括各自的雇员）均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日（或报告内部载明的特定日期）的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，野村东方国际可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会在本报告中，或在与野村东方国际的客户、销售人员、交易人员、其他业务人员的不时交流中，针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的事件进行交易策略分析；这种对短期影响的分析可能与分析师已发布的关于标的证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致。无论该等交易策略分析是否存在上述相反或不一致，均不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

野村东方国际可能发出其他与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。本报告反映署名分析师的观点、见解及分析方法，并不代表野村东方国际。野村东方国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。野村东方国际没有将此意见及建议向本报告所有接收方进行更新的义务。野村东方国际的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据仅代表过往表现。过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收方是基于该接收方被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资者考虑而独立做出的。

本报告依据中华人民共和国的法律法规和监管要求于中国大陆提供。

特别声明

在法律许可的情况下，野村东方国际可能与在本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。野村东方国际及其关联人士（包括其雇员）在适用法律允许的范围内，可能自行或代理他人长期或短期持有、增持或卖出本报告涉及的标的证券或其他金融工具。野村东方国际亦可能就该等证券或其他金融工具承担做市商或流动性提供者的身份。因此，投资者应当考虑野村东方国际及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告仅面向经野村东方国际授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收方才可以使，且接收方具有保密义务。野村东方国际并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为野村东方国际的客户。

本报告可能包含来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。除非有该等第三方的事先书面允许，该等信息不得被再加工或转发。

本报告的版权仅为野村东方国际所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表、引用或再加工。野村东方国际对本报告及本免责条款具有修改权和最终解释权。