

## 中国平安 (601318.SH) 借助方正核心资产，加速医疗健康产业布局

2021年05月01日

——中国平安参与方正集团重整事件点评

投资评级：买入（维持）

高超（分析师）

吕晨雨（联系人）

gaochao1@kysec.cn

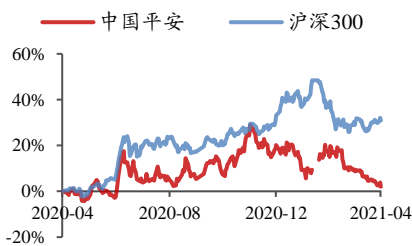
lvchenyu@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790120100011

日期	2021/4/30
当前股价(元)	72.50
一年最高最低(元)	94.62/69.00
总市值(亿元)	13,253.18
流通市值(亿元)	7,853.68
总股本(亿股)	182.80
流通股本(亿股)	108.33
近3个月换手率(%)	42.4

### 股价走势图



数据来源：贝格数据

### 相关研究报告

《中国平安 2021 年 1 季报点评-新业务价值略低于预期，改革效果有望逐步显现》-2021.4.23

《中国平安 2020 年年报点评-新业务价值符合预期，复苏基本盘有所显现》-2021.2.4

《中国平安首次覆盖报告-静待寿险改革效果显现，关注金融科技生态赋能》-2021.1.22

### ● 中国平安受让新方正集团 51.1%至 70.0%股权，成为后者控股股东

2021年4月30日，中国平安发布《关于参与方正集团重整进展的公告》。本次重整为“出售式重整、整体承接”，以方正集团下属优质保留资产出资设立新方正集团，投资者整体收购新方正集团股权扣除债权人转股股权（不超过27%）后，平安人寿或其指定主体与华发集团或其指定主体按7:3的比例承接剩余不低于73%新方正集团股权。最终支付对价及持股比例取决于债权人受偿方案选择，其中平安人寿将用自有资金以370.5至507.5亿元对价受让新方正集团51.1%至70.0%股权，即使债权人债转股平安已取得新方正集团控股权，即新方正集团100%股权作价为725亿元。因本次公告未披露新方正集团财务数据及受让后中国平安具体医疗健康生态圈赋能举措，我们维持2021-2023年集团归母净利润预测1107/1587/1866亿元，当前股价对应2021年PEV 0.9倍，维持“买入”评级。

### ● 受让方正旗下医疗、金融、信息、教育四大优质资产

本次投资新方正集团包含医疗健康（北大国际医院、北大医信、北大医药、医疗产业园）、金融（方正证券和北大方正人寿）、信息技术（方正科技）、教育（中国高科、北大方正软件职业学院）四大块核心资产，本次公告尚未披露新方正集团财务数据。根据上市公司年报，我们估算方正集团持有北大医药、方正证券、北大方正人寿、方正科技和中国高科净资产规模合计达到135亿元。金融资产后续整合方案仍不确定，若考虑整合情景，方正证券2020A期末净资产为396亿元，平安证券2020A期末净资产为338亿元，合计为734亿元，整合后净资产排名将从14名（方正证券）、16名（平安证券）升至10名，有望提升规模效应。

### ● 借助核心资产，加快医疗健康生态圈构建，迈向国际先进健康管理式保险公司

本次收购的四项核心资产中，医疗健康资产可与中国平安大健康战略发挥协同作用，打通线上、线下医疗体系，加快中国平安医疗健康生态圈构建。方正集团拥有以北大国际医院为旗舰医院及十余家医疗机构组成的线下医疗服务体系，可拓展中国平安当前以平安好医生为主的线上医疗服务，打通线上线下体系，线上为线下输送流量，线下为线上提供实体服务，打造有温度的医疗健康生态圈。未来，中国平安或借助北大方正医疗体系，实现客户资源、医疗服务、保险理赔等环节的连通，向国际先进健康管理式保险公司迈进。中国平安参与方正集团重整，可获取医疗健康、金融等核心资产，利于加快大健康产业布局，受让估值仍需等待后续披露价格。

### ● 风险提示：重整进展超预期受阻。

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
保费业务收入(亿元)	7,951	7,979	8,066	8,413	8,863
YoY(%)	10.5	0.4	1.1	4.3	5.4
内含价值(亿元)	12,005	13,281	15,052	17,146	19,506
YoY(%)	19.8	10.6	13.3	13.9	13.8
新业务价值(亿元)	759	496	547	624	712
YoY(%)	5.1	-34.7	10.3	14.1	14.2
归母净利润(亿元)	1,494	1,431	1,107	1,587	1,866
YOY(%)	39.1	-4.2	-22.6	43.3	17.6
P/B	2.0	1.8	1.6	1.4	1.2
P/EV	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

**表1: 方正集团持有核心上市公司及寿险公司净资产规模达 135 亿元**

证券代码	证券简称/ 公司名称	2020A 归母权益 (百万元)	2020A 归母净利润 (百万元)	持股比例	对应净资产 (百万元)	对应净利润 (百万元)
601901.SH	方正证券	39,621	1,096	28.7%	11,353	314
600730.SH	中国高科	1,907	19	20.0%	382	4
600601.SH	ST 方科	732	-919	12.6%	92	-116
000788.SZ	北大医药	1,297	39	34.7%	450	14
-	北大方正人寿	2,373	45	51%	1,210	23
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>45,929</b>	<b>281</b>	<b>-</b>	<b>13,487</b>	<b>239</b>

数据来源: Wind、北大方正人寿公告、开源证券研究所

注: 北大方正人寿数据截至 2020 年 3 季度末。

**表2: 若方正证券与平安证券整合, 排名将上升至第 10 名**

排名	证券代码	证券简称/ 公司名称	归母净资产 (百万元)
1	600030.SH	中信证券	181,712
2	600837.SH	海通证券	153,448
3	601211.SH	国泰君安	137,353
4	601688.SH	华泰证券	129,071
5	600999.SH	招商证券	105,737
6	000776.SZ	广发证券	98,162
7	000166.SZ	申万宏源	88,465
8	601881.SH	中国银河	81,255
9	002736.SZ	国信证券	80,907
<b>10</b>	<b>-</b>	<b>方正+平安</b>	<b>73,427</b>
10	601995.SH	中金公司	71,635
11	601066.SH	中信建投	67,735
12	600958.SH	东方证券	60,203
13	601788.SH	光大证券	52,449
<b>14</b>	<b>601901.SH</b>	<b>方正证券</b>	<b>39,621</b>
15	601377.SH	兴业证券	37,739
<b>16</b>	<b>-</b>	<b>平安证券</b>	<b>33,806</b>
17	600918.SH	中泰证券	33,278
18	000728.SZ	国元证券	30,859
19	000783.SZ	长江证券	29,083
20	601555.SH	东吴证券	27,880
21	002673.SZ	西部证券	26,016
22	600369.SH	西南证券	25,143
23	601108.SH	财通证券	23,448
24	600109.SH	国金证券	22,465
25	002926.SZ	华西证券	21,322
26	601198.SH	东兴证券	21,148
27	601878.SH	浙商证券	19,349
28	000750.SZ	国海证券	18,480

排名	证券代码	证券简称/ 公司名称	归母净资产 (百万元)
29	002939.SZ	长城证券	18,076
30	601162.SH	天风证券	17,460
31	002500.SZ	山西证券	16,905
32	000686.SZ	东北证券	16,669
33	601990.SH	南京证券	15,786
34	601696.SH	中银证券	15,000
35	600909.SH	华安证券	14,545
36	601236.SH	红塔证券	14,423
37	002797.SZ	第一创业	13,928
38	601375.SH	中原证券	13,369
39	601456.SH	国联证券	10,594
40	601099.SH	太平洋	9,605
41	002945.SZ	华林证券	6,020

数据来源：Wind、平安证券公司公告、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(亿元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(亿元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
保险业务投资资产	32,088	37,406	43,848	49,805	56,164	<b>营业收入</b>	<b>11,689</b>	<b>12,183</b>	<b>12,417</b>	<b>13,842</b>	<b>15,017</b>
其他资产	50,141	57,873	69,440	75,999	83,586	已赚保费	7,488	7,576	7,538	7,859	8,268
<b>资产总计</b>	<b>82,229</b>	<b>95,279</b>	<b>113,288</b>	<b>125,804</b>	<b>139,750</b>	保费业务收入	7,951	7,979	8,066	8,413	8,863
未到期责任准备金	1,592	1,777	1,524	1,623	1,749	投资净收益	775	1,247	2,216	2,645	3,004
未决赔款准备金	976	1,098	1,009	1,067	1,160	公允价值变动收益	441	-48	-	-	-
寿险责任准备金	15,098	17,440	20,515	23,455	26,229	其他业务收入	2,985	3,408	2,663	3,338	3,745
长期健康险责任准备金	1,553	1,870	1,906	2,040	2,281	<b>营业支出</b>	<b>-9,838</b>	<b>-10,300</b>	<b>-10,922</b>	<b>-11,729</b>	<b>-12,541</b>
其他负债	54,487	63,214	77,405	84,983	93,936	退保金	-267	-369	-305	-359	-410
<b>负债总计</b>	<b>73,706</b>	<b>85,400</b>	<b>102,360</b>	<b>113,167</b>	<b>125,354</b>	赔付支出	-2,250	-2,371	-2,617	-2,905	-3,215
归属于母公司所有者	6,732	7,626	8,417	9,855	11,311	减：摊回赔付支出	113	115	121	140	156
权益合计						提取保险责任准备金	-2,870	-3,039	-3,194	-3,209	-3,167
少数股东权益	1,792	2,253	2,510	2,781	3,085	减：摊回保险责任准备金	1	14	2	1	1
<b>所有者权益合计</b>	<b>8,524</b>	<b>9,879</b>	<b>10,928</b>	<b>12,637</b>	<b>14,396</b>	手续费及佣金支出	-1,148	-1,020	-1,007	-1,078	-1,137
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>82,229</b>	<b>95,279</b>	<b>113,288</b>	<b>125,804</b>	<b>139,750</b>	业务及管理费用	-1,729	-1,766	-1,610	-1,885	-2,057
						其他业务成本	-1,688	-1,864	-2,310	-2,436	-2,712
						<b>营业利润</b>	<b>1,850</b>	<b>1,883</b>	<b>1,495</b>	<b>2,113</b>	<b>2,476</b>
						营业外收入	4	4	-	-	-
						营业外支出	-7	-9	-	-	-
						<b>利润总额</b>	<b>1,847</b>	<b>1,878</b>	<b>1,495</b>	<b>2,113</b>	<b>2,476</b>
						所得税	-204	-284	-277	-367	-423
						<b>净利润</b>	<b>1,644</b>	<b>1,594</b>	<b>1,218</b>	<b>1,746</b>	<b>2,053</b>
						减：少数股东权益	150	163	111	159	187
						归母净利润	1,494	1,431	1,107	1,587	1,866
						<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
						<b>成长能力(%)</b>					
						营业收入同比增长	19.66%	4.23%	1.92%	11.47%	8.49%
						已赚保费同比增长	10.49%	1.18%	-0.50%	4.25%	5.21%
						保费收入同比增长	10.49%	0.35%	1.10%	4.30%	5.35%
						归母净利润同比增长	39.11%	-4.22%	-22.63%	43.34%	17.58%
						归母净资产同比增长	20.96%	13.28%	10.38%	17.08%	14.77%
						<b>获利能力(%)</b>					
						ROE	21.40%	17.32%	11.71%	14.82%	15.19%
						ROA	2.14%	1.80%	1.17%	1.46%	1.55%
						ROEV	21.89%	13.13%	14.22%	15.18%	15.12%
						<b>价值数据(亿元)</b>					
						新业务价值	759	496	547	624	712
						寿险内含价值	7,575	8,246	9,335	10,480	11,746
						集团内含价值	12,005	13,281	15,052	17,146	19,506
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	8.41	8.10	6.06	8.68	10.21
						每股净资产	36.82	41.71	46.05	53.91	61.87
						每股内含价值	65.67	72.65	82.34	93.80	106.71
						<b>估值比率</b>					
						P/B	2.02	1.78	1.62	1.38	1.20
						P/EV	1.13	1.02	0.90	0.79	0.70

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn