

中国平安 (601318)

证券研究报告
2021 年 05 月 05 日

平安人寿将受让新方正集团 51.1%~70.0%的股权，补充线下医疗资源，打造“保险+医疗健康”长期优势

事件：平安集团于 4 月 30 日披露关于参与方正集团重整进展的公告。公告称，方正集团的重整主体以除深圳方正微电子有限公司全部权益以外的保留资产出资设立新方正集团，再由投资者受让新方正集团的股权。平安集团授权平安人寿参与方正集团重整，平安人寿与华发集团（代表珠海国资）将按 7:3 的比例受让新方正集团不低于 73%的股权，不超过 27%的新方正集团股权将抵偿给选择以股抵债受偿方案的债权人，重整主体持有的方正微电子全部权益由深超科技或其指定主体单独承接。平安人寿将用自有资金以 370.5~507.5 亿元对价受让新方正集团 51.1%~70.0%的股权。

1、新方正集团资产包括重整主体下属医疗、金融、信息技术、教育、商贸及地产等板块的股权类、债权类及其他类资产，主要核心板块包括：

1) 医疗健康板块：主要依托于北京大学和北大医学部，北大医疗集团拥有十余家医疗机构组成的医疗服务体系，总床位数逾万张。其中北大国际医院作为旗舰医院拥有总核准床位 1800 张，设有 60 余个医疗临床和医技科室，是国内医院信息系统最早达到美国医疗信息和管理系统学会 7 级的医院之一。同时北大医疗集团还拥有北大医信、北大医药和医疗产业园。北大医信是国内医疗信息化第一梯队的供应商，涉及智慧医院、区域卫生、医疗+互联网，有庞大的医疗健康数据。

2) 金融板块：主要以方正证券、北大方正人寿为核心主体，业务涵盖证券、期货、基金、保险等领域。方正证券拥有区域分公司 24 家，证券营业部 347 家，期货分支机构 36 家。截至 2020 年末，方正证券总资产为 1,233 亿元，2020 年，实现营业收入 75.42 亿元，利润总额 15.48 亿元。

3) 信息技术：旗下包括方正科技等公司，业务涵盖印刷电路板(PCB)、封装基板、印刷出版、智慧城市解决方案等领域。

4) 教育：主要包括中国高科(600730.SH)和北大方正软件职业学院等。

2、点评：参与方正集团重整，是平安进一步深化医疗健康产业战略布局、积极打造医疗健康生态圈的重要举措，有助于构建平安集团“保险+健康医疗”的长期优势。

1) 本次投资可推动平安深化医疗健康产业的战略布局、加速构建医疗健康生态圈。北大医疗产业集团拥有国际一流的医学品牌和优质的医疗资源，在线下产业规模、医疗科技研发和应用水平，以及医疗健康大数据积累方面，都与平安医疗健康生态圈的战略布局高度契合。通过北大医疗集团覆盖各地区的医院，结合“平安好医生”线上平台，将有助于建设国际一流医院，打造领先的知名医疗集团。另外，还可完善扩充“平安好医生”的自建医疗团队。同时，借助医院信息管理系统，发展智慧医疗，推动传统医院转型。

2) 与平安保险业务形成协同，进一步搭建有场景、有服务、有温度、有频率的“产品+服务”体系。平安这些年来也已经构建了平安好医生、医保科技等多个平台来打造“有温度的金融”的场景，但还是需要补充线下的能力，将线下与线上有机结合，因此此次收购能更好地将平安过去形成的线上能力（一些技术平台的能力）与北大医疗的线下能力有机结合起来，让保险能更好地结合客户的健康管理、亚健康、慢病管理、重疾护理，这是新重疾、长期医疗险的方向。此次与北大医疗体系的融合有机会借鉴美国联合健康、凯撒医疗等管理式医疗模式。

3、投资建议：短期来看，平安目前负债端压力较大，代理人规模及 NBV 面临下滑压力。长期来看，对于参与方正集团的重组的后续展望，平安线上医疗资源与北大集团的线下医疗资源的打通、以及与保险产品的打通还需要一定的时间以及各方协调。且寿险改革正在推进中，预计需要较长时间才能对业务起到拉动作用。综上，长期的平安“保险+健康医疗”的优势正在构建，短期需关注负债端改善的情况，目前平安 2021PEV 为 0.89 倍，估值低位。

风险提示：参与方正集团的重组进度或效果不及预期；重疾险销售低于预期；服务布局慢于预期

投资评级

行业	非银金融/保险
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	72.5 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	10,832.66
流通 A 股股本(百万股)	10,832.66
A 股总市值(百万元)	785,368.18
流通 A 股市值(百万元)	785,368.18
每股净资产(元)	42.24
资产负债率(%)	89.70
一年内最高/最低(元)	94.62/69.00

作者

夏昌盛	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518110003	
xiachangsheng@tfzq.com	
舒思勤	联系人
shusiqin@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《中国平安-季报点评:中国平安 2021 年 1 季报:集团营运利润及寿险 NBV 增长符合预期,对华夏幸福投资减值 182 亿,影响可控》 2021-04-23
- 2 《中国平安-年报点评报告:2020 年核心指标表现基本符合预期,2021 年负债端轻装上阵,有望迎来积极改善》 2021-02-04
- 3 《中国平安-季报点评:中国平安 3 季报:集团营运利润 Q3 单季同比+12.4%略超预期;NBV 同比-27.1%基本符合预期,预计 2021Q1 业绩转机将至》 2020-10-28

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1168867	1218315	1311141	1440428	1602087
（+/-）YoY(%)	19.66	4.23	7.62	9.86	11.22
净利润（百万元）	149407	143099	149802	187409	208688
（+/-）YoY(%)	39.11	(4.22)	4.68	25.10	11.35
EPS（元）	8.17	7.83	8.19	10.25	11.42
BVPS（元）	36.83	41.72	48.18	55.86	64.41
EV（元）	65.67	72.65	81.35	91.66	102.89

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标（元）						寿险保费	523672	511487	550799	624933
每股收益	8.17	7.83	8.19	10.25	11.42	非寿险保费	270930	285854	287827	299148
每股净资产	36.83	41.72	48.18	55.86	64.41	总保费及管理费收入	794602	797341	838627	924081
每股内含价值	65.67	72.65	81.35	91.66	102.89	减：分出保费	21370	23077	23098	26523
每股新业务价值	4.15	2.71	2.91	3.16	3.48	净保费收入	773232	774264	815529	897559
价值评估（倍）						减：净提取未到期责任准	24915	17204	25566	22178
P/E	8.87	9.26	8.85	7.07	6.35	已赚净保费	748317	757060	789963	875380
P/B	1.97	1.74	1.50	1.30	1.13	投资收益	177488	243515	274632	293103
P/EV	1.10	1.00	0.89	0.79	0.70	营业收入	1168867	1218315	1311141	1440428
VNBX	1.64	-0.06	-3.04	-6.06	-8.73	赔付及保户利益	538719	577961	596067	648000
盈利能力指标（%）						保险业务综合费用	445120	452050	516474	543970
净投资收益率	5.20	5.10	5.00	5.00	5.00	营业费用	983839	1030011	1112541	1191970
总投资收益率	6.90	6.20	5.00	5.00	5.00	营业利润	185028	188304	198600	248457
净资产收益率	24.40	19.93	18.23	19.71	18.98	税前利润	184739	187764	198600	248457
总资产收益率	1.94	1.61	1.59	1.91	1.93	所得税	20374	28405	31776	39753
财险综合成本率	96.40	99.10	99.00	99.00	99.00	归属于母公司股东的净利	149407	143099	149802	187409
财险赔付率	57.30	60.50	61.00	61.00	61.00	少数股东损益	14958	16260	17022	21295
财险费用率	39.10	38.60	38.00	38.00	38.00					
盈利增长（%）						资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润增长率	39.11	(4.22)	4.68	25.10	11.35	现金及存款投资	306605	314123	459267	508074
内含价值增长率	19.76	10.63	11.97	12.68	12.24	债权投资	2248446	2673821	2922609	3233199
新业务价值增长率	5.05	(34.72)	7.21	8.79	9.99	股权投资	450569	503828	521894	577357
偿付能力充足率（%）						其他投资	203216	248809	271385	300226
偿付能力充足率（集	229.80	225.00	225.00	230.00	230.00	总投资资产	3208836	3740581	4175155	4618856
偿付能力充足率（寿	231.60	230.00	230.00	240.00	240.00	分保资产	29198	32059	23000	23000
偿付能力充足率（产	259.20	235.00	235.00	235.00	235.00	其他资产	4984895	5755230	5163978	5636641
内含价值（百万元）						资产总计	8222929	9527870.00	9362133	10278496
调整后净资产	574,239	643,147	720,325	806,764	903,575	保险合同负债	1921907	2218007.00	2550655	2911791
有效业务价值	626,294	684,964	766,702	868,815	977,276	投资合同负债	701635	768975.00	878960	1004412
内含价值	1,200,533	1,328,111	1,487,027	1,675,579	1,880,851	次级债	699631	901285.00	388000	388001
一年新业务价值	75,945	49,575	53,150	57,820	63,602	其他负债	4047386	4651698.00	4420846	4688367
核心内含价值回报率	19.78	13.03	14.99	14.84	14.89	负债总计	7370559	8539965.00	8238460	8992570
寿险新业务保费（百万）						实收资本	18280	18280.00	18280	18280
短险和趸缴新单保费	22,784	33,790	34,709	35,675	36,688	归属于母公司股东权益	673161	762560	880757	1021163
期缴新单保费	131,184	98,232	112,172	123,892	136,948	少数股东权益	179209	225345.00	242917	264763
新业务合计	153,968	132,022	146,881	159,567	173,636	负债和所有者权益合计	8222929	9527870.00	9362133	10278496
新业务保费增长率（%）	(0.17)	(1.43)	1.13	0.86	0.88					
标准保费	133,462	101,611	115,643	127,460	140,617					
标准保费增长率（%）	(6.36)	(23.87)	13.81	10.22	10.32					

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com