

## 中国平安 (601318.SH) / 保险

 匹配保险资金对久期和收益率的目标  
 ——平安人寿投资中国来福士广场事件点评

**评级: 买入 (维持)**

市场价格 64.28

分析师: 陆韵婷

执业证书编号: S0740518090001

Email: luyt@r.qlzq.com.cn

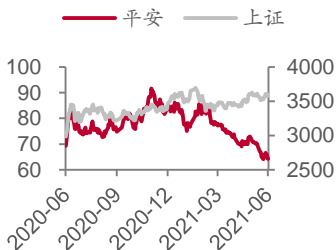
分析师: 戴志锋

执业证书编号: S0740517030004

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	18280
流通股本(百万股)	9870
市价(元)	64.28
市值(百万元)	1167603
流通市值(百万元)	634440

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

《意在北大医疗资源, 获取实体医院和现有线上资源进行互补——平安参与方正集团重整点评》-2021/1/31

《计提华夏幸福 34%的投资敞口, 寿险仍面临挑战——中国平安 2021 年 1 季报点评》——2021/4/22

《获取新方正集团绝对控股权, 对价是否合理取决于后续整合——平安参与方正集团重整进展点评》——2021/5/3

**公司盈利预测及估值**

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元)	11689	12183	12652	13781	15335
增长率 yoy%	19.69%	4.23%	3.85%	8.93%	11.27%
归母净利润 (亿元)	1494	1431	1668	2045	2596
增长率 yoy%	39.11%	-4.22%	16.59%	22.56%	26.93%
每股内含价值 (元)	65.67	72.65	80.44	89.10	98.51
P/EV	0.98	0.88	0.80	0.72	0.65

备注: EV 为内含价值

**投资要点**

- **事件:** 6月28日平安人寿披露关于大额不动产投资的信息, 拟投资不超过330亿元人民币从新加坡凯德置地集团及私募基金获取上海来福士广场等六个商业办公不动产项目60%-70%的股份, 同时平安人寿拟向其中5家项目公司提供41亿人民币的股东借款, 本次投资预计在2021年3季度正式完成。该项投资完成后, 平安人寿投资非自用性不动产类的账面余额占21年1季度末总资产的比重约为10.3%, 低于30%的监管上限。
- **交易对价较20年末评估价值溢价6.7%, NPI收益率在3%-5%之间**
  - 1、根据凯德置地的公告, 本次成交标的包括上海人广来福士, 长宁来福士, 北京来福士, 杭州来福士, 成都来福士和宁波来福士6个商业地产项目, 交易标的总资产和净资产分别为154.9亿元和78.5亿元, 建筑面积合计达到114.85万平方米; 本次交易完成后凯德对这6个项目的持股比例将分别从30.7%-55%下降至12.6%-30%, 平安将分别获取这6个项目60%-70%的股权(图表1);
  - 2、本次交易价格对应6个项目的估值约为467亿人民币, 较2020年末的评估价值溢价6.7%, 凯德置地年报中披露来福士中国项目(除了本次收购的6个标的之外, 还有来福士深圳, 来福士外滩和来福士重庆三个项目)整体的NPI(Net Property Income, 指扣除了折旧摊销, 地皮增减值, 资管管理费等的物业净收入)为21.17亿元, NPI收益率(分母为评估价值)在3%-5%的区间(图表2);
- **平安收购该项目有利于保险资金的长期使用, 凯德则获取现金流开发新项目**
  - 1、一方面商业地产收益的久期足够长(本次交易标的租期至2042年-2062年), 能够满足险资资产负债久期匹配的需求, 根据平安集团的披露, 平安寿险保单的负债久期一般在15年左右, 近年来通过各种努力已经将固定收益类资产的久期拉长2年以上, 缺口缩小至7年以内; 此外本次收购的6个来福士项目均处于核心城市的核心地段, 20年疫情环境下平均出租率仍有90%, 现金流充裕, 3%-5%的NPI叠加长期地价升值基本可以达到险资的长期收益率目标;
  - 2、对于凯德集团而言, 一方面通过出售6个项目的部分股权实现了100亿人民币的净收益, 并释放了大量资本得以继续投入新的开发项目, 另一方面凯德保留了物业管理运营权, 根据披露2008年至2020年凯德在上述6个物业项目赚取的管理费率为62个bp, 凯德置地将持续的获取这笔收入;
- **投资建议:** 我们认为平安此次出资购买中国来福士广场资产的价格合理, 从久期和收益率角度匹配险资的投资目标; 当前平安股价的核心因素依然取决于寿险改革的进程, 新增代理人数量的企稳和质量的上升, 以及华夏幸福债务方案的落地; 我们预测集团全年ev增长10.7%, 股价对应21年PEV为0.80倍, 维持买入评级;
- **风险提示:** 权益市场大幅度下降, 长期无风险收益率大幅度下行, 新单保费增速不如预期, 过度聚焦科技而忽略代理人本身的培训, 寿险改革成效较弱, 华夏幸福投资本金大部分无法收回, 新方正集团整合不利, 本次来福士项目收购进度不及预期风险;

**图表1: 投资标的的具体情况: 亿元, 平方米, %**

项目情况	上海人广来福士	长宁来福士	北京来福士
本次交易后平安持有股份	60%	70%	70%
本次交易前凯德置地持有股份	30.70%	42.80%	55%
本次交易后凯德置地持有股份	12.60%	25%	30%
注册资本	3000 万美金	22.09 亿人民币	2450 万美元
总资产: 亿元	14.18	47.78	20.15
净资产: 亿元	10.65	26.15	11.6
建筑面积: 平方米	139593	273446	110996
用途	零售, 办公楼	零售, 办公楼	零售, 办公楼, 租赁公寓, 服务型住宅

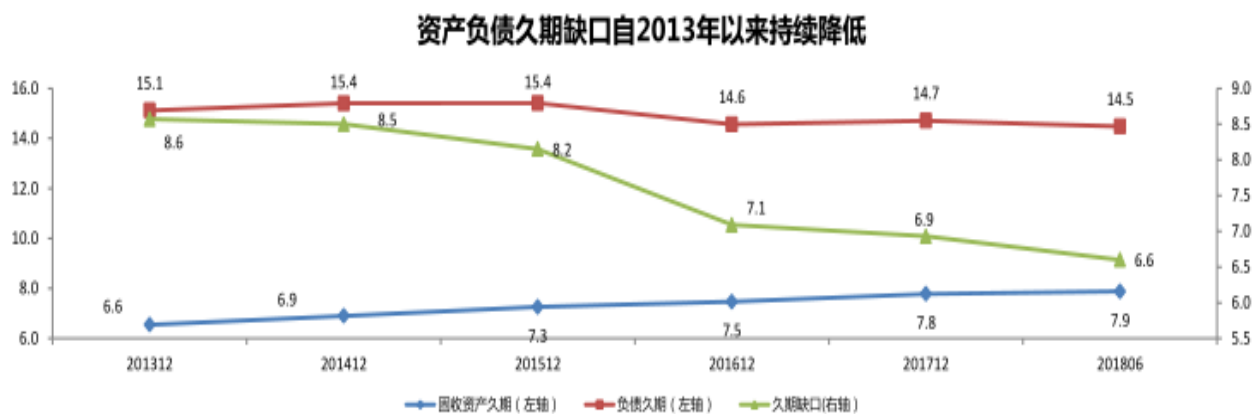
项目情况	杭州来福士	成都来福士	宁波来福士
本次交易后平安持有股份	70%	70%	70%
本次交易前凯德置地持有股份	55%	55%	55%
本次交易后凯德置地持有股份	30%	30%	30%
注册资本	2.9974 亿美金	2.177 亿美元	8 亿元人民币
总资产: 亿元	34.49	26.98	11.32
净资产: 亿元	13.03	11.02	6.04
建筑面积: 平方米	282177	242086	100184
用途	零售, 办公楼, 服务型住宅, 酒店	零售, 办公楼, 服务型住宅	零售, 办公室和住宅

来源: 凯德置地集团, 中泰证券研究所

**图表 2: 凯德置地中国来福士项目 NPI 情况: 百万元, %**

Raffles City	NPI		NPI 同比增速	出租率	NPI 收益率
	2020 年	2019 年		2020 年底时间点	
一线城市	1654	1682	-1.66%	87%	3%-5%
二线城市	463	442	4.75%	93%	3%-5%
合计	2117	2124	-0.33%	90%	

来源: 凯德置地集团, 中泰证券研究所

**图表 3: 平安人寿资产负债久期情况: 年**


来源: 中国平安公告, 中泰证券研究所

**图表 4: 平安集团利润表预测: 百万元**

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>利润表</b>					
营业收入	1168867	1218315	1265174	1378106	1533475
已赚保费	748779	757599	790472	859701	955915
银行业务利息净收入	90187	100404	108235	121223	132999
非保险业务手续费及佣金净收入	44230	51762	58497	64746	70697
投资收益	221579	238745	230966	244492	264932
其他业务收入	63313	67586	77003	87944	108932
营业支出	983839	1030011	1046581	1112281	1196055
退保金	26661	36914	37291	35453	36257
赔款支出	225030	237136	277662	308639	349132
提取保险责任准备金	287028	303911	207537	237028	225229
保单红利支出	19329	19001	25423	28017	30983
营业税金及附加	114753	102003	115760	128535	146438
手续费及佣金支出	114753	102003	115760	128535	146438
业务及管理费用	172892	176551	194509	209806	234281
资产减值损失	67266	79458	81323	87743	87102
利润总额	185028	188304	218593	265825	337420
净利润	164365	159359	185804	225951	286807
减: 少数股东权益	14958	16260	18958	21465	27247
所属公司股东净利润	149407	143099	166846	204486	259560

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 5: 平安集团资产负债表预测: 百万元**

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>资产</b>					
资产	7142960	9527870	10489363	11792420	13151341
货币资金	449909	526301	576915	624998	683870
定期存款	216810	253518	262234	294810	328784
金融投资	3982648	4644966	5244681	5955172	6707184
长期股权投资	204135	267819	293702	353773	420843
发放贷款及垫款	2240396	2599510	2727234	3066029	3419349
其他资产	1129031	1235756	1384596	1497637	1591312
负债	7370559	8539965	9351274	10458422	11573433
准备金负债	1921907	2218007	2423163	2689408	2959727
应付保单红利	59082	63806	86205	95590	110399
保户储金及投资款	701635	768956	905156	1003691	1103989
其他负债	4687935	5489196	5936750	6669733	7399318
股本	18280	18280	18280	18280	18280

---

资本公积	128651	134474	134474	131474	128474
库存股	-5001	-5995	-5995	-5995	-5995
其他综合收益	13457	-6829	-5829	-4829	-3829
盈余公积	12164	12164	12164	12164	12164
一般风险准备	71964	88789	104490	124441	148560
未分配利润	433644	521677	620902	754173	920326
归属于母公司股东权益	673159	762560	878486	1029708	1217981
少数股东权益	179209	225345	259602	304290	359927

---

来源：公司公告，中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。