

## 公司研究

## 持续投资房地产，期待稳健与收益并存

——中国平安（601318.SH、2318.HK）控股子公司平安人寿 330 亿投资凯德集团来福士广场点评

## A 股：买入（维持）

当前价：61.91 元人民币

## H 股：买入（维持）

当前价：73.8 港币

## 作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

wangyf@ebsecn.com

联系人：郑君怡

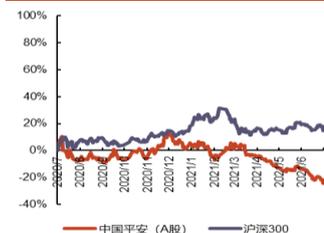
010-57378023

zhengjy@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	182.80
总市值(亿元):	11284.77
一年最低/最高(元):	61.13/94.62
近3月换手率:	54.5%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.9	-18.6	-33.4
绝对	-12.9	-20.0	-18.3

资料来源：Wind

## 相关研报

NBV 增速亮眼，风险逐步出清——中国平安（601318.SH、2318.HK）2021 年一季报点评（20210423）

NBV 及投资短期承压，预计复苏在即——中国平安（601318.SH、2318.HK）：2020 年年报点评（20210204）

线上线下医疗资源互补，打造价值增长新引擎——中国平安（601318.SH、2318.HK）发布参与方正集团重整公告点评

改革逐渐深化，经营稳步增长——中国平安（601318.SH、2318.HK）：2020 年三季报点评（20201028）

## 要点

**事件：**2021 年 6 月 28 日，中国平安人寿保险股份有限公司发布公告：1) 平安人寿拟投资上海来福士广场等六个商业办公不动产项目，这六个项目主要从事**相关物业的开发和运营**（包括上海人广来福士项目、上海长宁来福士项目、北京来福士项目、杭州来福士项目、成都来福士项目和宁波来福士项目），总投资金额预计不超过人民币 330 亿元；2) 本项目投资完成后，标的项目投资余额占公司上季度末（2021 年 3 月 31 日）总资产的比例约 1%，投资非自用性不动产类的账面余额占上季度末（2021 年 3 月 31 日）总资产的比例约为 10.3%；3) 交易完成后，凯德在各项目中持股比例由 30.7%-55%变更为 12.6%-30%，并继续负责项目的运营及资产管理；4) 关联交易：公司将与 6 家项目公司构成以股权关系为基础的关联方，拟向其中 5 家项目公司提供股东借款共计约人民币 41 亿元。此交易预计于 2021 年三季度完成，将为凯德实现资本回收超过 20 亿新元。

## 点评：

## 一、不动产投资期限长，有助于缩小公司久期缺口

**政策逐步放开，平安持续投资房地产。**1) 监管对于险资投资不动产比例限制提升。2010 年保监会发布的《保险资金运用管理暂行办法》规定：“投资于不动产的账面余额，不高于本公司上季末总资产的 10%”，2015 年保监会发布《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》将该比例提升至 30%，险资运用于不动产项目空间加大。2) **平安人寿 2021 年 6 月已 3 次公告投资房地产。**2021 年 6 月 25 日平安人寿公告投资平安香港总部大楼，6 月 28 日同时公布投资北京丽泽商务区 D-03、D-04 不动产项目与来福士广场商业办公不动产项目。

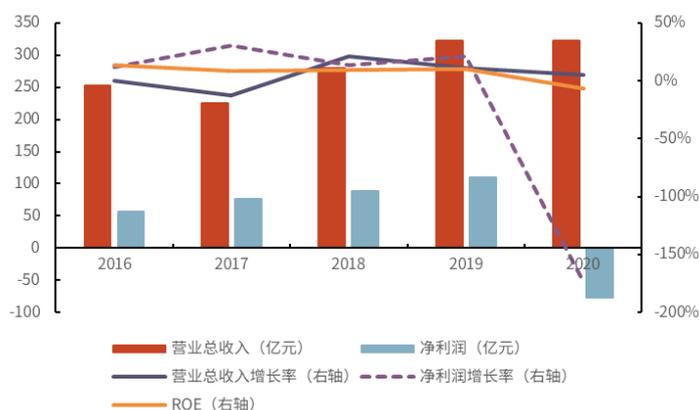
**不动产项目投资期限长，可优化保险公司资产负债匹配。**1) 寿险公司负债端规模大且久期长，据平安 2020 年业绩发布会透露，其资产负债久期缺口 2013 年最高达 8.6，2020 年缩窄至 4.2，平安若将其寿险资金配置于期限长且收益较稳健的不动产项目，有助于进一步**缩小资产负债久期缺口**。2) 此次项目投资余额仅占平安人寿上季度末（2021 年 3 月 31 日）总资产比例约 1%，而公司投资非自用性不动产类的账面余额占上季度末总资产比例约 10.3%，远低于 30%的监管要求，风险可控且未来仍有投资扩大空间。

## 二、房地产投资转向国际背景集团，稳健性与收益性并存

**继华夏幸福亏损后，平安人寿选择拥有国际背景的凯德集团。**1) 2018 年 7 月，中国平安入股华夏幸福，2021 年 2 月因华夏幸福陷入资金危机影响中国平安投资端。2) 从平安长期股权投资来看，其先后投资于多家房地产公司，其中上市公司有华夏幸福、中国金茂、旭辉控股集团，投资出现部分亏损。3) 平安希望从新的投资中获取收益以弥补损失。凯德集团于新加坡上市，集团业务遍及全球 30 多个国家共计 240 多个城市，且投资组合横跨多元房地产类别，相比华夏幸福，拥有丰富的国际背景的凯德集团**风险更分散，经验和实力更强**。

凯德集团业绩稳健且投资项目质优，具备一定的稳健性与收益性。1) 2016-2019年，凯德集团净利润持续增长，总营收与 ROE (8%-14%) 维持较高水平，2020年虽受疫情影响净利润、ROE 有所下滑，但总营收企稳。2) 来福士是凯德旗下综合体旗舰品牌，浓缩了集团全产业链精华，项目屡获国际奖项，2008-2020年间，凯德集团在本次项目涉及的六个来福士投资组合所取得的基金管理费率平均 62bp, 未来将继续负责运营及管理。作为能够提供稳定经常性收益的成熟资产，来福士不动产项目将为平安带来稳健收益。

图 1: 凯德集团业绩情况



资料来源: Wind, 单位: 人民币, 光大证券研究所

### 三、监管趋严，平安偿付能力充足率或略受影响

偿二代下房地产基础因子上调，监管要求更严。在现行偿二代规则下，投资性房地产按历史成本计价与公允价值计价的基础因子分别为 8%、12%，而在即将出台的偿二代二期工程中，重新将房地产价格风险划分为投资性房地产物、不动产项目公司股权、融资借款，基础因子均上调至 15%，并根据房地产所处位置设置了特征因子，可见监管要求更加严格，平安人寿增持不动产股权将略不利于其偿付能力充足率。

表 1: 偿二代二期工程基础因子变化

风险类型	当前规则			二期修订方案		
	资产类别	基础因子	资产类别	基础因子	特征因子	
房地产价格风险	投资性房地产	历史成本计价	8%	投资性房地产物	15%	K1: 房地产所处位置
		公允价值计价	12%	不动产项目公司股权	15%	
		/	/	融资借款	15%	

资料来源: 中国保险会计研究中心, 光大证券研究所

**盈利预测与评级:** 公司 2021Q1FYP、NBV 均同比上升，但受二季度负债端承压及投资端风险影响，对来福士不动产项目的投资预计将获得稳定经常性收益，利好未来投资收益。维持公司 21-23 年营业收入分别为 12576/14127/16500 亿元，归母净利润 1499/1573/2111 亿元，公司当前 A 股估值对应 21 年 PEV 为 0.75，H 股估值对应 21 年 PEV 为 0.74，处于长期估值底部，维持 A+H 股“买入”评级。

**风险提示:** 经济复苏不及预期；政策改革推进不及预期；长端利率超预期下行。

#### 公司盈利预测与估值简表

财务简表	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元)	11,689	12,183	12,576	14,127	16,500
营业收入增长率%	20%	4%	3%	12%	17%
净利润 (亿元)	1,494	1,431	1,499	1,573	2,111

净利润增长率%	39%	-4%	5%	5%	34%
EPS (元)	8.17	8.10	8.20	8.60	11.55
EVPS (元)	65.67	72.65	82.83	95.25	109.54
P/E (A)	7.57	7.64	7.55	7.20	5.36
P/B (A)	1.68	1.48	1.26	1.10	0.51
P/EVPS (A)	0.94	0.85	0.75	0.65	0.57
P/E (H)	7.51	7.84	7.48	7.13	5.31
P/B (H)	1.67	1.47	1.25	1.09	0.51
P/EVPS (H)	0.93	0.84	0.74	0.64	0.56

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-07-05; 汇率: 按 1HKD=0.83152CNY 换算

### 财务报表与盈利预测

利润表 (亿元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	11,689	12,183	12,576	14,127	16,500
已赚保费	7,488	7,576	9,300	10,384	11,546
提取未到期责任准备金	249	172	101	146	224
投资收益及公允价值变动	2,216	2,387	2,585	3,025	3,512
其他收入	1,736	2,048	590	572	1,217
营业支出	9,838	10,300	10,716	11,956	13,880
退保金	267	369	323	360	401
赔付支出	2,250	2,371	2,511	2,907	3,464
提取保险责任准备金	2,870	3,039	3,255	3,634	4,503
保单红利支出	193	190	176	198	231
保险业务手续费及佣金支出	1,148	1,020	1,317	1,470	1,635
业务及管理费	1,729	1,766	1,662	1,856	2,064
其他支出	14	15	15	15	16
营业利润	1,850	1,883	1,860	2,171	2,620
营业外收支	7	9	11	13	15
利润总额	1,847	1,878	1,853	2,163	2,610
所得税费用	204	284	204	433	287
年度利润	1,644	1,594	1,649	1,730	2,323
净利润	1,494	1,431	1,499	1,573	2,111

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (亿元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产合计	82,229	95,279	109,684	126,268	145,359
投资资产	33,597	39,210	46,101	53,730	62,163
发放贷款及垫款	1,393	1,614	1,854	2,134	2,457
其他资产	47,239	54,454	61,729	70,403	80,739
负债合计	73,706	85,400	98,323	113,203	117,269
准备金	19,219	22,180	25,597	29,541	34,092
吸收存款	7,016	7,690	9,232	10,533	10,827
其他负债	47,470	55,530	63,494	73,129	72,350
股东权益合计	8,524	9,879	11,361	13,065	28,090
归属母公司所有者权益	6,732	7,626	8,997	10,250	21,988
少数股东权益	1,792	2,253	2,364	2,815	6,102

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE