

# 新方正重整再进一步，医疗健康生态赋能可期

——中国平安动态跟踪

## 核心观点

- **事件：**公司于 12 月 20 日公告参与方正集团重整进展，新方正集团已完成了相应的企业变更登记手续，其股权结构变更为平安人寿与华发集团（代表珠海国资）分别持股 66.51%、28.50%，方正集团债权人转股平台合计持 4.99%。其中，平安人寿出资约 482 亿元，已经银保监会批复同意。
- **重整主体资源丰富，医疗生态圈有望持续扩容。**本次重整涵盖北大方正集团、北大方正信息产业集团、北大医疗产业集团、北大资源集团、方正产业控股公司等 5 大主体，拥有丰富的产业资源，其中医疗健康产业有望与平安“医疗健康生态”战略实现融合与赋能。北大医疗下属多家实体医院，其中北大国际医院集中了最优秀的医疗资源，拥有 1800 个床位和 60 多个学科室，是产学研集一身的优质资产，此外还有康复医院、心血管病医院、健康管理中心、医疗产业园等大型医疗体。
- **现已开展相关合作，有望进一步打通服务闭环。**截至 1H22 末平安自有医生团队与外部签约医生的人数超 5 万人，合作医院数超 1 万家，已实现国内百强医院和三甲医院 100% 合作覆盖。目前，平安已与北大医疗开展多领域的合作，包括 5-10 年期限的品牌授权，成立近视防控基地等。我们预计未来有望进一步打通线上+线下服务闭环，助力医疗与保险业务获客，推动负债端销售提升，实现金融业务协同发展。
- **后续关注其他资产的整合与处理，以及相关的管理层和战略变动。**除医疗资源外，新方正集团还拥有金融、教育、科技等板块，其中市场较为关注的方正证券股权处置仍需进一步观察，因其与平安证券存在同业竞争问题，未来或可通过优势领域双向融合实现业务整合，或可通过股权转让完成资产处置，同时需关注一定时期内的重整公司管理层和战略的变动。

## 盈利预测与投资建议

- 公司开门红稳步推进，寿险改革效果正逐步显现，小幅调整盈利预测（微调 EV 部分差异项），预计 2022-24 年 EVPS 为 83.31/92.10/102.29 元（前值为 83.22/91.57/101.27 元），对应 P/EV 分别为 0.54x/0.49x/0.44x。采用分部估值法对公司整体价值进行评估，预计 2023 年目标市值为 12648 亿元，目标价为 69.19 元，对应集团 2023 年 P/EV 为 0.75x，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 新单销售不及预期，长端利率持续下行，权益市场大幅波动，股权投资计提减值风险，政策风险。

## 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
已赚保费(百万元)	757,599	739,933	778,121	837,321	909,446
同比增长	1%	-2%	5%	8%	9%
总投资收益(百万元)	124,701	103,378	35,226	134,150	153,512
同比增长	61%	-17%	-66%	281%	0%
归母净利润(百万元)	143,099	101,618	115,728	135,624	152,795
同比增长	-4%	-29%	14%	17%	13%
每股收益(元)	8.10	5.77	6.33	7.42	8.36
每股 NBV(元)	2.71	2.07	1.70	1.85	2.01
每股集团 EV(元)	72.65	76.34	83.31	92.10	102.29
隐含 P/EV	0.62	0.59	0.54	0.49	0.44
ROE	18.8%	12.5%	13.6%	14.9%	15.4%

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	买入（维持）
股价（2022年12月21日）	45.26 元
目标价格	69.19 元
52 周最高价/最低价	53.25/35.9 元
总股本/流通 A 股（万股）	1,828,024/1,828,024
A 股市值（百万元）	827,364
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2022 年 12 月 22 日

## 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-3.47	9.83	7.26	-5.99
相对表现	-0.33	8.2	9.14	16.05
沪深 300	-3.14	1.63	-1.88	-22.04



## 证券分析师

陶圣禹	021-63325888*1818 taoshengyu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070002 香港证监会牌照：BQK280
唐子佩	021-63325888*6083 tangzipei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514060001 香港证监会牌照：BPU409

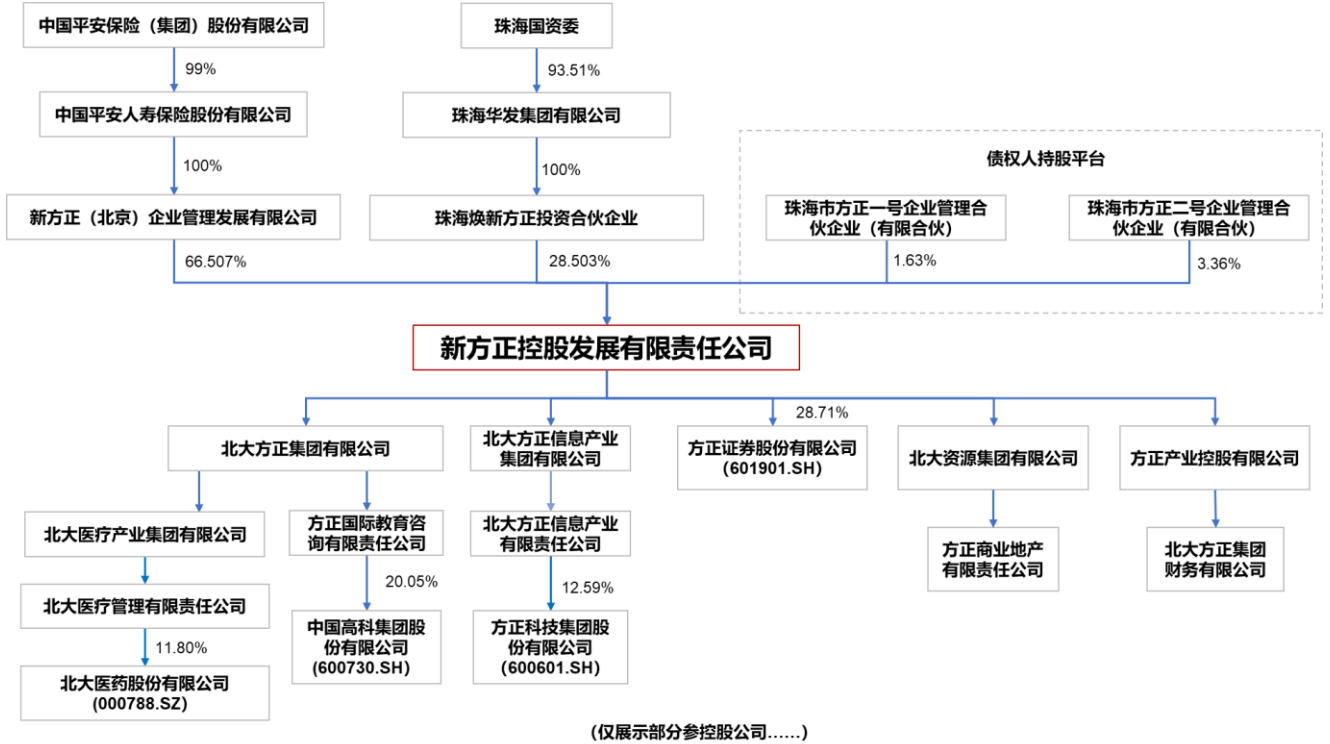
## 相关报告

市场波动拖累利润表现，多渠道转型持续推进：——中国平安 3Q22 季报点评	2022-10-27
NBV 降幅收窄，关注队伍稳定后的产能提升：——中国平安 1H22 中报点评	2022-08-29
营运利润增长稳健，期待转型推进下的业务复苏：——中国平安 1Q22 季报点评	2022-05-05

**表 1：方正集团重整时间线梳理**

时间	事件
2020 年 2 月 19 日	方正集团提出重整申请
2020 年 4 月	发布战略投资者招募公告，经评审，6 家意向投资者进入第二轮遴选，平安未参与
2020 年 6 月	二轮遴选，共计 4 家意向投资者或联合体提交了投资方案，包括泰康人寿、珠海华发等公司，平安未参与
2020 年 7 月 31 日	指定方正集团担任重整管理人
2020 年 8 月 23 日	平安通过与珠海华发（珠海国资）组成联合体进入项目，珠海国资为名义牵头方，平安为主要出资方
2020 年 9 月 18 日	经平安集团董事会审议，同意公司在授权范围内参与方正集团重整项目
2020 年 10 月 22 日	“平安+珠海华发”联合体通过第三轮遴选，与“泰康+武汉国资”联合体一对一竞争
2021 年 1 月 22 日	经法院审理批准，重整计划草案提交期限延长至 2021 年 4 月 30 日
2021 年 1 月 29 日	确定由“平安+珠海华发+深圳特发集团”组成的联合体作为重整投资者
2021 年 4 月 30 日	签署《重整投资协议》
2021 年 5 月 28 日	重整计划（草案）经债权人会议表决通过
2021 年 6 月 28 日	重整计划经法院依法批准并生效
2021 年 8 月 11 日	获得国家市场监督管理总局反垄断局批准
2021 年 10 月 21 日至 2022 年 1 月 25 日	新方正控股发展有限责任公司等 7 家新方正主体注册分批次成立
2022 年 1 月 30 日	收到银保监会批复，同意平安人寿投资新方正集团，平安人寿拟出资约 482 亿元人民币受让新方正控股发展有限责任公司约 66.51% 的股权
2022 年 2 月 28 日	中国平安等投资人向管理人支付 200 亿投资款
2022 年 6 月 24 日	重整计划执行期限经法院裁定批准延长至 2022 年 12 月 28 日
2022 年 12 月 20 日	新方正集团完成相应企业变更登记手续

数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 1：新方正集团股权结构与主要参控股公司梳理**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**表 2：可比寿险公司估值表**

	股票代码	P/EV (2023E)	EVPS (2023E)	收盘价 (RMB)
中国人寿	601628.SH	0.71	50.24	35.45
新华保险	601336.SH	0.31	92.39	28.48
友邦保险	1299.HK	2.06	5.25	75.38
<b>平均</b>		<b>1.03</b>		
<b>A 股平均</b>		<b>0.51</b>		

注：友邦保险 EVPS 单位为美元/股，其他单位为人民币元，数据统计时点为 2022/12/21。

资料来源：Wind, Bloomberg, 东方证券研究所

**表 3：其他可比公司估值表**

	股票代码	P/B (2023E)	每股净资产 (2023E)	收盘价 (RMB)
<b>财险板块</b>				
中国人保	601319.SH	0.89	5.77	5.14
中国财险	2328.HK	0.42	10.87	4.60
中国太保	601601.SH	0.86	27.86	24.00
<b>平均</b>		<b>0.73</b>		
<b>银行板块</b>				
招商银行	600036.SH	0.95	37.81	35.95
常熟银行	601128.SH	0.81	9.04	7.31
兴业银行	601166.SH	0.47	36.05	17.11
宁波银行	002142.SZ	1.12	27.53	30.95
<b>平均</b>		<b>0.84</b>		
<b>证券板块</b>				
东吴证券	601555.SH	0.79	8.30	6.52
光大证券	601788.SH	1.08	14.01	15.07
兴业证券	601377.SH	0.88	6.62	5.80
国金证券	600109.SH	1.00	8.72	8.76
<b>平均</b>		<b>0.94</b>		
<b>信托板块</b>				
中航产融	600705.SH	0.65	5.19	3.38
爱建集团	600643.SH	0.65	8.57	5.58
<b>平均</b>		<b>0.65</b>		

注：每股净资产均采用 Wind 一致预期，单位为人民币元，数据统计时点为 2022/12/21。

资料来源：Wind，东方证券研究所

**表 4：科技公司估值表**

	股票代码	当前市值 (RMBm)	持股比例	持股市值 (2023E)
陆金所控股	LU.N	35,384	41.60%	14,720
金融壹账通	OCFT.N	1,643	30.18%	496
平安好医生	1833.HK	22,461	39.41%	8,852
汽车之家	ATHM.N	28,561	49.00%	13,995

注：单位为人民币百万元，数据统计时点为 2022/12/21。

资料来源：Wind，东方证券研究所

**表 5：分部估值汇总表**

业务板块	估值方法	估值倍数	EVI/净资产 (2023E)	持股比例	持股市值
寿险业务	P/EV	0.92	994,276	100.00%	917,474
财险业务	P/B	0.73	135,882	99.54%	98,100
银行业务	P/B	0.84	415,686	49.56%	172,975
证券业务	P/B	0.94	52,668	40.96%	20,182
信托业务	P/B	0.65	27,761	99.88%	18,054
金融科技	市值法	-	-	-	38,062
<b>合计</b>					<b>1,264,846</b>

注：单位为百万元人民币；数据统计时点为 2022/12/21；美元兑人民币汇率为 6.9650，港币对人民币汇率为 0.8942。

资料来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

**1、新单销售不及预期。**新单销售低迷，影响代理人收入，产能下滑导致脱落率升高，进而影响队伍稳定。此外，NBV 增速低迷也拖累新业务价值倍数中枢水平。

**2、长端利率持续下行。**以持有至到期为主的到期再投资与新增固收类投资收益下滑，进而形成潜在利差损风险。

**3、权益市场大幅波动。**保险公司重要利源之一的投资利差来自于投资端的业绩波动，若 A 股出现系统性下跌，分红险收益下滑，影响客户收益与险企业绩，此外也对公司当期利润和净资产造成不利影响。

**4、股权投资计提减值风险。**公司拥有较多长期股权投资，其中华夏幸福已披露偿债方案，但实际偿付到位仍需进一步关注，可能会存在偿债进度不及预期，公司需进一步计提减值减值损失。此外，也需关注其他股权投资收益波动可能带来的减值风险。

**5、政策风险。**保险行业各项业务开展均受到严格的政策规范，未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						内含价值预测表					
单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
已赚保费	757,599	739,933	778,121	837,321	909,446	寿险期初内含价值	757,491	824,574	876,490	924,804	994,276
提取未到期责任准备金	17,204	(9,298)	(3,585)	(4,474)	(5,427)	本期新业务价值	49,575	37,898	31,079	33,785	36,727
总投资收益	124,701	103,378	35,226	134,150	153,512	内含价值预期回报	66,121	70,364	70,119	75,834	81,531
公允价值变动损益	(4,770)	(22,613)	21,294	(11,662)	(13,240)	投资回报差异	(5,683)	(24,889)	(18,000)	(5,000)	(2,000)
其他业务收入	309,761	369,044	395,220	401,907	440,000	运营经验差异	(11,125)	(16,730)	2,000	3,000	4,000
<b>营业收入合计</b>	<b>1,204,495</b>	<b>1,180,444</b>	<b>1,226,276</b>	<b>1,357,242</b>	<b>1,484,290</b>	假设及模型变动影响	12,687	(5,876)	500	500	500
退保金	(36,914)	(52,931)	(57,406)	(61,128)	(67,802)	市场价值调整影响	(1,692)	7,339	2,000	3,000	4,000
赔付支出	(237,136)	(268,854)	(305,730)	(346,156)	(389,746)	股东股息	(49,511)	(20,450)	(45,247)	(47,509)	(50,835)
提取保险准备金	(303,911)	(266,815)	(300,132)	(314,085)	(327,924)	其他差异	(42,800)	(16,190)	(39,385)	(41,647)	(44,973)
保单红利支出	(19,001)	(19,405)	(19,405)	(21,898)	(24,718)	寿险期末内含价值	824,574	876,490	924,804	994,276	1,074,061
手续费及佣金支出	(102,003)	(80,687)	(79,507)	(86,291)	(94,447)	其他业务期初净资产	443,043	503,538	519,018	598,162	689,359
业务及管理费	(176,426)	(172,597)	(181,195)	(198,189)	(217,254)	其他业务净资产变动	60,495	15,480	79,144	91,197	106,416
<b>其他业务成本</b>	<b>(154,620)</b>	<b>(179,470)</b>	<b>(131,780)</b>	<b>(137,494)</b>	<b>(146,586)</b>	其他业务期末净资产	503,538	519,018	598,162	689,359	795,775
<b>营业支出合计</b>	<b>(1,030,011)</b>	<b>(1,040,759)</b>	<b>(1,075,155)</b>	<b>(1,165,241)</b>	<b>(1,268,478)</b>	集团期末内含价值	1,328,112	1,395,509	1,522,966	1,683,635	1,869,836
营业利润	174,484	139,685	151,121	192,001	215,812	<b>主要财务指标</b>					
营业外收支	(540)	(105)	0	0	0		<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
利润总额	173,944	139,580	151,121	192,001	215,812	<b>估值与盈利指标</b>					
所得税	(28,405)	(17,778)	(12,406)	(29,438)	(32,668)	P/EV	0.62	0.59	0.54	0.49	0.44
净利润	145,539	121,802	138,715	162,563	183,144	PE	5.59	7.84	7.15	6.10	5.41
少数股东损益	16,260	20,184	22,987	26,939	30,349	PB	1.08	1.02	0.97	0.91	0.83
归母净利润	143,099	101,618	115,728	135,624	152,795	ROE	18.77%	12.51%	13.57%	14.86%	15.36%
						ROA	1.50%	1.00%	1.02%	1.07%	1.07%
<b>资产负债表</b>						<b>每股数据 (元/股)</b>					
单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	每股 NBV	2.71	2.07	1.70	1.85	2.01
现金及存款	314,123	319,179	341,522	375,674	424,511	每股寿险 EV	45.11	47.95	50.59	54.39	58.76
债券型金融资产	2,673,821	2,806,957	3,003,444	3,303,788	3,733,281	每股集团 EV	72.65	76.34	83.31	92.10	102.29
权益型金融资产	503,828	504,841	586,679	668,394	755,286	每股净资产	41.72	44.44	46.66	49.93	54.42
其他投资资产	248,809	285,435	258,917	261,760	295,789	EPS	8.10	5.77	6.33	7.42	8.36
总投资资产	3,740,581	3,916,412	4,190,561	4,609,617	5,208,867	DPS	2.20	2.38	2.48	2.60	2.78
其他资产	5,787,289	6,225,614	7,168,508	8,112,540	9,039,949	<b>增长率</b>					
<b>资产合计</b>	<b>9,527,870</b>	<b>10,142,026</b>	<b>11,359,069</b>	<b>12,722,157</b>	<b>14,248,816</b>	已赚保费增长率	1.2%	-2.3%	5.2%	7.6%	8.6%
保户储金及投资款	768,975	825,057	930,931	1,047,792	1,176,834	归母净利润增长率	-4.2%	-29.0%	13.9%	17.2%	12.7%
保险责任准备金	2,218,007	2,473,134	2,790,494	3,140,790	3,527,596	投资资产增长率	16.6%	4.7%	7.0%	10.0%	13.0%
其他负债	5,552,983	5,766,112	6,506,036	7,322,753	8,224,591	寿险内含价值增长率	8.9%	6.3%	5.5%	7.5%	8.0%
<b>负债合计</b>	<b>8,539,965</b>	<b>9,064,303</b>	<b>10,227,460</b>	<b>11,511,336</b>	<b>12,929,021</b>	集团内含价值增长率	10.6%	5.1%	9.1%	10.5%	11.1%
股本	18,280	18,280	18,280	18,280	18,280	一年新业务价值增长率	-34.7%	-23.6%	-18.0%	8.7%	8.7%
盈余公积	12,164	12,164	12,164	12,164	12,164	净资产增长率	13.3%	6.5%	5.0%	7.0%	9.0%
其他权益等	957,461	1,047,279	1,101,165	1,180,378	1,289,352	<b>综合偿付能力充足率</b>					
母公司股东权益合计	762,560	812,405	853,025	912,737	994,883	寿险	242%	230%	250%	245%	245%
少数股东权益	225,345	265,318	278,584	298,085	324,912	产险	241%	278%	240%	235%	235%
<b>负债与权益总计</b>	<b>9,527,870</b>	<b>10,142,026</b>	<b>11,359,069</b>	<b>12,722,157</b>	<b>14,248,816</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

**每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：**

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。