



中国平安

集团 OPAT 略超预期，寿险增长显著放缓

业绩回顾

平安 1H19 业绩符合我们预期

公司公布 1H19 业绩：归母净利润同比增长 68%，超过市场预期 12%。新业务价值同比增长 5%，符合市场预期。内含价值较年初增长 11%，超市场预期 1%。集团 OPAT 同比增长 24%，超市场预期 6%。上半年分红 0.75 元/股，超过市场预期 3%。

发展趋势

集团 OPAT 略超预期，寿险 OPAT 增速显著放缓。集团利润大幅增长主要由于税收政策变动（详见报告《保险：税收政策调整超预期，寿险财险均受益》），略超市场预期。集团 OPAT（剔除了税收政策一次性影响）同比增长 24%，超市场预期 6%，主要由于 19 年寿险实际税率改善好于预期和财险承保盈利好于预期，但部分被资管业务和科技业务 OPAT 不及预期所抵消。需要注意的是，由于自 2018 年以来寿险新单增速放缓，寿险 OPAT 增速亦有显著放缓（税前寿险 OPAT 同比增长仅 15%），我们认为这一趋势将会持续。

寿险新业务价值符合预期，但是代理人人力和保障类新单负增长低于预期。新业务价值同比增长 5%，基本符合市场预期，对应 2Q19 同比增长 3%。寿险代理人数量继一季度后继续下降，人均收入首次出现下降，弱于市场预期，我们预计人力收缩的趋势将在 2H19 持续。长期保障型新业务价值同比下降 6%，首次出现负增长，低于市场预期。

财险业务承保盈利超预期。财险综合成本率同比提升 0.8 个百分点至 96.6%，好于市场预期 0.4 个百分点，二季度综合成本率明显好于一季度。车险综合成本率同比提升 0.5 个百分点至 97.7%。

盈利预测与估值

我们维持 2019/20e 盈利预测不变。

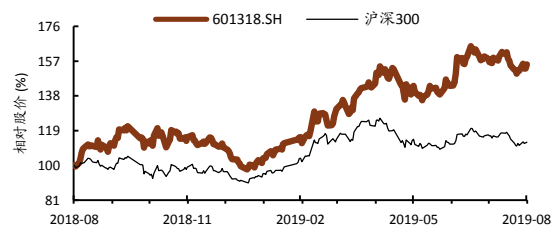
目前平安-A/H 股价对应 1.3/1.2 倍 19 年 P/EV。我们维持平安-A/H 分别跑赢行业/跑赢行业的评级和目标价 95 元人民币/107 港币不变，对应 19 年 1.5/1.4 倍 P/EV，较当前股价有 10%/23% 上涨空间。

风险

市场对管理层变动的担忧持续；股市大幅下跌；长端利率下行。

维持跑赢行业

股票代码	601318.SH	02318.HK
评级	跑赢行业	跑赢行业
最新收盘价	人民币 86.31	港币 87.20
目标价	人民币 95.00	港币 107.00
52 周最高价/最低价	人民币 92.47~54.16	港币 98.00~64.95
总市值(亿)	人民币 15,164	港币 16,937
30 日日均成交额(百万)	人民币 4,687.03	港币 2,369.57
发行股数(百万)	18,280	18,280
其中：自由流通股(%)	59	41
30 日日均成交量(百万股)	54.14	26.07
主营行业		保险



(人民币 百万)	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入	605,035	719,556	790,810	869,228
增速	28.9%	18.9%	9.9%	9.9%
归属母公司净利润	89,088	107,404	175,889	188,093
增速	42.8%	20.6%	63.8%	6.9%
每股净利润	4.87	5.88	9.62	10.29
每股净资产	25.89	30.44	38.65	46.20
每股股利	1.05	1.82	1.72	2.82
每股内含价值	45.14	54.84	65.32	76.03
市盈率	17.7	14.7	9.0	8.4
市净率	3.3	2.8	2.2	1.9
内含价值倍数	1.91	1.57	1.32	1.14
股息收益率	1.2%	2.1%	2.0%	3.3%
平均总资产收益率	1.5%	1.6%	2.3%	2.2%
平均净资产收益率	20.8%	20.9%	27.9%	24.3%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

田昶

分析师

dan3.tian@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080517100002

SFC CE Ref: BKY217

薛源

分析师

yuan.xue@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080519030001

SFC CE Ref: BNF072

王瑶平

分析师

victor.wang@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080517120002

SFC CE Ref: ALE841



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E
利润表					内含价值				
保险业务收入	605,035	719,556	790,810	869,228	新业务价值	67,356	72,294	75,747	84,626
已赚保费	572,990	677,703	743,917	816,630	有效业务价值	312,461	400,302	473,116	550,447
投资收益	152,101	120,520	180,546	200,815	寿险内含价值	496,381	613,224	719,613	835,814
其他业务收入	242,334	265,849	279,459	294,632	集团内含价值	825,173	1,002,456	1,194,059	1,389,788
营业收入合计	967,425	1,064,072	1,203,922	1,312,077	成长能力				
净赔付和保户利益	-119,747	-160,678	-161,697	-180,504	保险业务收入	28.9%	18.9%	9.9%	9.9%
提取保险责任准备金	-307,496	-278,918	-323,475	-339,222	已赚保费	29.7%	18.3%	9.8%	9.8%
其他营业支出	-412,587	-479,399	-533,891	-579,813	归属于母公司净利润	42.8%	20.6%	63.8%	6.9%
营业支出合计	-839,830	-918,995	-1,019,063	-1,099,540	新业务价值	32.6%	7.3%	4.8%	11.7%
营业利润	127,595	145,077	184,859	212,537	关键指标				
联营公司收益	7,145	18,074	17,535	18,237	新业务价值率 (标准保费)	45.3%	44.4%	48.1%	48.1%
利润总额	134,740	163,151	202,394	230,774	财险综合成本率	96.2%	96.1%	96.1%	96.1%
所得税费用	-34,762	-42,699	-14,932	-30,058	净投资收益率	5.5%	4.8%	4.8%	4.8%
净利润	99,978	120,452	187,462	200,716	总投资收益率	5.7%	3.4%	3.4%	3.4%
少数股东损益	10,890	13,048	11,572	12,623	寿险偿付能力充足率	237.6%	226.2%	306.5%	371.4%
归属于母公司净利润	89,088	107,404	175,889	188,093	产险偿付能力充足率	158.9%	149.7%	170.7%	185.9%
资产负债表					集团偿付能力充足率	175.5%	180.2%	211.8%	218.3%
现金及银行存款	302,243	317,783	359,360	411,220	回报率分析				
债权投资	1,071,688	1,270,765	1,437,024	1,644,407	总资产收益率	1.5%	1.6%	2.3%	2.2%
股权投资	396,219	399,499	451,767	516,963	净资产收益率	20.8%	20.9%	27.9%	24.3%
其他投资	679,324	806,573	806,678	923,093	寿险内含价值回报率	37.8%	23.5%	17.4%	16.2%
总投资资产	2,449,474	2,794,620	3,054,829	3,495,683	集团内含价值回报率	29.4%	21.5%	19.1%	16.4%
其他资产	4,043,601	4,348,340	5,029,092	5,630,142	每股指标				
总资产	6,493,075	7,142,960	8,083,920	9,125,825	每股净利润 (元)	4.87	5.88	9.62	10.29
保险合同负债	1,932,969	2,211,887	2,535,362	2,874,585	每股净资产 (元)	25.89	30.44	38.65	46.20
投资合同负债	50,309	52,747	55,303	57,983	每股内含价值 (元)	45.14	54.84	65.32	76.03
次级债	34,609	34,609	34,609	34,609	每股股利 (元)	1.05	1.82	1.72	2.82
其他负债	3,887,271	4,160,074	4,590,619	5,121,121	估值分析				
总负债	5,905,158	6,459,317	7,215,894	8,088,298	内含价值倍数	1.9	1.6	1.3	1.1
股东权益合计	587,917	683,643	868,027	1,037,527	市净率	3.3	2.8	2.2	1.9
少数股东权益	114,566	127,135	161,424	192,946	股价/每股股东权益	2.7	2.3	1.8	1.5
归属于母公司的股东权益	473,351	556,508	706,602	844,581	市盈率	17.7	14.7	9.0	8.4
负债和股东权益总计	6,493,075	7,142,960	8,083,920	9,125,825	股息收益率	1.2%	2.1%	2.0%	3.3%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

中国平安是中国第一家以保险为核心的,融证券、信托、银行、资产管理、企业年金等多元金融业务为一体的综合金融服务集团。公司通过多渠道分销网络,以统一的品牌向客户提供保险、银行、投资等金融产品和服务。



图表 1: 2019 年上半年业绩概要

除特别说明，单位均为：百万元人民币	1H17	1H18	1H19	同比变动%	超出中金预测%	超出市场预测%	1Q19	2Q19	同比变动%
利润									
净利润	43,427	58,095	97,676	68%	10%	12%	77%	61%	
- 寿险	23,576	33,791	70,322	108%			123%	97%	
- 财险	6,861	5,896	11,837	101%			77%	130%	
- 银行	7,281	7,756	8,934	15%			13%	17%	
- 资产管理	6,959	9,159	6,983	-24%			19%	-58%	
- 金融科技和医疗科技	420	4,204	2,802	-33%			-24%	-41%	
每股收益 (人民币)	2.43	3.26	5.48	68%			77%	61%	
每股股利 (人民币)	0.50	0.62	0.75	21%	2%	3%			
营运利润	48,127	59,339	73,464	24%	4%	6%	21%	26%	
- 寿险税前营运利润		47,838	54,903	15%					
- 寿险营运利润	28,275	35,035	47,958	37%			19%	53%	
剩余边际摊销	23,989	29,559	35,840	21%					
750天移动平均国债收益率对税前利润的影响	-15,417	-2	2,077	-103950%					
寿险业务									
首年保费	112,147	100,544	91,908	-9%			-11%	-4%	
- 代理人	84,596	72,089	61,472	-15%					
长期保障型	29,518	27,779	25,419	-8%					
短交储蓄型	48,465	37,145	27,593	-26%					
长交储蓄型	2,951	3,632	5,109	41%					
短期险	3,663	3,532	3,351	-5%					
- 电销、互联网及其他	6,781	8,006	8,307	4%					
- 银保	5,792	2,802	3,913	40%					
- 团险	14,978	17,647	18,217	3%					
新业务价值，使用1H18假设		38,757	41,052	6%					
新业务价值	38,670	39,209	41,052	5%	0%	0%	6%	3%	
- 代理人	35,191	35,321	36,197	2%					
长期保障型	25,422	26,384	24,727	-6%					
短交储蓄型	7,606	5,977	6,752	13%					
长交储蓄型	1,047	1,606	3,257	103%					
短期险	1,116	1,354	1,461	8%					
- 电销、互联网及其他	2,873	3,313	3,867	17%					
- 银保	472	415	733	77%					
- 团险	133	160	256	60%					
新业务价值率（首年保费口径）	34.5%	39.0%	44.7%	5.7%			5.9%	4.2%	
- 代理人	41.6%	49.0%	58.9%	9.9%					
长期保障型	86.1%	95.0%	97.3%	2.3%					
短交储蓄型	15.7%	16.1%	24.5%	8.4%					
长交储蓄型	35.5%	44.2%	63.8%	19.5%					
短期险	30.5%	38.3%	43.6%	5.3%					
- 银保	8.1%	14.8%	18.7%	3.9%					
- 电销、互联网及其他	42.4%	41.4%	46.6%	5.2%					
- 团险	0.9%	0.9%	1.4%	0.5%					
平均代理人数量	1,218,141	1,392,407	1,351,817	-3%					
代理人产能，首年保费/人/月（人民币）	12,608	9,718	8,843	-9%					
代理人产能，年化保费/人/月（人民币）	11,974	9,365	8,292	-11%					
代理人产能，新业务价值/人/月（人民币）	4,815	4,228	4,463	6%					
财险业务									
保费收入	103,443	118,878	130,466	10%			9%	10%	
- 车险	80,260	84,717	92,338	9%			8%	10%	
- 非车险	23,183	34,161	38,128	12%			12%	11%	
财险赔付率	58.8%	57.4%	59.2%	1.8%					
财险费用率	37.3%	38.4%	37.4%	-1.0%					
财险综合成本率	96.1%	95.8%	96.6%	0.8%	-0.9%	-0.4%	1.1%	0.5%	
- 车险综合成本率	97.1%	97.2%	97.7%	0.5%					
有效税率	21%	41%	6%	-35%			-19%	-58%	
投资									
净投资收益率	5.0%	4.2%	4.5%	0.3%					
总投资收益率	4.9%	4.0%	5.5%	1.5%					
集团内含价值									
除特别说明，单位均为：百万元人民币	1H18	2H18	1H19	环比变动%	超出中金预测%	超出市场预测%	1Q18	2Q18	环比变动%
剩余边际	710,032	786,633	867,390	10%					
集团净资产	516,052	556,508	625,327	12%			8%	4%	
集团内含价值	927,376	1,002,456	1,113,181	11%	0%	1%			
寿险内含价值	572,336	613,223	713,191	16%					
代理人数量	1,398,827	1,417,383	1,286,250	-9%			-8%	-2%	
不良贷款比率	1.68%	1.75%	1.68%	-0.07%					
银行风险加权资产	2,261,112	2,340,236	2,417,189	3%					
一级核心资本率	8.34%	8.54%	8.89%	0.35%					

资料来源：公司年报，中金公司研究部



图表 2：可比公司估值表

公司	货币	评级	市值 百万美元	收盘价 8月15日	目标 价格	目标价 对应P/EV	上涨 空间	P/EV 2018a	P/EV 2019e	3年平均 内含价值 回报率	市净率 2018a	市净率 2019e	3年平均 净资产 收益率	市盈率 2019e	股息率 2019e
友邦保险	港币	跑赢行业	115,927	74.8	101.0	2.6	35%	2.1x	1.9x	16.5%	3.0x	2.6x	20.8%	16.3x	1.9%
中国平安-H股	港币	跑赢行业	83,260	87.2	107.0	1.4	23%	1.4x	1.2x	19.0%	2.5x	2.0x	27.8%	8.1x	2.2%
中国人寿-H股	港币	跑赢行业	16,886	17.7	28.0	0.8	58%	0.5x	0.5x	13.6%	1.3x	1.2x	13.8%	8.7x	4.6%
中国太平	港币	跑赢行业	8,570	18.6	29.0	0.6	56%	0.5x	0.4x	15.0%	1.0x	0.8x	17.7%	4.2x	1.3%
中国太保-H股	港币	中性	11,261	31.7	36.0	0.7	14%	0.8x	0.7x	18.3%	1.7x	1.4x	23.3%	7.7x	6.5%
新华保险-H股	港币	跑赢行业	4,421	33.4	52.0	0.7	56%	0.5x	0.5x	16.4%	1.4x	1.1x	21.8%	5.4x	5.6%
中国财险	港币	跑赢行业	7,474	8.5	11.8	n.a.	40%	n.a.	n.a.	n.a.	1.2x	1.0x	13.8%	8.0x	4.9%
中国再保险	港币	中性	1,045	1.2	1.9	0.7	56%	0.5x	0.5x	9.1%	0.5x	0.5x	8.0%	8.5x	3.3%
中国平安-A股	人民币	跑赢行业	137,495	86.3	95.0	1.5	10%	1.6x	1.3x	19.0%	2.8x	2.2x	27.8%	9.0x	2.0%
中国人寿-A股	人民币	跑赢行业	90,031	28.0	36.0	1.1	28%	1.0x	0.9x	13.6%	2.5x	2.1x	13.8%	15.6x	2.6%
中国太保-A股	人民币	中性	30,601	36.9	41.0	1.0	11%	1.0x	0.9x	18.3%	2.2x	1.9x	23.3%	10.1x	5.0%
新华保险-A股	人民币	跑赢行业	16,935	50.0	67.0	1.0	34%	0.9x	0.8x	16.4%	2.4x	1.9x	21.8%	9.2x	3.3%
中国行业-H股	美元		124,399			0.9	41%	0.7x	0.6x	16.5%	1.6x	1.3x	20.9%	6.8x	4.0%
中国行业-A股	美元		275,063			1.1	21%	1.1x	1.0x	16.8%	2.5x	2.0x	21.7%	11.0x	3.2%
香港&中国	美元		523,908			1.1	33%	1.0x	0.9x	16.6%	2.1x	1.7x	21.2%	9.4x	3.5%

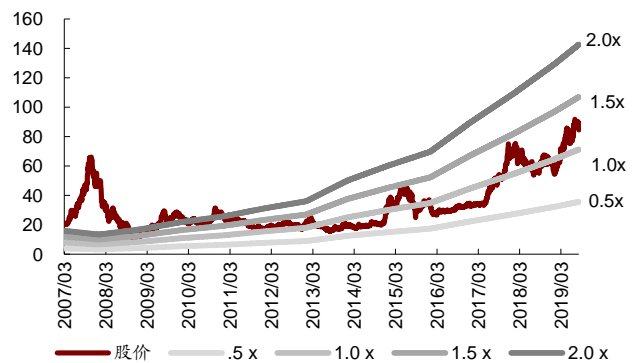
资料来源：公司年报，万得资讯，中金公司研究部 注：所有公司均为中金公司覆盖

图表 3：平安-A 目前交易在 1.3 倍 2019 年 P/EV



资料来源：公司年报，万得资讯，中金公司研究部

图表 4：2010 以来平安-A 平均 P/EV 为 1.1 倍



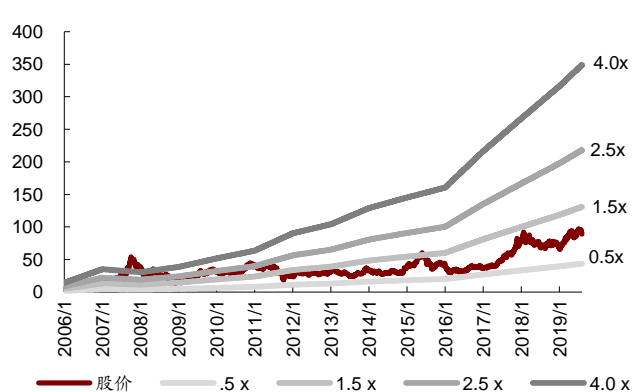
资料来源：公司年报，万得资讯，中金公司研究部

图表 5：平安-H 目前交易在 1.2 倍 2019 年 P/EV



资料来源：公司年报，万得资讯，中金公司研究部

图表 6：2010 以来平安-H 平均 P/EV 为 1.2 倍



资料来源：公司年报，万得资讯，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

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，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。



特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：樊荣



中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

美国

CICC US Securities, Inc

28th Floor, 350 Park Avenue

New York, NY 10022, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

香港

中国国际金融（香港）有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229



CICC
中金公司

