

中国平安

短期增长面临挑战，股息增长和回购支撑估值

观点聚焦

投资建议

我们预计 2020 年内含价值和营运利润的增长将为平安带来 15% 的投资收益，财务指标增长放缓压制 P/EV 和 P/OPAT 扩张，但是股息提升和回购将限制下行空间。维持跑赢评级。

尽管 2020 年寿险业务增长或不及预期，我们仍然看好平安的长期投资价值：平安是中国险企中罕见的同时具备较好公司治理和出色管理层公司，对于全球投资者而言是十分出色的长期投资标的，我们预计，内含价值和营运利润两位数增长+持续提升的股息将带来较高确定性的收益。

理由

市场对寿险代理人渠道转型的阵痛预期不足。平安的新业务价值增速在 2018-19 年增速持续放缓，公司于 2019 年开始主动推进代理人转型，管理层在业绩会中表示预计 2020 年代理人的转型仍将继续。我们认为市场对于新冠肺炎对于 1H20 平安新业务的拖累已有一定认知，但是尚未充分预期代理人渠道转型对于 2020 年全年的负面影响，同时对于转型完成之后的长期增速的预期依然过高。我们预计 2020-22 年新业务价值增速为 1%/8%/8%，低于市场预期。

车险增速继续放缓，保证险或面临瓶颈。考虑到新车销量增速放缓+监管政策的变化方向，车均保费的降低将导致平安车险增速持续放缓。我们认为未来保证险的承保盈利增量有限，这是由于行业性的信用风险上升导致符合公司风控标准的业务供给有限。同时，我们认为新冠肺炎疫情导致的借款人现金流困难可能会对于 2020 年保证险赔付经验带来负面影响。

集团持有充足的现金同时提升股息和回购。受益于寿险和财险强劲现金创造能力，每年在满足了股息支付和对子公司投资后集团可动用资金（2019 年底 451 亿元）仍有增长。我们测算，在 2020-2022 年，即使考虑寿险增速放缓和大幅加大对科技业务的投资，集团仍可同时保持每年 15% 以上的股息增长和每年 100 亿元（2019 年 50 亿）的股份回购，这将有效限制股价的下行空间。

盈利预测与估值

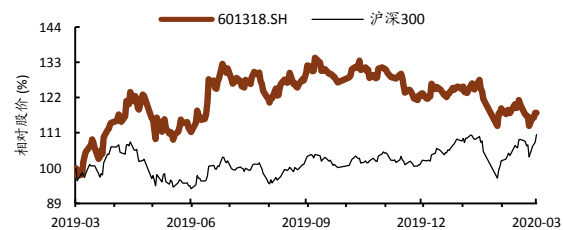
基于最新经营状况，我们更新了部分关键指标预测，详见图表 13。基于对关键指标预测和科技业务估值等的更新，我们下调平安-H/A 目标价 11%/10% 至 101 港元、92 人民币，对应 1.2/1.2 倍 2020e PEV 和 13%/12% 上行空间。维持跑赢行业评级不变。

风险

新业务价值负增长；长端利率快速下行；新冠疫情持续长于预期。

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 82.45	港币 89.05
目标价	人民币 92.00	港币 101.00
52 周最高价/最低价	人民币 92.50~66.68	港币 101.00~78.45
总市值(亿)	人民币 14,841	港币 16,655
30 日日均成交额(百万)	人民币 5,701.14	港币 2,925.64
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)	70.62	32.74
主营行业		保险



(人民币 百万)	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入	719,556	795,064	789,302	836,006
增速	18.9%	10.5%	-0.7%	5.9%
归属母公司净利润	107,404	149,407	149,455	180,691
增速	20.6%	39.1%	0.0%	20.9%
每股净利润	5.88	8.17	8.18	9.88
每股净资产	30.44	36.82	42.42	49.89
每股股利	1.82	1.85	2.17	2.49
每股内含价值	54.84	65.67	75.57	86.95
市盈率	14.0	10.1	10.1	8.3
市净率	2.7	2.2	1.9	1.7
内含价值倍数	1.50	1.26	1.09	0.95
股息收益率	2.2%	2.2%	2.6%	3.0%
平均总资产收益率	1.6%	1.9%	1.7%	1.8%
平均净资产收益率	20.9%	24.3%	20.6%	21.4%

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)	2018A	2019A	2020E	2021E	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E
利润表					内含价值				
保险业务收入	719,556	795,064	789,302	836,006	新业务价值	72,294	75,945	76,704	82,841
已赚保费	677,703	748,779	742,322	784,329	有效业务价值	400,301	489,937	538,845	586,057
投资收益	120,520	201,738	186,395	209,857	寿险内含价值	613,223	757,490	875,046	1,008,519
其他业务收入	265,849	299,350	333,944	370,610	集团内含价值	1,002,455	1,200,533	1,381,420	1,589,538
营业收入合计	1,064,072	1,249,867	1,262,660	1,364,796	成长能力				
净赔付和保户利益	-160,678	-178,016	-221,274	-245,700	保险业务收入	18.9%	10.5%	-0.7%	5.9%
提取保险责任准备金	-278,918	-400,297	-297,848	-292,730	已赚保费	18.3%	10.5%	-0.9%	5.7%
其他营业支出	-479,399	-510,039	-567,776	-614,197	归属于母公司净利润	20.6%	39.1%	0.0%	20.9%
营业支出合计	-918,995	-1,088,352	-1,086,899	-1,152,627	新业务价值	7.3%	5.1%	1.0%	8.0%
营业利润	145,077	161,515	175,761	212,169	关键指标				
联营公司收益	18,074	23,224	23,959	24,763	新业务价值率 (标准保费)	44.4%	47.8%	47.8%	47.8%
利润总额	163,151	184,739	199,720	236,932	财险综合成本率	96.1%	96.3%	95.7%	96.3%
所得税费用	-42,699	-20,374	-36,248	-40,520	净投资收益	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
净利润	120,452	164,365	163,472	196,412	总投资收益率	3.4%	6.4%	6.4%	6.4%
少数股东损益	13,048	14,958	14,017	15,721	寿险偿付能力充足率	226.2%	255.8%	272.7%	0.0%
归属于母公司净利润	107,404	149,407	149,455	180,691	产险偿付能力充足率	149.7%	159.8%	193.1%	0.0%
资产负债表					集团偿付能力充足率	180.2%	206.7%	209.4%	0.0%
现金及银行存款	317,783	306,605	354,120	404,057	回报率分析				
债权投资	1,270,765	1,504,059	1,737,147	1,982,115	总资产收益率	1.6%	1.9%	1.7%	1.8%
股权投资	399,499	502,050	579,854	661,623	净资产收益率	20.9%	24.3%	20.6%	21.4%
其他投资	806,573	896,122	875,399	998,845	寿险内含价值回报率	23.5%	23.5%	15.5%	15.3%
总投资资产	2,794,620	3,208,836	3,546,520	4,046,641	集团内含价值回报率	21.5%	19.8%	15.1%	15.1%
其他资产	4,348,340	5,014,093	5,761,214	6,614,909	每股指标				
总资产	7,142,960	8,222,929	9,307,734	10,661,550	每股净利润 (元)	5.88	8.17	8.18	9.88
保险合同负债	2,211,887	2,612,184	2,910,032	3,202,762	每股净资产 (元)	30.44	36.82	42.42	49.89
投资合同负债	52,747	57,489	62,657	68,290	每股内含价值 (元)	54.84	65.67	75.57	86.95
次级债	34,609	34,609	34,609	34,609	每股股利 (元)	1.82	1.85	2.17	2.49
其他负债	4,160,074	4,666,277	5,318,511	6,201,078	估值分析				
总负债	6,459,317	7,370,559	8,325,809	9,506,739	内含价值倍数	1.5	1.3	1.1	0.9
股东权益合计	683,643	852,370	981,925	1,154,811	市净率	2.7	2.2	1.9	1.7
少数股东权益	127,135	179,209	206,448	242,797	股价/每股股东权益	2.2	1.8	1.5	1.3
归属于母公司的股东权益	556,508	673,161	775,477	912,014	市盈率	14.0	10.1	10.1	8.3
负债和股东权益总计	7,142,960	8,222,929	9,307,734	10,661,550	股息收益率	2.2%	2.2%	2.6%	3.0%

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。

目录

短期增长面临挑战，股息增长和回购支撑估值	4
寿险业务：市场对寿险代理人渠道转型的阵痛预期不足	4
财险业务：车险增速继续放缓，保证险或面临瓶颈	5
资本和股息：集团持有充足的现金同时提升股息和回购	7
盈利预测：营运利润和内含价值仍将维持两位数增速	8
估值：未来寿险新业务增长预期下降拖累估值，但是下行空间有限	9
投资建议：2020 年估值扩张较为困难，但是股息提升和回购将限制下行空间	11

图表

图表 1: 保险行业代理人人力呈现收缩趋势	4
图表 2: 2019 年平安投入费用（营运偏差大幅下降），但依然难以阻止代理人下降的趋势	5
图表 3: 受非典影响，2003 年上半年中国人寿个人新单同比下降 41%	5
图表 4: 平安的新业务价值	5
图表 5: 2010 年以来，平安车险的市占率持续提升且保费增速始终领先车险行业的保费增速。	6
图表 6: 与主要同业对比，平安车险增速一直处于较快水平	6
图表 7: 与主要同业对比，平安车险的综合成本率处于较好水平	6
图表 8: 2017 高点后，平安保证保险的保费增速逐步下滑	7
图表 9: 2018 年以来，保证保险的综合成本率显著上升	7
图表 10: 基于集团可动用资金测算 2020-2021 年集团提升股息和回购的潜力	8
图表 11: 平安长期内含价值预测	8
图表 12: 平安长期营运利润预测	9
图表 13: 关键预测调整表	9
图表 14: 平安 H 股分部估值	10
图表 15: 平安 A 股分部估值	10
图表 16: 相比 A 股其他行业的大市值企业，中国平安的估值倍数处于较低水平	11
图表 17: H 股保险股 P/E 与其他板块相比处于较低水平，中国平安 P/OPAT 倍数与友邦仍存在一定差距	11
图表 18: 中国平安-A 目前交易在 1.0 倍 2020 年 P/EV	12
图表 19: 2010 年以来中国平安-A 的平均 P/EV 是 1.1 倍	12
图表 20: 中国平安-H 目前交易在 1.0 倍 2020 年 P/EV	12
图表 21: 2010 年以来中国平安-H 的平均 P/EV 是 1.2 倍	12
图表 22: 可比公司估值表	12

短期增长面临挑战，股息增长和回购支撑估值

寿险业务：市场对寿险代理人渠道转型的阵痛预期不足

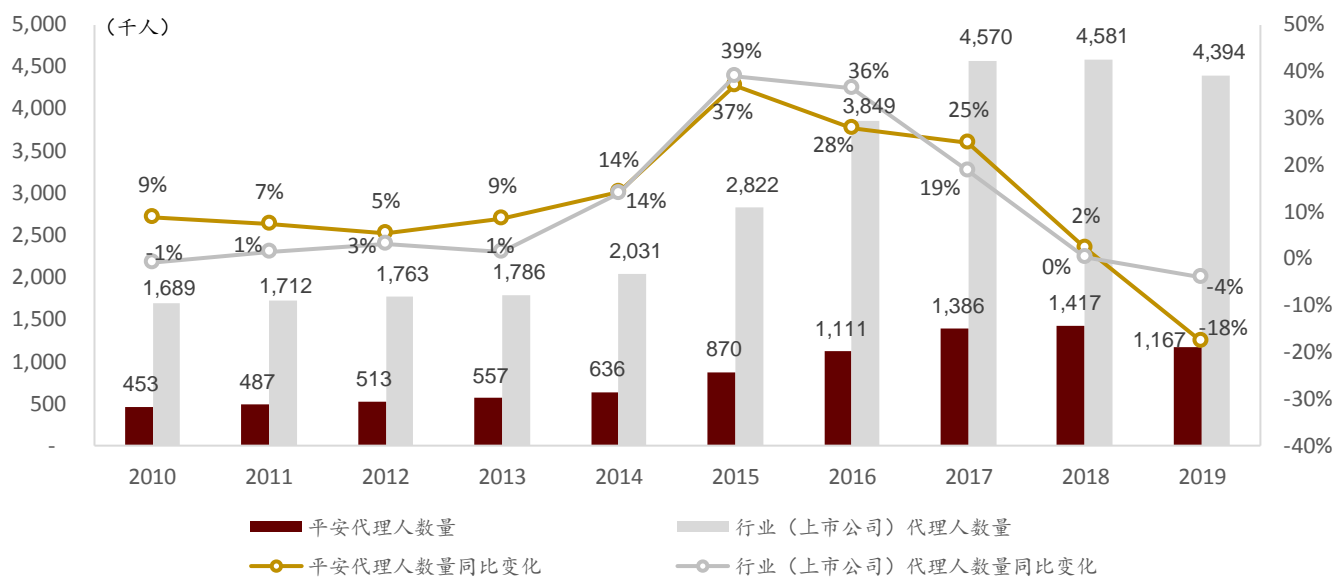
由于2017年10月开始执行的134号文限制了短久期储蓄类保单，全行业代理人渠道在2018年被动进入转型调整，具体表现为代理人人力缩水+产能和人均收入下降，结果是2018-19年新业务价值增速大幅放缓。

不同于市场的一致预期，我们认为（即使不考虑新冠肺炎的影响）本次行业性的代理人被动调整将持续至2021年，在调整期行业的新业务增长将持续低增长或者无增长，持续低于市场预期。这是由于大公司（包括平安）无法承受新业务和人力在短时间内大幅下滑，代理人渠道调整需要兼顾新业务的增长和代理人团队的稳定，因此多数公司只能进行渐进式的调整，这导致低产能代理人去产能的进程缓慢，拉长了整个调整的持续时间。

与行业增长大趋势一致，平安寿险的新业务价值增速在2018年也显著放缓至7%，2019年增速继续下降至5%。公司于2019年开始主动推进代理人转型，2019年全年代理人人力下降18%，公司管理层在2019年业绩会中表示预计2020年公司代理人的转型仍将继续。平安2019年加大了费用投入（营运偏差同比大幅下降的原因之一），依然难以有效控制代理人人力下降。

我们认为市场对于新冠肺炎对于1H20平安新业务的拖累已有一定认知，但是尚未充分预期代理人渠道转型对于2020年全年的负面影响，同时对于转型完成之后的长期增速的预期依然过高。我们预计2020-2022年新业务价值增速为1%、8%、8%，低于市场预期。

图表 1: 保险行业代理人人力呈现收缩趋势



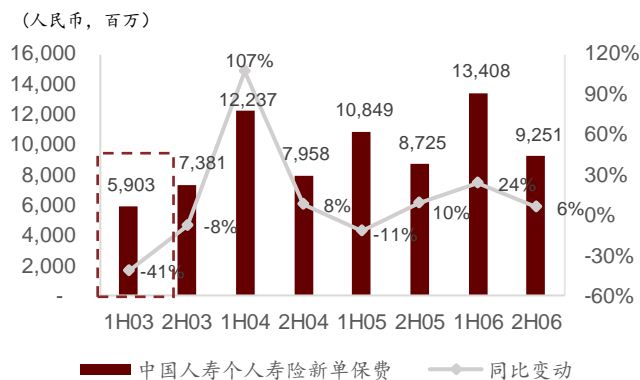
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图 2: 2019 年平安投入费用（营运偏差大幅下降），但依然难以阻止代理人下降的趋势

	2015	2016	2017	2018	2019
月均代理人产能（首年保费口径，元）	8,104	8,552	9,122	7,771	8,038
同比变动（%）	9%	6%	7%	-15%	3%
月均代理人产能（新业务价值口径，元）	3,808	3,905	4,058	3,829	4,399
同比变动（%）	31%	3%	4%	-6%	15%
代理人数量（人）	869,895	1,110,805	1,385,987	1,417,383	1,166,914
同比变动（%）	37%	28%	25%	2%	-18%
营运偏差（百万元）	825	-259	8,886	13,938	3,672
同比变动（%）	200%	-131%	-3531%	57%	-74%

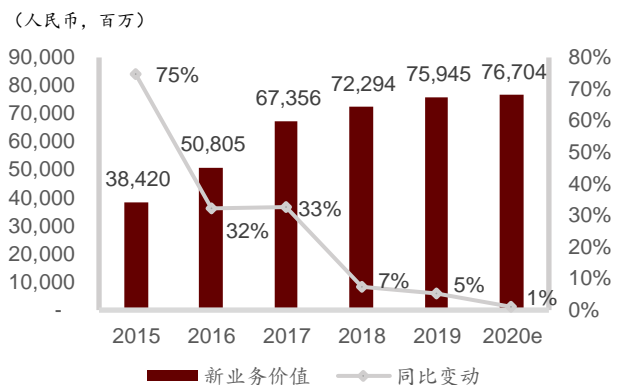
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图 3: 受非典影响，2003 年上半年中国人寿个人新单同比下降 41%



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图 4: 平安的新业务价值



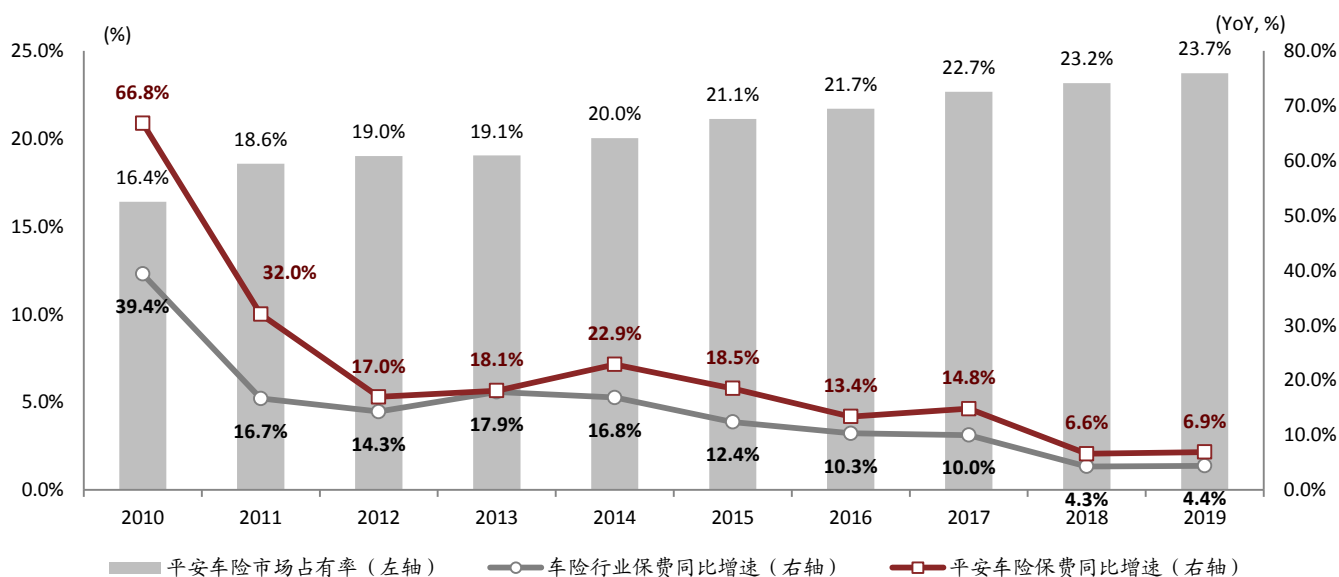
资料来源：公司公告，中金公司研究部

财险业务：车险增速继续放缓，保证险或面临瓶颈

受益于相对于国有大公司更加严格的费用管控，平安车险业务一直始终保持领先行业的保费增速和承保盈利水平，我们认为平安车险的相对表现在未来将长期领先行业，但是绝对的盈利水平（ROE）很大程度上受到行业政策变化的影响。

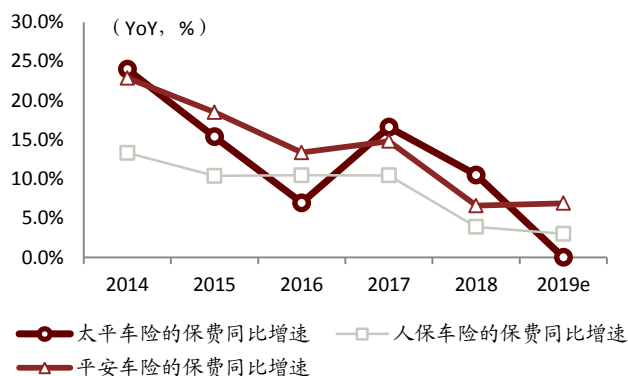
考虑到新车销量增速长期放缓的背景+监管政策的长期变化方向，我们预计行业车均保费的降低将导致平安车险增速持续放缓，但是未来更加市场化的改革政策（保费费率放开、车险产品条款放开）有利于具备真实定价能力和服务能力的公司，最终将推动平安车险的承保盈利水平提升。

图表 5: 2010 年以来, 平安车险的市占率持续提升且保费增速始终领先车险行业的保费增速。



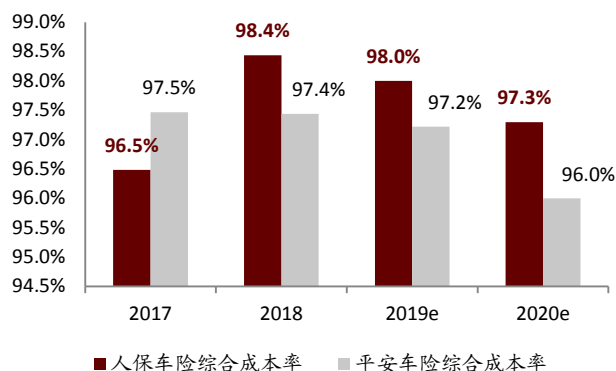
资料来源:《中国保险年鉴》, 公司公告, 中金公司研究部

图表 6: 与主要同业对比, 平安车险增速一直处于较快水平



资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 7: 与主要同业对比, 平安车险的综合成本率处于较好水平

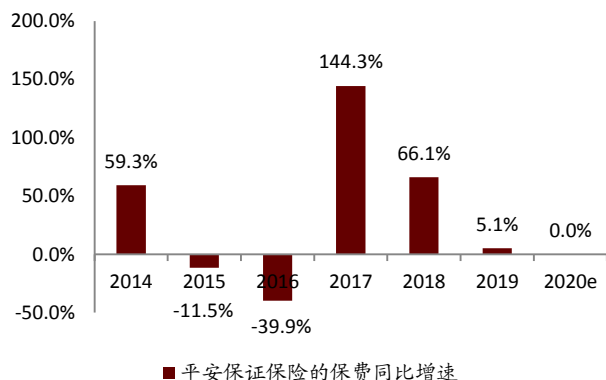


资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

2013-18 年开始平安的保证险业务的承保盈利持续高增长, 2019 年首次出现了下降 (同比-30%), 主要由于综合成本率显著上升了 5 个百分点, 我们认为这说明承保的金融资产的总体信用风险或有恶化。

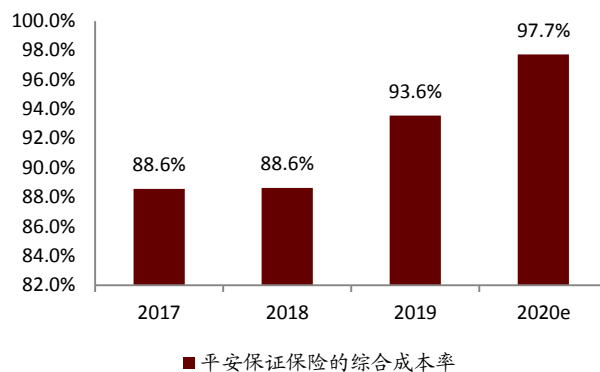
考虑到平安财险对于陆金所的底层规模较大的风险敞口 (2019 年底 3744 亿元), 市场或对于留在平安财险表内的信用风险有一定担忧。我们认为平安未来将维持较严格的风险筛选标准, 因此实际的信用风险敞口有限, 但是由于符合平安风控标准的业务可能供给有限, 因此我们预计未来保证险业务承保盈利增量有限。需要注意的是, 我们认为, 新冠肺炎疫情导致的借款人现金流困难可能会对于 2020 年保证险赔付经验带来负面影响。

图表 8:2017 高点后，平安保证保险的保费增速逐步下滑



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 9:2018 年以来，保证保险的综合成本率显著上升



资料来源：公司公告，中金公司研究部

资本和股息：集团持有充足的现金同时提升股息和回购

从股东角度看，除非将资本投入可带来高资本回报率的业务或并购，否则平安应当将集团资本（可动用资金）在符合监管要求和风控要求的前提下全部用于分红和回购。

我们分析了平安集团可能的投入资本的方向：

- ▶ 平安的保险业务资本回报率出色（寿险 ROEV 和财险 ROE 均超过 20%）。但是受限于中国保险市场增长放缓，保险业务不仅不需要资本注入（健康险业务除外），还将为集团持续贡献大量资本，这是因为保险业务每年的创造的利润足以覆盖业务扩张所带来的额外资本要求。
- ▶ 平安的银行业务资本回报率较高（ROE 保持 10% 以上并有一定提升空间）。随着银行业务本身的自然扩张和零售银行战略推进，平安银行还可以在降低资本回报率的前提下容纳更多的集团资本，我们预计未来集团或将继续投入资本。
- ▶ 平安科技业务总体仍处于资本投入期，我们预计未来集团或将持续投入资本，但是未来资本回报率目前难以准确预测。

基于以上分析，我们认为未来平安集团可以投入资本并获得高资本回报率的业务主要是银行业务，保险业务无法容纳更多资本，科技业务需要更多资本投入但是未来资本回报率不确定性较高。因此，在不考虑并购的前提下，提升股息和回购+持续为银行增资+适当投入科技业务是平安集团利用资本最合理的方式。

集团可动用资金（2019 年底 451 亿元）是支付股息和股份回购的直接现金来源。我们基于集团可动用资金测算了 2020-2021 年集团提升股息和回购的潜力，基于如下主要假设：1）集团股息保持每年 15% 的增长；2）寿险子公司对集团的分红增速放缓，主要由于新业务增速放缓和偿二代监管要求的可能变化；3）每年持续增资平安银行；4）对科技业务的投资大幅高于 2017-2019 的水平；5）每年年末的可动用资金同比正增长。

根据我们的测算，在 2020-2022 年，集团可同时保持每年 15% 以上的股息增长和每年 100 亿元的股份回购。

图表 10: 基于集团可动用资金测算 2020-2021 年集团提升股息和回购的潜力

人民币百万	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
年初可动用资金	27,291	35,570	38,332	42,010	45,068	49,610	50,761
子公司分红	28,474	25,711	48,566	52,695	67,124	69,192	77,092
集团对外分红	-10,054	-19,194	-33,270	-33,775	-39,580	-45,539	-52,286
股份回购	-	-	-	-5,001	-10,002	-10,002	-10,002
对子公司的投资	-14,142	-7,702	-8,584	-14,164	-13,000	-12,500	-12,500
其他影响	4,001	3,947	-3,034	3,303	-	-	-
年末可动用资金	35,570	38,332	42,010	45,068	49,610	50,761	53,065
同比变动		8%	10%	7%	10%	2%	5%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

盈利预测：营运利润和内含价值仍将维持两位数增速

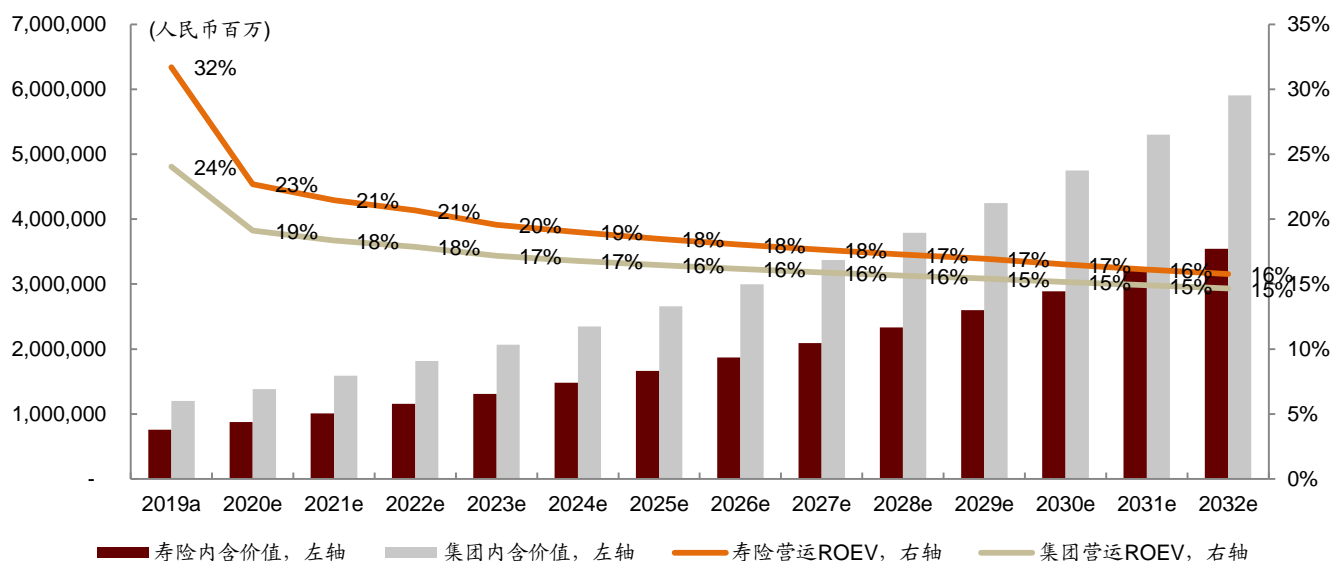
基于疫情最新的发展情况，我们预计新冠肺炎疫情对于公司 2020 年新业务价值影响约为 -3%，对集团内含价值影响为 -0.4%（主要由于新业务价值、投资偏差、营运偏差变化），对集团营运利润影响为 -1%（主要由于新业务增长和营运偏差变化）。

我们更新了平安 2020e-22e 的关键指标预测，我们预计：

- ▶ 新业务价值同比增长 1%、8%、8%；
- ▶ 营运利润同比增长 11%、12%、13%，其中寿险业务营运利润同比增长 12%、13%、13%，增速放缓（vs. 2018-19 年分别 19%、18%）主要由于寿险新业务增速放缓拖累剩余边际释放的增长；
- ▶ 归母净利润同比变动 0%、21%、5%；
- ▶ 集团内含价值同比增长 15%、15%、14%，增速放缓（vs. 2018-19 年分别为 21%、20%），主要由于寿险业务的新业务价值增速持续低于两位数。

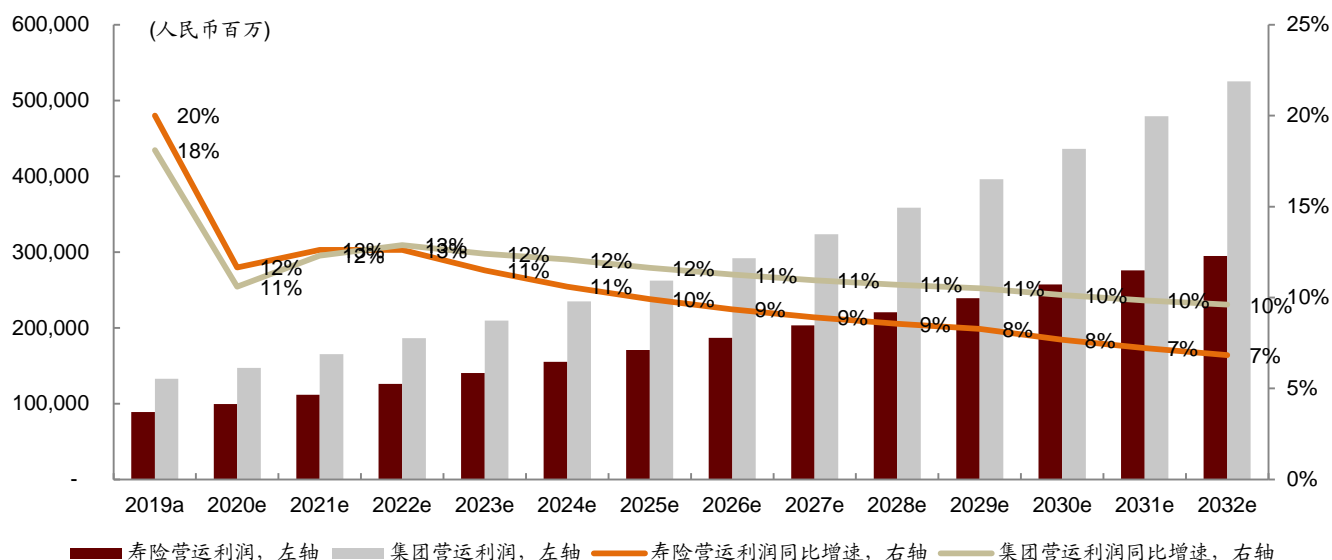
长期来看（2023-2032 年），我们预计：1）平安集团的内含价值增速将逐步放缓至 15%，放缓主要由于寿险新业务增速持续低于内含价值增速导致新业务价值对内含价值增长的贡献逐年下降；2）营运利润增速逐步放缓并稳定在高个位数，主要由于剩余边际的增速最终将趋近新业务的长期增速（高个位数）。（详见图表 11-12）

图表 11: 平安长期内含价值预测



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 12: 平安长期营运利润预测



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 13: 关键预测调整表

除非特别说明，单位为人民币	旧预测	新预测	%变动
2020预测每股盈利	9.2	8.2	-10.9%
2021预测每股盈利	9.7	9.9	2.1%
2022预测每股盈利	n.a.	10.4	n.a.
2020预测每股净资产	43.9	42.4	-3.3%
2021预测每股净资产	51.0	49.9	-2.2%
2022预测每股净资产	n.a.	57.2	n.a.
2020预测每股内含价值	76	76	-0.8%
2021预测每股内含价值	88	87	-0.9%
2022预测每股内含价值	n.a.	99	n.a.
2020预测每股新业务价值	4.2	4.2	0.0%
2021预测每股新业务价值	4.5	4.5	0.0%
2022预测每股新业务价值	n.a.	4.9	n.a.
2020预测综合成本率	95.8%	95.7%	-0.1%
2021预测综合成本率	95.8%	96.3%	0.5%
2022预测综合成本率	n.a.	96.1%	n.a.

资料来源：公司公告，中金公司研究部

估值：未来寿险新业务增长预期下降拖累估值，但是下行空间有限

我们继续使用 SOTP 法作为主要的估值方法，并用 P/OPAT 作为辅助的参考指标。

- SOTP: 我们更新了平安-H/A 的基于 SOTP 法下平安各个业务线的目标估值，主要变化来自于下调未来 10 年寿险新业务价值预测和金融一账通上市后改用市值为基础估值。基于，SOTP 法，我们下调平安-H/A 目标价 11%/10%至 101 港元、92 人民币，对应 1.2/1.2 倍 2020e PEV，和 16%/14%上行空间。

- P/OPAT: 我们认为在随着中国寿险市场逐渐成熟, 营运利润将被更多的投资者认可作为保险股的估值基础。由于营运利润本质接近于利润, 更易于投资者理解, 有助于: 1) 消除长期以来保险股由于业务模式复杂和内含价值体系的不透明导致的估值折价; 2) 推动保险股估值与非金融行业具备横向可比性, 寿险公司的高盈利性将被反映到股价, 平安的 P/OPAT 长期显著低于股市其他板块的 P/E。(详见我们 2019 年 10 月 27 日的深度报告《未来寿险估值体系变化趋势: 盈利和现金分红重要性大幅提升》)

图表 14: 平安 H 股分部估值

业务分部	估值方式	估值基础 (2020e), 人民币百万	持股比例	折价	估值倍数	估值, 人民币 百万	对应每股价 值, 港元	占比
寿险	P/EV	875,046	99.5%	0%	1.2	1,046,722	63.3	69.9%
财险	P/B	106,950	99.5%	0%	1.3	138,354	8.4	9.2%
银行	MV	284,287	49.6%	0%		140,893	8.5	9.4%
证券	P/B	34,805	41.0%	0%	1.5	21,384	1.3	1.4%
信托	P/E	2,858	99.9%	0%	10	28,544	1.7	1.9%
陆金所	MV	264,768	41.0%	70%		32,566	2.0	2.2%
平安好医生	MV	73,595	39.3%	70%		8,670	0.5	0.6%
平安医保科技	MV	55,440	44.3%	70%		7,373	0.4	0.5%
汽车之家	MV	64,368	52.2%	70%		10,084	0.6	0.7%
金融壹账通	MV	31,831	44.3%	70%		4,230	0.3	0.3%
其他	P/E	5,912	100.0%	0%	10	59,124	3.6	3.9%
合计						1,497,944	90.5	100.0%
集团溢价							12%	
目标价							101.0	

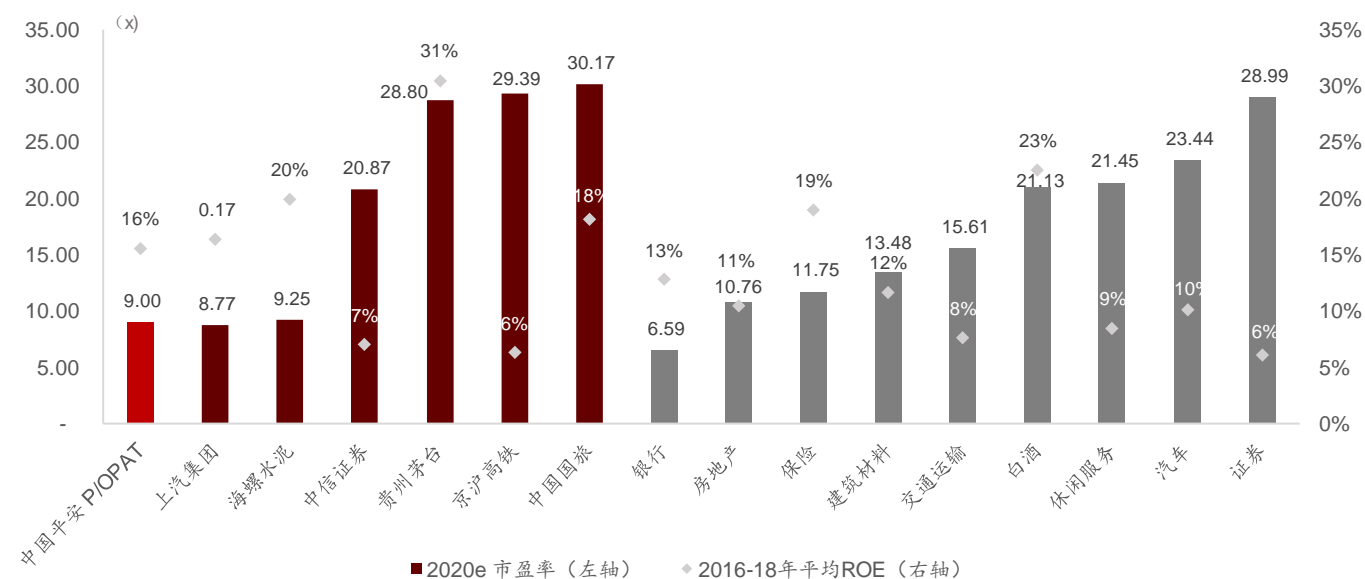
资料来源: 公司公告, 万得资讯, 中金公司研究部

图表 15: 平安 A 股分部估值

业务分部	估值方式	估值基础 (2020e), 人民币百万	持股比例	折价	估值倍数	估值, 人民币 百万	对应每股价 值, 人民币	占比
寿险	P/EV	875,046	99.5%	0%	1.2	1,045,864	57.2	69.9%
财险	P/B	106,950	99.5%	0%	1.3	138,354	7.6	9.2%
银行	MV	284,287	49.6%	0%		140,893	7.7	9.4%
证券	P/B	34,805	41.0%	0%	1.5	21,384	1.2	1.4%
信托	P/E	2,858	99.9%	0%	10	28,544	1.6	1.9%
陆金所	MV	264,768	41.0%	70%		32,566	1.8	2.2%
平安好医生	MV	73,595	39.3%	70%		8,670	0.5	0.6%
平安医保科技	MV	55,440	44.3%	70%		7,373	0.4	0.5%
汽车之家	MV	64,368	52.2%	70%		10,084	0.6	0.7%
金融壹账通	MV	31,831	44.3%	70%		4,230	0.2	0.3%
其他	P/E	5,912	100.0%	0%	10	59,124	3.2	3.9%
合计						1,497,086	81.9	100.0%
集团溢价							12%	
目标价							92.0	

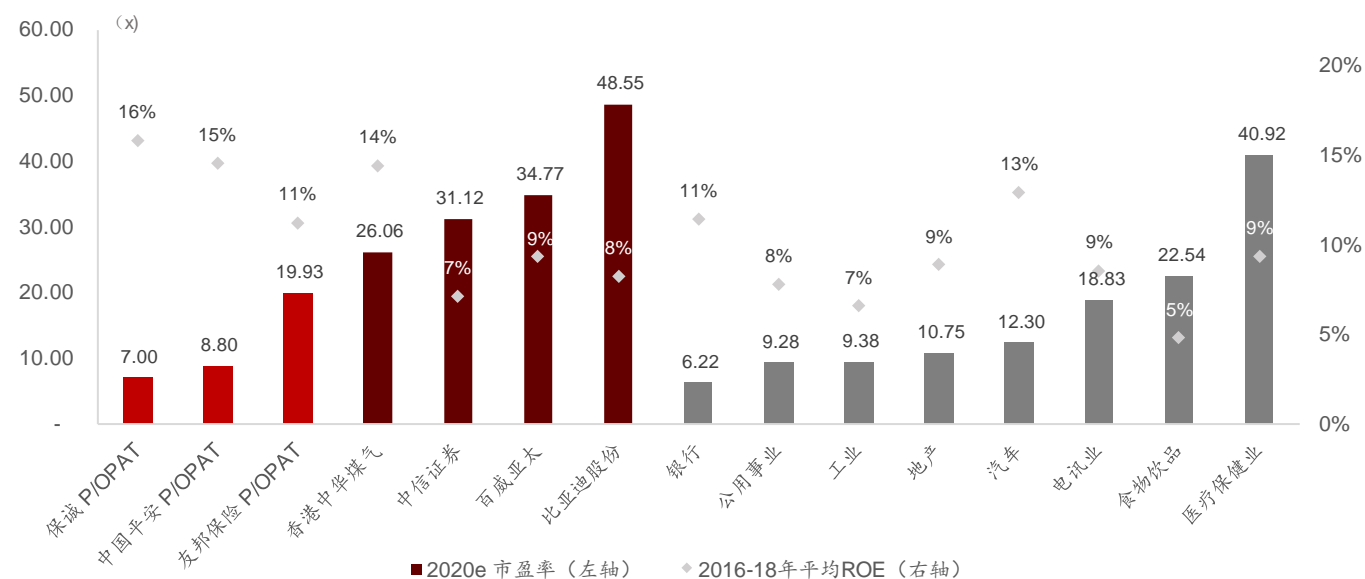
资料来源: 公司公告, 万得资讯, 中金公司研究部

图表 16: 相比 A 股其他行业的大市值企业，中国平安的估值倍数处于较低水平



资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部

图表 17: H 股保险股 P/E 与其他板块相比处于较低水平，中国平安 P/OPAT 倍数与友邦仍存在一定差距



资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部

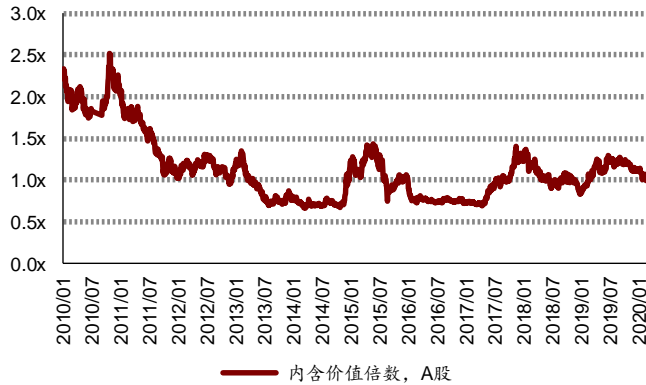
投资建议：2020 年估值扩张较为困难，但是股息提升和回购将限制下行空间

2020 年，我们预计内含价值和营运利润的增长将为平安带来 15% 的投资收益，公司财务指标增长放缓或压制估值水平（P/EV 和 P/OPAT）的扩张，但是股息提升和回购将限制下行空间。维持跑赢评级。

需要注意的是，股息持续提升代表股东未来长期可获得的每股现金回报提升，因此可以驱动估值上行（详见我们 2019 年 10 月 27 日的深度报告《未来寿险估值体系变化趋势：盈利和现金分红重要性大幅提升》）；回购和长期服务计划买入股票尽管可以短期支撑估值，但是难以直接驱动估值上行，这是因为这些行为并不会提高持股股东未来长期可获得的每股现金回报提升（平安的回购的股票将用于长期服务计划和核心高管持股计划，并不会缩减股本）。

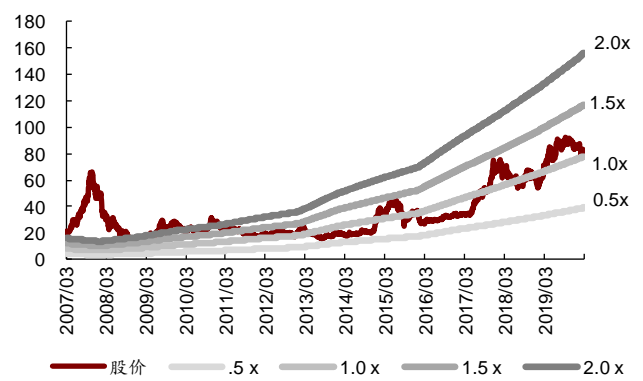
尽管 2020 年寿险业务增长或不及预期，我们仍然看好平安的长期投资价值：平安是中国保险公司中罕见的同时具备较好的公司治理和出色管理层的公司，对于全球投资者而言是十分出色的长期投资标的，每年内含价值和营运利润的稳健的两位数增长+持续提升的股息将带来较高确定性的收益。

图表 18: 中国平安-A 目前交易在 1.0 倍 2020 年 P/EV



资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部

图表 19: 2010 年以来中国平安-A 的平均 P/EV 是 1.1 倍



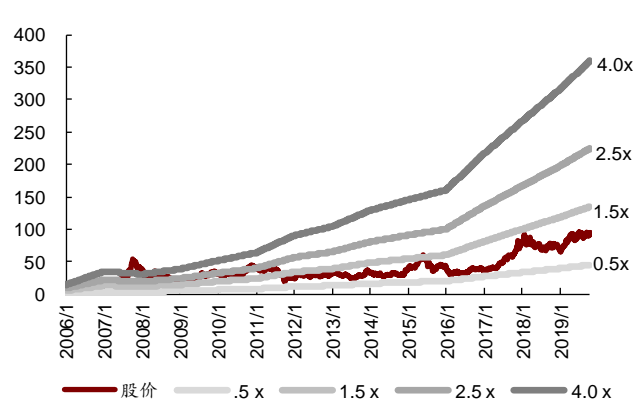
资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部

图表 20: 中国平安-H 目前交易在 1.0 倍 2020 年 P/EV



资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部

图表 21: 2010 年以来中国平安-H 的平均 P/EV 是 1.2 倍



资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部

图表 22: 可比公司估值表

公司	货币	评级	市值 百万美元	收盘价 3月5日	目标 价格	目标价 对应 P/EV 2020e	上涨 空间	P/EV		3年平均 内含价值 回报率	市净率		3年平均 净资产 收益率	市盈率 (P/OPAT)		股息率
								2019e	2020e		2019e	2020e		2019e	2020e	2019e
友邦保险	港币	跑赢行业	116,317	75.1	101.0	2.2	35%	1.9x	1.6x	16.1%	2.6x	2.2x	15.8%	19.9x	17.8x	1.8%
中国平安-H股	港币	跑赢行业	83,069	87.0	101.0	1.2	16%	1.2x	1.0x	18.1%	2.1x	1.8x	19.2%	9.7x	8.8x	2.6%
中国人寿-H股	港币	跑赢行业	17,344	18.2	29.0	0.7	60%	0.5x	0.4x	15.9%	1.2x	1.0x	14.6%	7.7x	8.2x	4.5%
中国太平	港币	跑赢行业	7,271	15.8	26.0	0.5	65%	0.3x	0.3x	15.1%	0.8x	0.7x	12.2%	6.5x	8.1x	2.3%
新华保险-H股	港币	跑赢行业	3,878	29.3	46.0	0.5	57%	0.4x	0.3x	16.4%	1.0x	0.9x	15.0%	6.8x	6.6x	4.5%
人保集团-H股	港币	跑赢行业	3,121	2.8	4.1	n.a	47%	n.a.	n.a.	n.a.	0.6x	0.6x	11.8%	4.6x	5.0x	6.5%
中国财险	港币	跑赢行业	7,280	8.2	12.0	1.3	46%	n.a.	n.a.	n.a.	1.0x	0.9x	14.0%	7.0x	7.7x	5.6%
中国再保险	港币	中性	933	1.1	1.4	0.5	28%	0.4x	0.4x	9.3%	0.5x	0.4x	8.0%	8.5x	7.0x	4.1%
中国平安-A股	人民币	跑赢行业	128,367	80.6	92.0	1.2	14%	1.2x	1.0x	18.1%	2.2x	1.9x	19.2%	10.0x	9.0x	2.3%
人保集团-A股	人民币	跑赢行业	36,803	7.1	9.1	n.a	29%	n.a.	n.a.	n.a.	1.7x	1.6x	11.8%	12.8x	14.0x	2.3%
中国人寿-A股	人民币	跑赢行业	91,869	30.0	38.0	1.0	27%	0.9x	0.8x	15.9%	2.2x	2.0x	14.6%	14.3x	15.2x	2.4%
新华保险-A股	人民币	跑赢行业	14,028	45.7	60.0	0.8	31%	0.7x	0.6x	16.4%	1.8x	1.6x	15.0%	11.8x	11.5x	2.6%
中国行业-H股	美元		120,457			0.7	49%	0.6x	0.5x	16.4%	1.3x	1.1x	15.3%	7.7x	7.9x	3.5%
中国行业-A股	美元		300,845			1.0	24%	0.9x	0.8x	16.8%	2.1x	1.8x	16.3%	12.0x	11.9x	2.4%
香港中国	美元		509,029			1.0	38%	0.9x	0.8x	16.5%	1.7x	1.5x	15.7%	10.8x	10.6x	2.9%

资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部 注：平安和友邦的 PE 栏为 P/OPAT；所有公司均为中信覆盖；本表中 PEV 考虑了分红的影响，因此与首页数字有所不同

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：赵静

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

32th Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, 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

