

中国平安

营运利润低于预期，新业务价值下降符合预期

业绩回顾

1Q20 新业务价值符合市场预期

中国平安公布 1Q20 业绩：新业务价值同比下降 24%，符合市场预期；营运利润同比增长 5%，归母净利润同比下降 43%，均低于市场预期，主要由于投资收益、资管业务归母净利润、车险承保盈利低于市场预期。

发展趋势

营运利润同比增长 5%，低于预期。寿险业务营运利润同比增长 23%，符合预期，增长主要来自于 2019 年税收政策变化带来的实际税率同比下降。集团营运利润低于预期主要由于：1) 投资收益同比下降幅度 (1.7ppt) 超过预期，拖累寿险以外业务营运利润；2) 资管业务利润同比下降，主要由于和投资收益率下降和去年同期投资项目退出造成的高基数；3) 车险承保低于预期。

寿险新业务价值同比下降符合预期，代理人人力继续缩水。寿险新业务价值同比下降 24%，主要由于新冠疫情的影响和公司代理人转型带来的阵痛。寿险代理人较 2019 年末继续下降 3%，略微低于预期。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，但是可能尚未充分预期代理人转型对于 2020 年全年的负面影响。

车险业务承保盈利低于预期。财险业务综合成本率同比小幅下降 0.5ppt，考虑到 1Q20 车辆使用率较低，车险的承保改善幅度低市场预期，我们认为这可能是由于公司主动强化准备金以应对车险综合改革导致的保险费率下调。

盈利预测与估值

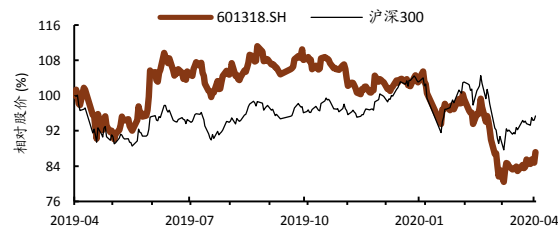
我们维持中国平安 2020e/2021e 盈利预测、内含价值预测和新业务价值预测不变。中国平安-H/-A 目前交易在 0.9x/1.0x 2020e P/EV，我们维持-H/-A 中国平安目标价港币 101 元/人民币 92 元不变，对应 1.2x/1.2x 2020e P/EV，较当前股价有 29%/27% 的上行空间。维持中国平安-H/-A 跑赢行业评级。

风险

长端利率大幅下行；新单保费同比大幅下降；股市大幅调整。

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 72.16	港币 78.05
目标价	人民币 92.00	港币 101.00
52 周最高价/最低价	人民币 92.50~66.00	港币 101.00~69.00
总市值(亿)	人民币 13,130	港币 14,364
30 日日均成交额(百万)	人民币 3,654.85	港币 2,869.28
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)	51.73	37.44
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	129,609	170,316
增速	20.6%	39.1%	-13.3%	31.4%
每股净利润	5.88	8.17	7.09	9.32
每股净资产	30.44	36.82	41.08	48.01
每股股利	1.72	2.05	2.34	2.68
每股内含价值	54.84	65.67	74.11	85.30
市盈率	12.3	8.8	10.2	7.7
市净率	2.4	2.0	1.8	1.5
内含价值倍数	1.32	1.10	0.97	0.85
股息收益率	2.4%	2.8%	3.2%	3.7%
平均总资产收益率	1.6%	1.9%	1.5%	1.8%
平均净资产收益率	20.9%	24.3%	18.2%	20.9%

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	70,629	81,929
已赚保费	677,703	748,779	742,322	784,329	有效业务价值	400,301	489,937	511,954	554,572
投资收益	120,520	201,738	187,228	214,119	寿险内含价值	613,223	757,490	848,155	977,034
其他业务收入	265,849	299,350	330,027	364,693	集团内含价值	1,002,455	1,200,533	1,354,681	1,559,310
营业收入合计	1,064,072	1,249,867	1,259,576	1,363,141	成长能力				
净赔付和保户利益	-160,678	-178,016	-239,683	-259,816	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	-566,360	-608,857	归属于母公司净利润	20.6%	39.1%	-13.3%	31.4%
营业支出合计	-918,995	-1,088,352	-1,103,891	-1,161,403	新业务价值	7.3%	5.1%	-7.0%	16.0%
营业利润	145,077	161,515	155,686	201,738	关键指标				
联营公司收益	18,074	23,224	23,340	24,205	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	179,026	225,944	财险综合成本率	96.1%	96.3%	95.3%	96.2%
所得税费用	-42,699	-20,374	-35,463	-39,918	净投资收益率	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
净利润	120,452	164,365	143,563	186,025	总投资收益率	3.4%	6.4%	4.0%	5.0%
少数股东损益	13,048	14,958	13,954	15,710	寿险偿付能力充足率	223.8%	259.2%	255.4%	282.8%
归属于母公司净利润	107,404	149,407	129,609	170,316	产险偿付能力充足率	218.8%	231.6%	216.8%	213.0%
资产负债表					集团偿付能力充足率	216.4%	229.8%	203.0%	206.9%
现金及银行存款	317,783	306,605	354,120	402,438	回报率分析				
债权投资	1,270,765	1,504,059	1,737,147	1,974,170	总资产收益率	1.6%	1.9%	1.5%	1.8%
股权投资	399,499	502,050	579,854	658,972	净资产收益率	20.9%	24.3%	18.2%	20.9%
其他投资	806,573	896,122	1,014,394	1,152,802	寿险内含价值回报率	29.9%	31.7%	19.1%	21.7%
总投资资产	2,794,620	3,208,836	3,685,515	4,188,382	集团内含价值回报率	25.5%	24.1%	16.9%	18.4%
其他资产	4,348,340	5,014,093	5,415,346	6,135,750	每股指标				
总资产	7,142,960	8,222,929	9,100,861	10,324,132	每股净利润 (元)	5.88	8.17	7.09	9.32
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	41.08	48.01
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	74.11	85.30
次级债	34,609	34,609	34,609	34,609	每股股利 (元)	1.72	2.05	2.34	2.68
其他负债	4,160,074	4,666,277	5,142,603	5,907,237	估值分析				
总负债	6,459,317	7,370,559	8,149,902	9,212,898	内含价值倍数	1.3	1.1	1.0	0.8
股东权益合计	683,643	852,370	950,958	1,111,234	市净率	2.4	2.0	1.8	1.5
少数股东权益	127,135	179,209	199,937	233,635	股价/每股股东权益	1.9	1.5	1.4	1.2
归属于母公司的股东权益	556,508	673,161	751,021	877,599	市盈率	12.3	8.8	10.2	7.7
负债和股东权益总计	7,142,960	8,222,929	9,100,861	10,324,132	股息收益率	2.4%	2.8%	3.2%	3.7%

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: 中国平安 2020 年 1 季度业绩概要

人民币，百万元	1Q18	1Q19	1Q20	季度同比变动%	超出 中金预测%
寿险业务					
首年保费	65,936	58,783	49,188	-16.3%	
新业务价值	20,398	21,642	16,453	-24.0%	5%
新业务价值率，披露	30.9%	36.8%	33.4%	-3.4ppt	
财险业务					
财险保费收入	63,217	69,220	72,589	5%	
- 车险	44,133	47,828	46,767	-2%	
- 非车险	16,737	17,981	21,743	21%	
- 意外健康险	2,347	3,411	4,079	20%	
综合成本率	95.9%	97.0%	96.5%	-0.5ppt	
银行业务					
净息差	2.25%	2.53%	2.60%	0.07ppt	
投资					
净投资收益率	3.7%	3.9%	3.6%	-0.3ppt	
总投资收益率	3.7%	5.1%	3.4%	-1.7ppt	
净利润					
归属于母公司净利润	25,702	45,517	26,063	-43%	-31%
- 寿险	13,901	31,050	14,451	-53%	
- 财险	3,252	5,767	4,421	-23%	
- 银行	3,824	4,319	4,954	15%	
- 资产管理	4,062	4,831	2,457	-49%	
- 金融科技和医疗科技	1,842	1,402	1,290	-8%	
- 其他和抵消	-1,179	-1,852	-1,510	-18%	
营运利润	28,200	34,119	35,914	5%	
- 寿险营运利润	16,548	19,957	24,556	23%	
- 财险营运利润	3,252	5,767	4,421	-23%	
- 银行业务营运利润	3,824	4,319	4,954	15%	
- 资产管理业务营运利润	4,062	4,831	2,457	-49%	
- 科技业务营运利润	1,842	1,402	1,290	-8%	
- 合并及抵消	-1,179	-1,852	-1,510	-18%	
人民币，百万元	3Q19	4Q19	1Q20	季度环比变动%	
归属于母公司净资产	641,197	673,161	690,196	2.5%	
代理人数量（人）	1,245,000	1,166,914	1,132,000	-3.0%	
财险核心偿付能力充足率	217%	216%	219%	3ppt	
财险综合偿付能力充足率	261%	259%	262%	2ppt	
寿险核心偿付能力充足率	225%	228%	222%	-6ppt	
寿险综合偿付能力充足率	229%	232%	225%	-6ppt	

资料来源：公司公告，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 4月23日	目标 价格	目标价 对应 P/EV	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
						2020e		2020e	2021e		2020e	2021e		2020e	2021e	2019a
友邦保险	港币	跑赢行业	107,948	69.7	95.0	2.4	36%	1.74x	1.44x	14.6%	1.4x	1.3x	10.7%	16.8x	14.8x	1.8%
中国平安-H股	港币	跑赢行业	74,524	78.1	101.0	1.2	29%	0.91x	0.79x	16.9%	1.6x	1.4x	17.7%	7.6x	6.8x	2.9%
中国人寿-H股	港币	跑赢行业	15,092	15.8	23.0	0.5	45%	0.37x	0.32x	15.8%	0.9x	0.8x	12.3%	10.6x	7.5x	5.1%
中国太平	港币	跑赢行业	5,677	12.3	21.0	0.4	70%	0.26x	0.23x	10.7%	0.5x	0.5x	10.7%	8.3x	4.9x	2.4%
新华保险-H股	港币	跑赢行业	3,268	24.7	38.0	0.4	54%	0.29x	0.25x	0.6%	0.7x	0.7x	14.2%	7.2x	5.4x	6.4%
中国财险	港币	跑赢行业	6,386	7.2	11.1	1.2	54%	n.a.	n.a.	n.a.	0.8x	0.7x	13.7%	6.1x	5.7x	7.1%
中国再保险	港币	中性	762	0.9	1.2	0.5	35%	0.34x	0.30x	10.8%	0.4x	0.3x	8.3%	5.8x	4.9x	5.5%
中国平安-A股	人民币	跑赢行业	114,954	72.2	92.0	1.2	27%	0.97x	0.85x	16.9%	1.8x	1.5x	17.7%	8.2x	7.2x	2.8%
中国人寿-A股	人民币	跑赢行业	86,020	28.1	36.0	1.0	28%	0.76x	0.67x	15.8%	1.9x	1.7x	12.3%	21.8x	15.4x	2.6%
新华保险-A股	人民币	跑赢行业	13,267	43.3	56.0	0.8	29%	0.58x	0.51x	0.6%	1.5x	1.3x	14.2%	14.6x	11.0x	3.3%
中国行业-H股	美元		107,100			0.6	50%	0.45x	0.40x	11.0%	1.0x	0.8x	13.7%	8.4x	6.1x	4.2%
中国行业-A股	美元		273,976			1.0	28%	0.77x	0.68x	11.1%	1.7x	1.5x	14.8%	14.9x	11.2x	2.9%
香港&中国	美元		463,442			1.0	40%	0.73x	0.63x	11.5%	1.3x	1.2x	13.7%	11.9x	9.1x	3.4%

备注：以上公司均为中金覆盖，平安使用 P/OPAT（营运利润倍数）而非 P/E（市盈率）

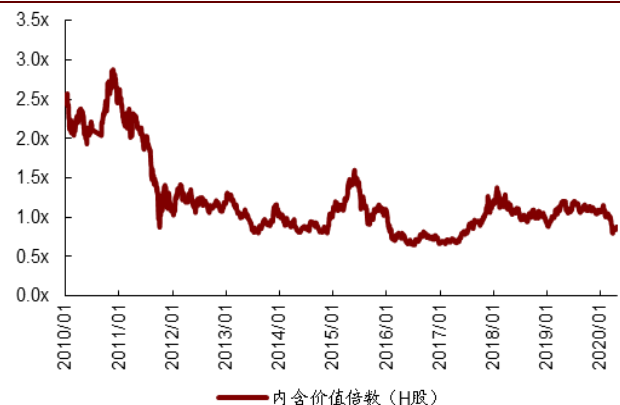
资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部

图表 3：平安-A 目前交易在 1.0 倍 2020 年 P/EV，2010 年以来平均 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 4：平安-H 目前交易在 0.9 倍 2020 年 P/EV，2010 年以来平均 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

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

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

