

**中信证券研究部**

**童成墩**  
 非银分析师  
 S1010513110006

**邵子钦**  
 首席非银分析师  
 S1010513110004

**田良**  
 非银分析师  
 S1010513110005

**薛姣**  
 非银分析师  
 S1010518110002

**核心观点**

**公司通过银行来实现平安集团的资源整合是现实选择，银行董事长兼任集团总经理将为下一步发展提供人事制度保障。围绕机构、个人、科技等资源协同将成就平安综合金融强大竞争力，未来一年目标价 115.2 元人民币/股。**

**如何看待高管职位变化？为综合金融提供人事制度保障。**综合金融是平安长期以来一直坚持、毫不动摇的战略方向，这是符合客户终极视角需求的。但综合金融不仅仅是多个金融牌照，不仅仅要做好每个业务条线，不仅仅是用 KPI 推动交叉销售，也不仅仅是后台的集中、并全方位的渠道无死角地覆盖客户。从客户视角看，综合金融就是超市，有一个简洁友好的入口，就可以轻松实现各种低频金融需求；对于公司来说，是集合低频为高频，真正实现一个客户多个产品和服务的粘性提升。毫无疑问，从客户角度看，无论机构业务还是个人业务，银行都是最直接的入口，因为银行有账户有交互。通过银行来实现平安集团的资源整合是现实选择，平安银行董事长兼任集团总经理将为下一步整合提供人事制度保障。具体看，机构业务整合已初具成效，发挥保险资金、智慧城市、投行、信托等多项业务优势，并带动机构客户银行存贷款发展。个人业务的整合也处于起步阶段，零售 AUM 和存款高速增长，并带动了保险业务的发展。

**如何看待寿险行业竞争环境和周期压力？平安正从队伍竞争走向全方位的能力竞争，价值率继续提升。**今年公司新业务价值低于预期，公司前三季度新业务价值同比增长 4.5%，其中首年保费同比下降 7.0%、新业务价值率同比提高 5.3 个百分点。虽然行业竞争有所加剧，部分同业公司转向规模导向；但平安坚持价值导向，今年在产品结构、业务节奏、队伍质量、组织架构均做了调整，从单一的队伍竞争走向全面的能力竞争，具体看：电网销渠道保持领先优势，带来增量；银保渠道整合带来高价值率保单；五大生态导流带来客户贡献；同时公司在优才队伍建设、服务能力、综合金融优势、投资能力、科技运用、品牌建设等方面均带来实质帮助。

**如何看待公司 2020 年的开门红策略及增速？预计实现稳定增长，价值模式坚定长期持股信心。**随着强监管的深入，银行理财利率正在大幅下降，较长期限和较高收益的类固收市场迎来供给缺口。保险公司凭借多元化投资、跨周期配置、资金池模式可以获得显著优势。预计 2020 年开门红不少同业公司将采取规模策略，发力理财类业务。与同业公司不同，平安的综合金融优势正在发挥协同效应，客户理财需求有多重更好的满足手段；预计平安寿险将继续推动价值增长之路，在 2019 年结构转型成果和低基数基础上，2020 年一季度有望实现量价的同时增长。我们预计公司 2019 年新业务价值同比增长 5%，2020 年回升到 10% 左右的年均增速。

**风险因素：**股市大跌、利率大幅下行、代理人大幅脱落。

**投资建议：人事制度护航平安综合金融之路，围绕机构、个人、科技等资源协同将成就强大竞争力，未来一年目标价 115.2 元人民币/股。鉴于个险新单还没恢复增长，维持 A/H 股“增持”评级。**虽然面临寿险竞争加剧和承保下行周期，但公司独树一帜，推动全方位能力竞争和坚持价值导向，持续优化公司治理，坚定长期投资者信心，长期持股有望继续分享年均 15-20% 年内含价值复合回报。目前公司 A/H 股对应的 2019 年 PEV 分别为 1.36/1.29 倍，2020 年 PEV 分别为 1.17 倍/1.11 倍，估值合理偏低。按 2020 年 1.5 倍估值，预计未来一年目标价为 115.2 元人民币/股。鉴于个险新单还没恢复增长，维持 A/H 股“增持”评级。维持 2019-20 年 EVPS 预测为/65.9/76.8 元。

中国平安	601318
评级	增持（维持）
当前价	89.80 元
目标价	115.2 元
总股本	18,280 百万股
流通股本	10,833 百万股
52 周最高/最低价	92.34/55.18 元
近 12 月绝对涨幅	40.24%

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>A 股估值</b>						
NBM	19.76	12.12	8.84	5.75	2.84	0.17
P/EV	2.57	1.99	1.64	1.36	1.17	1.01
PE	26.31	18.43	15.28	10.14	9.90	8.48
PB	4.28	3.47	2.95	2.40	2.03	1.72
<b>H 股估值</b>						
NBM	18.1	10.9	7.7	4.7	1.9	-0.7
P/EV	2.45	1.89	1.56	1.29	1.11	0.96
PE	25.0	17.5	14.5	9.6	9.4	8.1
PB	4.07	3.29	2.80	2.28	1.92	1.63

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 10 月 24 日收盘价

表 1: 主要上市保险公司估值比较

	股价	EVPS(元)				P/EV (倍)			
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E
中国人寿 A	30.5	24.8	26.6	30.9	34.4	1.23	1.15	0.99	0.89
中国平安 A	89.8	45.1	54.8	65.9	76.8	1.99	1.64	1.36	1.17
中国太保 A	35.4	31.6	37.1	42.9	48.7	1.12	0.95	0.82	0.73
新华保险 A	50.5	49.2	55.5	65.7	75.0	1.03	0.91	0.77	0.67
<b>A 股平均</b>						<b>1.34</b>	<b>1.16</b>	<b>0.99</b>	<b>0.87</b>
中国人寿 H	17.6	24.8	26.6	30.9	34.4	0.71	0.66	0.57	0.51
中国平安 H	85.1	45.1	54.8	65.9	76.8	1.89	1.55	1.29	1.11
中国太保 H	26.5	31.6	37.1	42.9	48.7	0.84	0.71	0.62	0.54
新华保险 H	28.6	49.2	55.5	65.7	75.0	0.58	0.52	0.44	0.38
中国太平 H	17.9	34.9	37.2	43.9	50.1	0.51	0.48	0.41	0.36
<b>H 股平均</b>						<b>0.91</b>	<b>0.78</b>	<b>0.67</b>	<b>0.58</b>

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2019 年 10 月 24 日收盘价

表 2: 中国平安主要财务数据预测

单位: 百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>寿险及健康险业务剩余边际变动分析</b>						
期初剩余边际	330,846	454,705	616,319	786,633	953,465	1,134,791
新业务贡献	129,860	168,426	177,485	186,359	204,995	225,495
预期利息增长	17,391	22,642	28,498	36,373	44,087	52,472
剩余边际摊销	-38,202	-49,811	-62,287	-79,499	-96,360	-114,685
营运偏差及其他	14,811	20,357	26,617	23,599	28,604	34,044
期末剩余边际	454,705	616,319	786,633	953,465	1,134,791	1,332,116
<b>占期初剩余边际比重</b>						
新业务贡献	39.3%	37.0%	28.8%	23.7%	21.5%	19.9%
预期利息增长	5.3%	5.0%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%
剩余边际摊销	-11.5%	-11.0%	-10.1%	-10.1%	-10.1%	-10.1%
营运偏差及其他	4.5%	4.5%	4.3%	3.0%	3.0%	3.0%
<b>寿险及健康险业务营运利润及利源分析</b>						
剩余边际摊销(A)	38,202	49,811	62,287	79,499	96,360	114,685
净资产投资收益(B)	5,648	7,357	8,959	10,751	12,901	15,481
息差收入(C)	3,715	5,637	5,048	4,038	4,846	5,815
营运偏差及其他(D)	6,317	10,108	21,749	21,749	26,099	31,319
税前营运利润合计(E=A+B+C+D)	53,882	72,912	98,043	116,038	140,206	167,300
所得税(F)	-13,365	-20,088	-26,698	-16,245	-19,629	-23,422
税后营运利润合计(G)	40,518	52,824	71,345	99,792	120,577	143,878
短期投资波动(H)	2,168	4,532	-12,853	10,000	-	-
折现率变动影响(I)	-17,652	-21,213	265	999	-	-
净利润(J=G+H+I)	25,033	36,143	58,757	119,388	120,577	143,878
<b>归属于母公司股东的营运利润</b>						
寿险及健康险业务	40,206	52,128	70,320	98,359	118,845	141,811
财产保险业务	12,638	13,307	12,215	15,269	15,269	16,796
银行业务	13,108	13,449	14,394	16,553	18,208	20,029
资产管理业务	9,412	15,924	12,871	10,940	12,034	13,238
科技业务	-3,309	3,771	6,770	5,755	6,330	6,963

单位：百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
其他业务及合并抵消	-3,803	-3,871	-3,996	-4,396	-4,835	-5,319
集团合并	68,252	94,708	112,573	142,480	165,851	193,518
<b>归属于母公司股东权益</b>						
寿险及健康险业务	107,558	160,450	178,824	217,488	276,045	345,917
财产保险业务	63,340	69,804	77,014	92,283	107,552	124,347
银行业务	117,259	128,791	139,224	155,777	173,986	194,015
资产管理	92,799	77,009	89,880	100,820	112,855	126,093
科技业务	19,056	50,679	79,541	85,296	91,625	98,588
其他业务及合并抵消	-16,563	-13,382	-6,949	32,906	48,228	66,182
集团合并	383,449	473,351	556,508	684,570	810,289	955,142
<b>平安集团内含价值变动分析</b>						
集团期初内含价值	551,514	637,703	825,173	1,002,456	1,204,893	1,404,271
其中：其他业务当年营运利润	-	42,580	42,253	44,121	47,006	51,707
寿险与健康险业务期初内含价值的预计回报	27,346	31,745	45,326	55,995	68,089	80,162
新业务价值创造	68,720	88,117	93,237	97,899	107,689	118,458
营运假设及模型变动	-	-758	608	-	-	-
营运经验差异及其他	-	8,886	13,938	13,938	16,726	20,071
其他业务当年非营运利润	-	10,850	7,236	-	-	-
经济假设变动	-	-	-	-	-	-
市场价值调整影响	-	-4,968	20,189	-	-	-
投资回报差异	-	30,212	-12,233	24,302	-	-
资本变动	-	-19,194	-33,270	-33,818	-40,131	-48,666
<b>集团期末内含价值</b>	<b>637,703</b>	<b>825,173</b>	<b>1,002,456</b>	<b>1,204,893</b>	<b>1,404,271</b>	<b>1,626,002</b>
其他业务营运利润/期初内含价值	0.0%	6.7%	5.1%	4.4%	3.9%	3.7%
预计回报/期初内含价值	5.0%	5.0%	5.5%	5.6%	5.7%	5.7%
新业务价值创造/期初内含价值	12.5%	13.8%	11.3%	9.8%	8.9%	8.4%
以上三项合计	0.0%	25.5%	21.9%	19.8%	18.5%	17.8%

资料来源：公司财报、中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。