

买入 (维持)

02318.HK 中国平安

港股通 (沪、深)

目标价: 106.23(港元)

现价: 91.60(港元)

预期升幅: 16.0%

板块协同发展, 业务品质优良

2020年02月21日

市场数据

日期	2020.02.20
收盘价(港元)	91.60
港股股本(亿股)	74.48
总股本(亿股)	182.80
港股市值(亿港元)	6,822.0
总市值(亿港元)	16,835.7
净资产(亿元)	8,523.7
总资产(亿元)	82,229.3
每股净资产(元)	36.8

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2019A	2020E	2020E	2020E
营业收入(亿元)	12,731	14,024	16,150	18,848
同比增长(%)	17.6	10.2	15.2	16.7
归属股东净利润(亿元)	1,494	1,691	2,088	2,550
同比增长(%)	39.1	13.2	23.5	22.1
新业务价值(亿元)	759	786	825	904
同比增长(%)	5.1	3.5	5.0	9.5
集团内涵价值(亿元)	12,005	14,056	16,400	19,082
同比增长(%)	19.8	17.1	16.7	16.4
每股收益(元)	8.41	9.52	11.75	14.35
每股派息(元)	2.05	2.32	2.87	3.50

数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院

相关报告

《坚持价值经营, 新业务价值率持续提升》海外跟踪报告 20191015

《净利润大幅提升, 新业务价值增长强劲》海外跟踪报告 20190816

《业绩稳定, 坚持规模及价值均衡发展》海外跟踪报告 20190430

《集团内涵价值首次突破万亿, 寿险及健康险新业务价值增速表现突出》海外公司深度研究报告 20190313

海外金融研究

分析师:

张忆东

兴业证券经济与金融研究院
副院长

海外研究中心 总经理

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

张博

zhangboyjs@xyzq.com.cn

SFC:BMM189

SAC: S0190519060002

投资要点

- **我们的观点:** 我们维持公司“买入”评级, 维持公司目标价 106.23 港元。2020-2022 年, 中国平安目标价对应的集团每股内含价值分别为 1.24、1.07 及 0.92 倍, 建议投资者积极关注。
- **2019 年净利润快速增长, 现金分红回馈投资者:** 中国平安是一家以保险业务为主的全球卓越的综合金融公司。公司 2019 年营业收入、归母净利润、归母营运利润分别同比增长 17.6%、39.1%、18.1%。公司将现金分红与营运利润绑定, 现金回馈投资者以分享内含价值增长。2019 年每股派息现金 2.05 元, 同比增长 19.2%, 过去 5 年分红年复合增长率达 40.1%, 吸引价值投资者。
- **坚持价值经营, 新业务价值率持续提升:** 公司主打保障型、长期储蓄型产品。代理人以质补量逻辑清晰, 2019 年代理人减少 17.7% 至 116.7 万; 但该渠道新业务价值率升至 64.9%, 人均新业务价值增长 16.4%。拉动公司总体新业务价值率提升至 47.3%; 新业务价值增长 5.1% 至 759 亿元。
- **财险综合成本率结构优化:** 2019 年平安财险综合成本率 96.4%, 低于市场均值, 且结构优化——费用率同比下降 2.0 个百分点、赔付率同比提升 2.4 个百分点。受资本市场回暖带动投资收益上升以及手续费下降使得产险所得税同比下降的影响, 平安产险营运净利润同比增长 70.7% 至 209.5 亿元。
- **投资收益率出众, 持续完善投资风险管理机制:** 截至 2019 年末, 公司保险资金投资组合规模较年初增长 14.8%; 净投资收益率 5.2%, 总投资收益率 6.9%。2019 年平安债券配置占比提升 1.4 个百分点, 股票和权益型基金配置占比提升 0.8 个百分点, 定期存款配置占比下降 0.6 个百分点。

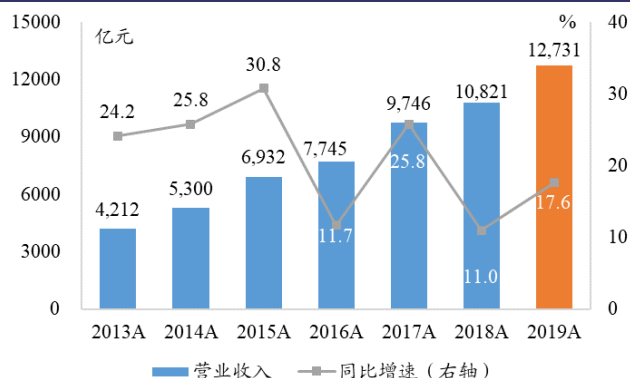
风险提示: 1、资本市场波动; 2、保费收入增长不达预期; 3、保险行业政策改变; 4、外资进入导致的经营风险



报告正文

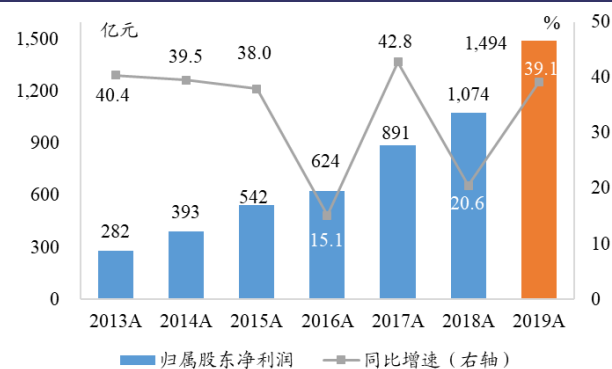
- **利润大幅增长，提升现金分红水平。**受益于手续费及佣金支出税前扣除新政、上半年资本市场上行带来投资收益大幅增长，2019年平安利润大幅增长。公司2019年实现营业收入12,731亿元（人民币，下同），同比增长17.6%；归母净利润1,494亿元，同比增长39.1%；归母营运利润1,330亿元，同比增长18.1%。公司营运ROE为21.7%，同比下降0.2个百分点。2019年人身险、财险业务对集团营运利润的贡献分别为66.2%和15.7%；营运ROE分别为40.5%和24.6%。保险是平安盈利贡献最高、经营效率最高的业务板块。平安将分红与营运利润（营运利润相比净利润剔除部分短期波动因素而更加稳定）绑定，股东可持续分享内含价值增长。得益于公司营运利润的快速增长，2019年全年向股东派发股息每股现金2.05元，同比增长19.2%，过去5年分红年复合增长率达40.1%。

图1、平安营业收入及同比增速



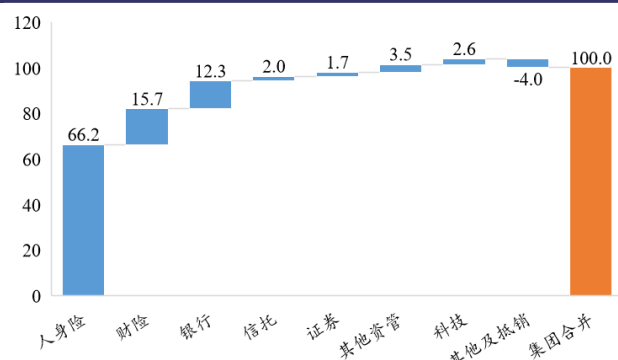
资料来源：中国平安财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、平安归属股东净利润及同比增速



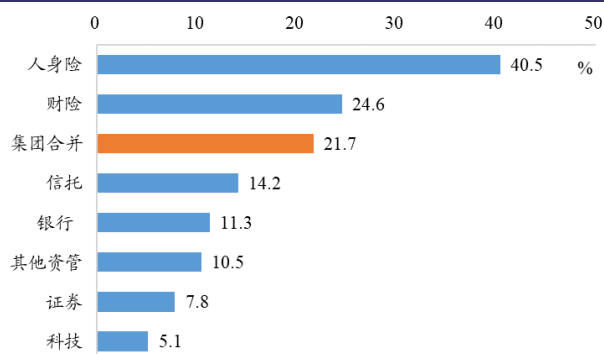
资料来源：中国平安财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、2019年内平安营运利润结构



资料来源：中国平安财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、2019年平安营运ROE按业务板块



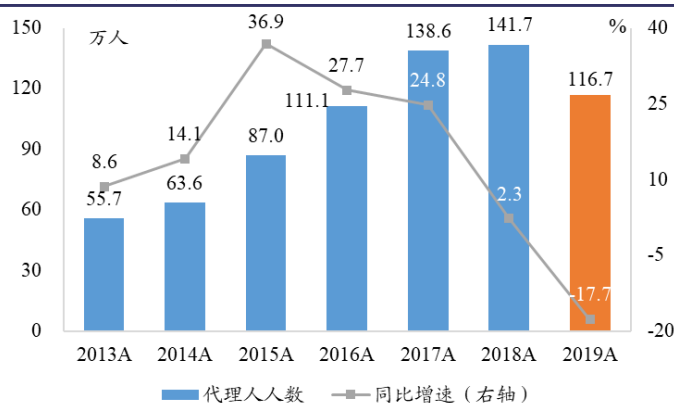
资料来源：中国平安财报，兴业证券经济与金融研究院整理

- **坚持价值导向，寿险健康险新业务价值率持续提升。**2019年平安寿险业务坚持价值导向及均衡策略，一是开门红及全年降低低价值率短储产品销售，并推出大小福星、对平安福进行重新定价；二是兼顾保障型、长期储蓄产品。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

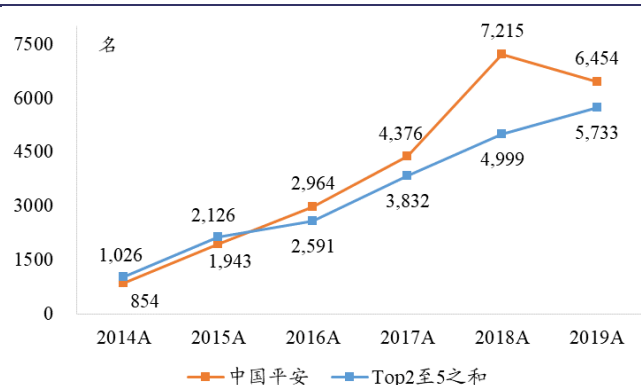
代理人策略与产品结构相匹配，主动剥落低产能代理人，并通过优才计划加大对高产能代理人的投入。截至 2019 年 12 月 31 日，平安寿险代理人 116.7 万，较年初减少 17.7%。平安高素质代理人队伍在中国大陆保持领先优势，2019 年 MDRT 会员人数 6,454 人。**产品策略+渠道策略助力提升承保质量**，2019 年平安新业务价值率达到 47.3%，同比提升 3.6 个百分点；其中代理人渠道新业务价值率 64.9%，同比提升 7.8 个百分点。代理人产能显著提升，人均新业务价值同比增长 16.4%，由此拉动寿险健康险总体新业务价值同比增长 5.1% 至 759 亿元，拉动寿险健康险营运利润增长 24.7% 至 889.5 亿元。

图 5、平安历年代理人规模及同比增速



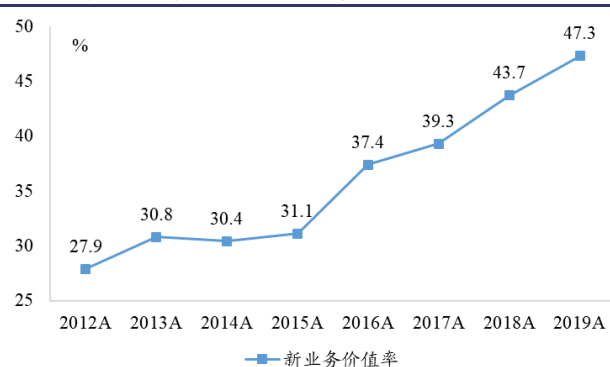
资料来源：中国平安财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、平安 MDRT 会员人数在大陆保持领先优势



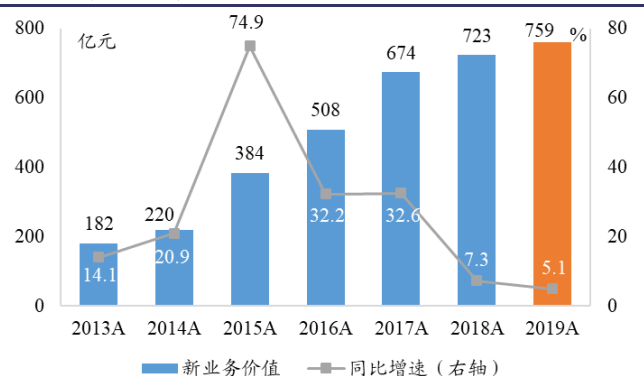
资料来源：MDRT 官网，兴业证券经济与金融研究院整理
*注：MDRT 公布数据的时点：2017 年及以后为每年 7 月 1 日，2016 年及以前则为每年 8 月 1 日

图 7、平安历年新业务价值率



资料来源：中国平安财报，兴业证券经济与金融研究院整理

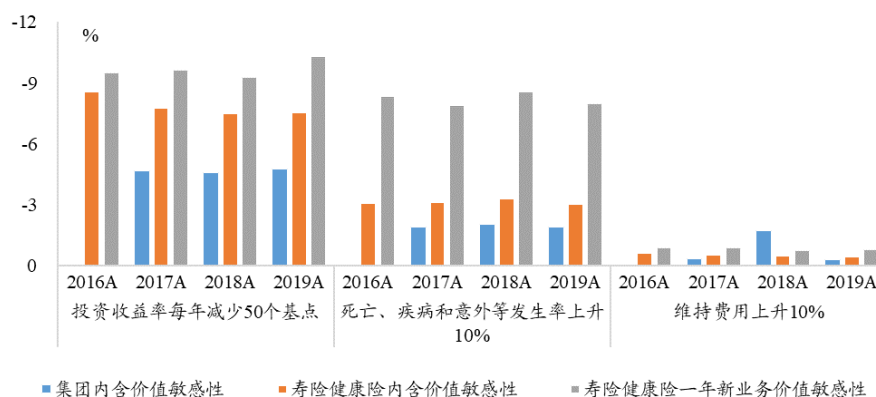
图 8、平安历年新业务价值及同比增速



资料来源：中国平安财报，兴业证券经济与金融研究院整理
*注：平安在 2019 年三季度中曾变更新业务价值精算假设，按照新假设，2019Q1-3 新业务价值 562.67 亿元，2018Q1-3 为 588.05 亿元，YOY4.5%。按照旧假设，2018Q1-3 为 554.25 亿元，2019Q1-3 YOY6.1%。此次平安披露全年数据，沿用的为旧假设

敏感性分析发现，平安寿险健康险新业务价值对死亡率、发病率的敏感性水平较高，寿险健康险内含价值对死亡率、发病率的敏感性较低。这正是因为平安的存量续期保单中的储蓄型保单占比较高，而新承保保单中保障型保单占比提升，险种结构处于优化转变的过程中。

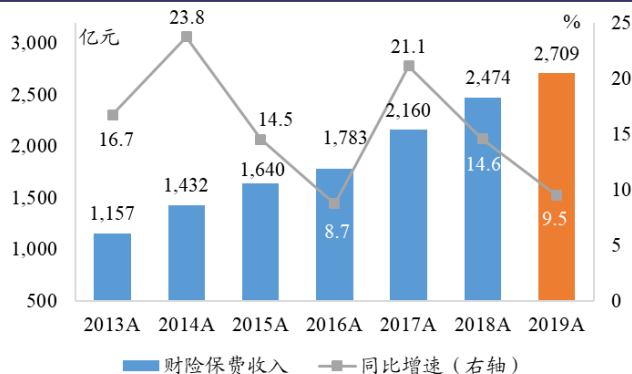
图9、平安内含价值、新业务价值敏感性分析



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

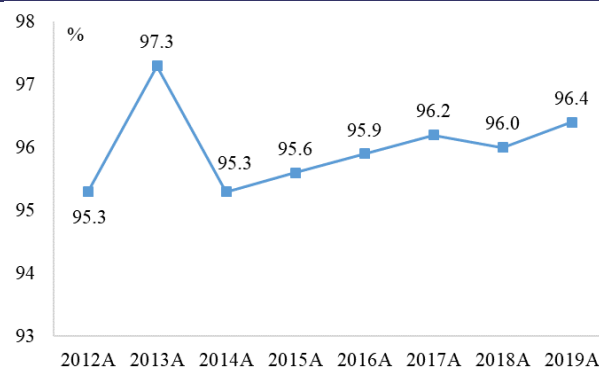
- **财险综合成本率结构优化。**2019年平安产险原保费2,709亿元，同比增长9.5%。财险综合成本率96.4%，同比上升0.4个百分点，但低于市场均值。其中，费用率39.1%，同比下降2.0个百分点；赔付率57.3%，同比提升2.4个百分点，综合成本率结构优化。受资本市场回暖带动投资收益上升以及手续费下降使得产险所得税同比下降的共同影响，平安产险营运净利润同比增长70.7%至209.5亿元。

图10、平安产险历年保费收入及同比增速



资料来源：中国平安财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图11、平安产险历年综合成本率



资料来源：中国平安财报，兴业证券经济与金融研究院整理

- **各板块均有亮点，集团平台对客户的导流和开发优势明显。**1) **平安银行零售业务发展、仍有较大提升空间。**2019年平安银行实现营业收入1,379.6亿元，同比增长18.2%；净利润282.0亿元，同比增长13.6%。资产质量持续改善，不良贷款率较年初下降0.1个百分点，拨备覆盖率较年初上升27.9个百分点。平安银行零售转型深入推进，零售业务营业收入和净利润同比分别增长29.2%、13.8%；占比分别为58.0%、69.1%。管理零售客户资产19,827亿元，较年初增长39.9%；零售客户数9,708万，较年初增长15.7%。2019年平安银行总体负债成本率2.64%，零售负债成本率2.62%而未能有效降低负

债成本；2019 年平均零售吸收存款余额中活期占比仅为 34.7%，活期增速 13.3%较定期增速低出 31.2 个百分点，零售存款依靠高息揽储的倾向较明显，仍有较大提升空间。2) 平安证券营业收入、净利润双升。2019 年国内资本市场深化改革带动股票市场行情回暖，证券行业手续费及佣金净收入显著提升，经营业绩明显改善；平安证券营业收入、净利润同比增长 33.1%、41.4%。3) 综合金融平台共享客户资源，协同效应提升。截至 2019 年末，平安集团个人客户数 20,048 万，较年初增长 11.2%；2,026 万新增客户中有 40.7%来自于集团五大生态圈的互联网客户。截至同期，客均合同数 2.64 个，较年初增长 3.9%。集团客户交叉渗透程度不断提高，7,371 万个人客户同时持有多家子公司的合同，较年初增长 19.3%，在整体客户中占比 36.8%，较年初上升 2.5 个百分点。

- **投资收益率出众，持续完善投资风险管理机制：**截至 2019 年末，公司保险资金投资组合规模达 3.21 万亿元，较年初增长 14.8%；净投资收益率 5.2%，总投资收益率 6.9%，主要受益于 2019 年上半年中国股市上行。平安承保质量不断提升，保险负债成本处于行业较低水平，资产配置收益率压力较低，近年来大类资产配置结构较稳定。2019 年平安债券配置占比提升 1.4 个百分点，股票和权益型基金配置占比提升 0.8 个百分点，定期存款配置占比下降 0.6 个百分点，总体稳定。2019 年公司在市场缺少长久期资产的环境下仍进一步缩小了资产和负债的久期缺口，并持续完善投资风险管理机制。

图 12、2018 年中国平安保险资金资产配置

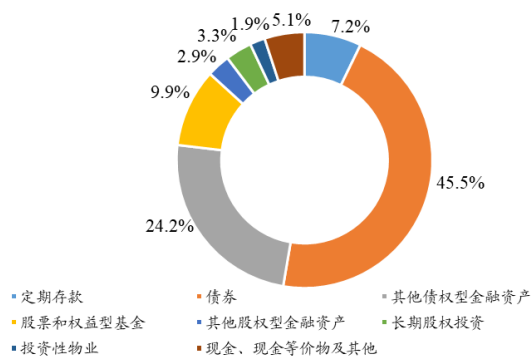
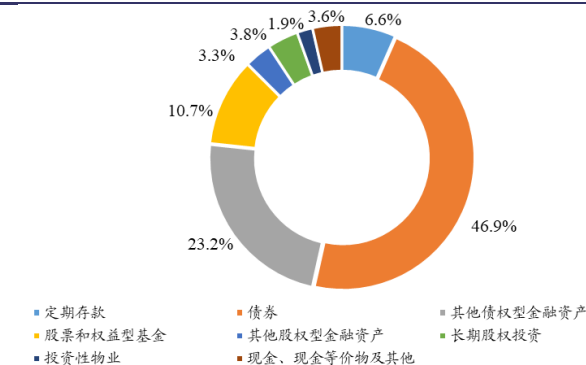


图 13、2019 年中国平安保险资金资产配置



资料来源：中国平安财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：中国平安财报，兴业证券经济与金融研究院整理

- **我们的观点：**中国平安是一家以保险业务为主的全球卓越的综合金融公司。公司 2019 年营业收入、归母净利润、归母营运利润分别同比增长 17.6%、39.1%、18.1%。从各业务板块看，公司寿险业务渠道优势显著，承保质量（新业务价值率）不断提升；财险业务规模优势明显，综合成本率低于同业且结构优化；零售银行业务发展；集团平台对客户的导流和开发优势明显。从公司治理看，平安股权结构较分散，实行联席 CEO 制度，2019 年平安银行董事长兼任集团总经理亦促进综合金融平台内部资源整合，治理优势突出；公

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

司将现金分红与营运利润绑定，以现金回馈投资者使之分享公司内含价值增长，过去 5 年分红年复合增长率达 40.1%，吸引价值投资者。我们维持公司“买入”评级，维持公司目标价 106.23 港元，公司目标价较现价有 16.0% 的增幅。2020-2022 年，中国平安目标价对应的集团每股内含价值分别为 1.24、1.07 及 0.92 倍，建议投资者积极关注。

- **风险提示：**资本市场波动、保费收入增长不达预期、保险行业政策改变、外资进入导致的经营风险

附表

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
总资产	82,229	89,706	100,141	113,569
固定资产	470	569	682	814
投资性房地产	398	375	350	322
无形资产	633	701	807	942
于联营企业和合营企业投资	2,041	1,995	2,245	2,526
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产	9,611	10,726	12,066	13,575
存放中央银行款项及法定保证金	2,468	4,012	3,728	3,923
发放贷款及垫款	22,404	23,846	25,531	28,505
其他资产	2,138	1,833	2,066	2,327
总负债	73,706	79,752	88,438	99,727
保险合同负债	26,122	25,684	29,681	34,194
应付债券	6,996	7,483	8,418	9,471
应付银行及其他金融机构款项	8,240	10,726	12,066	13,575
客户存款及保证金	24,317	26,515	27,871	30,898
保险应付款	591	551	579	608
卖出回购金融资产款	1,765	2,494	2,806	3,157
通过损益反映公允价值变动的金融负债(交易性金融负债)	395	249	281	316
其他负债	2,801	3,143	3,541	3,989
储备	2,259	2,771	3,402	4,174
少数股东权益	1,792	1,944	2,113	2,324
总权益	8,524	9,954	11,703	13,842
负债及权益合计	82,229	89,706	100,141	113,569

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动产生现金流量	2,494	3,521	7,423	8,295
投资活动所产生的现金净额	-3,802	-5,453	-5,864	-6,628
融资活动所产生的现金流净额	1,251	587	298	286
现金及现金等价物增加净额	-46	-1,346	1,857	1,954
年初现金及现金等价物	3,080	3,035	1,689	3,546
年末现金及现金等价物	3,035	1,689	3,546	5,500

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	12,731	14,024	16,150	18,848
毛承保保费	7,951	8,730	9,836	11,082
分出保费	-214	-242	-338	-379
银行业务利息收入	1,766	1,916	1,970	2,193
投资收益	1,017	547	593	593
赔款及保户利益毛额	-5,897	-6,301	-7,041	-7,830
保险业务佣金支出	-1,148	-1,497	-1,654	-1,901
业务及管理费用	-1,772	-2,122	-2,375	-2,997
税前溢利	1,847	2,313	2,782	3,413
税项支出	-204	-470	-525	-652
年度溢利	1,644	1,843	2,258	2,761
非控股股东应占溢利	149.6	151.6	169.3	210.5
归属公司股东年度溢利	1,494	1,691	2,088	2,550
EPS (元)	8.41	9.52	11.75	14.35

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长性(%)				
净保费收入同比增速	10.5	9.7	11.9	12.7
投资收益同比增速	218.2	-46.2	8.3	10.8
银行业务利息收入同比增速	9.2	8.5	2.8	11.3
归属股东净利润同比增速	39.1	13.2	23.5	22.1
集团内涵价值增长率	19.8	17.1	16.7	16.4
新业务价值增长率	5.1	3.5	5.0	9.5
偿债能力(%)				
资产负债率	89.6	88.9	88.3	87.8
营运能力(%)				
ROE	17.5	17.0	17.8	18.4
每股资料(元)				
每股收益(EPS)	8.41	9.52	11.75	14.35
每股净资产	36.8	43.8	52.5	63.0
估值比率(倍)				
PEV	1.26	1.07	0.92	0.79
PB	2.2	1.9	1.6	1.3

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。本人确认并没有在发表报告之前 30 日内交易或买卖该等证券。本人及本人之有联系者并不是任职该等上市公司之高级职员。本人及本人之有联系者并没有持有本报告覆盖之证券之任何权益。

【有关财务权益及商务关系的披露】

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永生生活服务集团有限公司、天美(控股)有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司和四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司有投资银行业务关系。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

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本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本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。

本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或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构

投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司及/或兴证国际证券有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或兴证国际证券有限公司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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。