

保险	收盘价 港元 34.25	目标价 港元 51.00	潜在涨幅 +48.9%
----	-----------------	-----------------	----------------

2024年7月24日

中国平安保险 (2318 HK)

预计上半年业绩仍承压，但估值吸引

- ⊕ **预计 2024 年上半年新业务价值同比增长 12%，增长主要来自新业务价值率同比提升。**根据公司月报，上半年平安寿险新单保费同比下降 5.2%，较 1 季度降幅扩大 1.4 个百分点；我们预计 2 季度新业务价值率为 23.1%，环比略有提升；新业务价值为 96 亿元，同比增长 2%，去年同期受预定利率调整预期影响形成高基数。预计上半年新业务价值同比增长 12%，新业务价值率同比上升 5.2 个百分点至 22.9%，新业务价值率提升主要来自预定利率下调、银保渠道报行合一降低手续费率、以及产品结构优化。
- ⊕ **预计财险综合成本率为 99.4%，同比有所上升。**根据公司月报，上半年财险保费同比增长 4.1%，其中车险同比增长 3.4%，增速较 2023 年放缓，主要因为新车销量增速放缓；非车险同比下降 2.3%，信用保证险的拖累呈减弱趋势；意健险同比增长 30.5%，增速显著加快。预计上半年综合成本率为 99.4%，同比上升 1.4 个百分点，主要由于车险增速放缓，以及自然灾害的影响；但环比略回落 0.2 个百分点，信用保证险拖累有所减弱。
- ⊕ **预计上半年归母营运利润 (OPAT) 同比下降 3%，其中寿险健康险和银行业务同比基本持平，财险同比下降 18% (信用保证险承保亏损集中在去年下半年)，资管和科技业务环比企稳。**预计上半年净利润同比下降 2%，下半年盈利增速有望回升。
- ⊕ **公司将发行 35 亿美元 5 年期 H 股可转债。**1) 可转债为投资者提供未来转股的选择权，发行利率为 0.875%，有利于降低融资成本；2) 摊薄影响较有限。若可转债全部转股，将增加股本 6.25 亿，占转股后 H 股股本/总股本的 7.74%/3.32%；3) 以 2023 年年末集团偿付能力计算，若可转债全部转股有望提升核心偿付能力充足率 3 个百分点。
- ⊕ **维持买入评级。**公司目前股息率超过 7%，估值吸引，2024 年全年营运利润同比回升具有较高确定性，维持**买入**评级和目标价 51 港元。

财务数据一览

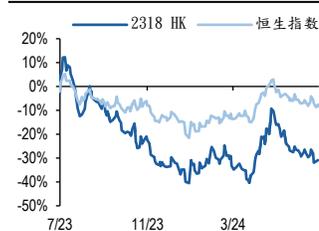
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	880,355	913,789	923,392	966,918	1,007,756
同比增长 (%)		3.8	1.1	4.7	4.2
净利润 (百万人民币)	111,008	85,665	94,825	102,769	111,330
每股盈利 (人民币)	6.07	4.70	5.21	5.64	6.11
同比增长 (%)		-22.5	10.7	8.4	8.3
前EPS预测值 (人民币)			5.40	6.09	6.56
调整幅度			-3.6	-7.3	-6.8
市盈率 (倍)	5.3	6.8	6.1	5.7	5.2
每股内含价值 (人民币)	77.9	76.3	79.5	82.8	86.2
P/EV (倍)	0.41	0.42	0.40	0.39	0.37
市账率 (倍)	0.67	0.65	0.61	0.58	0.55

资料来源：公司资料，交银国际预测

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	56.25
52周低位 (港元)	29.80
市值 (百万港元)	744,705.20
日均成交量 (百万)	29.33
年初至今变化 (%)	(3.11)
200天平均价 (港元)	35.60

资料来源: FactSet

万丽, CFA, FRM

wanli@bocomgroup.com

(86) 10 8800 9788-8051

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：平安上半年主要业绩指标预览

	1Q23	1Q24	同比%	1H23	1H24E	同比%
归母净利润	38,352	36,709	-4.3%	69,841	68,629	-1.7%
OPAT	39,920	38,709	-3.0%	81,957	79,303	-3.2%
分板块 OPAT						
寿险及健康险业务	26,696	27,288	2.2%	57,295	57,356	0.1%
财产保险业务	4,523	3,874	-14.3%	9,242	7,525	-18.6%
银行业务	8,462	8,654	2.3%	14,714	14,563	-1.0%
资管业务	1,305	910	-30.3%	1,412	2,000	41.6%
金融科技与医疗科技业务	693	-202	-129.1%	1,735	300	-82.7%
三大核心板块小计	39,681	39,816	0.3%	81,251	79,444	-2.2%
寿险及健康险						
新业务价值	10,682	12,890	20.7%	20,112	22,500	11.9%
新业务价值率(%)	16.3	22.8	6.50ppts	17.7	22.9	5.25ppts
个险代理人(万人)	40.4	33.3	-17.6%			
产险						
保险服务收入	76,312	80,627	5.7%	155,899	162,705	4.4%
综合成本率(%)	98.7	99.6	0.9ppts	98.0	99.4	1.4ppts

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2：平安发行 H 股可转债的影响测算

H 股可转换债券	
发行金额(百万美元)	3,500
发行金额(百万港元)	27,328
初始转股价(港元)	43.71
初始转股价(人民币)	40.7
7月15日收盘价(港元)	36.05
溢价率	21.2%
1) 摊薄影响	
转股数量(百万股)	625
占转换前 H 股股本	8.39%
占转换前总股本	3.43%
占转换后 H 股股本	7.74%
占转换后总股本	3.32%
2) 补充资本	
可转债发行金额(百万人民币)	25,419
平安集团偿付能力(2023)	
核心资本	1,320,654
实际资本	1,714,110
最低资本	823,985
核心偿付能力充足率	160.3%
综合偿付能力充足率	208.0%
若完全转股提升核心偿付能力充足率	3.1%

资料来源：公司资料，交银国际

图表 3：盈利预测调整

(人民币百万元)	原预测	更新	变动	原预测	更新	变动
	2024E	2024E		2025E	2025E	
新业务价值	35,359	35,044	-0.9%	37,804	37,465	-0.9%
新业务价值率	23.6%	23.3%	-0.2%	24.1%	23.8%	-0.2%
寿险内含价值	878,034	877,719	0.0%	933,812	933,134	-0.1%
内含价值	1,447,925	1,447,610	0.0%	1,508,691	1,508,013	0.0%
综合成本率	99.7%	99.7%	0.00%	99.4%	99.4%	0.00%
总投资收益率	2.80%	2.79%	-0.01%	2.85%	2.80%	-0.05%
归母净利润	98,288	94,825	-3.5%	110,866	102,769	-7.3%
归母营运利润	130,420	129,565	-0.7%	139,254	137,787	-1.1%
营运 ROAE	14.1%	14.0%	-0.1%	14.2%	14.1%	0.0%
ROAE	10.6%	10.3%	-0.4%	11.3%	10.5%	-0.7%

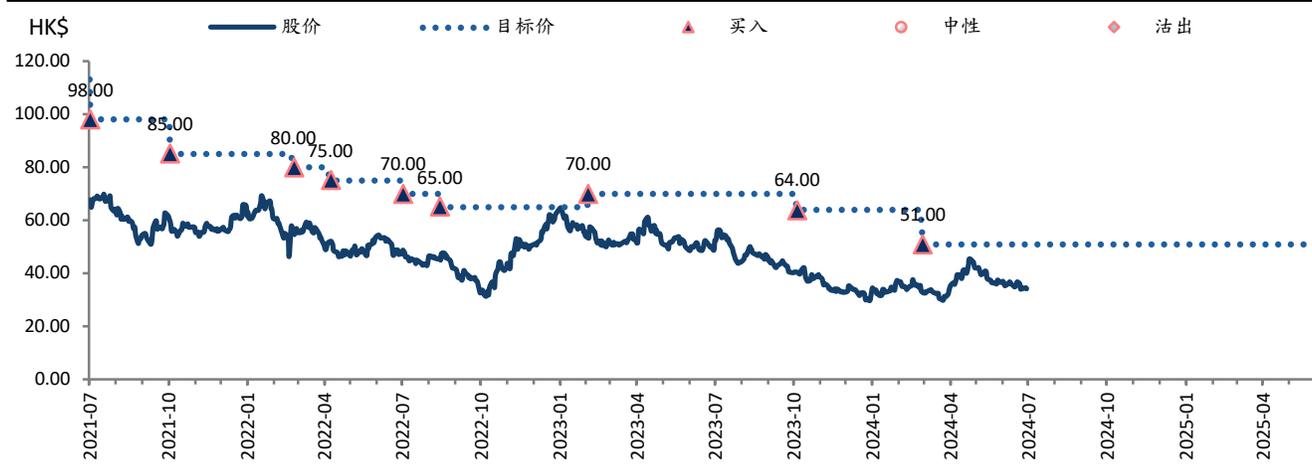
资料来源：交银国际预测

图表 4：主要业务指标假设及预测汇总

(人民币百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
寿险及健康险保费服务收入增速	-	-3.7%	-3.0%	2.5%	2.0%
合同服务边际	818,683	768,440	728,499	695,592	669,236
较上年末增速	-	-6.1%	-5.2%	-4.5%	-3.8%
财险保费服务收入增速	-	6.5%	6.1%	5.7%	5.5%
综合成本率	99.6%	100.7%	99.7%	99.4%	99.2%
新业务价值率假设					
基于首年保费	-	18.7%	23.3%	23.8%	24.2%
投资收益率预测 (%)					
净投资收益率 (计算)	4.37%	3.90%	3.75%	3.65%	3.60%
总投资收益率 (计算)	2.26%	2.74%	2.79%	2.80%	2.78%
新业务价值	-	31,080	35,044	37,465	39,560
新业务价值同比增速	-	-	12.8%	6.9%	5.6%
寿险内含价值	874,786	830,974	877,719	933,134	991,010
较上年末增速	-	-5.0%	5.6%	6.3%	6.2%
内含价值	1,423,763	1,390,126	1,447,610	1,508,013	1,570,226
较上年末增速	-	-2.4%	4.1%	4.2%	4.1%
归母净利润	111,008	85,665	94,825	102,769	111,330
同比增速	-	-22.8%	10.7%	8.4%	8.3%
ROAE (%)	-	9.7	10.3	10.5	10.8
归母营运利润	146,895	117,989	129,565	137,787	145,492
同比增速	-	-19.7%	9.8%	6.3%	5.6%
营运 ROAE (%)	-	13.3	14.0	14.1	14.1
每股分红 (人民币元)	2.40	2.43	2.49	2.65	2.80
基于 OPAT 的分红率	29.8%	37.5%	35.0%	35.0%	35.0%

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 5: 中国平安 (2318 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 6: 交银国际金融行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
3908 HK	中金公司	买入	8.22	17.80	116.5%	2023年11月03日	内地综合性证券公司
6066 HK	中信建投	买入	5.38	10.00	85.9%	2023年05月02日	内地综合性证券公司
6886 HK	华泰证券	买入	8.28	12.50	51.0%	2023年05月02日	内地综合性证券公司
6030 HK	中信证券	买入	11.40	21.50	88.6%	2022年04月29日	内地综合性证券公司
6837 HK	海通证券	中性	3.48	4.20	20.7%	2024年02月06日	内地综合性证券公司
6060 HK	众安在线	买入	12.60	18.00	42.9%	2024年04月17日	内地互联网财险公司
966 HK	中国太平保险	买入	7.72	10.60	37.3%	2024年06月03日	内地寿险公司
1336 HK	新华保险	买入	14.70	20.50	39.5%	2024年04月30日	内地寿险公司
2628 HK	中国人寿	买入	10.86	14.00	28.9%	2024年04月29日	内地寿险公司
2601 HK	中国太保	买入	20.25	25.00	23.5%	2024年04月29日	内地寿险公司
2318 HK	中国平安保险	买入	34.25	51.00	48.9%	2024年03月25日	内地寿险公司
2328 HK	中国人保财险	买入	9.72	12.00	23.5%	2024年04月16日	内地财险公司
QFIN US	奇富科技	买入	19.25	25.80	34.0%	2024年05月20日	金融科技
LX US	乐信集团	买入	1.76	2.40	36.4%	2024年03月22日	金融科技
FINV US	信也科技	买入	5.05	6.30	24.8%	2024年03月19日	金融科技
1299 HK	友邦保险	买入	53.70	84.00	56.4%	2024年05月27日	泛亚保险公司
FUTU US	富途控股	买入	62.81	90.00	43.3%	2024年05月29日	港美股互联网券商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年7月23日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
保险服务收入	525,981	536,440	548,796	573,080	596,876
银行业务利息净收入	131,096	118,947	107,385	111,415	116,393
非保险业务手续费及佣金净	36,054	37,033	37,124	38,237	39,385
总投资收益	117,609	146,355	160,324	171,632	180,373
其他收入	69,615	75,014	69,763	72,554	74,730
营业收入合计	880,355	913,789	923,392	966,918	1,007,756
保险服务费用	-422,221	-440,178	-451,939	-472,376	-492,974
承保财务损益	-99,933	-123,959	-129,959	-133,208	-135,872
业务及管理费	-76,401	-80,212	-81,014	-83,445	-85,781
信用减值损失	-80,553	-77,744	-65,029	-68,259	-69,673
其他支出	-58,408	-70,843	-64,467	-67,690	-69,721
营业支出合计	-737,516	-792,936	-792,408	-824,977	-854,021
营业利润	142,839	120,853	130,984	141,941	153,736
利润总额	142,335	120,117	130,469	141,400	153,179
净利润	134,817	109,274	120,031	130,088	140,924
归属于母公司股东的净利润	111,008	85,665	94,825	102,769	111,330

资产负债表简表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	613,737	577,212	606,073	630,316	649,225
发放贷款及垫款	3,238,054	3,318,122	3,384,484	3,469,097	3,548,886
保险投资资产	4,332,918	4,722,228	5,076,395	5,431,743	5,757,647
其他投资资产	1,477,990	1,484,934	1,551,266	1,609,731	1,670,739
其他资产	1,347,241	1,480,921	1,652,771	1,815,584	1,929,426
资产总计	11,009,940	11,583,417	12,270,989	12,956,470	13,555,923
吸收存款	3,306,171	3,418,155	3,520,700	3,608,717	3,680,891
银行同业及其他金融机构存	385,092	449,850	503,832	554,215	587,468
保险合同负债	3,671,177	4,159,801	4,575,781	4,987,601	5,336,733
应付债券	931,098	964,007	1,002,567	1,032,644	1,063,624
卖出回购金融资产款	271,737	241,803	229,713	238,901	248,457
长期借款	151,539	135,161	139,216	143,392	147,694
其他负债	1,107,130	985,676	995,533	1,005,488	1,015,543
负债合计	9,823,944	10,354,453	10,967,341	11,570,960	12,080,411
股东权益					
归属于母公司股东权益合计	869,191	899,011	948,488	1,003,032	1,063,440
少数股东权益	316,805	329,953	355,160	382,478	412,072
股东权益合计	1,185,996	1,228,964	1,303,647	1,385,510	1,475,512

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

主要指标					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率(%)					
投资资产		9.0%	7.5%	7.0%	6.0%
总资产		5.2%	5.9%	5.6%	4.6%
保险合同准备金		13.3%	10.0%	9.0%	7.0%
总负债		5.4%	5.9%	5.5%	4.4%
营业收入		3.8%	1.1%	4.7%	4.2%
保险服务收入		2.0%	2.3%	4.4%	4.2%
总投资收益		24.4%	9.5%	7.1%	5.1%
营业支出		7.5%	-0.1%	4.1%	3.5%
利润总额		-15.6%	8.6%	8.4%	8.3%
净利润		-18.9%	9.8%	8.4%	8.3%
归属母公司股东净利润		-22.8%	10.7%	8.4%	8.3%
寿险保费收入增速(%)					
首年保费		52.2%	-6.5%	5.1%	5.3%
续期保费		-0.8%	3.2%	2.3%	1.5%
保费收入		10.9%	0.2%	3.0%	2.6%
盈利指标					
财险综合成本率		99.6%	100.7%	99.7%	99.4%
净投资收益率(平均余额计算)		4.4%	3.9%	3.8%	3.7%
总投资收益率(平均余额计算)		2.3%	2.7%	2.8%	2.8%
ROAA		1.0%	0.8%	0.8%	0.8%
ROAE		12.8%	9.7%	10.3%	10.5%
内含价值及新业务价值					
内含价值(人民币百万元)		1,423,763	1,390,126	1,447,610	1,508,013
内含价值增速			-2.4%	4.1%	4.2%
寿险内含价值(人民币百万元)		874,786	830,974	877,719	933,134
寿险内含价值增速			-5.0%	5.6%	6.3%
新业务价值(人民币百万元)			31,080	35,044	37,465
新业务价值增速				12.8%	6.9%
		2022	2023	2024E	2025E
每股指标					
每股内含价值(人民币)		77.9	76.3	79.5	82.8
每股收益(人民币)		6.1	4.7	5.2	5.6
每股账面值(人民币)		47.5	49.4	52.1	55.1
P/EV(倍)		0.41	0.42	0.40	0.39
市盈率(倍)		0.67	0.65	0.61	0.58

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年7月24日
中国平安保險 (2318 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银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交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。