

中国平安(601318.SH/02318.HK)

业务综合平稳发展，营运利润稳健增长

核心观点：

● 投资及税收减免大幅提升保险利润，营运利润稳定增长

2019 上半年，公司实现归属于母公司股东净利润 976.76 亿元，同比增长 68.13 %；其中，寿险及健康险业务净利润同比增长 108.11%，财险业务同比增长 100.76%。归属于母公司股东的营运利润 734.64 亿元，同比增长 23.80%，短期投资波动及执行所得税新政带来的汇算清缴金额减少，是利润差异的主要原因。

● 产寿险稳步发展，价值成长稳健

寿险及健康险业务规模保费实现 5.10%同比增长，其中个险新单业务增速同比下降 11.66%；代理人数量较 2018 年末下滑 9.25%，人均新业务价值提升。产险综合成本率为 96.6%，同比上升 0.8 个百分点，但仍保持行业领先；车险占比较同期小幅下降，但仍保持在略高于 70%的水平。

● 投资建议

8 月 15 日收盘，公司港股股价 87.20 港币，按照当前汇率 0.90 计算，折合人民币约 78.28 元，约为 A 股收盘价的 90.70%，体现了两地市场对公司的较一致认同；预计 2019 至 2021 年 P/EV 估值对应 A 股收盘价分别为 1.32、1.12、0.95 倍。采用保险评估价值和分部估值综合结果，得到公司 A 股的合理价值为 92.65 元每股（按照当前汇率折算，H 股合理价值为 103.21 港币每股），对应 2019 年 P/EV 为 1.42 倍，维持 A、H 股买入评级。

● 风险提示

外部金融环境发生重大变化带来系统性风险的传导，保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等，以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。

盈利预测：

币种：人民币	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	890,882	976,832	1,127,61	1,310,31	1,544,55
增长率(%)	25.04	9.65	15.44	16.20	17.88
净利润(百万元)	89,088	107,404	156,747	184,694	221,707
增长率(%)	42.78	20.56	45.94	17.83	20.04
净资产（百万元）	473,351	556,508	662,703	789,053	937,234
增长率(%)	23.45	17.57	19.08	19.07	18.78
EPS（元/股）	4.99	6.02	8.57	10.10	12.13
市盈率（P/E）	17.71	14.69	10.07	8.54	7.12
市净率（P/B）	3.33	2.84	2.38	2.00	1.68

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入-A/买入-H

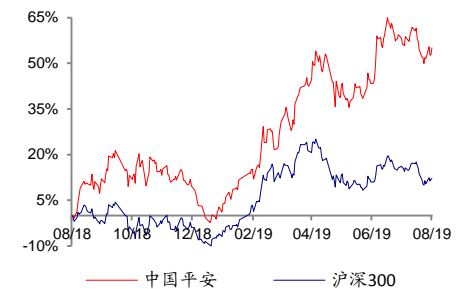
当前价格 86.31 元/87.2 港元

合理价值 92.65 元/103.21 港元

前次评级 买入/买入

报告日期 2019-08-16

相对市场表现



分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师：

鲍淼



SAC 执证号：S0260518020001



010-59136635



baomiao@gf.com.cn

请注意，鲍淼并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

中国平安 2019-04-29

(601318.SH/02318.HK):保险

业务利润大幅增长，质量持续

优化

中国平安 2019-03-13

(601318.SH/02318.HK)：

盈利稳健增长，价值站上新平

台

中国平安(601318.SH):业绩 2018-10-29

符合预期，高品质增长势头不

改

目录索引

一、投资及税收减免提升保险利润，营运利润稳定增长	4
二、个险队伍规模小幅下滑，年金险占比大幅提升	4
三、产险综合成本率略有提升，业务结构保持稳定	5
四、投资结构保持稳定，投资收益率稳健提升	6
五、新业务价值率提升，内含价值稳健增长	6
六、投资建议与风险提示	7

图表索引

图 1: 寿险代理人数量及增长情况	5
图 2: 寿险保费险种结构情况	5
表 1: 公司各项业务利润情况 (币种: 人民币)	4
表 2: 产险业务同比增长及占比情况	6
表 3: 新业务价值同比增长及占比情况	7
表 4: 估值及盈利预测 (币种: 人民币)	8

一、投资及税收减免提升保险利润，营运利润稳定增长

公司披露2019年中报，2019上半年，公司实现归属于母公司股东净利润976.76亿元，同比增长68.13%；其中，寿险及健康险业务净利润同比增长108.11%，贡献占比72.00%、同比提升13.83个百分点；财险业务同比增长100.76%，贡献占比12.12%、同比提升1.97个百分点。

公司归属于母公司股东的营运利润734.64亿元，同比增长23.80%，实现稳定提升。其中，寿险及健康险业务归属于母公司股东的营运利润479.58亿元，同比增长36.89%；归属于寿险及健康险业务的短期投资波动130.00亿元，以及因执行财政部、税务总局《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》而带来的对2018年所得税汇算清缴金额的减少（寿险及健康险业务85.97亿元，财险业务18.56亿元），是净利润和营运利润之间差异的主要来源。

表 1：公司各项业务利润情况（币种：人民币）

归属于母公司股东净利润	2019H1（百万元）	2018H1（百万元）	增速（%）	2019H1 占比	2018H1 占比	变动（百分点）
寿险及健康险业务	70,322	33,791	108.11	72.00%	58.17%	13.83
财产保险业务	11,837	5,896	100.76	12.12%	10.15%	1.97
银行业务	8,934	7,756	15.19	9.15%	13.35%	-4.20
信托业务	1,871	1,693	10.51	1.92%	2.91%	-1.00
证券业务	1,199	918	30.61	1.23%	1.58%	-0.35
其他资产管理业务	3,913	5,954	-34.28	4.01%	10.25%	-6.24
科技业务	2,802	4,204	-33.35	2.87%	7.24%	-4.37
其他业务及合并抵消	-3,202	-2,117	51.25	-3.28%	-3.64%	0.37
集团合并	97,676	58,095	68.13	100.00%	100.00%	-

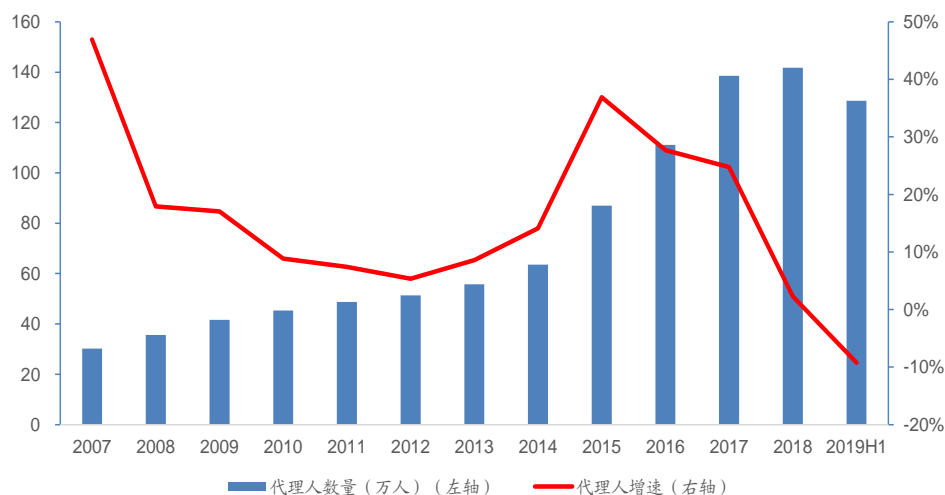
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

二、个险队伍规模小幅下滑，年金险占比大幅提升

公司寿险及健康险业务规模保费实现5.10%同比增长，其中个险新单业务增速同比下降11.66%。

2019年中期，寿险代理人数量为128.63万人，较2018年末下滑9.25%；2019上半年月均代理人数量为123.5万人，同比下降5.5%；但人均新业务价值同比提升8.5%，队伍在规模缩减中得到优化。

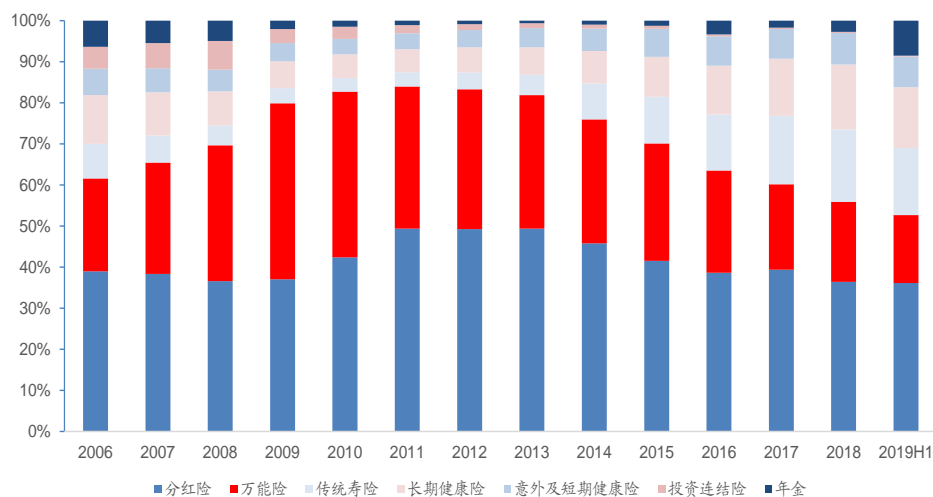
图 1：寿险代理人数量及增长情况



数据来源：上市公司财报、广发证券发展研究中心

从险种结构来看，年金险业务占比大幅提升、由2018年末的占比2.75%提升至2019年中期的8.55%，保费规模同比增长482.12%；长期健康险实现22.37%的同比增长，占比14.78%；分红和万能险的同比增速有所下降。

图 2：寿险保费险种结构情况



数据来源：上市公司财报、广发证券发展研究中心

三、产险综合成本率略有提升，业务结构保持稳定

公司产险业务平稳增长，其中意外与健康险规模上升较快、同比增长39.48%；车险占比较同期小幅下降，但仍保持在略高于70%的水平，一方面这一占比体现出

公司在车险市场的竞争力，另一方面这一占比高于行业平均水平约10个百分点、非车业务仍有很大提升空间。

表 2：产险业务同比增长及占比情况

产险原保费收入	2019H1 (百万元)	2018H1 (百万元)	增速 (%)	2019H1 占比	2018H1 占比	变动 (百分比)
车险	92,338	84,717	9.00	70.78%	71.26%	-0.49
非机动车辆保险	31,928	29,716	7.44	24.47%	25.00%	-0.52
意外与健康保险	6,200	4,445	39.48	4.75%	3.74%	1.01
合计	130,466	118,878	9.75	100.00%	100.00%	-

数据来源：上市公司财报、广发证券发展研究中心

综合成本率为96.6%，同比上升0.8个百分点，但仍保持行业领先；其中综合费用率37.4%、同比下降1.0个百分点，综合赔付率59.2%、同比上升1.8个百分点。

四、投资结构保持稳定，投资收益率稳健提升

公司保险投资资产配置结构稳定，债券投资占比44.6%、较2018年末下降0.8个百分点，股票投资占比8.9%、较2018年末上升0.6个百分点，权益型基金占比2.1%，较上年末提升0.5个百分点。

截至2019年中期，债权计划及债权型理财产品规模为4,458.09亿元，在总投资资产中占比15.1%；整体名义投资收益率为5.86%，剩余到期年限为3.58年；其中，不动产类占比为21.2%，名义投资收益率为6.20%，剩余到期年限为1.92年。

2019上半年，保险资金投资组合年化净投资收益率为4.5%、同比提升0.3个百分点，总投资收益率5.5%、同比提升1.5个百分点。

五、新业务价值率提升，内含价值稳健增长

公司2019上半年实现寿险及健康险新业务价值410.52亿元，同比增长4.7%；其中长交保障储蓄混合型业务新业务价值实现102.8%同比增长，而长期保障型业务新业务价值同比增速下滑6.28%。

上半年寿险及健康险新业务价值率为47.4%，同比提升6.5个百分点；其中，长期保障型业务新业务价值率为97.0%，同比提升2.1个百分点。

寿险及健康险业务内含价值营运利润为871.17亿元，同比下降0.37%。

集团2019上半年末内含价值为11,131.81亿元，较2018年末增长11.0%。

表 3：新业务价值同比增长及占比情况

新业务价值	2019H1 (百万元)	2018H1 (百万元)	增速 (%)	2019H1 占比	2018H1 占比	变动 (百分比)
个人业务	40,797	39,049	4.48	99.38%	99.59%	-0.21
代理人渠道	36,197	35,321	2.48	88.17%	90.08%	-1.91
长期保障型	24,727	26,384	-6.28	60.23%	67.29%	-7.06
短交保障储蓄混合型	6,752	5,977	12.97	16.45%	15.24%	1.20
长交保障储蓄混合型	3,257	1,606	102.80	7.93%	4.10%	3.84
短期险	1,461	1,354	7.90	3.56%	3.45%	0.11
电销、互联网及其他渠道	3,867	3,313	16.72	9.42%	8.45%	0.97
银保渠道	733	415	76.63	1.79%	1.06%	0.73
团险业务	256	160	60.00	0.62%	0.41%	0.22
寿险及健康险业务合计	41,052	39,209	4.70	100.00%	100.00%	-

数据来源：上市公司财报、广发证券发展研究中心

六、投资建议与风险提示

公司传统金融和互联网金融业务互相依托、良性发展，寿险业务贡献长期稳定利润和价值成长，互联网金融和金融科技提供发展的外延，给公司带来强劲的内生增长和成长空间；综合金融加科技的模式，在寿险行业面临增员瓶颈、从规模进一步向价值转变的发展阶段，更加具备整体竞争力和成长性，看好公司长期发展。

8月15日收盘，公司港股股价87.20港币，按照当前汇率0.90计算，折合人民币约78.28元，约为A股收盘价的90.70%，高于同类上市险企，体现了两地市场对公司的较一致认同。预计2019至2021每年EPS分别为8.57、10.10、12.13元，对应2019年8月15日收盘价PE分别为10.1、8.5、7.1倍，相应P/EV估值为1.32、1.12、0.95倍。

基于传统金融业务模式较为稳定，假设其各项业务平稳增长，人寿保险剩余边际长期摊销稳定贡献利润，采用保险评估价值（内含价值，加新业务价值乘以评估倍数）和分部估值（寿险按照评估价值，产险1.2倍PB、银行0.8倍PB、证券1.2倍PB、信托等资产管理及其他业务按照1倍PB测算）综合结果，得到公司A股的合理价值为92.65元每股（按照当前汇率折算，H股合理价值为103.21港币每股），对应2019年P/EV为1.42倍，维持A、H股买入评级。

表 4: 估值及盈利预测 (币种: 人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
内含价值(百万元)	825,173	1,002,456	1,192,164	1,406,456	1,654,359
新业务价值(百万元)	67,357	72,294	79,510	87,941	99,723
归属于母公司股东净利润(百万元)	89,088	107,404	156,747	184,694	221,707
归属于母公司股东净资产(百万元)	473,351	556,508	662,703	789,053	937,234
EVPS (元/股)	45.14	54.84	65.22	76.94	90.50
1YrVNBPS (元/股)	3.68	3.95	4.35	4.81	5.46
BVPS (元/股)	25.89	30.44	36.25	43.16	51.27
EPS (元/股)	4.99	6.02	8.57	10.10	12.13
P/EV (倍)	1.91	1.57	1.32	1.12	0.95
PB (倍)	3.3	2.8	2.4	2.0	1.7
PE (倍)	17.7	14.7	10.1	8.5	7.1

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

风险提示: 外部金融环境发生重大变化带来系统性风险的传导, 保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等, 以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。

资产负债表

单位: 亿元 (人民币)

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	5684	4741	5806	6617	7665
定期存款	1541	1720	1852	2169	2575
交易性金融资产	1413	8249	9136	10685	12575
债务工具		3109	2993	3643	4384
权益工具		2226	2489	2947	3429
摊余成本金融资产		20752	23284	27300	31934
应收保费	457	672	742	875	1025
长期股权投资	862	1549	1640	1978	2316
投资性房地产	472	468	547	636	738
独立账户资产	429	363	449	513	591
其他资产	2065	1525	1883	2179	2492
资产总计	64931	71430	79238	91525	106968
应付手续费及佣金	98	112	131	152	176
应付赔付款	451	517	574	674	789
保险合同准备金	13915	16054	18171	21273	24797
吸收存款	19304	20890	23837	27899	32439
应付保单红利	456	526	591	693	809
应付债券	4513	5569	5874	6894	8217
保户储金及投资款	5488	6229	7060	8266	9630
独立账户负债	429	363	447	511	589
负债合计	59052	64593	71220	82105	95908
股本	183	183	183	183	183
资本公积	1209	1311	1304	1299	1292
未分配利润	2369	3342	4464	5667	7122
归属母公司股东权益	4734	5565	6627	7891	9372
少数股东权益	1146	1271	1391	1529	1688
负债和股东权益	64931	71430	79238	91525	106968

利润表

单位: 亿元 (人民币)

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8909	9768	11276	13103	15446
已赚保费	5730	6777	7998	9429	11070
投资收益	1559	746	1101	1440	1894
公允价值变动损益	33	-283	169	268	320
其他业务收入	449	505	556	611	672
营业支出	8909	9768	11276	13103	15446
退保金	-205	-215	-262	-311	-369
赔付支出	-1591	-2033	-2469	-2932	-3480
提取寿险责任准备金	-2200	-1910	-2180	-2549	-2951
手续费及佣金支出	-1146	-1304	-1392	-1352	-1584
业务及管理费	-1397	-1477	-1705	-1981	-2335
其他业务成本	-451	-453	-520	-598	-688
营业利润	1348	1633	2001	2388	2854
利润总额	1347	1632	1999	2385	2851
净利润	1000	1205	1699	2004	2394
归属母公司股东净利润	891	1074	1567	1847	2217
其他综合收益	219	21	-78	-47	-66
综合收益总额	1219	1226	1625	1959	2332

主要财务比率

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	25.04	9.65	15.44	16.20	17.88
归属母公司净利润增长	42.78	20.56	45.94	17.83	20.04
归属母公司净资产增长	23.45	17.57	19.08	19.07	18.78
获利能力					
ROE	20.80%	20.86%	25.71%	25.44%	25.69%
ROA	1.48%	1.58%	2.08%	2.16%	2.23%
每股指标 (元)					
每股收益	4.99	6.02	8.57	10.10	12.13
每股净资产	25.89	30.44	36.25	43.16	51.27
估值比率					
P/E	17.71	14.69	10.07	8.54	7.12
P/B	3.33	2.84	2.38	2.00	1.68

广发非银行金融行业研究小组

陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017 年 3 月进入广发证券研究发展中心。

鲍 淼：资深分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018 年进入广发证券研究发展中心。

文 京 雄：资深分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015 年进入广发证券研究发展中心。

陈 卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017 年进入广发证券研究发展中心。

陈 韵 杨：高级分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017 年进入广发证券研究发展中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大 道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。