

# 中国平安 (601318)

证券研究报告  
2018 年 05 月 07 日

## IFRS9 放大净利润波动，全年 NBV 增速有望两位数

**事件：**中国平安公布 2018 年 1 季报，实现归母净利润 257.02 亿元，同比增长 11.5%；寿险和财险规模保费达 2,306 亿元和 632 亿元，分别同比增长 24.9%和 17.8%，新业务价值 198.97 亿元，产险综合成本率 95.9%，平安建议派发公司 30 周年特别股息，总额达 36.56 亿元。

### IFRS9 法则增加利润波动性，平安持续深入客户经营

1 季度 IFRS9 新准则实施后，实施前和营运净利润分别同比增加 11.5%，32.5%和 17.70%，由于新准则放大投资收益波动，叠加 1 季度权益市场震荡，11.5%的新准则下净利润增速低于预期。科技板块在陆金所，汽车之家等子公司的拉动下净利润达到 18.42 亿，占集团净利润比重上升近 3pct 至 6.80%。截至 2018 年 Q1 末，拥有两家以上平安集团子公司账户的客户数量达到了 5121 万人，占总客户的比重大幅提升至 29.68%。“用户-客户-客均产品-客均利润”的运营模式持续强化。

### 寿险业务：NBV 同比下降 7.5%，全年 NBV 增长有望接近两位数

平安寿险 2018Q1 NBV 下降 7.5%，符合预期。margin 同比上升 2.96pct 至 30.2%，主要是因为平安略微提前了平安福等高价值保障产品的销售节奏。

预判平安全年 NBV 增速在 5%-10%区间。根据我们的测算，在 Q2-Q4NBV margin 同比持平的假设下（约 52%左右），若 2018Q2-Q4 新单保费同比增速为 10.86%，则全年 NBV 增速为 5%，若后 3 个季度首年保费同比增速 18.21%，则全年 NBV 增速为 10%。

税后营运利润同比增速 12.8%，低于预期。由于 2016 年，2017 年剩余边际摊销分别占寿险税前营运利润的 70.9%和 68.3%，而 Q1 新单保费负增长使得当期剩余边际摊同比减弱，同时基金分红等免税收入一般在下半年获取，造成 Q1 有效税率上升，税后营运利润稍低；

### 非车险保费大幅增长，三期费改后手续费高企或有所改善

2018Q1 平安财险在非车险 yoy51.5%推动下保费收入达到 632 亿元，同比增长 17.8%。非车险的高速增长来源于保源的扩大，保额的增加和起赔线的下降；平安财险净利润增速-3.6%，低于预期的主要因素是在保费充足率高，各渠道保费报价一致情况下，中介费用的手续费超过 15%的免税额，使得所得税率大幅上升（平安 2017 年所得税率 29.24%）；

平安财险 2018Q1 综合成本率 95.9%，保持行业领先；三期费改后直销渠道价格优势将会体现，在去中介和手续费免税额有望提高的双重影响下，预计平安财险的净利润在下半年将有所好转；

**投资建议：**预计全年寿险和集团 EV 增速为 24.9%和 20.15%，当前对应 PEV 为 1.13 倍，低于 2010 年以来 1.20 的历史估值中枢，维持买入评级。

**风险提示：**权益和利率市场大幅波动，重疾险销售不及预期

### 投资评级

行业	非银金融/保险
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	60.71 元
目标价格	85.59 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	10,832.66
流通 A 股股本(百万股)	10,832.66
A 股总市值(百万元)	657,651.06
流通 A 股市值(百万元)	657,651.06
每股净资产(元)	27.46
资产负债率(%)	90.82
一年内最高/最低(元)	81.28/37.24

### 作者

**陆韵婷** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517060004  
luyunting@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《中国平安-年报点评报告:价值利润数据表现良好，2018 年基础管理优势将体现》 2018-03-28
- 2 《中国平安-公司点评:健康医疗科技公司业务全解读和对平安市值影响测算》 2018-02-01
- 3 《中国平安-季报点评:新业务价值增速微低于预期，净利润上升通道确定》 2017-11-03

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（亿元）	7125	8909	9959	11951	13953
增长率（%）	34.94%	25.04%	11.79%	20.00%	16.75%
归母公司股东净利润（亿元）	623.94	890.88	1077	1305	1563
增长率（%）	38.00%	42.78%	20.89%	21.20%	19.73%
内含价值（亿元）	6377	8252	9914	11911	14358
新业务价值（亿元）	508	674	721	865	1038
内含价值倍数 (P/EV)	1.74	1.34	1.12	0.93	0.77

资料来源：wind，天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 1. IFRS9 法则增加利润波动性，平安持续深入客户经营

### 1.1. IFRS9 法则对净利润影响较大，平安三种口径净利润略低于预期

中国平安公布 2018Q1 业绩，并派发总计 36.56 亿元的公司 30 周年特别股息。本次季报公布三种口径的净利润数据：对保险子公司使用 IFRS9 新会计准则下的净利润，执行 IFRS9 法则之前的净利润和营运净利润，三种口径下平安归母净利润同比增幅度分别为 11.5%，32.5% 和 17.70%。

IFRS9 的核心是将金融资产由过去的四分类转换至三分类：即以摊余成本计量的金融资产（AC）、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产（FVTOCI）和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVTPL），原有的可供出售金融资产项将被重分类至上述三个科目。

IFRS9 法则对平安 1 季度资产负债表的影响体现在：FVTPL 项由 2017 年末的 1412.5 亿元变动至 7007.6 亿元，增加幅度 396%，同时 FVOCI 项约有 4015.64 亿元，也就是说原有的 7751 亿元可供出售金融资产约有 70% 归类至直接体现损益的科目，从而增加净利润的波动性。

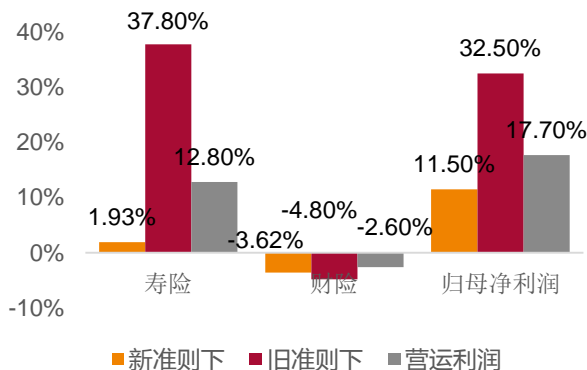
具体而言，新准则对净利润的影响方式为：

1. 对于 2018Q1 出售的金融资产：在旧法则下，投资收益是卖出价和买入价的轧差，但在新法则下成本价将不再是买入时候的价格，而是 2017 年末收盘的价格。由于 2018 年 1 季度权益类资产表现较弱，在利润表上体现为负贡献；
2. 对于 2018Q1 未出售的金融资产：旧口径下若是记在可供科目下，则浮亏只会体现在净资产上，但在新法则下若是被重分类至 FVTPL 科目，则浮亏将直接体现在损益表；

平安是当前第一家采用 IFRS9 法则的 A 股保险公司，其余上市保险公司将于 2021 年才会执行新法则，因此同业比较采用 32.5% 的净利润增长口径。

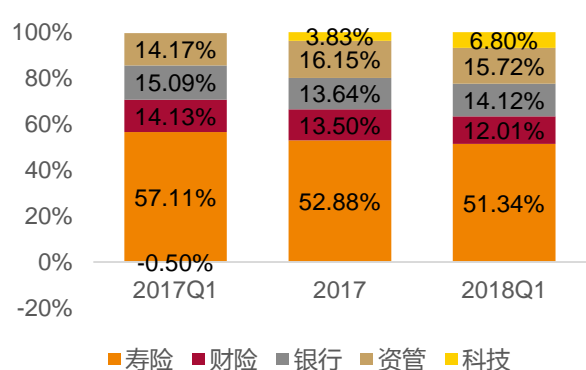
在分部业务上，IFRS9 新准则下寿险和财险的净利润增速分别为 1.93% 和 -3.63%，分别占公司季度净利润的 51.34% 和 12.01%，数据略逊于预期，但金融和医疗板块数据较为强劲，在陆金所，汽车之家等子公司的拉动下净利润达到 18.42 亿，占季度净利润的比重由去年末的 3.83% 上升至当前的 6.80%。

图 1：三种口径下寿险，财险和集团归母净利润增速比较：%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：平安各版块净利润贡献占比：%



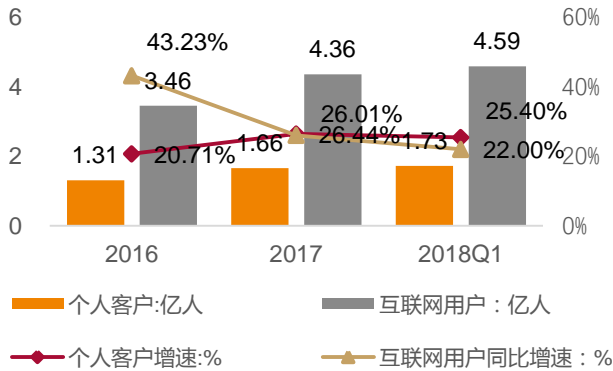
资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 1.2. 平安深入推进客户经营，拥有多家子公司账户的客户占比持续提升

截至 2018 年 Q1 末，平安集团个人客户和互联网用户总量分别达到 1.73 亿和 4.59 亿，同比增长 25.4%和 22.0%。在个人客户中，拥有两家以上子公司账户的客户数量达到了 5121 万人，占总客户的比重由 2016 年末的 24%大幅提升至 29.68%。

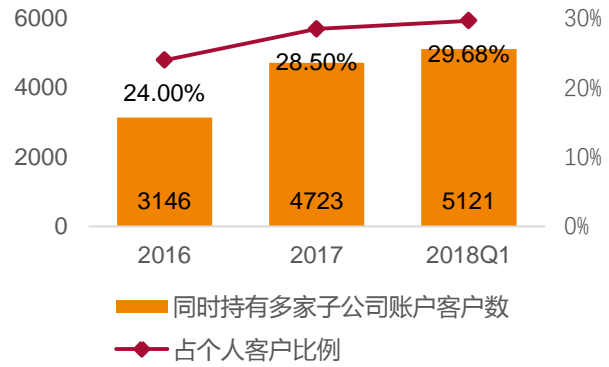
平安持续打造“用户-客户-客均产品-客均利润”的运营模式，我们认为其综合金融的布局将给高净值客户带来更多的资产管理选择，从而增强这些客户的粘性。

图 3：平安个人客户和互联网用户情况：亿人，%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：拥有多家子公司账户客户情况：万人，%



资料来源：公司公告天风证券研究所

## 2. 寿险业务：NBV 同比下降 7.5%，全年增长有望接近两位数

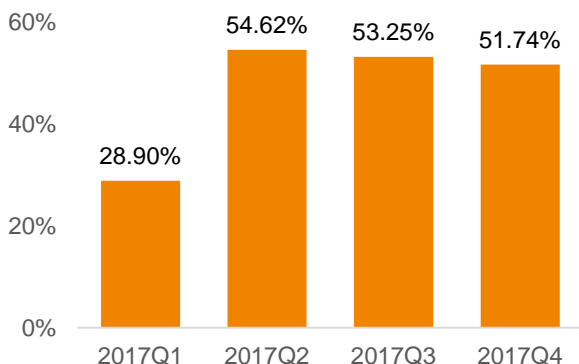
### 2.1. 2018Q1NBV 下降幅度符合预期，全年预计在 5%-10%区间

平安寿险 2018Q1 用于计算新业务价值的首年保费同比下降 16.6%，NBV 增速-7.5%，符合预期。NBV margin 同比上升 2.96pct 至 30.2%，主要是因为平安略微提前了平安福等高价保障产品的销售节奏。

我们认为由于去年甩尾因素（部分 3 月预售的保单实际在 4 月 1 日入账）的消化，4 月上旬的 NBV 同比低点已经过去，扣除 4 月 1 日的单日影响，4 月个险渠道新单保费增速已经实现正增长；

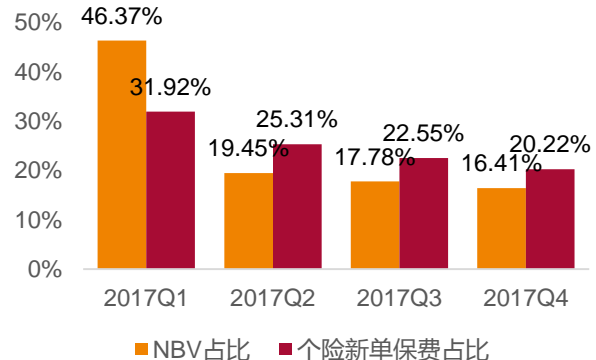
平安寿险 2017 年首季度 NBV 占全年的比重为 31.92%，在 Q2-Q4NBV margin 同比持平的假设下（约 52%左右），若 2018Q2-Q4 新单保费同比增速为 10.86%，则全年 NBV 增速为 5%，若后 3 个季度首年保费同比增速 18.21%，则全年 NBV 增速为 10%，我们预判平安全年 NBV 增速在 5%-10%区间；

图 5：平安 2017 年各季度个险规模口径下的 NBV margin%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：平安 2017 年各季度个险新单保费和 NBV 占比：%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 1：全年 NBV 目标和对应 Q2-Q4 同比保费增速要求：%

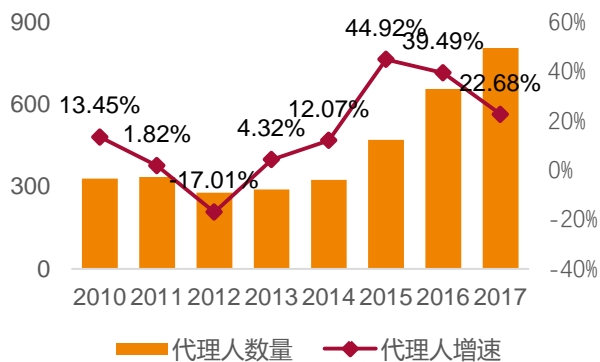
NBV 增速	Q2-Q4 首年保费同比增速
0%	3.52%
5%	10.86%
10%	18.21%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1 季度受新单保费负增长和行业前期人力红利集中释放影响，平安 1 季度代理人数量较之去年末下降 2.38%至 135.3 万人。我们认为虽然截止 2017 年末，全国寿险代理人规模达到了 806 万，但考虑到实际举绩率不足 30%，因此举绩人力占全国城镇人口比例尚不足 0.3%，代理人增长空间仍然较大，但增速可能将回归至考试资质放开前的常态（10%左右）。

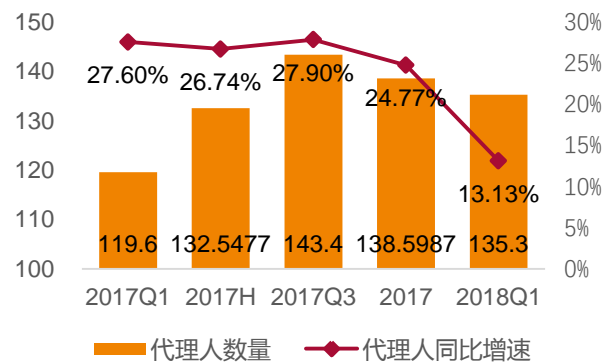
平安四月份增员率（单月新增代理人/月初代理人存量）已经达到去年月均平台，我们看好全年代理人保持两位数增长。

图 7：全国代理人规模和增速：万人，%



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：平安代理人规模和同比增速：万人，%



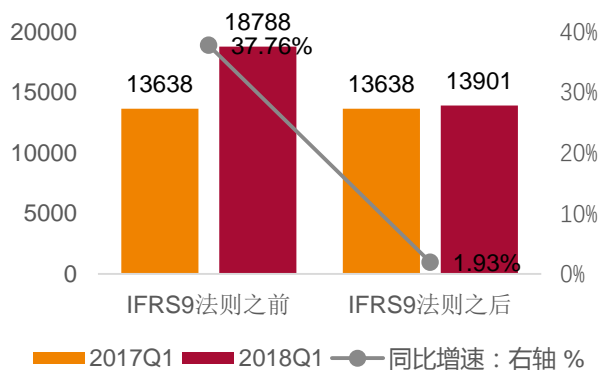
资料来源：wind，天风证券研究所

## 2.2. 寿险净利润和营运利润增速分别为 1.9%和 12.8%，略低于预期

2018Q1 寿险净利润为 139.01 亿元，同比增速 1.9%，主要受 IFRS9 法则和 1 季度权益市场波动影响，其中 IFRS9 法则变动对寿险净利润的负面影响为 48.87 亿元。

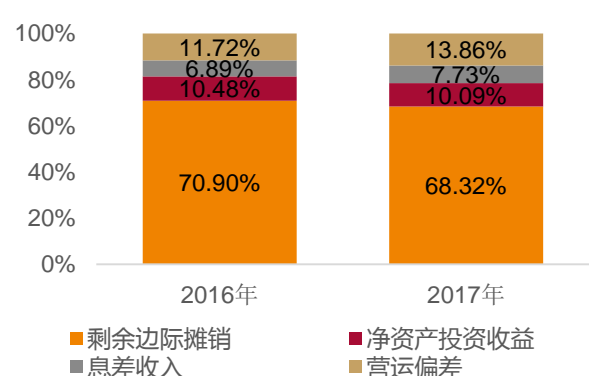
平安 2018Q1 税后营运利润受新单保费负增长和免税收入滞后影响，同比增速 12.8%，低于预期。尽管营运利润已经扣除准备金折现率影响和短期投资收益波动影响，但由于其数值主要由剩余边际摊销决定（2016 年，2017 年剩余边际摊销分别占寿险税前营运利润的 70.9%和 68.3%），而 Q1 新单保费负增长使得当期剩余边际摊同比减弱，同时基金分红等免税收入一般在下半年获取，造成 Q1 有效税率上升，税后营运利润稍低；

图 9：IFRS9 法则实施后使得寿险净利润增速下滑：百万元，%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：税前营运利润构成：%



资料来源：公司公告，公司公告，天风证券研究所

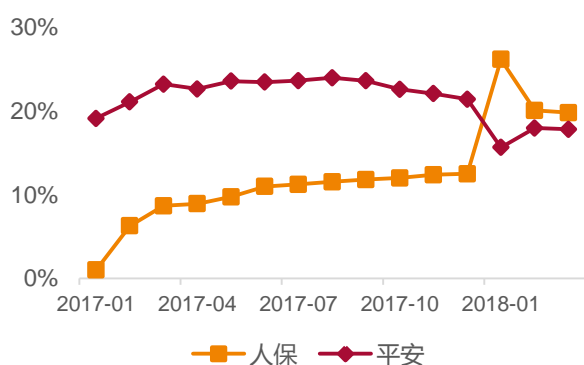
### 3. 非车险保费大幅增长，三期费改后手续费高企或有所改善

2018 年 Q1 平安财险保费收入 632 亿元，同比增长 17.81%。其中车险保费增速 7.5%，非车险保费同比增速 51.5%。非车险保费的占比由去年同期的 23.5%大幅上升至当前的 30.2%，其高速增长来源于保源的扩大，保额的增加和起赔线的下降；

平安财险 1 季度净利润下降 3.6%，略低于预期：主要因素是在当前保费充足率高，各渠道保费报价一致情况下，中介费用的手续费超过 15%的免税额（2014-2017 年平安的手续费/已赚保费的比例分别为 14.09%，14.76%，16.69%和 20.69%），使得所得税率大幅上升，平安 2014-2017 年所得税率分别为 26.49%，21.54%，17.07%和 29.24%。

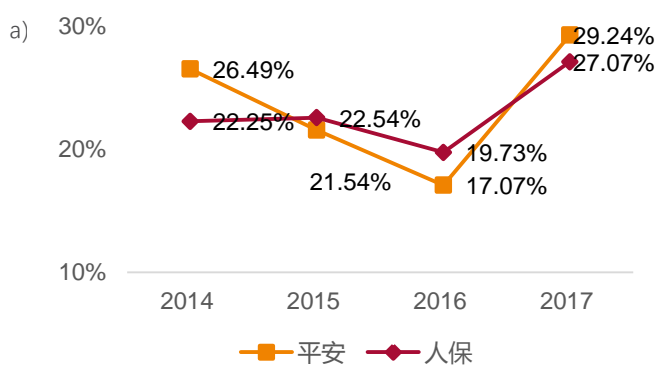
平安财险 2018Q1 综合成本率 95.9%，与去年同期持平，保持行业领先；三期费改后直销渠道价格优势将会体现，在去中介和手续费免税额有望提高的双重影响下，预计平安财险的净利润在下半年将有所好转。

图 11：平安和人保财险保费增速：%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：平安和人保财险所得税率情况：%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 投资建议：维持买入评级

4 月单月的 NBV 已经出现好转迹象，看好平安寿险优秀的销售管理能力使其能够在本轮行业外部变革中仍能保持全年 5%-10% 的 NBV 增速，预计全年寿险 EV 增速 24.9%，集团 EV 增速 20.15%，当前股价对应的集团 PEV 为 1.13 倍，低于 2010 年以来 1.20 的历史估值中枢，依然维持买入评级。

图 13：平安 2010 年至今 PEV 估值



资料来源：wind, 天风证券研究所



## 财务预测摘要

人民币百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>利润表</b>						<b>每股指标</b>					
营业收入	712453	890882	995923	1195079	1395260	每股收益	3.41	4.87	5.89	7.14	8.55
已赚保费	441620	572786	666603	789419	922066	每股净资产	20.98	25.89	30.64	36.11	42.87
银行业务利息净收入	78138	74885	79741	87628	96980	每股内含价值	34.89	45.14	54.24	65.16	78.55
非保险业务手续费及佣金	35467	37808	41759	45286	49504	每股新业务价值	2.78	3.68	3.94	4.73	5.68
投资收益	137844	109678	109679	109680	109681						
其他业务收入	42318	46138	63244	77819	95015	<b>估值指标 (倍)</b>					
营业支出	619085	756124	834483	999526	1160402	内含价值倍数	1.74	1.34	1.12	0.93	0.77
退保金	16050	20519	22103	25391	35603	新业务价值倍数	9.29	4.23	1.64	-0.94	-3.14
赔款支出	140236	159290	189597	218992	253821	市净率	2.89	2.34	1.98	1.68	1.42
提取保险责任准备金	149613	220034	199346	262641	314747	市盈率	17.79	12.46	10.30	8.50	7.10
保单红利支出	11236	13129	16837	19341	22656						
营业税金及附加	9268	114559	136476	160336	173913	<b>盈利能力</b>					
手续费及佣金支出	78742	114559	136476	160336	173913	ROE	16.27%	18.82%	19.23%	19.77%	19.94%
业务及管理费用	129997	139688	168589	198059	233975	ROA	1.12%	1.10%	1.16%	1.20%	1.23%
资产减值损失	48894	48844	43684	43719	43794	ROAE	17.39%	20.80%	20.84%	21.40%	21.65%
						ROAA	0.91%	0.87%	0.98%	1.11%	1.23%
利润总额	93368	134758	161440	195553	234857						
净利润	72368	99978	120868	146488	175387						
减：少数股东权益	9974	10890	13165	15956	19104						
所属公司股东净利润	62394	89088	107702	130532	156283						
资产	5576903	8114791	9301126	10846494	12703146						
货币资金	569683	828929	950114	1107974	1297632						
定期存款	189950	276391	316797	369433	432671						
交易类金融资产	153963	224027	256779	299442	350699						
可供出售	537241	781724	896007	1044878	1223735						
持有到期	1009714	1469206	1683995	1963788	2299940						
其他可投资资产	142389	207186	237476	276932	324336						
投资资产	2602940	3787463	4341168	5062447	5929012						
非投资资产	2973963	4327328	4959958	5784048	6774134						
负债	5090442	7526874	8605519	10026645	11729712						
准备金负债	1154056	1391054	1590400	1853041	2167787						
应付保单红利	39216	47269	54043	62968	73664						
保户储金及投资款	472557	569602	651229	758774	887655						
其他负债	3424613	4127895	4719446	5498821	6432819						
股本	18280	18280	18280	18280	18280						
资本公积	122510	120934	120934	120934	120934						
其他综合收益	18562	40146	48396	52994	55465						
盈余公积	11366	12164	12164	12164	12164						
归属于母公司股东权益	383449	473351	560056	660087	783744						
少数股东权益	103012	114566	135551	159762	189691						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com