

公司评级：推荐（维持）

报告日期：2019 年 04 月 29 日

市场数据

目前股价	86.43
总市值（亿元）	15,799.61
流通市值（亿元）	9,362.67
总股本（万股）	1,828,024
流通股本（万股）	1,083,266
12 个月最高/最低	88.09/53.79

分析师

分析师：刘文强 S1070517110001

☎ 021-31829700

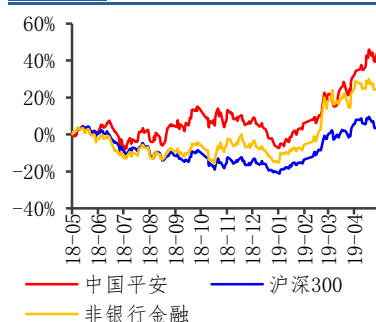
✉ liuwq@cgws.com

联系人（研究助理）：张永 S1070118090027

☎ 010-88366060-8865

✉ zhangyong@cgws.com

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<价值增长超预期，拟回购股份将进一步

提振市场信心>> 2019-03-16

<<NBV 增速强势领跑，择机拟回购彰显长

期配置价值>> 2018-10-30

<<提升偿付能力，利好公司发展>>

2013-11-15

寿险新业务价值率大幅提升，产险逆势走强

——中国平安（601318）2019 年一季报点评

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	1141687	1316443	1506750
(+/-)	16.9	15.3	14.5
归母净利润	150143	184975	221925
(+/-)	39.8	23.2	20.0
摊薄 EPS	9.21	11.35	13.61
PE	10.48	8.51	7.09

资料来源：wind，长城证券研究所

核心观点

■ 事件

2019 年一季报，中国平安实现归母营运利润 341.19 亿元，同比增长 21%；归母净利润 455.17 亿元，同比增长 77.1%，如果按保险子公司执行修订前的金融工具会计准则计算，集团归母净利润 318.18 亿元，同比增长 4.2%。寿险及健康险新业务价值 216.42 亿元，同比增长 6.1%，新业务价值率 36.8%，同比增加 5.9pct；产险综合成本率 97%，同比增加 1.1pct。一季度公司年化总投资收益率 5.1%，同比提升 1.4pct，净投资收益率 3.9%，同比增加 0.2pct；如果按保险子公司执行修订前的金融工具会计准则计算，年化总投资收益率 3.8%，同比下降 0.1pct。

■ 投资要点

■ 1.权益市场回暖驱动业绩增长超预期，IFRS9 新会计准则放大利润增长

2019 年一季度，权益市场大幅回暖驱动公司投资回暖，I9 下形成正反馈。公司实现归母净利润 455.17 亿元，同比增长 77.1%，如果按保险子公司执行修订前的金融工具会计准则计算，集团归母净利润 318.18 亿元，同比增长 4.2%。公司实现归母营运利润 341.19 亿元，同比增长 21%，超过市场预期。其中，财产险业务收入 57.67 亿元，同比增长 77.3%；寿险及健康险业务收入 196.52 亿元，同比增长 19.8%，略超市场预期。

■ 2.人身险业务结构调整，新业务价值率大增

2019 年一季度，公司寿险及健康险原保险保费收入 2050.49 亿元，其中个险新单保费 530.67 亿元，同比下降 13.08%；首年保费 587.83 亿元，同比下降 10.8%，符合预期。但是公司寿险及健康险新业务价值 216.42 亿元，同比增长 6.1%；新业务价值率 36.8%，同比上升 5.9pct，主要系公司调整业务结构，减少短交储蓄型产品的销售，注重长期保障型和长交保障储蓄

混合型产品销售，深化价值发展的战略明确，且持续推进。

■ 3.寿险代理人量降质升，科技助力队伍质量提升

一季度末，平安寿险代理人数量 131.1 万，较 2018 年末下降 7.5%，主要系公司强化基础管理工作，采取严格的人力考核，以提升队伍质量。一季度，公司代理人渠道业务机构改善，带动新业务价值率上升。平安寿险依托【科技+】策略，推动智能化升级，通过【代理人 AskBob】等核心应用，实现智能管理，科技赋能。

■ 3.产险净利润大幅增长，综合成本率优于同业

一季度，平安产险净利润 57.95 亿元，同比增长 77.34%，主要系投资收益提升、手续费率下降使得所得税同比下降。公司产险原保险保费收入 692.20 亿元，同比增长 9.5%。其中，车险原保险保费 478.28 亿元，同比增长 8.4%；非机动车辆险 179.81 亿元，同比增长 7.4%；意外与健康保险 34.11 亿元，同比增长 45.3%。公司车险增速依然较快，后期随着汽车限购的取消，车险份额有望进一步提高。受综合费用率上升等因素影响，一季度公司产险综合成本率 97%，同比上升 1.1pct，仍优于同业。公司不断开发智能服务，【510 城市极速现场勘查】一季度城市日间现场案件 5-10 分钟极速查勘率达 97.4%。平安产险运用 AI 识别定损及人脸识别在线赔付，为超过 60% 的客户提供一站式自助理赔服务。随着科技手段的推广，平安产险的综合费用率有望下降。

■ 4.生态圈建设促进个人客户及互联网用户规模增长，为业务发展奠定基础

2019 年一季度末，平安集团个人客户数 1.91 亿元，较 2018 年末增长 3.6%。其中第一季度新增客户 1100 万，31.3% 来自五大生态圈的互联网用户。集团一季度末互联网用户 5.61 亿元，较 2018 年末增长 4.2%，其中 APP 用户量 4.92 亿，较 2018 年末增长 3.7%。集团的个人客户数中，34.6% 的客户同时持有多家子公司合同，科技导流作用明显，我们认为公司个人客户基互联网用户规模的增长将会为公司后期业务扩展奠定良好基础。

■ 5.动态调整权益配置比例，投资收益率上行

截至 2019 年一季度末，公司保险资金投资规模 2.88 万亿元，较 2018 年末增长 3.2%。一季度公司净投资收益率 3.9%，同比增长 0.2pct，主要系 2018 年下半年以来利率上行导致增量债券收益率提升，且去年公司加大联营企业投资，2019 Q1 联营/合营企业净收益同比提升 21% 至 47 亿；总投资收益率 5.1%，同比上升 1.4pct，主要系资本市场回暖带动投资收益同比大幅增长。

如果按保险子公司执行修订前的金融工具会计准则计算，年化总投资收益率 3.8%，同比下降 0.1pct。一季度公司动态调整权益资产配置比例，推进传统债券和金融产品的配置，优化资产负债匹配，后期公司投资收益率有望进一步企稳。

■ 6.估值与投资建议

公司寿险业务结构不断改善，新业务价值率大幅提升；产险在行业承压情

况下保持良好增速，生态圈建设不断为公司贡献客户，有望持续受益，预计寿险剩余边际未来三年仍有望维持 20% 增速，也为将来利润释放奠定重要基础。

公司继续践行回归保险本源的发展战略，同时公司股份回购及业绩超预期有望进一步催化行情，即可在不超过 101.24 元/股的价格范围内，于 2019 年 4 月 29 日至 2020 年 4 月 28 日间开展此次回购。

我们看好公司长期发展前景，预计 2019-2021 年的 EPS 分别为 9.21/11.35/13.61 元，对应 P/EV 分别为 1.26/1.00/0.86 倍，维持“推荐”评级。

- 风险提示：中美贸易摩擦波动风险；市场大幅下跌；业绩不及预期风险；长端利率下行风险。

附：图表

表 1：中国平安细分归母公司股东营运利润及净利润

单位：百万

归属于母公司股东的营运利润	2018 年	2017 年	变动	2019Q1	2018Q1	变动
寿险及健康险业务	71,345	52,824	35.06%	19,652	16,399	19.84%
财产保险业务	12,274	13,372	-8.21%	5,767	3,252	77.34%
银行业务	24,818	23,189	7.02%	4,319	3,824	12.94%
资产管理业务	13,709	16,403	-16.42%	4,831	4,062	18.93%
其中：信托业务	3,012	3,957	-23.88%	994	855	16.26%
证券业务	1,680	2,123	-20.87%	648	496	30.65%
其他资产管理业务	9,017	10,323	-12.65%	3,189	2,711	17.63%
金融科技与医疗科技业务	7,748	2,839	172.91%	1,402	1,842	-23.89%
其他业务及合并抵消	-4,090	-3,818	7.12%	-1,852	-1,179	57.08%
集团合并	125,804	105,809	18.90%	34,119	28,200	20.99%
归属于母公司股东的净利润	2018 年	2017 年	变动	2019Q1	2018Q1	变动
寿险及健康险业务	57,914	35,658	62.42%	31,050	13,901	123.37%
财产保险业务	12,215	13,307	-8.21%	5,767	3,252	77.34%
银行业务	14,394	13,449	7.03%	4,319	3,824	12.94%
资产管理业务	12,871	15,924	-19.17%	4,831	4,062	18.93%
其中：信托业务	3,008	3,953	-23.91%	994	855	16.26%
证券业务	1,599	2,043	-21.73%	648	496	30.65%
其他资产管理业务	8,264	9,928	-16.76%	3,189	2,711	17.63%
金融科技与医疗科技业务	14,006	14,621	-4.21%	1,402	1,842	-23.89%
其他业务及合并抵消	-3,996	-3,871	3.23%	-1,852	-1,179	57.08%
集团合并	107,404	89,088	20.56%	45,517	25,702	77.10%

资料来源：公司报告，长城证券研究所

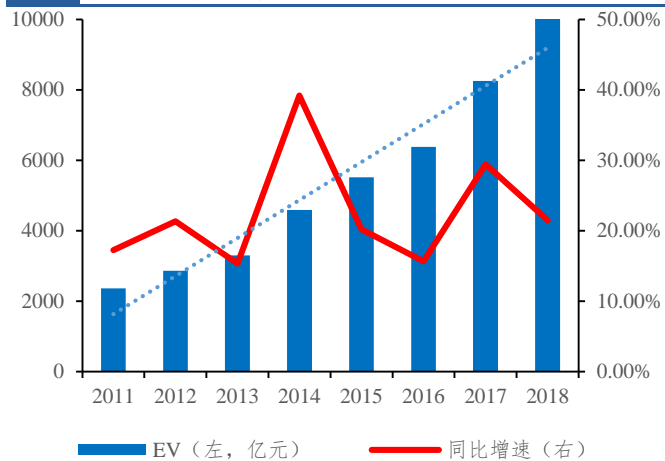
表 2：中国平安细分归母公司股东营运利润及净利润占比

归属于母公司股东的营运利润	2018 年	2017 年	变动	2019Q1	2018Q1	变动
寿险及健康险业务	56.71%	49.92%	6.79pct	57.60%	58.15%	-0.55pct
财产保险业务	9.76%	12.64%	-2.88pct	16.90%	11.53%	5.37pct
银行业务	19.73%	21.92%	-2.19pct	12.66%	13.56%	-0.90pct
资产管理业务	10.90%	15.50%	-4.61pct	14.16%	14.40%	-0.24pct
其中：信托业务	2.39%	3.74%	-1.35pct	2.91%	3.03%	-0.12pct
证券业务	1.34%	2.01%	-0.67pct	1.90%	1.76%	0.14pct
其他资产管理业务	7.17%	9.76%	-2.59pct	9.35%	9.61%	-0.27pct
金融科技与医疗科技业务	6.16%	2.68%	3.48pct	4.11%	6.53%	-2.42pct
其他业务及合并抵消	-3.25%	-3.61%	0.36pct	-5.43%	-4.18%	-1.25pct
集团合并	100.00%	100.00%	-	100.00%	100.00%	-
归属于母公司股东的净利润	2018 年	2017 年	变动	2019Q1	2018Q1	变动
寿险及健康险业务	53.92%	40.03%	13.90pct	68.22%	54.09%	14.13pct
财产保险业务	11.37%	14.94%	-3.56pct	12.67%	12.65%	0.02pct
银行业务	13.40%	15.10%	-1.69pct	9.49%	14.88%	-5.39pct
资产管理业务	11.98%	17.87%	-5.89pct	10.61%	15.80%	-5.19pct

其中：信托业务	2.80%	4.44%	-1.64pct	2.18%	3.33%	-1.14pct
证券业务	1.49%	2.29%	-0.80pct	1.42%	1.93%	-0.51pct
其他资产管理业务	7.69%	11.14%	-3.45pct	7.01%	10.55%	-3.54pct
金融科技与医疗科技业务	13.04%	16.41%	-3.37pct	3.08%	7.17%	-4.09pct
其他业务及合并抵消	-3.72%	-4.35%	0.62pct	-4.07%	-4.59%	0.52pct
集团合并	100.00%	100.00%	-	100.00%	100.00%	-

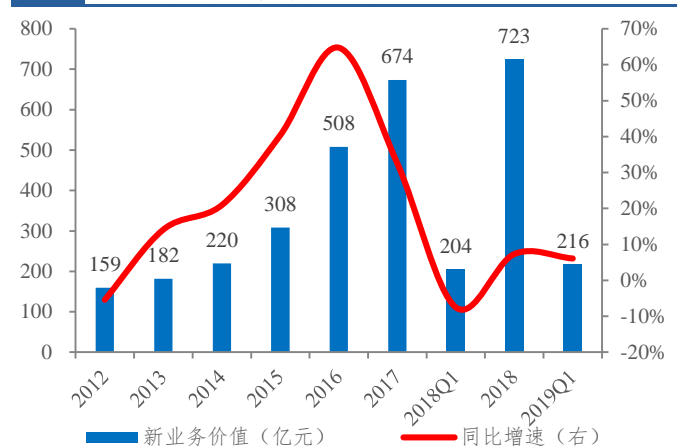
资料来源：公司报告，长城证券研究所

图 1：中国平安内含价值及增速



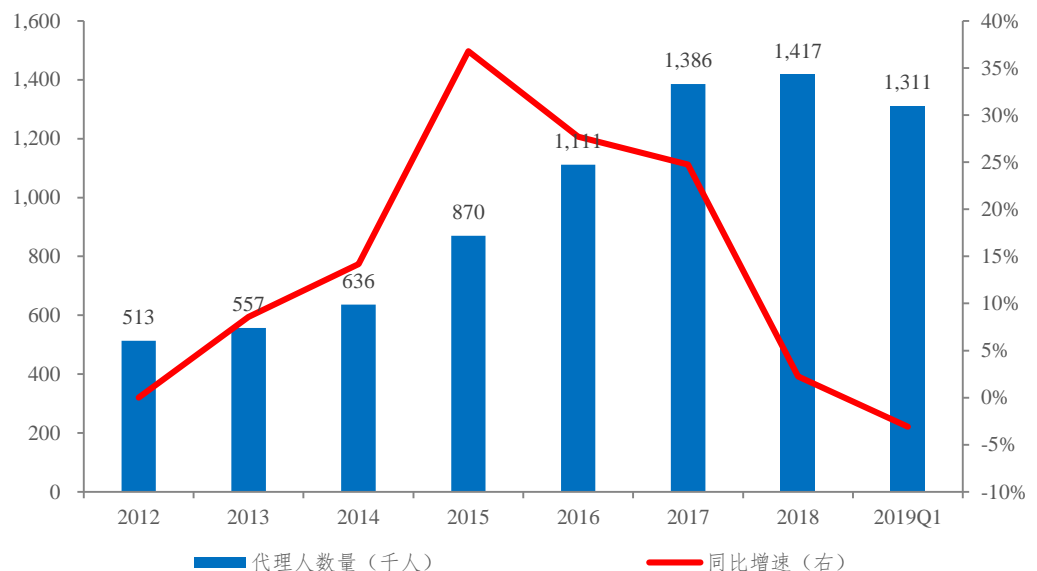
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 2：中国平安新业务价值及增速



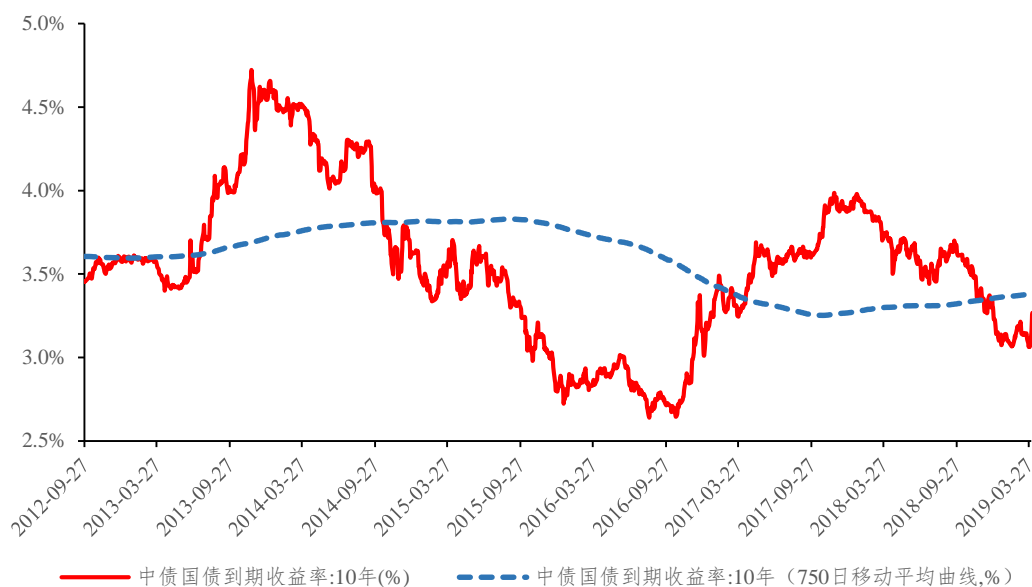
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 3：中国平安代理人数量及增速



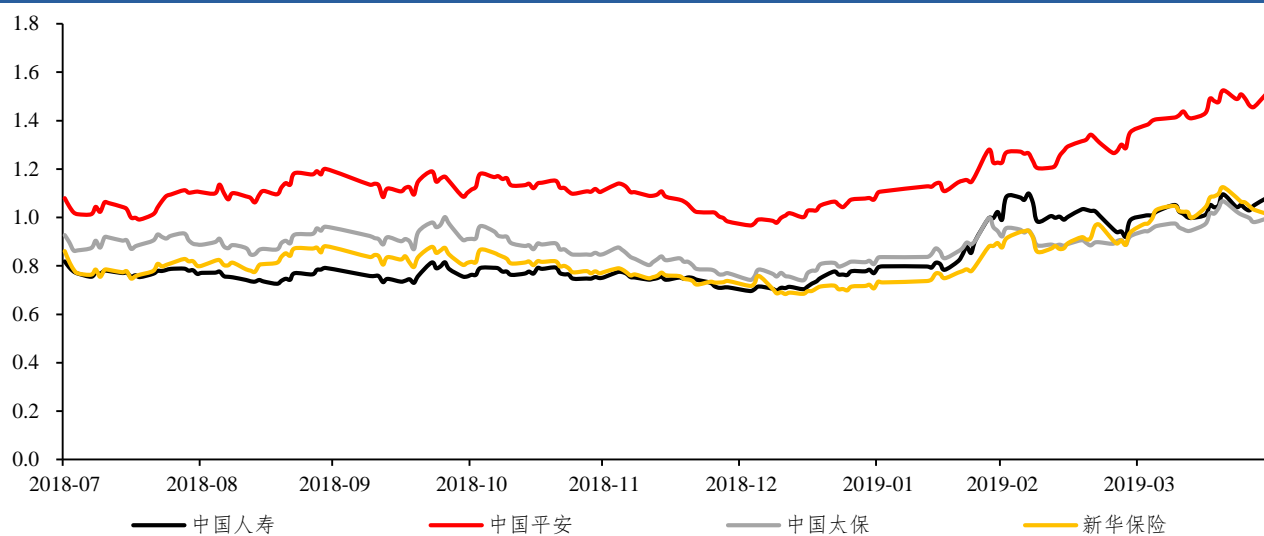
资料来源：wind，长城证券研究所

图 4：中债国债到期收益率 750 日移动平均线：10 年 单位：%



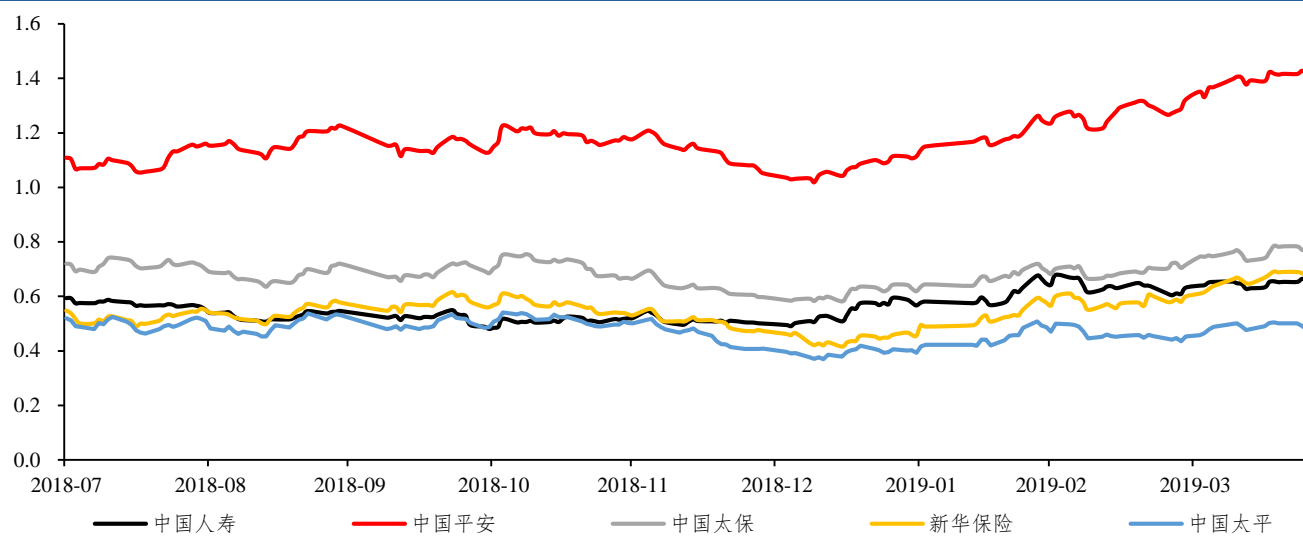
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 5：中国平安等 A 股估值图



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 6: 中国平安等 H 股估值图



资料来源: wind, 长城证券研究所

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入合计	976832.00	1141687.41	1316442.55	1506750.22	净利润构成				
营业支出合计	-813494.00	-924967.22	-1046067.28	-1180168.62	保险业务	58.97%	54.51%	54.86%	54.82%
营业利润	163338.00	216720.19	270375.28	326581.60	银行业务	20.60%	19.95%	21.71%	23.88%
加：营业外收入	385.00	713.67	484.22	527.63	投资业务 (信托、证券)	20.43%	25.54%	23.43%	21.30%
减：营业外支出	-572.00	-434.33	-459.44	-488.59	成长性				
利润(亏损)总额	163151.00	216999.52	270400.05	326620.64	营业收入增长	9.65%	16.88%	15.31%	14.46%
减：所得税费用	-42699.00	-48616.11	-62953.52	-77735.23	营业成本增长	7.59%	13.70%	13.09%	12.82%
净利润	120452.00	168383.41	207446.53	248885.41	净利润增长	20.48%	39.79%	23.20%	19.98%
归属于母公司股东的净利润	107404.00	150143.22	184974.82	221924.82	综合收益总额增长	0.60%	42.37%	23.51%	19.91%
少数股东损益	13048.00	18240.18	22471.71	26960.59	投资资产增长率	39.00%	5.35%	14.93%	14.88%
其它综合收益	2137.00	6141.16	8101.11	9585.09	净资产增长率	16.28%	35.05%	18.34%	18.58%
综合收益总额	122589.00	174524.57	215547.65	258470.50	总资产增长率	10.01%	16.46%	14.93%	14.88%
归属母公司股东的综合收益总额	108987.00	155160.00	191631.32	229791.61	盈利能力				
归属少数股东的综合收益总额	13602.00	19364.57	23916.33	28678.88	ROE	17.62%	18.24%	18.99%	19.21%
资产负债表				(百万)	ROA	1.69%	2.02%	2.17%	2.27%
投资资产	4343127.00	4575453.57	5258689.10	6041162.47	营运效率				
非投资资产	2763525.00	3218523.19	3699133.34	4249550.61	综合成本率	96.00%	96.96%	96.96%	96.96%
资产合计	7142960.00	8319006.49	9561252.92	10983931.76	净投资收益率	5.20%	5.00%	5.50%	6.00%
保险合同准备金	1605411.00	1877999.25	2192097.35	2549645.31	总投资收益率	3.70%	4.50%	5.20%	5.50%
保户储金及投资款	622915.00	733849.39	859501.20	1002509.73	保单继续率 (13 个月)	91.40%	91.40%	91.40%	91.40%
应付保单红利	52591.00	61958.78	72567.54	84641.72	偿付能力				
其他负债	1702275.00	2412992.52	2863918.72	3386558.03	寿险偿付能力充足率	218.80%	227.55%	227.55%	227.55%
负债合计	6459317.00	7395720.73	8468663.21	9688352.76	产险偿付能力充足率	223.80%	226.04%	226.04%	226.04%
股本	131148.00	131148.00	131148.00	131148.00	银行资本充足率	11.50%	11.56%	11.56%	11.56%
资本公积	120934.00	120934.00	120934.00	120934.00	集团偿付能力	216.40%	216.40%	216.40%	216.40%
盈余公积	12164.00	19671.16	28919.90	40016.14	每股指标 (元)				
一般风险准备	55794.00	70808.32	89305.80	111498.29	摊薄 EPS	5.88	9.21	11.35	13.61
未分配利润	334182.00	424267.93	535252.83	668407.72	每股净资产	30.44	42.52	50.50	60.08
外币报表折算差额	-	-	-	-	每股经营现金流	-	-	-	-
归属于母公司股东权益合计	556508.00	777245.34	923200.01	1098190.41	每股经营现金/EPS	-	-	-	-
少数股东权益	127135.00	146040.43	169389.69	197388.59	每股内含价值	54.84	68.38	86.14	100.36
负债及股东权益	7142960.00	8319006.49	9561252.92	10983931.76	每股一年新业务价值	5.10	5.65	6.41	7.37
现金流量表				(百万)	估值	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-	-	-	-	P/EV	1.57	1.26	1.00	0.86
投资活动现金流	-	-	-	-	VNBX	6.13	3.13	-0.01	-1.94
融资活动现金流	-	-	-	-	PE	11.79	10.48	8.51	7.09
净现金总变化	-	-	-	-	PB	2.27	2.03	1.70	1.43

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上。

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>