

中国平安 (601318) 2018 年中报点评

推荐 (维持)

当前价: 60.93 元

归母净利润大超预期, 新业务价值增长同比持平

事项:

- 平安昨日公布 2018 年中期业绩, 上半年实现归母净利润 581 亿元, 同比 +33.8%。其中寿险及健康险业务贡献净利润 343 亿元, 同比 +44.2%; 上半年实现归母营运利润 593 亿元, 同比 23.3%; 实现新业务价值 387.57 亿元, 同比 +0.2%。截至上半年, 归母净资产为 5160 亿元, 较年初增长 9%; 内含价值为 9274 亿元, 较年初增长 12.4%。

评论:

- 利润同比增速大超预期、内含价值平稳增长: 源于稳定的剩余边际增长及摊销和良好的经营管控, 短期投资收益波动影响有限。利润增长主要来源于剩余边际的平稳增长及摊销和良好的经营管控: 寿险及健康险剩余边际余额为 7100 亿元, 较年初增长 15%, 上半年摊销 296 亿元, 摊销比例为 4.8%, 同比增长 23%, 贡献占比 62%。营运偏差贡献净利润 111 亿元, 同比增长 24%, 占比 23%。
- 债券投资贡献正利润, 投资收益超预期。投资收益率超预期主要有三方面原因: a) 债券投资收益贡献同比正增长 7%; b) 联营和合营企业贡献投资收益 88 亿元, 同比 562% c) 归入以公允价值计量且其变动计入当期损益的债券贡献公允价值变动收益。
- 新业务价值增速转正, 得益于新业务价值率提升和第二季度新单保费快速回暖。新业务价值同比转正得益于第二季度新单保费的迅速回暖以及产品价值率的提升: 第二季度实现新业务价值 188.6 亿元, 同比 +9.9%, 扭转 1 季度 -7.5% 的负增长态势。上半年新业务价值率为 38.5%, 同比提升 4.1 个百分点。
- 代理人规模较 1 季度有所回升, 人均产能和收入受产品结构调整影响下滑。截至 2018 年上半年平安代理人规模为 139.9 万人, 较年初增长 0.9%, 较 1 季度情况有所好转, 季度环比增长 3.4%。但人均产能等指标受产品结构调整影响承压: 上半年人均产能为 9453 元, 同比 -24%, 代理人月均收入 6870 元, 同比 -4.8%。人均产能和收入下滑原因主要为产品结构调整, 保障型产品占比提升, 件均保费下降。
- 财产险业务综合成本率结构性下降, 佣金及手续费纳税调增导致净利润负增长。上半年, 财产险业务综合成本率为 95.8%, 同比下降 0.3 个百分点: 其中, 综合赔付率为 57.4%, 下降 1.4 个百分点; 综合费用率为 38.4%, 上升 1.1 个百分点。上半年车险市场竞争激烈, 各家手续费及佣金投入持续加大。平安财产险业务手续费支出同比 +61.6%, 手续费支出占保费收入比例同比上升 6.3 个百分点至 21.7%。手续费及佣金支出比例远超产险公司手续费及佣金税前抵扣比例 (15%), 超过部分不能税前抵扣将调增应纳税所得额, 导致所得税费用大幅增加, 净利润负增长 14%。
- 动态估值 1 倍左右, 较具投资价值。我们预计 18-20 年 BPS 分别为 34/40/45 元, EPS 分别为 6.4/7.8/8.3 元 (此前预测值为 6.16/7.62/8.5 元)。当前 PEV 为 1.17 倍, 已充分隐含投资端的悲观预期, 且短期投资收益波动对内含价值影响有限。按照目前的 EV 增速, 动态估值仅有 1 倍左右, 具备较强的投资价值, 维持“推荐”评级。
- 风险提示: 权益市场动荡、新单增速不及预期。

主要财务指标

	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万)	890882	928618	1025170	1138977
同比增速(%)	25	4	10	11
净利润(百万)	89088	117164	141781	150946
同比增速(%)	43	32	21	6
每股盈利(元)	4.9	6.4	7.8	8.3
市盈率(倍)	12.2	9.3	7.7	7.2
市净率(倍)	2.3	1.8	1.5	1.3

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2018 年 08 月 22 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 洪锦屏

电话: 0755-82755952

邮箱: hongjinping@hcyjs.com

执业编号: S0360516110002

公司基本数据

总股本(万股)	1,828,024
已上市流通股(万股)	1,828,024
总市值(亿元)	10,862.12
流通市值(亿元)	6,436.77
资产负债率(%)	90.7
每股净资产(元)	28.2
12 个月内最高/最低价	79.75/51.85

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《中国平安 (601318): 利润高速增长, 保险发展一骑当先》

2017-10-30

《中国平安半年报点评: 保障爆发逻辑确认, 分红大超预期》

2018-03-21

《中国平安 (601318) 一季报点评: 会计准则及开门红影响明显, 季度分红略超预期》

2018-04-26

目 录

一、利润同比增速大超预期、内含价值平稳增长：源于稳定的剩余边际增长及摊销和良好的经营管控，短期投资收益波动影响有限.....	4
二、债券投资贡献正利润，投资收益超预期.....	5
三、新业务价值增速转正，得益于新业务价值率提升和第二季度新单保费快速回暖.....	5
四、代理人规模较 1 季度有所回升，人均产能和收入受产品结构调整影响下滑.....	6
五、财产险业务综合成本率结构性下降，佣金及手续费纳税调增导致净利润负增长.....	7
六、投资建议.....	8
七、风险提示.....	8

图表目录

图表 1	平安集团内含价值	4
图表 2	寿险及健康险业务利润贡献因素	4
图表 3	寿险及健康险业务内含价值贡献因素	4
图表 4	新单规模保费同比下降，续期保费高速增长	6
图表 5	新业务价值率连年上升	6
图表 6	中期新业务价值同比持平	6
图表 7	人均产能有所下滑	7
图表 8	代理人收入有所下滑	7
图表 9	传统寿险和长期健康险占比提升，分红险占比下降	7
图表 10	长期保障型产品占比提升，短交储蓄型占比下降	7
图表 11	产险业务综合成本率结构性下降	8

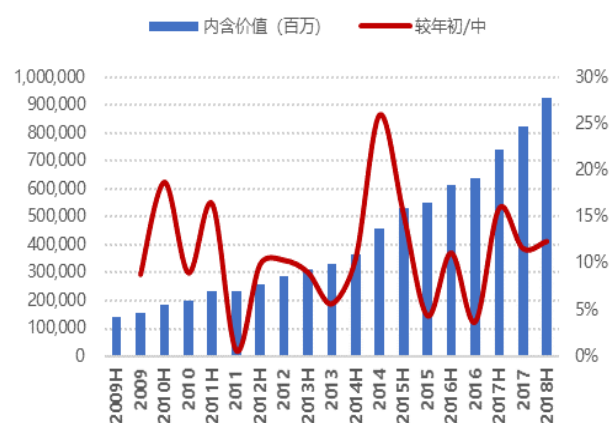
一、利润同比增速大超预期、内含价值平稳增长：源于稳定的剩余边际增长及摊销和良好的经营管控，短期投资收益波动影响有限

上半年集团实现归母净利润 581 亿元，同比+33.8%，其中寿险及健康险业务贡献净利润 343 亿元，同比+44.2%；实现归母营运利润 593 亿元，同比 23.3%，其中，寿险及健康险营运利润 355.95 亿元，同比+24.7%。

寿险及健康险业务利润增长主要来源于**剩余边际的平稳增长及摊销和良好的经营管控**：寿险及健康险剩余边际余额为 7100 亿元，较年初增长 15%，上半年摊销 296 亿元，摊销比例为 4.8%，同比增长 23%，贡献占比 62%。营运偏差贡献净利润 111 亿元，同比增长 24%，占比 23%。

集团内含价值 9274 亿元，较年初增长 12.4%，其中，寿险及健康险内含价值 5723 亿元，较年初增长 15.3%：内含价值增加主要来源于预期回报、新业务价值贡献和营运偏差。增速较去年同期（23.95%）有所回落，主要原因为新业务和投资回报贡献不及去年同期。

图表 1 平安集团内含价值



资料来源：平安财报，华创证券

图表 2 寿险及健康险业务利润贡献因素

寿险及健康险利润贡献因素（单位：百万）	2018H	增速	利润贡献占比	2017H	利润贡献占比
剩余边际摊销	29559	23%	62%	23989	62%
息差收入	2800	13%	6%	2472	6%
净资产投资收益	4310	32.8%	9%	3245	8.4%
营运偏差及其他	11168	24%	23%	8973	23%
税前营运利润合计	47838	24%	100%	38679	100%
所得税	(12243)	21%		(10125)	
税后营运利润合计	35595	25%		28554	
净利润	34328	44%		23806	

资料来源：平安财报，华创证券

图表 3 寿险及健康险业务内含价值贡献因素

内含价值贡献因素（单位：百万）	2017H	贡献因素占比	2018H	贡献因素占比	同比差异
寿险及健康险业务期初的内含价值	360,312		496,381		
年初内含价值的预计回报	17,641	4.90%	22,596	4.55%	-0.34%

内含价值贡献因素（单位：百万）	2017H	贡献因素占比	2018H	贡献因素占比	同比差异
新业务价值创造	48,544	13.47%	49,442	9.96%	-3.51%
其中：一年新业务价值	38,551	10.70%	38,757	7.81%	-2.89%
新业务内部的分散效应	9,993	2.77%	5,828	1.17%	-1.60%
新业务与有效业务的风险分散效应		0.00%	4,857	0.98%	0.98%
营运假设及模型变动	90	0.02%	15	0.00%	-0.02%
营运经验差异及其他	12,380	3.44%	15,391	3.10%	-0.34%
寿险及健康险业务内含价值营运利润	78,654	21.83%	87,443	17.62%	-4.21%
经济假设变动	0	0.00%	-		0.00%
市场价值调整影响	-2,125	-0.59%	3,330	0.67%	1.26%
投资回报差异	15,981	4.44%	-893	-0.18%	-4.62%
寿险及健康险业务内含价值利润	92,511	25.68%	89,880	18.11%	-7.57%
股东注资		0.00%		0.00%	0.00%
股东股息	-6,223	-1.73%	-13,925	-2.81%	-1.08%
寿险及健康险业务期末的内含价值	446,600	23.95%	572,336	15.30%	-8.65%

资料来源：平安财报，华创证券

二、债券投资贡献正利润，投资收益超预期

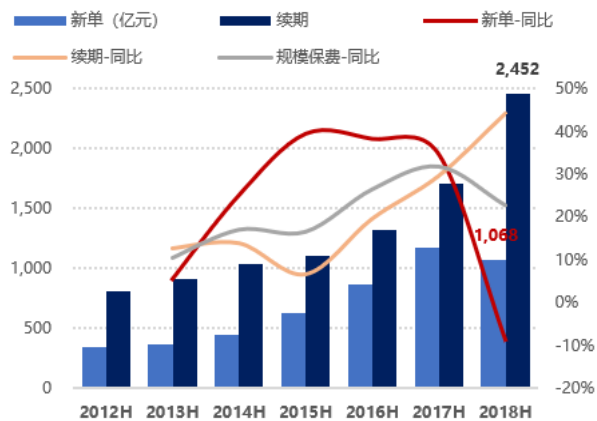
上半年保险资金运用实现总投资收益 527 亿元，同比-10.7%。年化净投资收益率为 4.2%，同比下降 0.8 个百分点，总投资收益率为 4.0%，同比下降 0.9 个百分点。第二季度投资收益率大好于 1 季度（2018Q1 总/净投资收益率为 3.7%）。

净投资收益率下降的主要原因为权益资产分红减少：基金股息收入仅 33 亿元，同比-80%。总投资收益率下降还有公允价值变动损益波动加大的原因。投资收益率超预期主要有两方面原因：a) 债券投资收益贡献同比正增长 7%；b) 联营和合营企业贡献投资收益 88 亿元，同比 562%；c) 归入以公允价值计量且其变动计入当期损益的债券贡献公允价值变动收益。

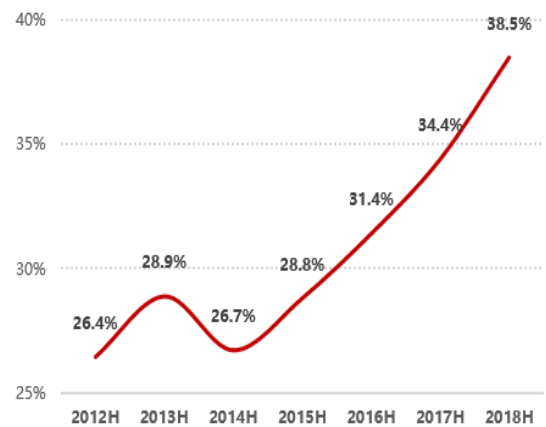
大类资产配置方面，固收类资产占比较年初增长 1.9 个百分点至 70.4%，权益工具较年初下降 0.8 个百分点至 22.9%，其中股票占比下降 1.6 个百分点至 9.5%。

三、新业务价值增速转正，得益于新业务价值率提升和第二季度新单保费快速回暖

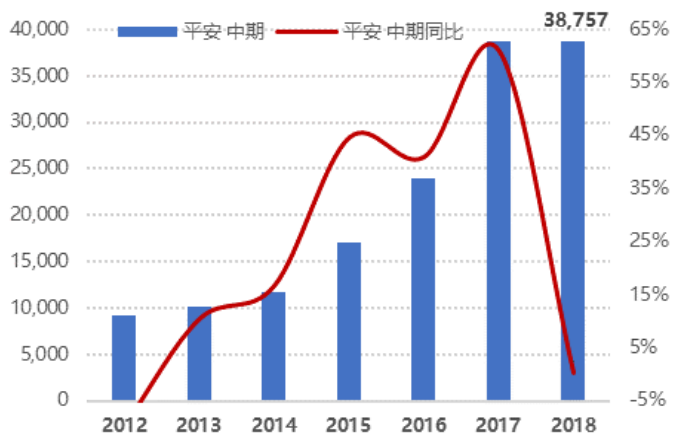
上半年实现新单规模保费 1068 亿元，同比-8.7%，实现新业务价值 387.57 亿元，同比+0.2%。新业务价值同比转正得益于第二季度新单保费的迅速回暖以及产品价值率的提升：第二季度实现新业务价值 188.6 亿元，同比+9.9%，扭转 1 季度-7.5%的负增长态势。上半年新业务价值率为 38.5%，同比提升 4.1 个百分点，其中，代理人渠道新业务价值率 48.1%，同比提升 6.5 个百分点。

图表 4 新单规模保费同比下降，续期保费高速增长


资料来源：平安财报、华创证券

图表 5 新业务价值率连年上升


资料来源：平安财报、华创证券

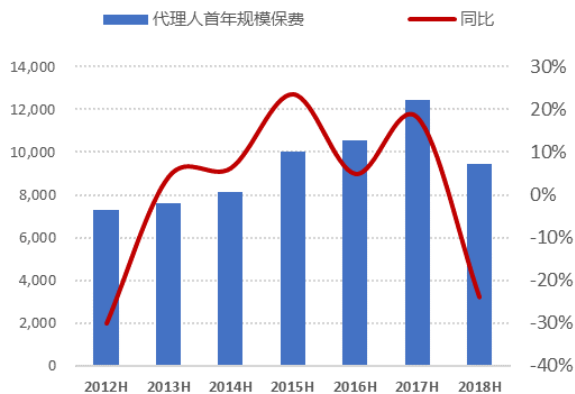
图表 6 中期新业务价值同比持平


资料来源：平安财报、华创证券

四、代理人规模较 1 季度有所回升，人均产能和收入受产品结构调整影响下滑

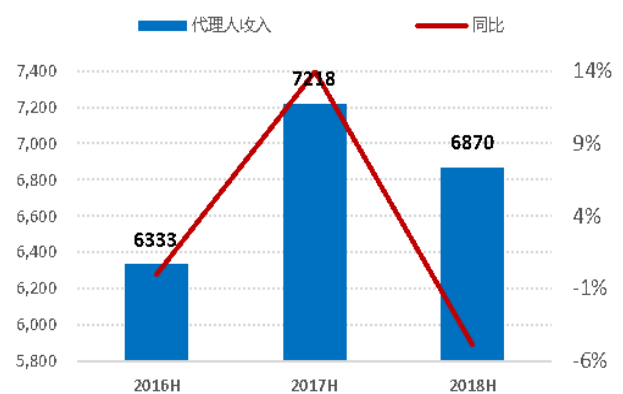
截至 2018 年上半年平安代理人规模为 139.9 万人，较年初增长 0.9%，较 1 季度情况有所好转，季度环比增长 3.4%。但人均产能、人均新单件数、代理人月均收入等指标受产品结构调整影响承压：上半年人均产能（首年规模保费）为 9453 元，同比-24%，人均新单件数 1.39，同比减少 0.1 件，代理人月均收入 6870 元，同比-4.8%。人均产能和收入下滑原因主要为产品结构调整，保障型产品占比提升，件均保费下降。

图表 7 人均产能有所下滑



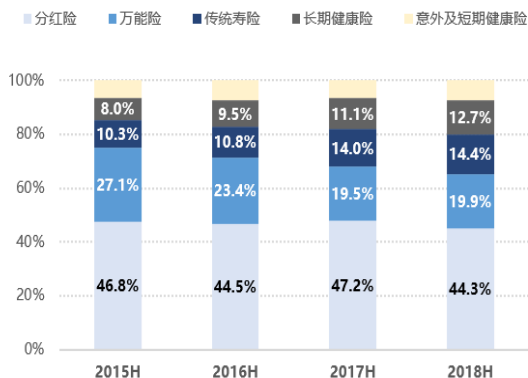
资料来源：平安财报、华创证券

图表 8 代理人收入有所下滑



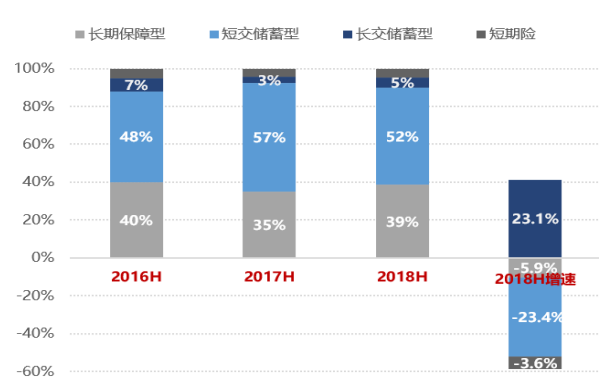
资料来源：平安财报、华创证券

图表 9 传统寿险和长期健康险占比提升，分红险占比下降



资料来源：平安财报、华创证券

图表 10 长期保障型产品占比提升，短交储蓄型占比下降

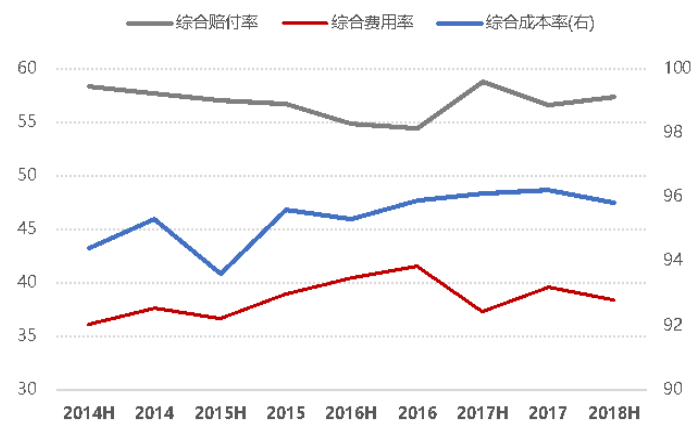


资料来源：平安财报、华创证券

五、财产险业务综合成本率结构性下降，佣金及手续费纳税调增导致净利润负增长

上半年财产险业务增速保持稳定高增长，实现保费收入 1188 亿元，同比+14.9%，市占率提升 0.1 个百分点。综合成本率为 95.8%，同比下降 0.3 个百分点：其中，综合赔付率为 57.4%，下降 1.4 个百分点；综合费用率为 38.4%，上升 1.1 个百分点。财产险业务实现税前利润 100 亿元，同比+15.6%，税后净利润为 59 亿元，同比-14%，主要由于所得税费用大增，同比+130%。

上半年车险市场竞争激烈，各家手续费及佣金投入持续加大。平安财产险业务手续费支出同比+61.6%，手续费支出占保费收入比例同比上升 6.3 个百分点至 21.7%。手续费及佣金支出比例远超产险公司手续费及佣金税前抵扣比例（15%），超过部分不能税前抵扣将调增应纳税所得额，导致所得税费用大幅增加。

图表 11 产险业务综合成本率结构性下降


资料来源：平安财报，华创证券

六、投资建议

我们预计 18-20 年 BPS 分别为 34/40/45 元，EPS 分别为 6.4/7.8/8.3 元（此前预测值为 6.16/7.62/8.5 元）。

当前 PEV 为 1.17 倍，已充分隐含投资端的悲观预期，且短期投资收益波动对内含价值影响有限。按照目前的 EV 增速，动态估值仅有 1 倍左右，具备较强的投资价值，维持“推荐”评级。

七、风险提示

权益市场动荡、新单增速不及预期。

附录：财务预测表
**资产负债
表**

单位: 百万元	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	568399	602503	638653	683359
交易性金融资产	141250	158200	167692	176077
买入返售金融资产	99296	100289	105303	110569
应收保费	45694	47979	50857	58486
应收分保账款	7989	8388	8808	9248
应收利息	51900	64875	68119	71525
定期存款	154077	169485	181349	197670
可供出售金融资产	775098	914616	1051808	1209579
持有至到期投资	1243768	1368145	1573367	1762171
固定资产	43037	44328	45658	47028
其他资产	3362567	3720989	4058589	4548489
资产总计	6493075	7199796	7950202	8874200
卖出回购金融资产款	133981	140680	147714	155100
预收保费	49694	57148	68578	82293
应付分保账款	9516	9992	10491	11016
应付职工薪酬	35606	44508	55634	69543
应付赔付款	45080	51842	64803	81003
应付保单红利	45622	57028	74136	94894
保户储金及投资款	548846	592754	634246	672301
准备金	1391548	1600280	1792314	1971545
递延所得税负债	25891	38837	48546	58255
其他负债	3619374	3948262	4303088	4732428
负债合计	5905158	6541329	7199550	7928378
股本	18280	18280	18280	18280

利润表

单位: 百万元	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	890882	928618	1025170	1138977
已赚保费	572990	765876	842464	931975
保险业务收入	605035	722525	794777	879222
减: 分出保费	17420	28901	31791	35169
提取未到期责任准备金	14625	14450	15896	17584
投资收益	155919	160597	165414	178648
公允价值变动收益/(损失)	3271	(50003)	(42603)	(40450)
汇兑收益/(损失)	(128)	500	500	500
其他业务收入	44911	51648	59395	68304
营业支出	756124	744830	802769	902199
退保金	20519	21676	23843	43961
赔付支出	159113	173406	194720	206617
提取保险责任准备金	220024	187856	206642	219805
保单红利支出	13129	17666	18196	14292
营业税金及附加	3735	2786	3076	0
手续费及佣金支出	114559	102148	123020	136677
业务及管理费	139688	139293	133272	170847
利息支出	0	0	0	0
其他业务成本	56221	70000	70000	80000
计提/(转回)资产减值损失	45251	30000	30000	30000
营业利润/(亏损)	134758	183787	222401	236778
减: 所得税费用	34762	45947	55600	59194
净利润/(亏损)	99978	137841	166801	177583
归属于母公司股东的净利润/(亏损)	89088	117164	141781	150946

资本公积	120934	120934	120934	120934	少数股东损益	10890	20676	25020	26637
其他综合收益	40146	10185	(64430)	(46843)					
盈余公积	12164	89400	89400	89400	归属于母公司的基本每股收益	4.9	6.4	7.8	8.3
一般风险准备	44964	44964	44964	44964					
未分配利润/(累计亏损)	236863	374704	541504	719088					
归属于母公司股东权益合计	473351	616644	726978	828526					
少数股东权益	114566	154161	181745	207131					
股东权益合计	587917	658467	750652	945822					
负债和股东权益总计	6493075	7199796	7950202	8874200					

资料来源：公司公告，华创证券预测

非银组团队介绍

组长、首席分析师：洪锦屏

华南理工大学管理学硕士。曾任职于招商证券。2016 年加入华创证券研究所。2010 年获得新财富非银行金融最佳分析师第二名（团队），2011-2013 年新财富上榜（前四团队），2015 年金牛奖非银金融第五名。2017 年金牛奖非银金融第四名。

高级分析师：王舫朝

英国杜伦大学企业国际金融硕士。曾任职于中信建投证券。2018 年加入华创证券研究所。

助理分析师：徐康

英国纽卡斯尔大学经济学硕士。曾任职于平安银行总行能源金融事业部。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖非银金融第四名团队成员。

助理研究员：方嘉悦

香港中文大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖非银金融第四名团队成员。

助理研究员：张径炜

西南财经大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	申涛	高级销售经理	010-66500867	shentao@hcyjs.com
	杜博雅	销售助理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	侯春钰	销售助理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500