

中国平安 (601318.SH) / 保险

整体财务指标亮眼，代理人数量和收入是潜在隐忧

评级：买入（维持）

市场价格：87.46

分析师：陆韵婷

执业证书编号：S0740518090001

Email: luyt@r.qizq.com.cn

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	18280
流通股本(百万股)	18280
市价(元)	87.46
市值(百万元)	1598789
流通市值(百万元)	863225

股价与行业-市场走势对比



相关报告

《从可分配资本看中国寿险公司价值创造能力和 P/OPAT 估值水平》-2019/7/14

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	8909	9766	11104	12615	14415
增长率 yoy%	25.04%	9.62%	13.70%	13.61%	14.27%
归母净利润(亿元)	891	1074	1590	1840	2304
增长率 yoy%	42.78%	20.56%	48.02%	15.74%	25.20%
每股内含价值(元)	45.14	54.84	65.13	76.26	88.22
P/EV	1.94	1.60	1.34	1.15	0.99

备注：EV 为内含价值

投资要点

■ “代理人+全生态”流量和频率客户导入速度略有放缓，集团整体财务指标优于预期。

1. 平安当前综合金融模式依赖于代理人和五大生态的“流量+频率”，2019年上半年集团新增客户 2009 万，同比下降 22.2%，其中 33.8%来自于五大生态。客户经营持续推进，持有多个账户的客户占比较年初增加 0.8pct 至 35.4%，客均合同数增 2%至 2.58 个，客均营运利润达到 340 元，同比增速达到 21%。
2. 投资和税收政策带动下平安净利润表现亮眼，寿险营运利润略有高估。平安 2019H 归母净利润在寿险 (yoy 108%)，财险 (yoy 101%) 的带动下同比增长 67.3%至 977 亿元，其中其他资管板块由于宏观经济走弱下部分资产出现减值处置 (2019H 减值为 31.32 亿元，去年同期 2.85 亿元)，上半年净利润同比下滑 42.83%，科技板块由于支出增加 42.45%使得净利润下降 33.35%至 28 亿元。扣除短期因素后的集团归母营运利润增加 23.8%至 734.6 亿元，超过市场预期。但我们发现即使考虑上半年寿险投资收入中免税占比的提高，以及 18 年税收的递延效应，寿险板块营运利润 11.78% 的税率依然偏低，若将该税率调至我们认为合理的 18%水平，平安寿险业务上半年 opat 的实际增速应该在 26.5%左右，我们对财险做同样的处理，最后得出集团上半年实际的归母营运利润增速约为 14.98%。
3. 内含价值符合预期，集团分红瞄准营运利润。平安集团 2019 年 6 月末归母净资产和内含价值较年初分别增加 12.3%和 11.05%，集团 roev 11.2%，均符合预期。中期股息为集团税后营运利润的 18.6%，自 2018 年以来平安集团的股息基准瞄准为营运利润提升了投资者预期的稳定性。

■ 寿险 NBV 4.7% 的增速符合预期，但代理人数量和收入下降是潜在隐忧。

1. 平安寿险 2019H 4.7% 的 NBV 增速高于去年同期的 0.2%，但较 Q1 的 6.3% 下滑 1.5pct，符合预期。其中寿险核心代理人渠道上半年 NBV 增速为 2.5%，且主要拉动力来自于单产品的价值率，长期保障，短期储蓄和长期储蓄的价值率分别同比上升 2.3，8.4 和 19.5pct。
2. 平安上半年代理人数据是潜在隐忧。首先月均代理人数量下降 5.5%至 123 万人，其次代理人收入下降 3.7%至 6617 元，同时考虑到活动率同比 3.2pct 的下降，2019 上半年活动人力为 76.3 万人，同比下降 10.2%，代理人数量的下降是上半年长期保障新单下滑 8.5%的主要原因；我们预计平安下半年将会在增员主体，产品体系和培训体系上均做出一定调整。
3. 由于平安对有效业务资本成本的计量是基于公司层面，而不是保单层面，在数据上前期的分散效应更强，2019H 分散效应较 2018H 下降 80bp，同时新业务对剩余边际的贡献程度略有下降；此外半年寿险的运营正偏差有所减少，分别拉低剩余边际增速和 roev 1.16pct 和 1.67pct。受主动调高分红险和万能险账户结算利率影响，上半年平安息差收入下滑 41.8%，预计 2020 年起恢复增长。

■ 财险手续费率下降明显，实际税率优化大幅增厚净利润。平安财险上半年原保费同比增长 9.7%至 1305 亿元，其中车险增长 9%，而第二大险种信用保险原保费则下降 5.6%至 153 亿元；受报行合一和监管处罚到负责人的影响，2019H 财险的手续费率仅为 17.02%，远低于去年同期的 24.98%，部分费用窜至管理费科目，总体费用率下降 1%，手续费率的下降使得上半年财险业务实际税率仅 6.4%，大幅增厚归母净利润增加 100.8%至 118 亿元。

■ 投资收益率环比优化，长期财务性投资加快步伐

1. 集团 2019H 净投资收益率和总投资收益率分别为 4.5%和 5.5%，优于 Q1 的 3.9%和 5.1%，我们认为平安 Q2 投资收益率逆势而上的主要原因是平安在计算投资收益率时仅对存款利息，债券票息和投资性物业租金收入进行年化处理，股息和资本利得未进行年化，2019Q2 的票息收入可能呈现季节性增长；

2. 平安继续加大长期财务性投资，截止目前，平安共举牌 12 家公司，当前持有股份的市值约为 2100 亿元，占总股票投资的 80%，且以抗通胀，高股息的金融股和地产股为主，今年新进举牌中国金茂。看好平安在资产负债久期缺口，成本覆盖和现金流上的后续发展。

■ 综上，平安上半年在投资收益和税收优惠两重利好下总体财务数据表现良好，但核心寿险业务的代理人方面是潜在隐忧，相信平安的自我进化和调整能力，依然是寿险这个好赛道的优质选择。预计全年集团 ev 增速为 18.78%，当前 p ev 为 1.34 倍，继续维持买入评级。

■ 风险提示:权益市场大幅度下降，长期无风险收益率持续大幅度下行，新单保费增速不如预期。

内容目录

“代理人+全生态”导入客户速度略有下降，集团整体财务指标优于预期	- 4 -
客均利润持续增长，代理人 and 全生态系统导入客户增速略有下滑	- 4 -
投资和税收政策带动下平安净利润表现亮眼，寿险营运利润有效税率偏低	- 4 -
内含价值复合预期，集团分红瞄准营运利润	- 5 -
寿险 NBV 增速 4.7% 符合预期，但代理人数量和收入下滑是潜在隐忧	- 6 -
财险手续费率下降明显，实际税率优化大幅增厚净利润	- 6 -
投资收益环比优化，长期财务性投资加快步伐	- 7 -
风险提示	- 7 -

图表目录

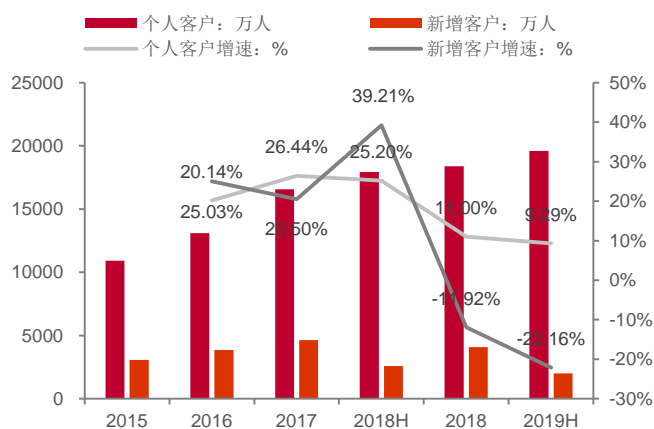
图表 1: 平安集团客户和新增客户变化趋势: 万人, %	- 4 -
图表 2: 平安交叉销售渗透情况: 个, %	- 4 -
图表 3: 中国平安 2019 年中报各业务板块归母净利润情况: 百万元, %	- 5 -
图表 4: 将寿险 opat 有效税率常规化后的表现: 百万元, %	- 5 -
图表 5: 平安寿险代理人时点数和增速: 万人, %	- 6 -
图表 6: 代理人月收入和活动: 元, %	- 6 -
图表 7: 平安举牌投资情况: % , 亿元	- 7 -
图表 8: 平安利润表预测: 百万元	- 8 -
图表 9: 平安资产负债表预测: 百万元	- 8 -

“代理人+全生态”导入客户速度略有下降，集团整体财务指标优于预期

客均利润持续增长，代理人和全生态系统导入客户增速略有下滑

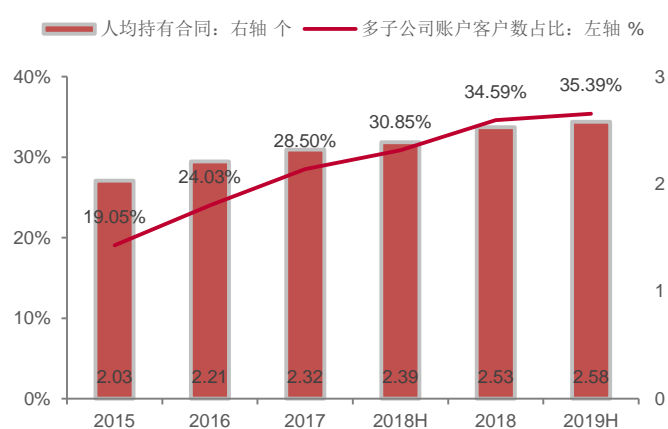
平安当前的综合金融模式依赖代理人和五大生态的“流量+频率”，2019年上半年集团新增客户 2009 万，同比下降 22.2%，其中来自于传统渠道的新增客户同比下降 23.4%至 1329 万人，来自于五大生态圈的新增客户数下降 19.5%至 680 万人。截止 2019 年 6 月末，集团个人客户 1.96 亿，同比增加 9.5%。客户经营持续推进，持有多个账户的客户占比相较年初增加 0.8pct 至 35.4%，客均合同数微增 2%至 2.58 个，客均营运利润达到 340 元，同比增速达到 21%。

图表 1：平安集团客户和新增客户变化趋势：万人，%



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：平安交叉销售渗透情况：个，%



来源：公司公告，中泰证券研究所

投资和税收政策带动下平安净利润表现亮眼，寿险营运利润有效税率偏低

平安集团 2019H 归母净利润在寿险 (yoy 108%)，财险 (yoy 101%) 的带动下同比增长 67.3%至 977 亿元，其中其他资管板块由于项目退出的时点问题，以及宏观经济走弱下部分资产出现减值处置 (2019H 其他资管板块投资资产减值损失 14.88 亿元，应收账款减值损失 16.44 亿元，大幅高于去年同期的 0.02 亿元和 2.83 亿元)，上半年净利润同比下滑 42.83%至 39.13 亿元，科技板块由于支出大幅增加 42.45%使得净利润同比下降 33.35%至 28 亿元。上半年寿险板块占集团净利润的比重较去年同期上升 14.13pct 至 72%。

平安自 2017 年末开始披露扣除短期波动影响后的营运利润指标，2019 上半年存在 105 亿元的新税收政策下对于 2018 年汇算清缴所得税的回溯，以及 130 亿元的寿险业务短期投资正偏差，和 10 亿元的准备金释放，集团归母营运利润增加 23.8%至 734.6 亿元，非年化归母 roe 12.3%，超过市场预期。但我们发现即使考虑上半年寿险投资收入中免税占比的提高，以及 18 年税收的递延效应，寿险板块营运利润 11.78% 的税率依然偏低，若将该税率调至我们认为合理的 18% 水平，平安寿险业务上半年 opat 的实际增速应该在 26.5% 左右，我们对财险做同样的处理，最后得出集团上半年实际的归母营运利润增速约为 14.98%。

图表 3：中国平安 2019 年中报各业务板块归母净利润情况：百万元，%

归母净利润	2018H	2019H	同比增速：%	异常变动原因
人寿	33791	70322	108.11%	税收和投资影响
财险	5896	11837	100.76%	税收和投资影响
银行	7756	8934	15.19%	
信托	1693	1871	10.51%	
证券	918	1199	30.61%	
其他资管	6845	3913	-42.83%	减值损失达到了 31.32 亿元，去年同期仅为 2.85 亿元
科技	4204	2802	-33.35%	营业支出同比增长了 42.5%至 116 亿元
抵消	-2711	-3202	18.11%	
合并	58392	97676	67.28%	

来源：公司中报，中泰证券研究所

图表 4：将寿险 opat 有效税率常规化后的表现：百万元，%

寿险 OPAT	2018H	2019H	同比增速
剩余边际摊销	29559	35840	21.25%
净资产投资收益	4310	5216	21.02%
息差收入	2800	1628	-41.86%
营运偏差及其他	11168	12219	9.41%
税前运营利润总额	47837	54903	14.77%
所得税	-12243	-6470	-47.15%
税后营运利润合计	35594	48433	36.07%
实际税率	-25.59%	-11.78%	
将 2019H 税率调整至 18%后税费支出		-9882.54	
调整后 OPAT	35594	45020.46	26.48%

来源：公司中报，中泰证券研究所

内含价值复合预期，集团分红瞄准营运利润

平安集团 2019 年 6 月末归母净资产和内含价值较年初分别增加 12.3%和 11.05%，集团 roev11.2%，均符合预期。中期股息为集团税后营运利润的 18.6%，自 2018 年以来平安集团的股息基准瞄准为营运利润提升了投资者预期的稳定性。

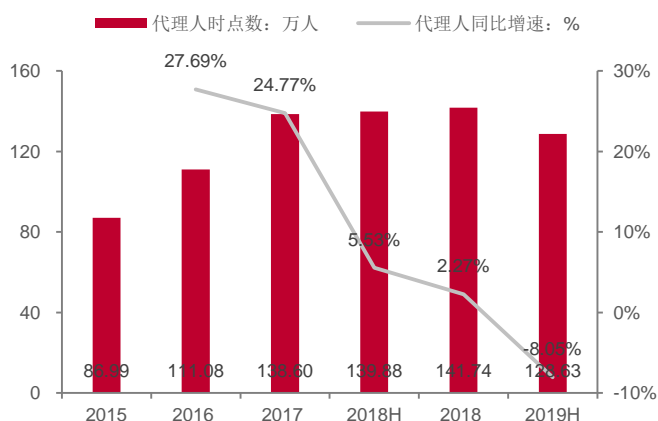
寿险 NBV 增速 4.7%符合预期，但代理人数量和收入下滑是潜在隐忧

平安寿险业务上半年 Nbv 增速为 4.7%，高于去年同期的 0.2%，但较 Q1 的 6.3%下滑 1.5pct，符合预期。其中寿险核心代理人渠道上半年 NBV 增速为 2.5%，且主要拉动力来自于单产品的价值率，长期保障，短期储蓄和长期储蓄的价值率分别同比上升 2.3，8.4 和 19.5pct。

平安上半年代理人数据是潜在隐忧。首先月均代理人数量下降 5.5%至 123 万人，其次代理人收入下降 3.7%至 6617 元，同时考虑到活动率同比 3.2pct 的下降，2019 上半年活动人力为 76.3 万人，同比下降 10.2%，代理人数量的下降是上半年长期保障新单下滑 8.5%的主要原因；我们预计平安下半年将会在增员主体，产品体系和培训体系上均作出一定调整。

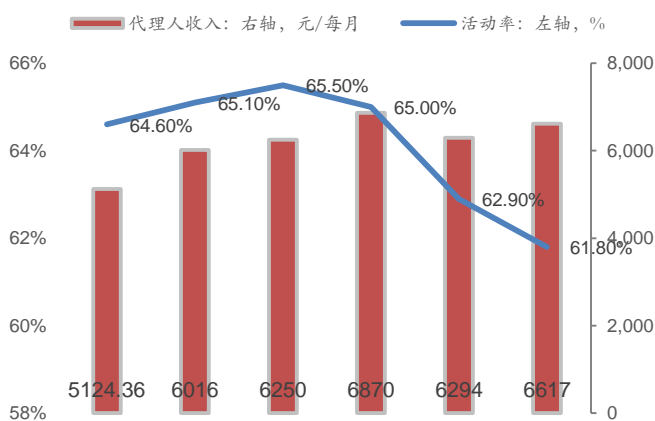
由于平安对有效业务资本成本的计量是基于公司层面，而不是保单层面，在数据上会体现前期的分散效应强，2019H 分散效应较 2018H 下降 80bp，同时新业务对剩余边际的贡献程度略有下降；此外半年寿险的运营正偏差有所减少，分别拉低剩余边际增速和 roev 1.16pct 和 1.67pct。受主动调高分红险和万能险账户结算利率影响，上半年平安息差收入下滑 41.8%，预计 2020 年起恢复增长。

图表 5：平安寿险代理人时点数和增速：万人，%



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 6：代理人月收入和活动：元，%



来源：公司公告，中泰证券研究所

财险手续费率下降明显，实际税率优化大幅增厚净利润

平安财险上半年原保费同比增长 9.7%至 1305 亿元，其中车险增长 9%，而第二大险种信用保险原保费则下降 5.6%至 153 亿元；

受报行合一和监管处罚到负责人的影响，2019H 财险的手续费率仅为 17.02%，远低于去年同期的 24.98%，部分费用窜至管理费科目，总体费用率下降 1%，手续费率的下降使得上半年财险业务实际税率仅 6.4%，大幅增厚归母净利润增加 100.8%至 118 亿元。

投资收益环比优化，长期财务性投资加快步伐

集团 2019H 净投资收益率和总投资收益率分别为 4.5%和 5.5%，优于 Q1 的 3.9%和 5.1%，我们认为平安 Q2 投资收益率逆势而上的主要原因是平安在计算投资收益率时仅对存款利息，债券票息和投资性物业租金收入进行年化处理，股息和资本利得未进行年化，2019Q2 的票息收入可能呈现季节性增长；

平安继续加大长期财务性投资，截止目前，平安共举牌 12 家公司，当前持有股份的市值约为 2100 亿元，占总股票投资的 80%，且以抗通胀，高股息的金融股和地产股为主，今年新进举牌中国金茂。看好平安在资产负债久期缺口，成本覆盖和现金流上的后续发展。

图表 7：平安举牌投资情况：%，亿元

股票代码	公司名称	持股比例	持股数量	所处行业	市值：人民币亿元
002777.SZ	久远银海	5.83%	1005 万股	软件	2.79
600315.SH	上海家化	52.19%	3.51 亿股	日用化工	116.42
000538.sz	云南白药	7.63%	9750 万股	医药制造业	73.46
0884.HK	旭辉控股集团	9.62%	7.44 亿股	房地产	30.15
4540.T	津村株式会社	10.00%	767.59 万股	汉方药	14.40
GDS.O	万国数据	6.29%	6336.98 万股	互联网软件与服务	177.45
0005.HK	汇丰控股	7.09%	14.19 亿股	金融	705.49
2007.HK	碧桂园	8.31%	17.97 亿股	房地产	149.50
600340.SH	华夏幸福	25.25%	75410 万股	房地产	197.53
0570.hk	中国中药	12.00%	6.04 亿股	医药制造业	16.75
1398.HK	工商银行	14.08%	122.16 亿股	银行	533.23
0817.hk	中国金茂	15.22%	17.87 亿股	房地产	73.07
合计					2,090.24

来源：wind，中泰证券研究所

综上，平安上半年在投资收益和税收优惠两重利好下总体财务数据表现良好，但核心寿险业务的代理人方面是潜在隐忧，相信平安的自我进化和调整能力，依然是寿险这个好赛道的优质选择。预计全年集团 ev 增速为 18.78%，当前 pev 为 1.34 倍，维持买入评级。

风险提示

权益市场大幅度下降，长期无风险收益率持续大幅度下行，新单保费增速不如预期

图表 8: 平安利润表预测: 百万元

人民币百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利润表					
营业收入	890882	976592	1110383	1261495	1441545
已赚保费	572786	677501	757653	856214	971900
银行业务利息净收入	74885	74745	82871	90279	104208
非保险业务手续费及佣金净收入	37808	37191	40076	43174	47365
投资收益	159190	134851	165122	185976	210555
其他业务收入	46138	53250	64662	85852	107516
营业支出	756124	813697	907774	1015838	1126493
退保金	20519	21539	22113	24138	29816
赔款支出	159290	203639	234151	267922	319742
提取保险责任准备金	220034	190991	209964	446065	209924
保单红利支出	13129	16445	19025	21768	28385
营业税金及附加	114559	130383	132291	-70397	178154
手续费及佣金支出	114559	130383	132291	-70397	178154
业务及管理费用	139777	147868	172933	192723	212549
资产减值损失	48786	53814	50070	51361	53243
利润总额	134758	162895	202609	245657	315052
净利润	99978	120452	178296	206352	258343
减: 少数股东权益	10890	13048	19314	22353	27985
所属公司股东净利润	89088	107404	158982	183999	230357

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 9: 平安资产负债表预测: 百万元

人民币百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资产	6493075	7142960	7142960	7562398	7976343
货币资金		474059	518462	642845	720690
定期存款		172033	199409	255097	290601
金融投资		3433625	3828645	4999902	5812019
长期股权投资		154895	199409	265301	325473
发放贷款及垫款		1929842	2073849	2653009	3022250
其他资产		978506	1156570	1387728	1453005
负债	5905158	6459317	7159490	9219850	10428824
准备金负债	1391548	1605411	1825951	2292675	2521889
应付保单红利	45622	52591	60174	76639	89078
保户储金及投资款	548846	622915	708487	889580	1008756
其他负债	3919142	4178400	4564878	5960956	6809101
股本	18280	18280	18280	18280	18280
资本公积	120934	131148	127027	127027	127027
库存股	0	0	-5000	-5000	-5000
其他综合收益	40146	4940	3440	3440	3440
盈余公积	12164	12164	12164	12164	12164
一般风险准备	44964	55794	63743	82143	105179
未分配利润	236863	334182	445291	562981	711854
归属于母公司股东权益	473351	556508	664945	801035	972944
少数股东权益	114566	127135	151908	182997	222270

来源：公司公告，中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。