

公司评级：推荐（维持）

报告日期：2019 年 08 月 16 日

市场数据

目前股价	86.31
总市值（亿元）	15,777.68
流通市值（亿元）	9,349.67
总股本（万股）	1,828,024
流通股本（万股）	1,083,266
12 个月最高/最低	92.47/54.16

分析师

分析师：刘文强 S1070517110001

☎ 021-31829700

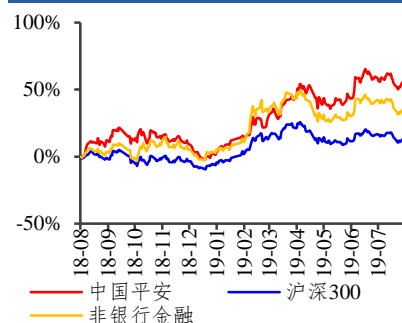
✉ liuwq@cgws.com

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

<<寿险新业务价值率大幅提升，产险逆势走强>> 2019-04-29

<<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

新业务价值略超预期改善，高分红彰显发展信心

——中国平安（601318）公司 2019 年中报点评

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	1157312.26	1289907.51	1433260.90
(+/-)%	18.48	11.46	11.11
净利润	184362.57	208792.43	235554.55
(+/-)%	53.06	13.25	12.82
摊薄 EPS	10.09	11.42	12.89
PE	9.60	8.47	7.51

资料来源：wind，长城证券研究所

核心观点

■ 事件

2019 年上半年，中国平安实现归母净利润 976.76 亿元，同比增长 68.1%，如果按保险子公司执行修订前的金融工具会计准则的法定财务报表利润数据计算，实现归属于母公司股东的净利润为 870.45 亿元，同比增长 39.5%；扣非归母净利润 874.46 亿元，同比增长 50.6%；归母营运利润 734.64 亿元，同比增长 23.8%，内含价值 11131.81 亿元，较去年末增长 11%，非年化营运 ROE 为 12.3%，较去年同期上升 0.4 pct。寿险及健康险新业务价值 410.52 亿元，同比增长 4.7%，内含价值 7131.91 亿元，较去年末增长 16.3%；平安产险保费收入 1304.66 亿元，同比增长 9.75%，综合成本率 96.6%，较去年同期上升 0.8 pc，主要系赔付率增长 1.8pct；营运 ROE 12.4%，较去年同期上升 4.1 pct。

■ 投资要点

■ 1.业绩略超预期，人身险业务二季度大增

公司上半年实现归母净利润 976.76 亿元，同比增长 68.1%，如果按保险子公司执行修订前的金融工具会计准则的法定财务报表利润数据计算，实现归属于母公司股东的净利润为 870.45 亿元，同比增长 39.5%。其中，二季度归母净利润 521.59 亿元，同比增长 61.02%，环比增长 14.59%。其中归母净利润数据远高于公司所反馈的市场预期数据。

细分方面，寿险与健康险实现归母净利润 703.22 亿元，同比增速 108.11%，Q2 同比增速为 97.45%，环比增速为 26.48%，略超预期；财险业务实现归母净利润 118.37 亿元，同比增长 100.76%，其中 Q2 实现 60.70 亿元，同比增长 129.58%，环比增长 5.25%。受益于《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》政策，公司保险业务手续费同比大幅下降，其中寿险及健康险业务针对本事项带来的对 2018 年度所得税汇算清缴的

影响金额 85.97 亿元，产险 18.56 亿元，二者合计 104.53 亿元，占 2019 年上半年归母净利润的比例为 10.70%。

■ 2.业务质量持续优化，代理人渠道新业务价值率大幅增长

上半年，集团实现寿险与健康险新业务价值 410.52 亿元，同比增长 4.7%，新业务价值率 44.7%，较去年同期上升 5.7pct，总体略超市场预期。公司月均代理人数量 123.5 万，同比下降 5.5%，这与我们草根调研情况一致，下半年会继续清虚。代理人渠道新业务价值 361.97 亿元，同比增长 2.5%，代理人渠道新业务价值率 58.9%，同比提升 9.9 pct。

保单结构优化，高价值率助力新业务价值持续上升。新业务价值口径下的首年保费为 919.08 亿元，同比下滑 8.6%，其中个险渠道长交保障储蓄混合型首年保费 51.09 亿元，同比增长 40.7%，公司新业务价值率尤其是代理人渠道新业务价值率同比大增，促使公司上半年新业务价值同比大幅增长。第二季度，公司实现新业务价值 194.10 亿元，同比增长 3.18%，环比下降 10.31%，上半年公司新业务价值改善并领先同业，超出市场预期，主要源于坚定高价值产品推进策略，在新业务价值首年保费同比下滑情况下，NBV 同比增长，主要系价值率的提升。个人业务新业务价值率 55.4%，同比增长 8.3 pct，其中个险代理人渠道 NBV Margin 高达 58.9%，同比提升 9.9 PCT，其他渠道新业务价值率各有不同程度提升。可知 NBVM 不断发力，持续正反馈于 NBV，这与公司给予市场的指引一致。

■ 3.投资收益及手续费支出下降抵消负面冲击

2019 年上半年，平安产险实现原保险保费收入 1304.66 亿元，同比增长 9.75%，市场份额 19.5%，较去年同期下降 0.2 pct。第二季度产险保费 612.46 亿元，同比增长 10.03%，较一季度同比增速上升 0.53pct，环比下降 11.52%。平安产险综合成本率为 96.6%，同比上升 0.8 PCT，其中综合费用率 37.4%，同比下降 1 pct，综合赔付率 59.2%，同比上升 1.8 pct。此外，公司业务及管理费支出 261.58 亿元，同比增长 50.61%，较去年同期增加主要系上半年平安产险科技及客户服务类投入有所增加，费用结构变动。但是手续费支出下降及投资收益增长抵消了业务及管理费增长及综合赔付率上升带来的负面影响。上半年，平安产险手续费支出同比下降 26.2%，较去年同期下降 67.38 亿元，投资收益 93.66 亿元，同比上升 62.1%，二者合计增长 103.26 亿元。

产险中，车险保费 923.37 亿元，同比增长 8.99%，较去年同期增速上升 3.44pct，其中第二季度车险保费 445.09 亿元，同比增长 9.67%，环比下降 6.94%。非机动车辆险保费 319.28 亿元，同比增速 7.44%，较去年同期增速（47.42%）大幅下降，环比下降 22.43%；意外与健康险保费 62 亿元，同比增速 39.49%，较 2018 年同期增速（46.95%）下降，环比下降 18.23%。产险中，车险比重 70.78%，较去年同期占比下降 0.49 pct，意外与健康险比重 4.75%，较去年同期增长 1.01 pct。

■ 4.投资收益率上升，金融科技工具深入实践

上半年，年化净投资收益率 4.5%，较去年上升 0.3pct，年化总投资收益率 5.6%，较去年同期上升 1.6 pct。公司未对买入返售金融资产利息收入、卖

出回购金融资产款及拆入资金利息支出、分红收入、投资差价收入、公允价值变动损益等做年化处理，故我们认为公司年化投资收益率偏小。公司投资收益率上升主要系上半年权益市场回暖。

公司金融科技不断升级，持续科技赋能。寿险方面持续推进科技升级，辅助代理人筛选的 AI 面谈官面试覆盖率达 100%，高仿真对话机器人 AskBob 对代理人咨询的疑问解答准确率高达 95%。平安产险线上理赔服务持续领先，运用自主研发的 AI 图片定损技术和精准客户画像技术，针对安全驾驶行为良好的车主推出“信任赔”服务，开创性实现后台零人工作业模式，案均赔付完成时间缩短至 168 秒。P2P 方面正在响应银保监会要求，做好转型。在目前市场环境下，30 天逾期率不增反降，下降 0.1 个 BP，P2P 整体业务量占比少于 20%，积极响应监管机构的“三降”。

客观而言，正如管理层所言，目前科技还是处于投入阶段。公司的核心战略是金融+科技+生态，会利用科技手段推动核心金融业务发展，利用科技打造五大生态系统，让其能够赋能核心金融业务。经济不确定性情况下，公司会稳步推进战略，会审慎投资，整体还是充满信心的。

■ 5.估值与投资建议

我们认为公司业务质量持续改善，新业务价值率促进公司 NBV 超预期增长，为内含价值增长奠定基础。剩余边际余额稳步提高，2019 上半年末为 8673.90 亿元，较上年末增长 10.3%，寿险及健康险业务新业务价值继续增长，仍将带来剩余边际较快的累加式增长，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。

同时，当今全球经济正处于结构性风险和周期性风险叠加的过程，未来利率下行，经济放缓，企业风险上升是大概率事件。集团采取了六大对策应对结构性风险和周期性风险的叠加。具体而言，包括优化大类资产，债券拉长久期；集中投资，股票长期持有；选好的人帮助投资；进入新的投资领域，比如长租公寓，平安持有的长租公寓以及物业都超过 1 万多套，还在和地方政府研究千亿级的保险资金进入到长租公寓人才保障房的项目；加强投后管理以及科技赋能。

从当前时点来看公司 P/EV 处于相对低位，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、业绩超预期及高分红政策有望进一步催化行情，我们看好公司的发展前景，预计 2019-2020 年的 EPS 分别为 10.09/11.42/12.89 元，对应 P/EV 分别为 1.34/1.14/0.97 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。

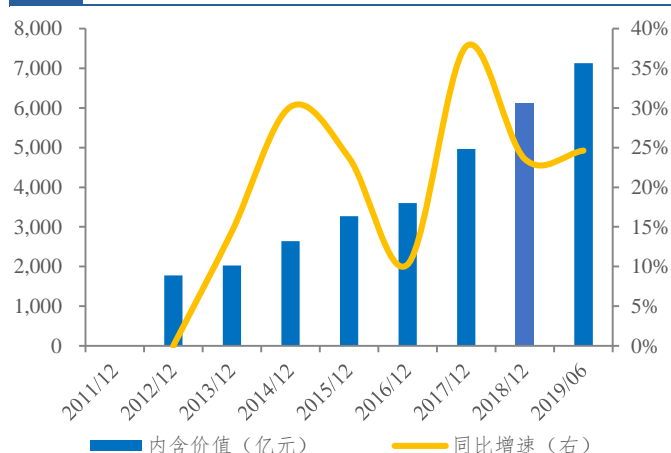
附：图表

表 1：中国平安 2018 年细分归母公司股东营运利润及净利润 单位：百万

营运利润	2019H1	2018H1	变动(%)	2019Q1	2018Q1	变动(%)
寿险及健康险业务	47,958	35,035	36.89	19,652	16,399	19.84
财产保险业务	9,990	5,896	69.44	5,767	3,252	77.34
银行业务	8,934	7,756	15.19	4,319	3,824	12.94
资产管理业务	6,983	8,565	-18.47	4,831	4,062	18.93
其中：信托业务	1,871	1,693	10.51	994	855	16.26
证券业务	1,199	918	30.61	648	496	30.65
其他资产管理业务	3,913	5,954	-34.28	3,189	2,711	17.63
金融科技与医疗科技业务	2,802	4,204	-33.35	1,402	1,842	-23.89
其他业务及合并抵消	-3,202	-2,117	51.25	-1,852	-1,179	57.08
集团合并	73,464	59,339	23.8	34,119	28,200	20.99
归属于母公司股东的净利润	2019H1	2018H1	变动(%)	2019Q1	2018Q1	变动(%)
寿险及健康险业务	70,322	33,791	108.11	31,050	13,901	123.37
财产保险业务	11,837	5,896	100.76	5,767	3,252	77.34
银行业务	8,934	7,756	15.19	4,319	3,824	12.94
资产管理业务	6,983	8,565	-18.47	4,831	4,062	18.93
其中：信托业务	1,871	1,693	10.51	994	855	16.26
证券业务	1,199	918	30.61	648	496	30.65
其他资产管理业务	3,913	5,954	-34.28	3,189	2,711	17.63
金融科技与医疗科技业务	2,802	4,204	-33.35	1,402	1,842	-23.89
其他业务及合并抵消	-3,202	-2,117	51.25	-1,852	-1,179	57.08
集团合并	97,676	58,095	68.13	45,517	25,702	77.1

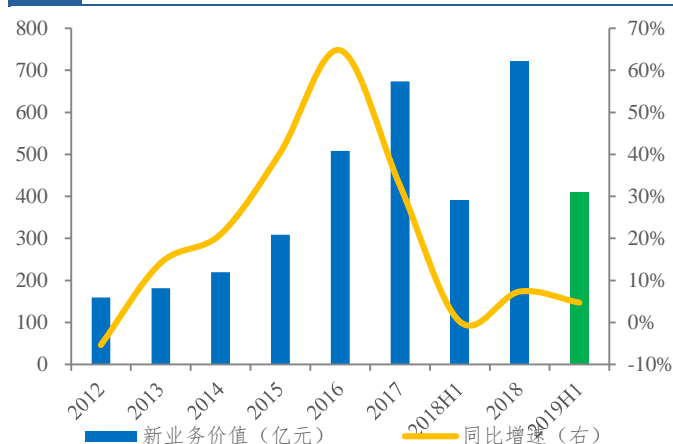
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 1：中国平安内含价值及增速（寿险及健康险）



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



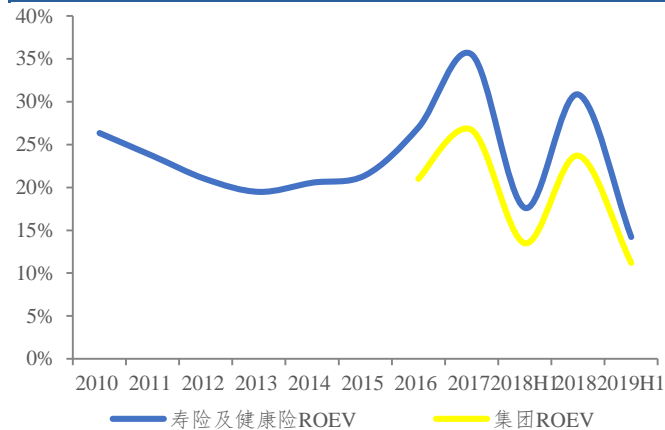
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 3：中国平安内含价值及增速



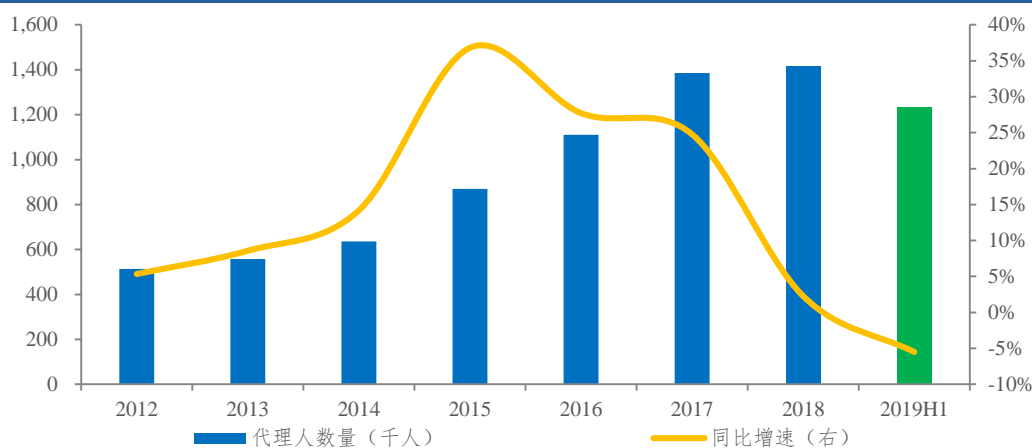
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 4：中国平安 ROEV



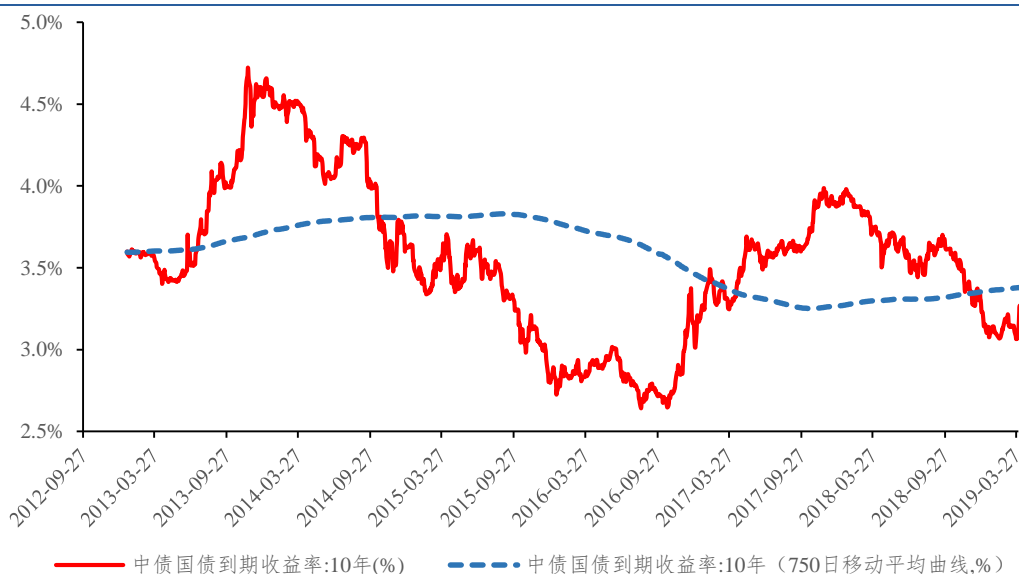
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 5：中国平安代理人数量及增速



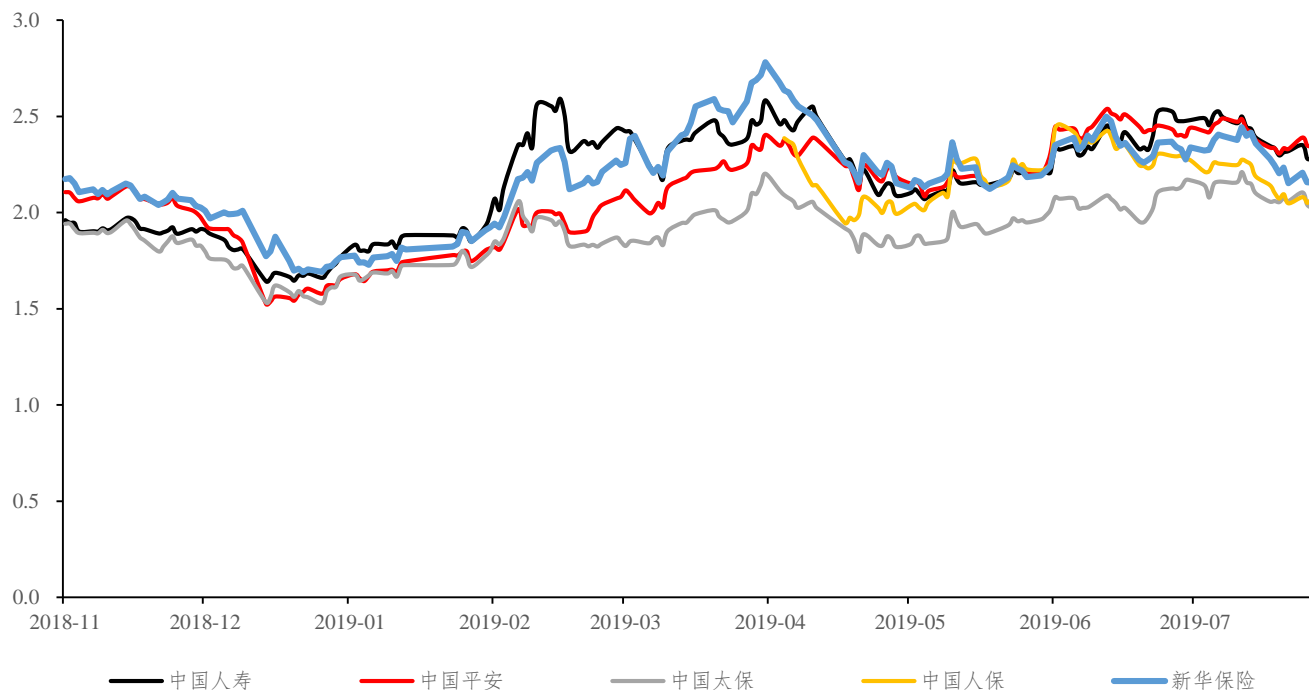
资料来源：wind，长城证券研究所

图 6：中债国债到期收益率 750 日移动平均线：10 年 单位：%



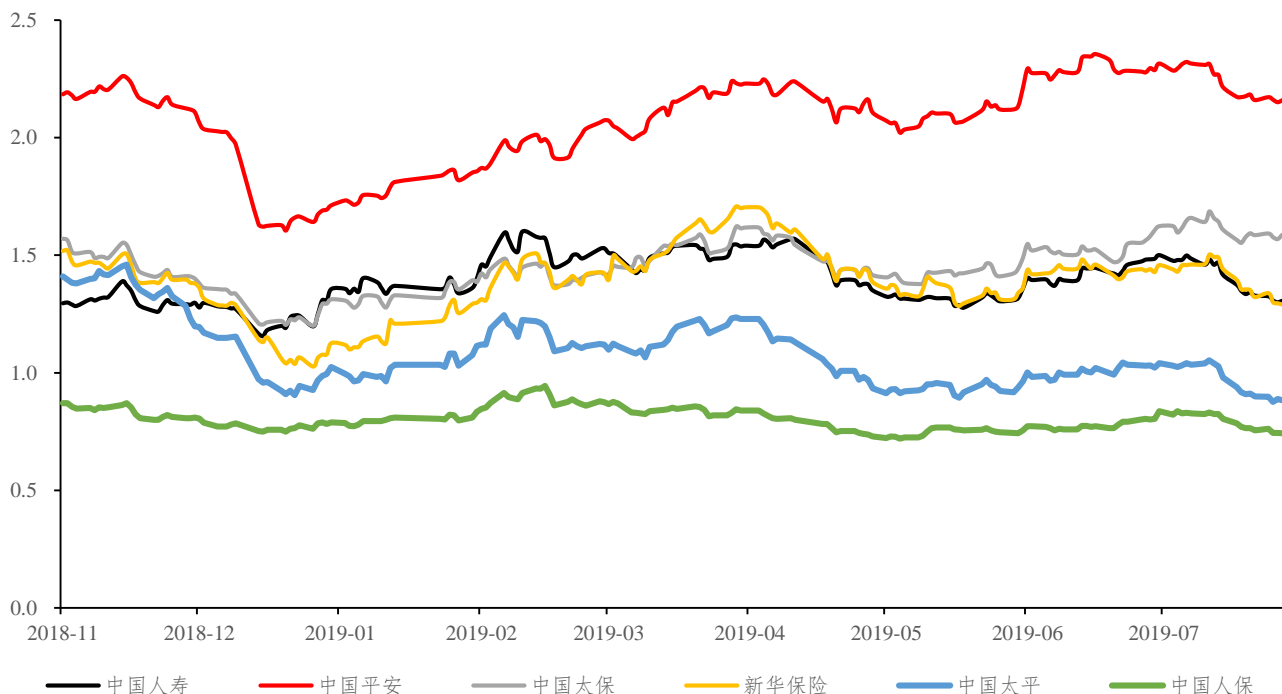
资料来源：wind，长城证券研究所

图 7：中国平安等 A 股估值图



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 8：中国平安等 H 股估值图



资料来源: wind, 长城证券研究所

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	1157312.26	1289907.51	1433260.90	净利润构成				
营业支出合计	-813494.00	-919678.98	-1018196.41	-1125166.05	保险业务	58.97%	57.99%	59.69%	58.79%
营业利润	163338.00	237633.28	271711.10	308094.84	银行业务	20.60%	17.38%	17.33%	19.10%
加: 营业外收入	385.00	713.67	484.22	527.63	投资业务 (信托、证券)	20.43%	24.63%	22.97%	22.11%
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	237912.62	271735.88	308133.88	营业收入增长	9.65%	18.48%	11.46%	11.11%
减: 所得税费用	-42699.00	-53550.05	-62943.45	-72579.33	营业成本增长	7.59%	13.05%	10.71%	10.51%
净利润	120452.00	184362.57	208792.43	235554.55	净利润增长	20.48%	53.06%	13.25%	12.82%
归属于母公司股东的净利润	107404.00	164391.44	186174.93	210038.03	综合收益总额增长	0.60%	55.40%	13.82%	12.90%
少数股东损益	13048.00	19971.13	22617.50	25516.52	投资资产增长率	39.00%	-16.82%	12.20%	11.58%
其它综合收益	2137.00	6141.16	8045.14	9252.20	净资产增长率	16.28%	22.63%	11.61%	8.61%
综合收益总额	122589.00	190503.73	216837.57	244806.76	总资产增长率	10.01%	12.40%	12.20%	11.58%
归属母公司股东的综合收益总额	108987.00	169366.18	192778.11	217643.95	盈利能力				
归属少数股东的综合收益总额	13602.00	21137.56	24059.46	27162.81	ROE	17.62%	21.99%	22.31%	23.18%
资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E	ROA	1.69%	2.30%	2.32%	2.34%
投资资产	4343127.00	3612768.20	4053634.37	4523195.49	营运效率				
非投资资产	2763525.00	3106080.90	3485116.01	3888821.64	综合成本率	96.00%	96.96%	96.96%	96.96%
资产合计	7142960.00	8028373.77	9008076.37	10051545.54	净投资收益率	5.20%	4.92%	4.74%	4.34%
保险合同准备金	1605411.00	1865528.27	2142964.95	2450375.63	总投资收益率	3.70%	4.66%	4.35%	3.98%
保户储金及投资款	622915.00	633240.71	738264.10	852883.36	保单继续率 (13 个月)	91.40%	91.40%	91.40%	91.40%
应付保单红利	52591.00	62167.91	72478.50	83731.15	偿付能力				
其他负债	1702275.00	2320132.95	2638094.01	2983304.00	寿险偿付能力充足率	218.80%	227.55%	227.55%	227.55%
负债合计	6459317.00	7189990.63	8072379.96	9035292.12	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	18410.87	25485.52	33466.97	每股指标 (元)				
一般风险准备	55794.00	59081.83	62805.33	79608.37	摊薄 EPS	5.88	10.09	11.42	12.89
未分配利润	334182.00	350621.14	406473.62	427477.42	每股净资产	30.44	37.78	41.82	44.77
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	690611.77	764436.04	818474.28	每股经营现金/EPS	-	-	-	-
少数股东权益	127135.00	147771.38	171260.37	197779.14	每股内含价值	54.84	64.29	75.79	88.56
负债及股东权益	7142960.00	8028373.77	9008076.37	10051545.54	每股一年新业务价值	5.10	5.56	6.30	7.25
现金流量表				(百万)	估值	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-	-	-	-	P/EV	1.34	1.14	0.97	0.83
投资活动现金流	-	-	-	-	VNBX	3.96	1.67	-0.31	-2.08
融资活动现金流	-	-	-	-	PE	11.79	9.60	8.47	7.51
净现金总变化	-	-	-	-	PB	2.27	2.28	2.06	1.93

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>