

中国平安 (601318.SH)

逆境中稳健前行，业绩保持高速增长

核心观点：

● 价值成长稳健

集团内含价值 9,273.76 亿元，较上年末增长 12.39%；寿险内含价值 5,723.36 亿元，较上年末增长 15.30%；寿险及健康险新业务价值 387.57 亿元，同比增长 0.2%，第二季度同比增长 9.9%。

● 盈利情况良好

得益于寿险高价值业务的持续贡献、以及资产管理和金融科技等业务利润的大幅增长，2018 上半年实现归属于母公司股东净利润 580.95 亿元，同比增长 33.8%；营运利润 593.39 亿元，同比增长 23.3%。

● 寿险表现优异

实现净利 343.28 亿元，大幅增长 44.2%；新业务价值率 38.5%，同比提升 4.1 个百分点。代理人渠道量质齐升，新业务价值率 48.1%，同比提升 6.5 个百分点；代理人规模达 139.9 万人，同比增长 5.5%。业务结构优化，长期健康险 4,46.91 亿元，同比增长 40.0%。

● 财险综合成本率及结构优化

综合成本率进一步优化，上半年为 95.8%，同比下降 0.3 个百分点。业务结构有明显改善，非车险业务占比较同期提升 6.3 个百分点。

● 投资稳健

股票投资占比 9.5%，较上年末下降 1.6 个百分点；非标资产风控良好，以基建、非银、不动产为主，名义投资收益率 5.85%、总体剩余到期期限 4.22 年；97% 以上债权计划和信托计划外部信用评级为 AAA。受权益资产分红收入下降、以及全球市场大幅波动影响，上半年分别实现净投资收益率、总投资收益率 4.2%、4.0%，同比分别下降 0.8、0.9 个百分点。

● 盈利预测与投资评级

假设公司各项业务平稳增长，人寿保险剩余边际长期摊销稳定贡献利润，采用保险评估价值和分部估值结合的方法，预计 2018 至 2020 每年 EPS 分别为 5.99、6.96、8.25 元，对应报告股价 PE 分别为 9.9、8.5、7.2 倍，相应 P/EV 估值 1.1、0.94、0.81 倍，维持买入评级。

● 风险提示

外部金融环境发生重大变化带来系统性风险的传导，保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等，以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。

公司评级

买入

当前价格

59.42 元

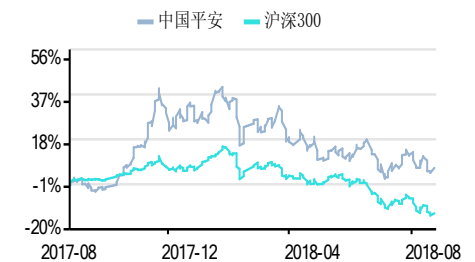
前次评级

买入

报告日期

2018-08-22

相对市场表现



分析师： 陈 福 S0260517050001



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师： 鲍 淼 S0260518020001



010-59136635



baomiao@gf.com.cn

相关研究：

中国平安 (601318.SH)：寿 2018-04-26

险质量改善增长承压，新会计准则压低利润增速

中国平安 (601318.SH)：业 2018-03-21

绩增长强劲，价值成长坚实

中国平安 (601318.SH)：NBV 2017-10-27

稳健增长，综合金融持续优化

目录索引

一、利润贡献更加多元化，寿险仍是主要来源	4
二、寿险人力逆势增加，续期业务高速增长	4
三、产险综合成本率有效控制，业务结构改善	6
四、投资稳健，资产风控良好	6
五、新业务价值实现正增长，营运利润稳定	6
盈利预测与投资评级	8
风险提示	8

图表索引

图 1: 代理人数量及增长情况	5
图 2: 寿险保费险种结构情况	5
表 1: 公司各项业务利润贡献情况	4
表 2: 产险业务同比增长及占比情况	6
表 3: 新业务价值同比增长及占比情况	7
表 4: 估值及盈利预测	8

一、利润贡献更加多元化，寿险仍是主要来源

公司保持核心金融业务的稳健发展，寿险业务依然是利润贡献的主体；同时，依托综合金融、互联网金融业态的长期培育，以及在金融科技方面的持续投入，其他资产管理业务、金融科技与医疗科技业务的贡献变得更加突出。

得益于寿险高价值业务的持续贡献，以及平安不动产、融资租赁、海外控股、陆金所控股等公司良好经营业绩，2018年公司实现归属于母公司股东净利润580.95亿元，同比增长33.8%（老准则下为624.05亿元、同比增长43.7%）；营运利润593.39亿元，同比增长23.3%。

表 1：公司各项业务利润贡献情况

归属于母公司股东净利润	2018H1（百万元）	2017H1 年（百万元）	增速（%）	2018H1 年占比	2017H1 年占比	变动（百分点）
寿险及健康险业务	33,791	23,576	43.33	58.17%	54.29%	3.88
财产保险业务	5,896	6,861	-14.07	10.15%	15.80%	-5.65
银行业务	7,756	7,281	6.52	13.35%	16.77%	-3.42
信托业务	1,693	2,260	-25.09	2.91%	5.20%	-2.29
证券业务	918	1,142	-19.61	1.58%	2.63%	-1.05
其他资产管理业务	6,548	3,557	84.09	11.27%	8.19%	3.08
金融科技与医疗科技业务	4,204	420	900.95	7.24%	0.97%	6.27
其他业务及合并抵消	-2,711	-1,670	62.34	-4.67%	-3.85%	-0.82
集团合并	58,095	43,427	33.78	100.00%	100.00%	-

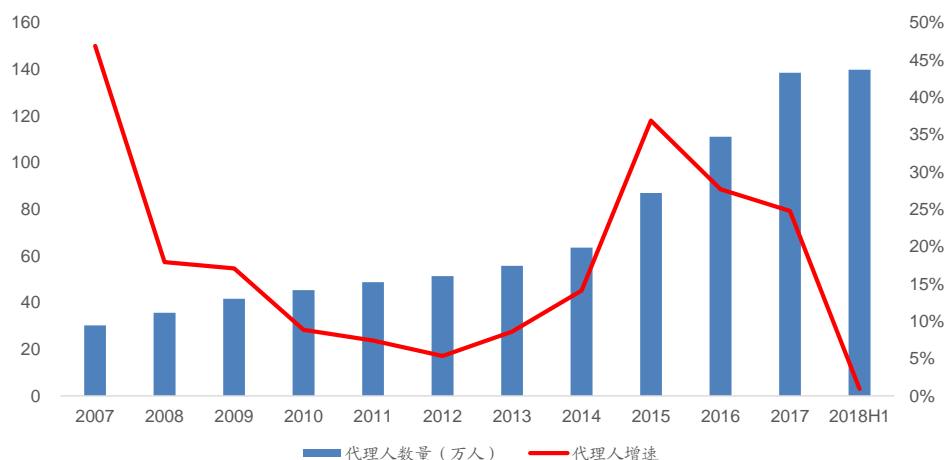
数据来源：上市公司财报、广发证券发展研究中心

二、寿险人力逆势增加，续期业务高速增长

2018年，寿险行业面临较大的负增长压力，平安在代理人产能及收入方面出现了不同程度的负增长，例如首年月人均规模保费9,453元、同比下滑24%。

同时，公司克服了行业人力负增长的压力，年中代理人规模达139.9万人，同比增长5.5%。

图1：代理人数量及增长情况

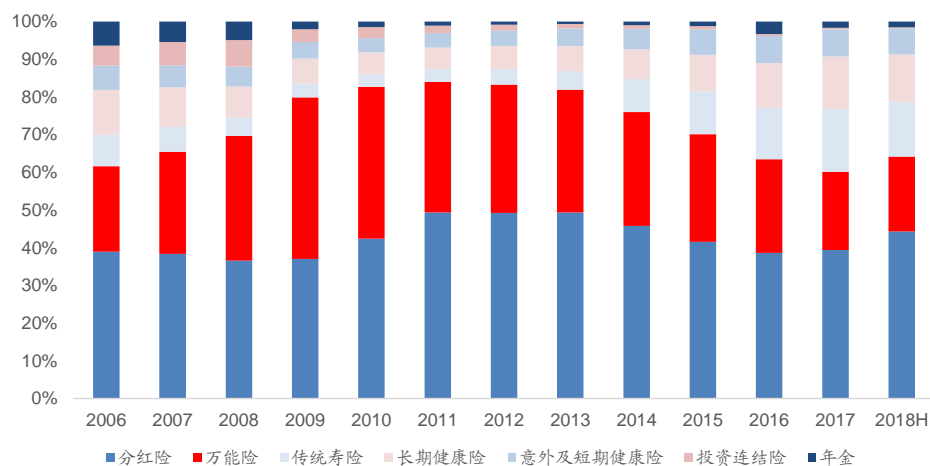


数据来源：上市公司财报、广发证券发展研究中心

2018上半年，新单业务增长压力较大，规模保费新单同比下滑10.6%；但得益于良好的期交业务结构，续期业务起到了较强的提振，续期业务同比增长44.1%；规模保费整体增长22.6%。新单业务占比下降较为明显，上半年占比30.33%、同比下降10.42个百分点。

从险种结构来看，保障型业务转型效果明显，传统寿险、长期健康险、意外及短期健康险规模同比大幅提升，分别增长25.8%、40.0%、31.1%。

图2：寿险保费险种结构情况



数据来源：上市公司财报、广发证券发展研究中心

三、产险综合成本率有效控制，业务结构改善

公司产险业务实现较快速增长，非车险业务增速尤为突出；同时，业务结构有明显改善，非车险业务占比较同期提升6.3个百分点。

表 2：产险业务同比增长及占比情况

产险原保费收入	2018H1（百万元）	2017H1（百万元）	增速（%）	2018H1 占比	2017H1 占比	变动（百分比）
车险	84,717	80,260	5.6	71.3%	77.6%	-6.3
非机动车辆保险	29,716	20,158	47.4	25.0%	19.5%	5.5
意外与健康保险	4,445	3,025	46.9	3.7%	2.9%	0.8
合计	118,878	103,443	14.9	100.0%	100.0%	-

数据来源：上市公司财报、广发证券发展研究中心

综合成本率为95.8%，保持行业领先，同比下降0.3个百分点；其中综合费用率38.4%、同比上升1.1个百分点，综合赔付率57.4%、同比下降1.4个百分点。保证保险（87.5%）、责任保险（89.6%）、意外伤害保险（76.2%）综合成本率控制比较理想。

四、投资稳健，资产风控良好

受权益资产分红收入下降、以及全球市场大幅波动影响，公司保险投资资产2018上半年分别实现净投资收益率、总投资收益率4.2%、4.0%，同比分别下降0.8、0.9个百分点。

在资产配置结构方面，公司大类资产结构相对稳定。

- 股票投资占比9.5%，较上年末下降1.6个百分点。
- 公司债券规模为1,725.76亿元，在可投资资产中占比6.7%；约93%信用评级为AA及以上，约80%为AAA评级。
- 非标债权类资产规模为3,624.84亿元，在可投资资产中占比14.1%，较上年末提升0.4个百分点；以基建、非银、不动产为主，名义投资收益率5.85%、总体期限7.49年，剩余到期期限4.22年；风险控制良好，97%以上债权计划和信托计划外部信用评级为AAA。

五、新业务价值实现正增长，营运利润稳定

在上半年新单负增长的压力下，通过新业务价值率的提升，寿险及健康险新业务价值实现了0.2%的同比增长，第二季度同比增长9.9%。电网销渠道对新业务价值的贡献有明显提升，长交储蓄型产品的新业务价值总量增长幅度最大。各类产品的新业务价值率较同期普遍有所提升，新业务价值率38.5%，同比提升4.1个百分点；其中，长期保障型业务新业务价值率可达93.6%，而个险的长交储蓄型产品和银保渠道的新业务价值率提升更加明显。

表 3: 新业务价值同比增长及占比情况

新业务价值	2018H1 (百万元)	2017H1 (百万元)	增速 (%)	2018H1 占比	2017H1 占比	变动 (百分比)
个人业务	38,644	38,537	0.28	99.71%	99.66%	0.05
代理人渠道	34,649	35,191	-1.54	89.40%	91.00%	-1.60
长期保障型	25,994	25,422	2.25	67.07%	65.74%	1.33
短交储蓄型	5,850	7,606	-23.09	15.09%	19.67%	-4.57
长交储蓄型	1,548	1,047	47.85	3.99%	2.71%	1.29
短期险	1,257	1,116	12.63	3.24%	2.89%	0.36
电销、互联网及其他渠道	3,551	2,873	23.60	9.16%	7.43%	1.73
银保渠道	445	472	-5.72	1.15%	1.22%	-0.07
团险业务	113	133	-15.04	0.29%	0.34%	-0.05
寿险及健康险业务合计	38,757	38,670	0.22	100.00%	100.00%	-

数据来源: 上市公司财报、广发证券发展研究中心

集团内含价值为9,273.76亿元, 较上年末增长12.39%; 寿险及健康险业务内含价值为5,723.36亿元, 较上年末增长15.30%。

归属于母公司股东的运营利润为593.39亿元, 同比增长23.3%。

集团、寿险及健康险业务上半年内含价值营运回报率分别为13.5%和17.6%, 同比分别下降1.9和4.2个百分点。

盈利预测与投资评级

公司传统金融和互联网金融业务互相依托、良性发展，寿险业务贡献长期稳定利润和价值成长，互联网金融和金融科技提供发展的外延，给公司带来强劲的内生增长和成长空间。此外，综合金融加科技的模式，在寿险行业面临增员瓶颈、从规模进一步向价值转变的发展阶段，更加具备整体竞争力和成长性，看好公司长期发展。

基于传统金融业务模式较为稳定，假设其各项业务平稳增长，人寿保险剩余边际长期摊销稳定贡献利润，采用保险评估价值和分部估值结合的方法，对未来相关指标进行预测。预计2018至2020每年EPS分别为5.99、6.96、8.25元，对应报告股价PE分别为9.9、8.5、7.2倍，相应P/EV估值1.1、0.94、0.81倍，维持买入评级。

表 4：估值及盈利预测

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
内含价值(百万元)	637,703	825,173	985,588	1,153,151	1,347,939
新业务价值(百万元)	50,805	67,357	73,145	84,624	95,931
归属于母公司股东净利润(百万元)	62,394	89,088	109,544	127,173	150,850
归属于母公司股东净资产(百万元)	383,449	473,351	560,622	643,560	742,418
EVPS (元)	34.89	45.14	53.92	63.08	73.74
1YrVNBPS (元)	2.78	3.68	4.00	4.63	5.25
BVPS (元)	20.98	25.89	30.67	35.21	40.61
EPS (元)	3.50	4.99	5.99	6.96	8.25
P/EV (倍)	2.12	1.64	1.10	0.94	0.81
PB (倍)	3.5	2.9	1.9	1.7	1.5
PE (倍)	21.7	15.2	9.9	8.5	7.2

数据来源：上市公司财报、广发证券发展研究中心

风险提示

外部金融环境发生重大变化带来系统性风险的传导，保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等，以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。

广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福： 首席分析师，经济学硕士，2017 年 3 月进入广发证券研究发展中心。
- 鲍 淼： 分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018 年进入广发证券发展研究中心。
- 商 田： 分析师，安徽财经大学金融学硕士，2014 年进入广发证券发展研究中心。
- 文京雄： 分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015 年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉： 研究助理，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。
- 陈韵杨： 研究助理，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号 太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号 国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。