

2019 年 03 月 13 日

中国平安 (601318.SH)

坚持价值品质提升，回购股权绘制蓝图

■事件：中国平安 2018 年实现归母营运利润约 1126 亿元 (YOY+19%)，归母净利润 1074 亿元 (YOY+21%)，实现新业务价值 723 亿元 (YOY+7.3%)，集团内含价值超过 1 万亿 (YOY+22%)，公司 2018 年全年发放每股股息 1.72 元 (YoY+15%)。我们认为 2018 年年报核心重点在于：(1) 坚持价值品质提升，个股优势进一步增强。公司延续“产品+”策略，聚焦保障拓展细分市场，保费结构有效优化，NBV Margin 同比增长 4.4 个 pct，有效抵御新单下滑压力，推动全年 NBV 同比增长 7.3%，领先市场同业。(2) I9 准则叠加市场波动，投资收益率受拖累。受 I9 准则的实施，加之 2018 年市场表现低迷，公司投资端业绩承受较大压力与波动，全年总投资收益率为 3.6%，净投资收益率为 5.2%。(3) 营运偏差好于预期，死差贡献进一步提升。受益于优异的运营管控、相对保守精算假设、保单结构优化等因素影响，营运偏差对营运利润贡献占比提升 115%；死差及费差对 NBV 贡献占比增长 2.2 个 pct 至 66%。(4) 陆金所价值重估，开启回购利好长期经营。陆金所 C 轮融资估值提升至 394 亿美元，贡献净利润 72 亿元。此外，公司将投入 50-100 亿元回购上限不超过 101.24 元/股，用于员工持股计划，利好公司长期经营稳定。

■个险业务保持领先，注重价值死差稳增长。2018 年公司寿险及健康险业务贡献营运利润 713 亿元 (YoY+34%)，平安寿险实现保费收入 4717 亿元 (YoY+21%)。公司寿险新业务价值达到 723 亿元，同比增长达到 7.3%，我们认为新业务价值增长的主要驱动因素是新单结构改善，注重价值聚焦保障，推动 NBV Margin 提升 (YOY+4.4 pct)，抵御个险新单 (YOY-7.5%) 下滑压力，实现新业务价值 723 亿元 (YOY+7.3%)。

(1) 代理人规模小幅增长，交叉销售提升效益。集团依托交叉销售优势以及产品策略调整，在行业代理人规模缩水的背景之下，集团代理人团队保持稳健并实现逆势扩张，截至 2018 年底代理人数量达到 142 万人 (YOY+2.3%)，交叉销售规模显著增长 (YOY+25%)，有效降低因储蓄型保费下滑而拖累收入的影响，代理人收入达到 6294 元/人均每月，同比增长 0.7%。相较于同业，集团寿险代理人产能更高，在市场竞争中更具优势，代理人产能有望保持稳步增长。

(2) 注重价值聚焦保障，剩余边际稳健增长。2018 年公司个险渠道长期保障产品 NBV Margin 达到 94.7%，显著高于其他类型产品，长期保障型产品对于个险新业务贡献增至 43% (YOY+14 个 pct)，推动整体新业务价值率提升 44% (YOY+4.4 pct)。在新业务贡献的推动下 (1775 亿元) 寿险及健康险业务剩余边际余额达到 7866 亿元，未来剩余边际长期稳定释放。

■产险表现优于同业，综合成本率保持稳固。2018 年公司实现保费收入 2474 亿元 (YoY+15%)，其中车险保费收入同比提升 13% (占比 76%)。产险业务综合成本率为 96%，税前利润达 195 亿元 (YOY+3.3%)。受手续费率居高不下导致公司所得税大增，拖累净利润增速 (YOY-8.2%)。随着商车费改进一步深化，报行合一等监管举措严格实施，有利于改善当前产险竞争格局，利好于行业龙头业绩改善。

■I9 准则叠加市场波动，投资收益率受拖累。受 I9 准则的实施，加之 2018 年市场表现低迷 (上证综指 YOY-25%)，公允价值变动损益达到 -282 亿元，总投资收益率 3.6% (YoY-2.5 个 pct)，净投资收益率为 5.2% (YOY-0.6 个 pct)。受所持股票股价贬值以及降低权益收益波动等因素影响，股基资产占比下滑至 9.9% (YOY-2.6 个 pct)。考虑到年初以来，市场行情大幅反弹，金融板块等重仓板块表现优异，集团投资收益今年有望大幅改善。

■内含价值首次突破万亿，营运偏差贡献超预期。2018 年平安寿险及健康险内含价值首次突破万亿 (YOY+22%)，其中营运偏差贡献 139 亿元，好于市场此前普遍预期，体现了公司优异的经营管控能力。新业务价值创造占内含价值增量的 52%，其中死差、费差对于新业务价值贡献占比增至 66%，成为推动公司内含价值增长的主要驱动力。

■陆金所高估值贡献利润，高分红与回购吸引长期投资者。因陆金所新一轮融资额达到 394 亿美元，集团重估所持可转换本票，增加净利润 72 亿元。此外，集团派发 1.72 元/每股现金分红 (YOY+15%)，并启动首次回购计划，计划回购 50 亿元-100 亿元，所回购股份将用于员工持股计划，这不仅将有助于吸引长期机构投资者，更有利于捆绑员工与股东利益，利好公司长期健康发展。

■维持买入-A 投资评级。预计中国平安 2019-2021 年 EPS 分别为 7.1 元、8.7 元、9.5 元，对应 2019 年 P/EV 为 1.0 倍，维持买入评级，6 个月目标价为 80 元。

■风险提示：权益市场大幅波动、监管政策不确定性、保费收入大幅下滑等。

摘要(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
营业收入	890,882	976,832	1,170,557	1,346,140	1,553,311
归属于母公司净利润	89,088	107,404	129,223	158,672	174,398
每股收益(元)	4.87	6.09	7.1	8.7	9.5
每股净资产	25.9	30.4	35.3	40.5	46.6
估值水平					
P/E	14.7	11.9	10.1	8.2	7.5
P/B	2.8	2.3	2.0	1.8	1.5
P/EV	1.6	1.3	1.0	0.9	0.8

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司动态分析

证券研究报告

保险

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价：

80.00 元

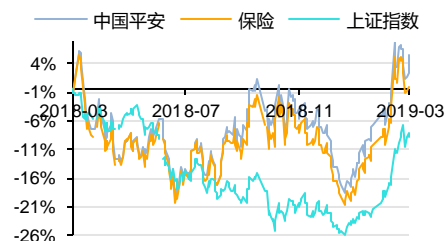
股价 (2019-03-13)

71.54 元

交易数据

总市值(百万元)	1,307,768.47
流通市值(百万元)	774,968.82
总股本(百万股)	18,280.24
流通股本(百万股)	10,832.66
12 个月价格区间	55.18/74.09 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.18	-3.13	12.55
绝对收益	11.1	13.2	3.54

张经纬

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060002

zhangjw1@essence.com.cn

021-35082392

蒋中煜

报告联系人

jiangzy@essence.com.cn

021-35082609

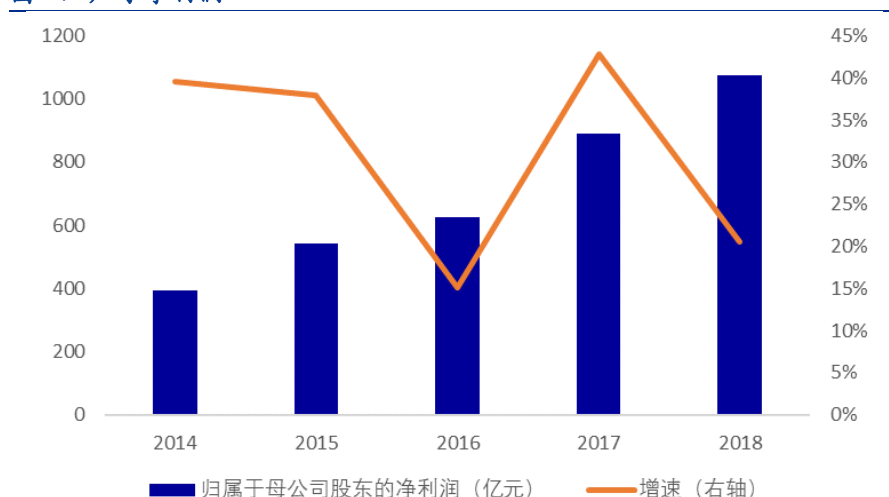
相关报告

中国平安：【安信非银】中国平安三季报点评：营运利润稳健增长，拟大额回购市场首例/赵湘怀	2018-10-30
中国平安：寿险增长利润释放，零售金控逆势发展/赵湘怀	2018-08-22
中国平安：保险龙头聚焦零售，金融科技提升价值/赵湘怀	2018-03-21

■事件：中国平安 2018 年实现归母营运利润约 1126 亿元 (YOY+19%)，归母净利润 1074 亿元(YOY+21%)，实现新业务价值 723 亿元 (YOY+7.3%)，集团内含价值超过 1 万亿 (YOY+22%)，公司 2018 年全年发放每股股息 1.72 元 (YoY+15%)。

我们认为 2018 年年报核心重点在于：(1) 坚持价值品质提升，个险优势进一步增强。公司延续“产品+”策略，聚焦保障拓展细分市场，保费结构有效优化，NBV Margin 同比增长 4.4 个 pct.，有效抵御新单下滑压力，推动全年 NBV 同比增长 7.3%，领先市场同业。(2) I9 准则叠加市场波动，投资收益率受拖累。受 I9 准则的实施，加之 2018 年市场表现低迷，公司投资端业绩承受较大压力与波动，全年总投资收益率为 3.6%，净资产收益率 5.2%。(3) 营运偏差好于预期，死差益贡献进一步提升。受益于优异的运营管控、相对保守精算假设、保单结构优化等因素影响，营运偏差对营运利润贡献占比提升 115%；死差及费差对 NBV 贡献占比增长 2.2 个 pct.至 66%。(4) 陆金所价值重估，高分红与回购吸引长期投资者。陆金所 C 轮融资估值提升至 394 亿美元，贡献净利润 72 亿元。此外，公司将投入 50-100 亿元回购上限不超过 101.24 元/股，所购买股份用于员工持股计划，利好公司长期经营稳定。

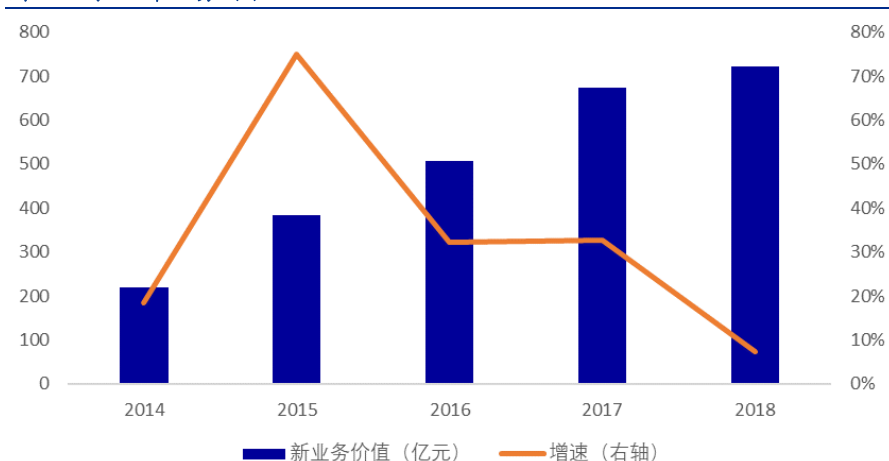
图 1：归母净利润



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

■个险业务保持领先，注重价值死差稳增。2018 年公司寿险及健康险业务贡献营运利润 713 亿元 (YoY+34%)，平安寿险实现保费收入 4717 亿元 (YoY+21%)。公司寿险新业务价值达到 723 亿元，同比增速达到 7.3%，我们认为新业务价值增长的主要驱动因素是新单结构改善，注重价值聚焦保障，推动 NBV Margin 提升(YOY+4.4 pct.)，抵御个险新单(YOY -7.5%)下滑压力，实现新业务价值 723 亿元(YOY+7.3%)。

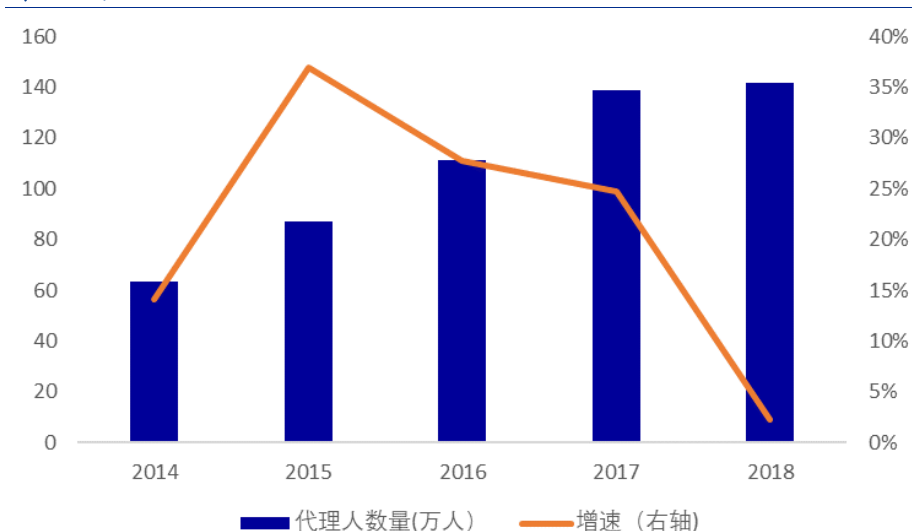
图 2：寿险新业务价值



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

- (1) **代理人规模小幅增长，交叉销售提升效益。**集团依托交叉销售优势以及产品策略调整，在行业代理人规模缩水的背景之下，集团代理人团队保持稳健并实现逆势扩张，截至 2018 年底代理人数量达到 142 万人 (YOY+2.3%)，交叉销售规模显著增长 (YOY+25%)，有效降低因储蓄型保费下滑而拖累收入的影响，代理人收入达到 6294 元/人均每月，同比增长 0.7%。相较于同业，集团寿险代理人产能更高，在市场竞争中更具优势，代理人产能有望保持稳步增长。

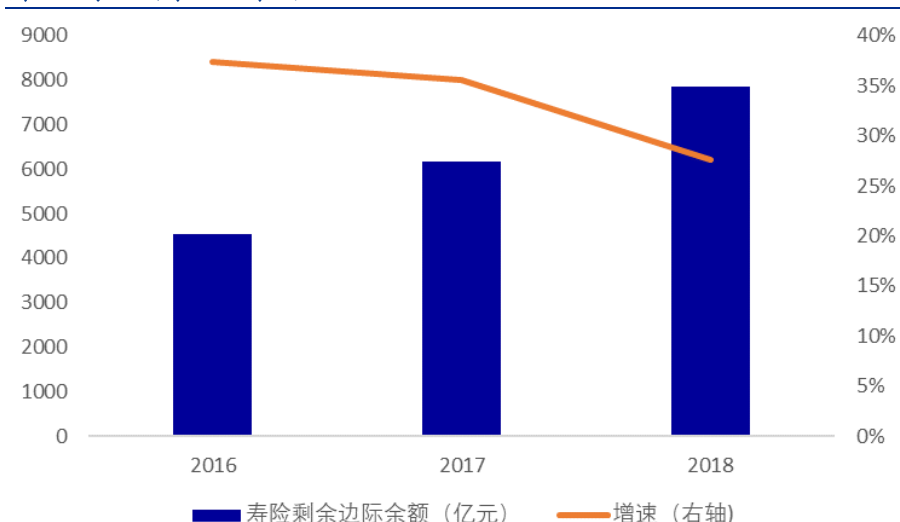
图 3：代理人规模



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

- (2) **注重价值聚焦保障，剩余边际稳健增长。**2018 年公司个险渠道长期保障产品 NBV Margin 达到 94.7%，显著高于其他类型产品，长期保障型产品对于个险新业务贡献增至 45% (YOY+14 个 pct.)，推动整体新业务价值率达到 44%(YOY+4.4 个 pct.)。在新业务贡献的推动下 (1775 亿元) 寿险及健康险业务剩余边际余额达到 7866 亿元，未来剩余边际长期稳定释放。

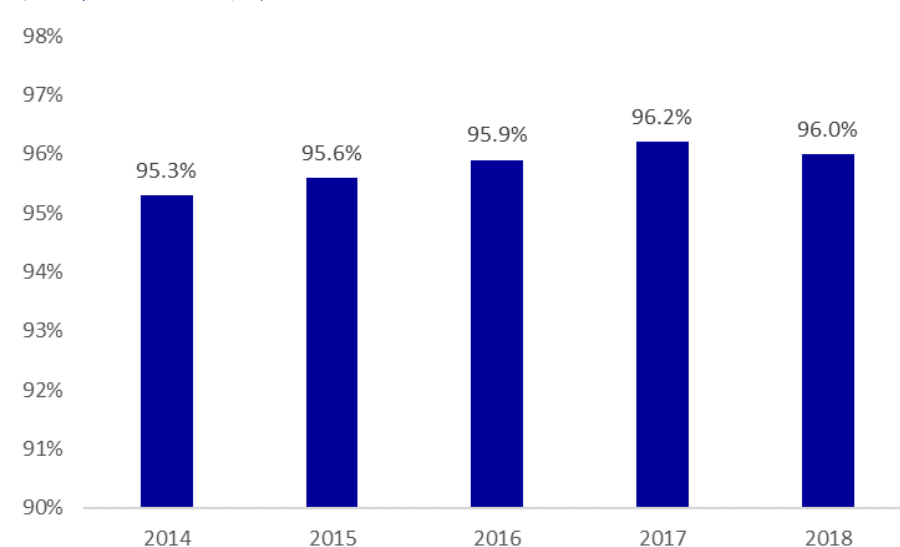
图 4：寿险剩余边际余额



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

■产险表现优于同业，综合成本率保持稳固。2018 年公司实现保费收入 2474 亿元 (YoY+15%)，其中车险保费收入同比提升 13% (占比 76%)。产险业务综合成本率为 96%，税前利润达 195 亿元 (YOY+3.3%)。受手续费率居高不下导致公司所得税大增，拖累净利润增速 (YOY-8.2%)。随着商车费改进一步深化，报行合一等监管举措严格实施，有利于改善当前产险竞争格局，利好于行业龙头业绩改善。

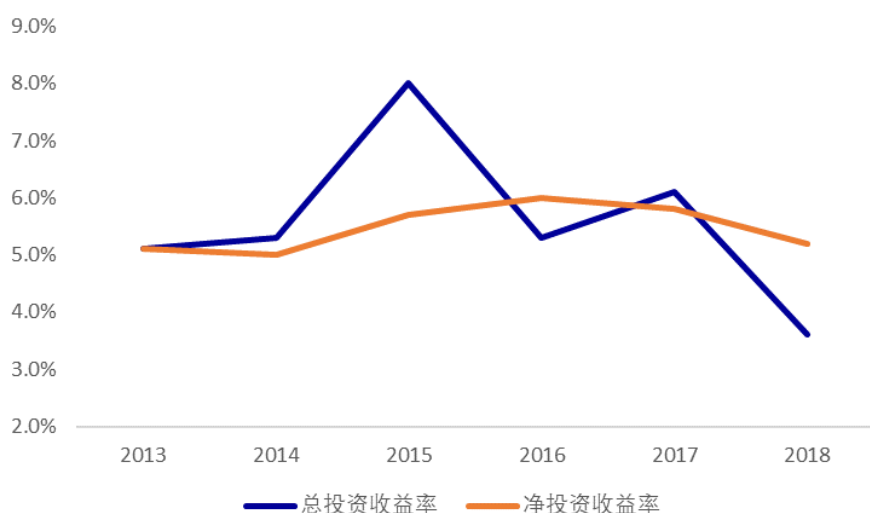
图 5：产险综合成本率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

■I9 准则叠加市场波动，投资收益率受拖累。受 I9 准则的实施，加之 2018 年市场表现低迷 (上证综指 YOY -25%)，公允价值变动损益达到 -282 亿元，总投资收益率 3.6% (YoY-2.5 个 pct.)，净投资收益率 5.2% (YOY -0.6 个 pct.)。受所持股票股价贬值以及降低权益收益波动等因素影响，股基资产占比下滑至 9.9% (YOY -2.6 个 pct.)。考虑到年初以来，市场行情大幅反弹，金融板块等重仓板块表现优异，集团投资收益今年有望大幅改善。

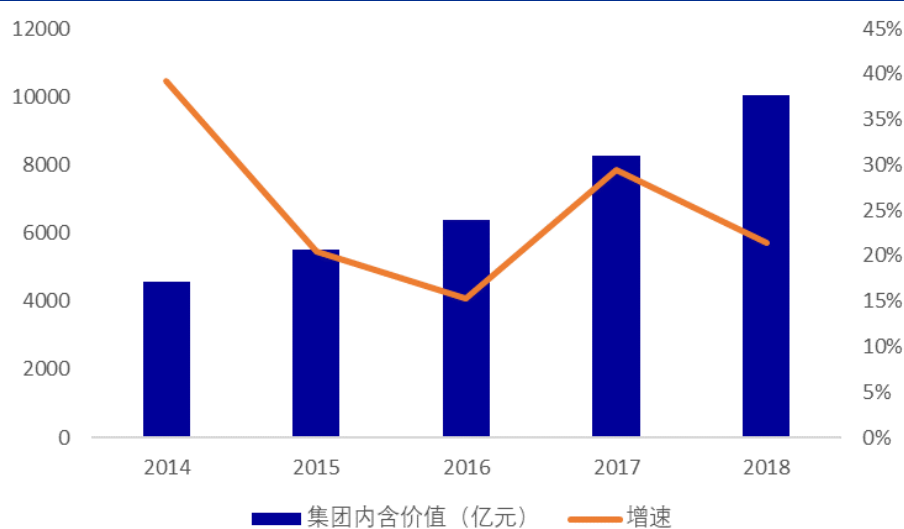
图 6：投资收益率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

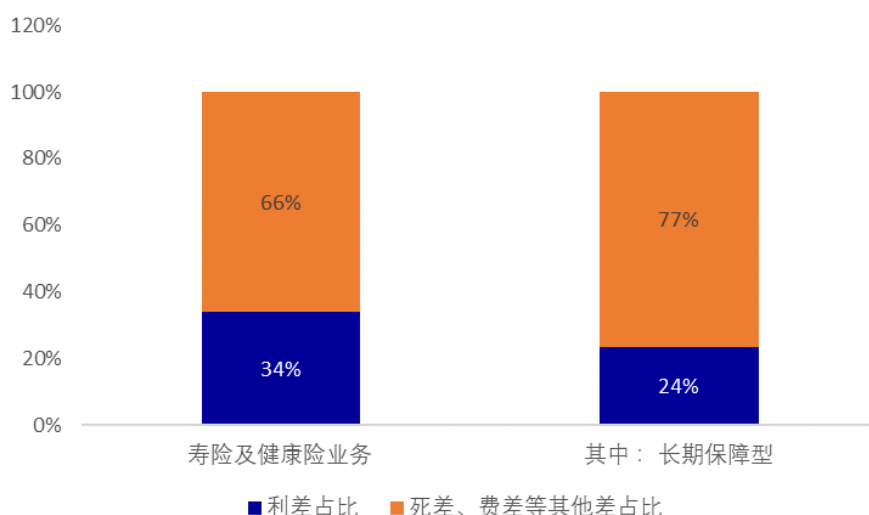
■ 内含价值首次突破万亿，营运偏差贡献超预期。2018 年平安寿险及健康险内含价值首次突破万亿 (YOY+22%)，其中营运偏差贡献 139 亿元，好于市场此前普遍预期，体现了公司优异的经营管控能力。新业务价值创造占内含价值增量的 52%，其中死差、费差对于新业务价值贡献占比增至 66%，成为推动公司内含价值增长的主要驱动力。

图 7：集团内含价值



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8：三差新业务价值贡献占比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

■陆金所高估值贡献利润，高分红与回购吸引长期投资者。因陆金所新一轮融资额达到 394 亿美元，集团重估所持有可转换本票，增加净利润 72 亿元。此外，集团派发 1.72 元/每股现金分红(YOY+15%)，并启动首次回购计划，计划回购 50 亿元-100 亿元，所回购股份将用于员工持股计划，这不仅将有助于吸引长期机构投资者，更有利于捆绑员工与股东利益，利好公司长期健康发展。

■维持买入-A 投资评级。预计中国平安 2019-2021 年 EPS 分别为 7.1 元、8.7 元、9.5 元，对应 2019 年 P/EV 为 1.0 倍，维持买入评级，6 个月目标价为 80 元。。

■风险提示：权益市场大幅波动、监管政策不确定性、保费收入大幅下滑等。

财务报表预测和估值数据汇总

(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	890,882	976,832	1,170,557	1,346,140	1,553,311	投资资产-定期存款	163,074	201,251	265,651	305,499	290,224
已赚保费	572,990	677,703	742,085	864,529	1,033,112	投资资产-债券	1,071,668	1,279,765	1,535,718	1,842,862	2,211,434
提取未到期责任准备金	7,945	7,818	11,036	10,958	10,108	投资资产-其他	86,405	105,501	128,351	155,655	188,284
投资收益及公允价值变动	159,190	46,305	120,619	141,632	162,877	固定到期日投资	272,474	231,801	313,345	243,391	329,012
其他收入	150,757	245,006	296,816	329,022	347,215	投资资产-权益	47,769	53,356	56,024	58,825	61,766
营业支出	756,124	813,494	974,362	1,105,211	1,288,494	投资资产-基建	139,169	116,532	127,020	146,073	159,219
退保金	20,519	21,539	23,693	26,062	29,033	投资	28,341	24,669	27,876	33,172	37,485
赔付支出	159,113	203,323	229,755	259,623	298,567	投资资产-现金及其他等价物	2,449,474	2,794,620	3,347,675	3,588,708	4,180,845
提取保险责任准备金	220,024	190,990	220,784	275,981	340,919	发放贷款及垫款	1,660,864	1,929,842	2,219,318	2,330,284	2,773,038
保单红利支出	13,129	16,445	17,103	17,787	20,106	其他资产	2,382,737	2,418,498	2,032,402	2,204,761	1,779,152
保险业务手续费及佣金支出	114,559	130,383	139,510	149,275	162,710	资产合计	6,493,075	7,142,960	7,599,395	8,123,753	8,733,035
业务及管理费	139,688	147,697	155,082	162,836	185,633	准备金	1,202,649	1,391,299	1,572,168	1,872,790	2,194,248
资产减值损失	45,251	43,518	39,469	49,336	55,997	保户储金及投资款	548,846	622,915	591,769	872,706	1,023,694
其他支出	43,841	101,408	148,966	164,310	195,529	其他负债	5,356,312	5,836,402	4,649,269	4,474,139	4,475,357
营业利润	134,758	163,338	196,194	240,929	264,817	负债合计	5,905,158	6,459,317	6,813,206	7,219,636	7,693,299
营业外收支	-18	-187	100	100	100	归属母公司所有者权益	473,351	556,508	644,489	741,091	852,330
利润总额	134,740	163,151	196,294	241,029	264,917	少数股东权益	114,566	127,135	141,700	163,026	187,405
所得税费用	34,762	42,699	51,373	63,081	69,333	股东权益合计	587,917	683,643	786,189	904,118	1,039,736
净利润	99,978	120,452	144,921	177,949	195,584						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

估值水平	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	每股数据	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
P/B	2.76	2.35	2.03	1.76	1.53	每股净资产	25.9	30.4	35.3	40.5	46.6
P/E	14.68	11.88	10.12	8.24	7.50	每股盈利	4.9	6.0	7.1	8.7	9.5
P/EVPS	1.6	1.3	1.0	0.9	0.8	每股内涵价值	45.1	54.8	71.8	83.6	94.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张经纬声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
北京联系人	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034