

2018 年 10 月 30 日
中国平安 (601318.SH)

营运利润稳健增长，拟大额回购市场首例

■ **事件：**根据三季报，中国平安 2018 年前三季度实现归母净利润 856 亿元 (YOY+20%)，实现归母净利润 794 亿元 (YOY+20%)。我们认为公司 2018 年三季度核心边际变化包括：(1) 受权益市场波动影响，第三季度归母净利润下滑 7%，营运利润增速保持相对稳健。(2) 代理人规模达 143 万人，较年初增长 3.2%，聚焦保障型产品转型，新业务价值增速同比增长 3.2%，维持领先同业。(3) 公司拟启动回购不超过 10% 股票，彰显管理层对于公司股价信心。

■ **营运利润稳健增长，权益市场波动影响投资收益。**2018 年前三季度公司实现 794 亿元，(YOY+20%)，其中第三季度净利润 213 亿元，(YOY -7%)。我们认为这主要受 I9 会计准则所限、权益市场波动以及自身较高权益持仓，导致净利润指标不及市场预期。如果剔除短期波动因素，寿险前三季度营运利润为 856 亿元 (YOY +20%)；剔除 I9 准则影响的寿险净利润为 521 亿元 (YOY+23%)。产险受股市波动、税收等因素，前三季度运营利润为 81 亿元 (YOY-22%)。

■ **代理人稳步增长，新业务价值领先同业。**2018 年前三季度，公司代理人规模 143 万人，较年初增长 3.2%。整体代理人团队保持稳健增长态势，人均产能有所改善，推动前三季度新单保费同比增速缩窄至-7.4%，负债端呈现持续修复态势。此外，二季度以来，公司不断丰富保障产品、升级产品线，延续“产品+”策略，在“福满分”、“爱满分”基础上，并于 10 月推出“福满分”，加大保障产品新单比例，推动新业务价值率持续提升。前三季度公司新业务价值率提升至 42.1%，较二季度提高 1 个 pct。我们预计公司新业务价值增速有望实现 8% 左右增速，领先行业同业。

■ **产险盈利能力保持稳定，投资税收拖累业绩。**2018 年前三季度平安产险实现保费收入 1811 亿元 (YoY+15%)，市场份额达到 19%，同时平安产险净利润同比下滑 22%，较中报 14% 进一步扩大。我们认为主要原因是受到市场环境投资表现欠佳，以及手续费及佣金支出较高带来的所得税大幅提升。公司提升产险业务的盈利能力和经营效率，前三季度综合成本率维持在 96%，预计 2018 年全年产险业务综合成本将保持在 96% 左右。

■ **金融科技增速亮眼，驱动公司价值增长。**平安致力于“金融+科技”双轮驱动，2018 年前三季度公司金融科技业务贡献净利润 54 亿元 (YOY+700%) 主要受益于陆金所控股与好医生等子公司持续快速增长，其中陆金所管理贷款余额较年初增长 20.7% 达到 3481 亿元。

■ **零售客户基础不断增长，交叉销售潜力巨大。**2018 年前三季度公司平安集团个人客户总量达到 1.81 亿 (YoY+19%)，其中持有多家子公司合同客户数超过 5000 万 (YoY+19%)，持有多个合同客户占比提升 5.4 个百分点。我们认为客户迁徙与转化是推动集团整体发展的关键因素之一，未来随着客户迁徙不断深入，以及个人客户与互联网用户的不断增加，公司价值将持续提升。

■ **回购不超过 10% 股票，看好公司长期价值。**公司公告称拟回购不超过 10% 比例股票，按照目前公司 1.1 万亿市值来计算，总额将不超过 1100 亿元，有望成为 A 股回购体量最大的案例，目前公司持有 4657 亿元现金及等价物，现金流充沛，我们认为此次回购有望显著提升公司价值，彰显平安管理层对于公司长期价值看好。

■ **维持买入-A 投资评级。**预计中国平安 2018-2020 年归母净利润同比增速达到 30%、26%、22%，EPS 分别为 6.33 元、7.97 元、9.73 元，6 个月目标价为 70 元。

■ **风险提示：**政策风险/市场风险/利率风险

摘要(百万元)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
寿险保费收入	252,730	303,276	355,274	475,895	594,869	713,843	856,611
财险保费收入	143,150	177,152	177,908	215,984	252,701	298,188	348,879
归属于母公司净利润	39,279	54,203	62,394	89,088	115,644	145,764	177,842
每股收益(元)	4.93	2.98	3.41	4.87	6.33	7.97	9.73
每股净资产(元)	31.68	18.28	20.98	25.89	30.32	34.87	40.09
市盈率	12.05	19.94	17.41	12.19	9.80	7.78	6.37
市净率	1.88	3.25	2.83	2.29	2.04	1.78	1.55

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

保险

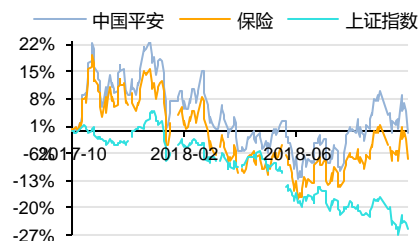
 投资评级 **买入-A**
维持评级

 6 个月目标价：**70 元**
 股价 (2018-10-29) **62.00 元**

交易数据

总市值(百万元)	1,133,374.97
流通市值(百万元)	671,625.20
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	55.22/78.76 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.41	14.41	25.43
绝对收益	-9.49	2.87	-0.17

赵湘怀

分析师

 SAC 执业证书编号：S1450515060004
 zhaoxh3@essence.com.cn
 021-35082987

张经纬

分析师

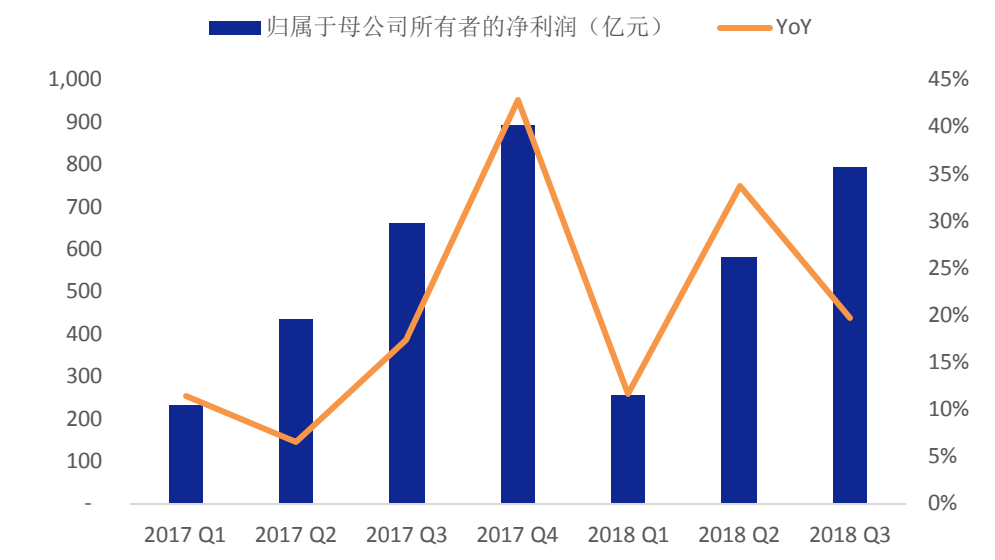
 SAC 执业证书编号：S1450518060002
 zhangjw1@essence.com.cn
 021-35082392

相关报告

- 中国平安：寿险增长利润释放，零售金控逆势发展/ 2018-08-22 赵湘怀
- 中国平安：保险龙头聚焦零售，金融科技提升价值/ 2018-03-21 赵湘怀
- 中国平安：科技提升金融价值，输出四大生态圈/ 2017-11-21 赵湘怀
- 中国平安：金融科技双轮驱动，量能双升浮盈大增/ 2017-10-30 赵湘怀
- 中国平安：零售客户量价齐升，科技金融价值聚变/ 2017-08-18 赵湘怀

事件：中国平安 2018 年前三季度实现归母营运利润 856 亿元 (YOY+20%)，实现归母净利润 794 亿元 (YOY+20%)，其中第三季度净利润 213 亿元，(YOY -7%)。我们认为这主要受 I9 会计准则所限、权益市场波动以及自身较高权益持仓，导致净利润指标不及市场预期。

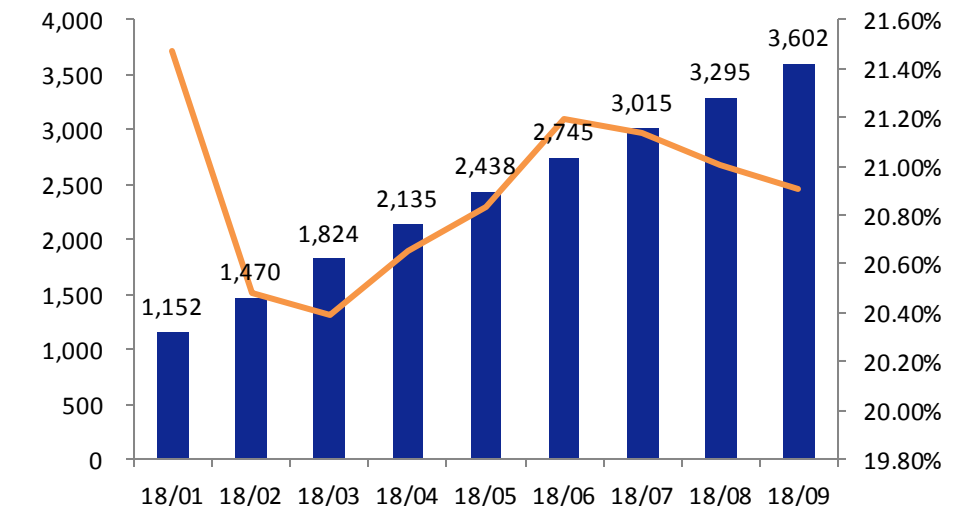
图 1：中国平安归母净利润



资料来源：安信证券研究中心

中国平安 2018 年前三季度实现 3602 亿元保费，同比增长 21%，主要受续期保费所拉动，其中新单保费达 1315 亿元，同比下滑 7.4%。

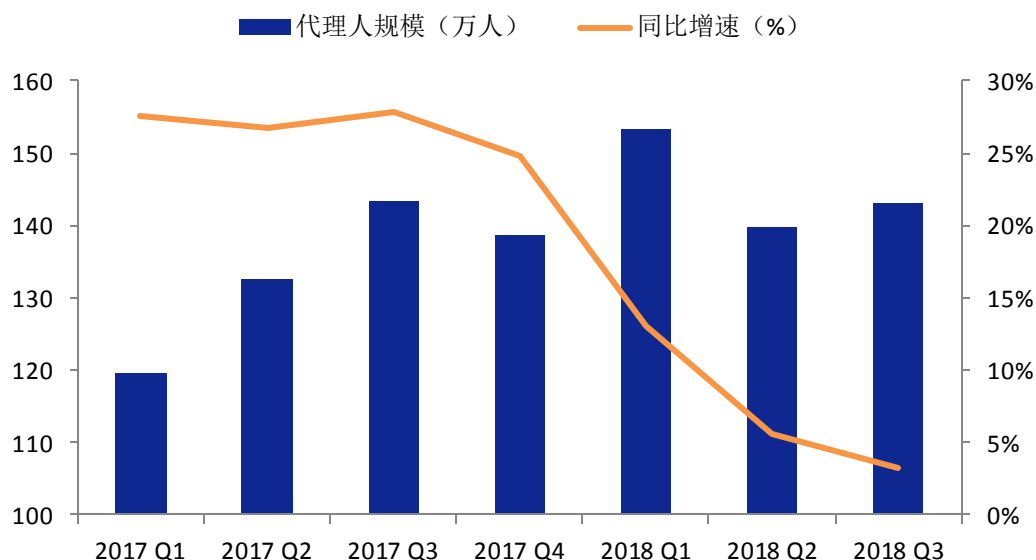
图 2：寿险保费同比高增长



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

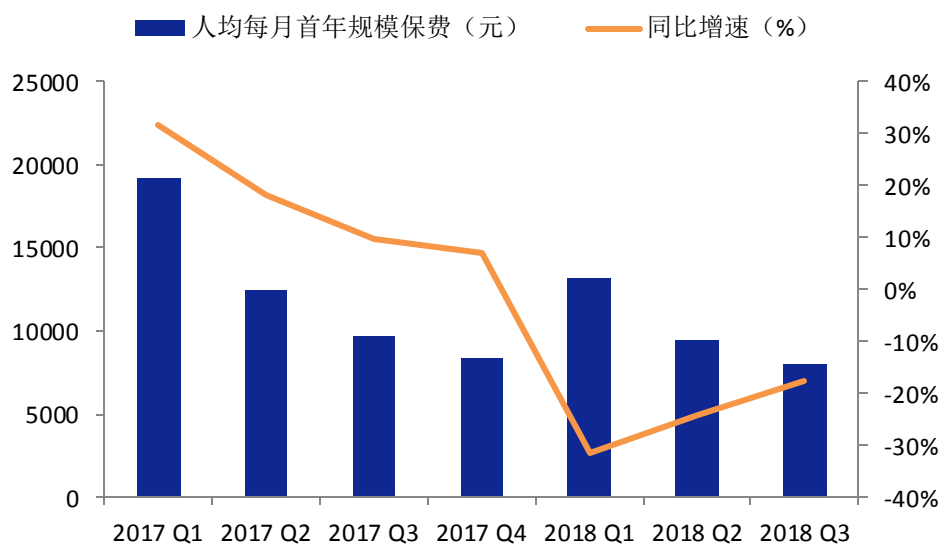
■**代理人稳步增长，新业务价值领先同业。**2018 年前三季度，公司代理人规模 143 万人，较年初增长 3.2%。整体代理人团队保持稳健增长态势，人均产能有所改善，推动前三季度新单保费同比增速缩窄至-7.4%，负债端呈现持续修复态势。此外，二季度以来，公司不断丰富保障产品、升级产品线，延续“产品+”策略，在“福满分”、“爱满分”基础上，并于 10 月推出“福满分”，加大保障产品新单比例，推动新业务价值率持续提升。前三季度公司新业务价值率提升至 42.1%，较二季度提高 1 个 pct。我们预计公司新业务价值增速有望实现 8%左右增速，领先行业同业。

图 3：代理人规模保持稳健



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4：人均产能逐步改善

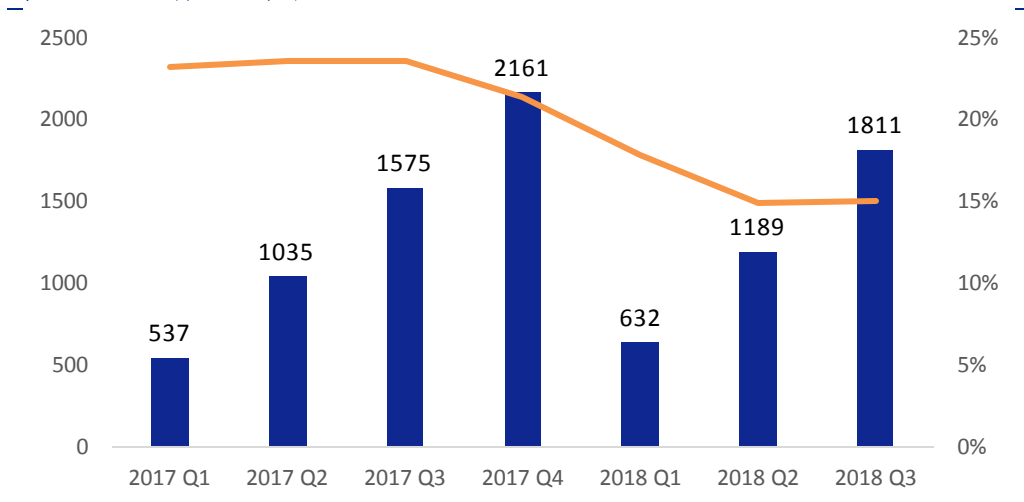


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

■产险盈利能力保持稳定，投资税收拖累业绩。

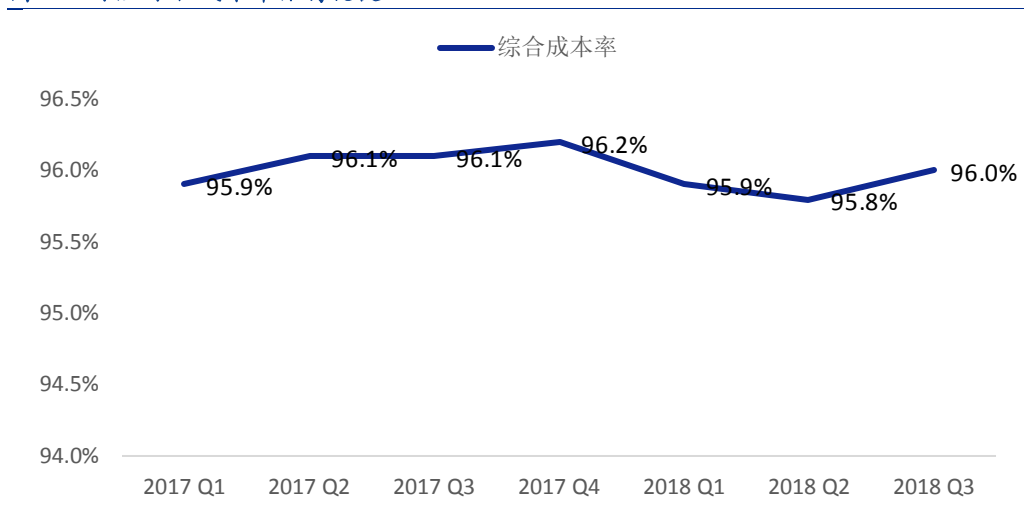
2018 年前三季度平安产险实现保费收入 1811 亿元 (YoY+15%)，市场份额达到 19%，同时平安产险净利润同比下滑 22%，较中报 14%进一步扩大。我们认为主要原因是受到市场环境因素影响投资表现欠佳（总投资收益率 4.0%，较中报数据下滑 0.2 个百分点），以及手续费及佣金支出较高带来的所得税大幅提升。公司提升产险业务的盈利能力和经营效率，前三季度综合成本率维持在 96%，预计 2018 年全年产险业务综合成本将保持在 96%左右。

图 5：财险保费同比高增长



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 6：财险综合成本率保持稳健



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
利润表						资产负债表					
(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	712,453	890,882	927,176	1,270,241	727,971	投资资产-定期存款	336,955	407,610	494,906	599,362	724,179
已赚保费	441,620	572,990	697,000	971,549	334,924	投资资产-债券	1,263,581	1,401,159	1,701,239	2,060,307	2,489,367
提取未到期责任准备金	10,170	7,945	7,818	12,984	10,958	投资资产-其他固定到期日投资	73,709	89,165	108,261	131,110	158,414
投资收益及公允价值变动	113,509	159,190	164,546	197,160	236,268	投资资产-权益投资	315,895	382,134	463,974	561,902	678,918
其他收入	147,154	150,757	57,813	88,548	145,820	投资资产-基建投资	21,060	25,476	30,932	37,460	45,261
营业支出	619,085	756,124	741,356	1,032,840	438,309	投资资产-现金及其他等价物	94,769	242,018	293,850	355,871	429,982
退保金	16,050	20,519	36,302	33,397	11,513	投资资产-其他资产	84,239	101,903	123,726	149,840	181,045
赔付支出	140,236	159,113	230,010	340,042	117,223	投资资产	2,105,968	2,547,563	3,093,162	3,746,012	4,526,122
提取保险责任准备金	149,613	220,024	188,190	254,546	73,683	发放贷款及垫款	64,634	83,203	75,969	88,884	103,994
保单红利支出	11,236	13,129	12,980	17,783	10,192	其他资产	3,406,301	3,862,309	4,427,766	5,053,475	5,769,278
保险业务手续费及佣金支出	78,742	114,559	58,083	80,962	27,910	资产合计	5,576,903	6,493,075	7,596,898	8,888,370	10,399,393
业务及管理费	129,997	139,688	130,688	202,406	73,265	准备金	1,058,844	-	1,459,681	1,711,121	2,006,036
资产减值损失	48,894	45,251	28,533	39,469	27,910	保户储金及投资款	472,557	548,846	682,171	797,845	934,798
其他支出	44,317	43,841	56,569	64,234	96,612	其他负债	3,559,041	5,356,312	4,778,941	5,601,884	6,564,410
营业利润	93,368	134,758	185,820	237,401	289,662	负债合计	5,090,442	5,905,158	6,920,793	8,110,850	9,505,245
营业外收支	359	372	454	546	651	归属母公司所有者权益	383,449	473,351	554,286	637,383	732,919
利润总额	94,411	134,740	185,773	237,324	289,550	少数股东权益	103,012	114,566	121,819	140,138	161,229
所得税费用	22,043	34,762	46,443	61,704	75,283	股东权益合计	486,461	587,917	676,105	777,520	894,148
净利润	72,368	99,978	139,330	175,619	214,267	内含价值					
每股数据	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
每股净资产	21.0	25.9	30.3	34.9	40.1	期末内涵价值	637,702	825,172	1,000,970	1,305,170	1,725,702
每股盈利	3.4	4.9	6.3	8.0	9.7	经调整净资产	407,340	512,713	549,147	634,883	726,902
每股内涵价值	34.9	45.1	54.8	71.4	94.4	有效业务价值	230,362	312,459	451,823	670,286	998,800
估值水平						一年新业务价值	50,805	67,357	72,746	80,020	88,022
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E						
P/B	2.83	2.29	2.04	1.78	1.55						
P/E	17.41	12.19	9.80	7.78	6.37						
P/EVPS	1.70	1.32	1.13	0.87	0.66						

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

赵湘怀、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
	林立	021-68766209	linli1@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
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@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
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
深圳联系人	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	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