

公司评级：推荐（维持）

报告日期：2019 年 10 月 25 日

市场数据

目前股价	89.8
总市值（亿元）	16,415.66
流通市值（亿元）	9,727.73
总股本（万股）	1,828,024
流通股本（万股）	1,083,266
12 个月最高/最低	92.50/53.70

分析师

分析师：刘文强 S1070517110001

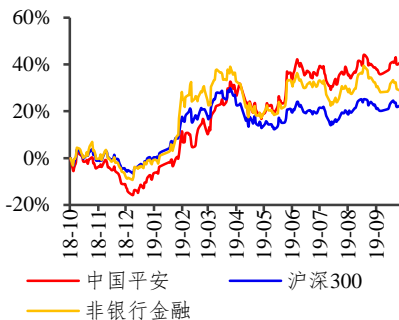
☎ 021-31829700

✉ 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

<<新业务价值略超预期改善，高分红彰显发展信心>> 2019-08-16

<<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

谋定而后动，期待 2020 年更卓越

——中国平安（601318）2019 年三季度业绩点评

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	1157312.26	1289907.51	1432804.42
(+/-%)	18.48	11.46	11.08
净利润	184362.57	216263.92	256076.66
(+/-%)	53.06	17.30	18.41
摊薄 EPS	10.09	11.83	14.01
PE	9.99	8.51	7.19

资料来源：长城证券研究所

核心观点
■ 事件

中国平安公布前三季度财报，公司实现归母净利润 1295.67 亿元，同比增长 63.2%；扣非归母净利润 1193.87 亿元，同比增长 50.4%；归母营运利润 1040.61 亿元，同比增长 21.5%。寿险及健康险新业务价值率 48.1%，同比上升 5.3pct，较上半年末上升 3.4pct；新业务价值 588.05 亿元，同比增长 4.5%。平安产险营运利润 142.54 亿元，同比增长 75.5%；综合成本率 96.2%，同比上升 0.2pct，较上半年末下降 0.4pct，优于同业。非年化营运 ROE 为 21.4%，较去年同期上升 5.7pct。保险资金年化净投资收益收益率 4.9%；受资本市场回暖带动投资收益同比增加的影响，年化总投资收益率 6.0%。三季度公司实现归母净利润 318.91 亿元，同比增长 49.71%，环比下降 38.86%。Q3 寿险及健康险新业务价值 177.53 亿元，同比上升 4.07%，环比下降 8.54%。

■ 投资要点
■ 1. 产品结构优化促进新业务价值率提升

前三季度公司新业务价值 588.05 亿元。同比增长 4.5%，Q3 寿险及健康险新业务价值 177.53 亿元，同比上升 4.07%，环比下降 8.54%，低于预期；但增速相较于 Q2 的 3.2%略有扩大。公司表示 NBV 增速是基于 2018 年全年的假设（2018 年的假设调整过，与 2018 年前三季度的假设不同），如果不调整是 6.1%，公司预估全年整体会略高于前三季度 4.5%的水平，可能在 5%左右（Q4 增速需要 6.7%才可达成），与公司前一前时间预估 7.2%，会有一些落差。

公司新业务价值提升主要来源于新业务价值率提升。前三季度公司用于计算新业务价值的首年保费/个险新单保费 1222.73/1139.02 亿元，同比下降 7%/7.04%。公司新业务价值率 48.1%，同比上升 5.3pct，较上半年末提升 3.4pct。新业务价值率的提升来源于两个方面，一是公司致力于销售保障型产品，削减短储产品销售，低 margin 短储型产品占比减少；二是公司

于7月份推出安心百分百系列产品及大小福星系列产品，同时升级“平安福”和“满分”系列产品，新产品及升级后的产品新业务价值率较之前的产品提高。

■ 2. 代理人增员压力较大，人均产能提升+关注开门红

前三季度公司代理人数量 124.5 万人，较年初下降 12.1%，较 6 月末下降 3.2%，呈现出逐季下滑的趋势。前三季度人均个险新单件数 1.39 件/月，同比增长 9.4%。今年以来，公司坚持“有质量的人力发展”策略，严格执行考核清退政策，夯实队伍质量。其一，通过 AI 严格的筛选控制入口，淘汰低产能的代理人，其二，调整代理人队伍，通过科技赋能、优才计划等推动代理人高质量发展；其三，对寿险的总部架构进行了一些改动，强化了总部大脑的建设，公司将一、二元事业群拆分成东区、西区、南区、北区、中区五大销售区域，并构建五大职能中心。

四季度公司会继续清虚，代理人增员压力较大，这基本与我们之前草根调研的情况一致。在开门红方面，预计 2020 年不少同业公司将采取规模策略，角力理财类业务。而平安明确表示，平安的综合金融优势正在发挥协同效应，客户理财需求有多重的满足手段；预计平安寿险将继续推动价值增长之路，在 2019 年结构转型成果和低基数基础上，在 2020Q1 有望实现量价的同步增长。

■ 3. 三季度产险综合成本率稳定，科技赋能持续发酵

前三季度，平安产险实现原保险保费收入 1968.75 亿元，同比增长 8.7%。第三季度产险保费 664.09 亿元，同比增长 6.65%，环比增长 8.43%。平安产险综合成本率为 96.2%，同比略微上升 0.2PCT，较 6 月末下降 0.4pct，仍领先于行业。前三季度，车险保费 1386.83 亿元，同比增长 6.3%，非机动车辆险 486.36 亿元，同比增长 11.2%；意外与健康险 95.56 亿元，同比增长 37.9%。车险比重 70.44%，较去年同期占比下降 1.59pct，意外与健康险比重 4.85%，较去年同期增长 1.03pct。第三季度车险保费 463.46 亿元，同比增长 1.26%，环比上升 4.13%。非机动车辆险保费 167.08 亿元，同比增速 19.22%，环比上升 19.79%；意外与健康险保费 33.56 亿元，同比增速 34.99%，环比上升 20.31%。

截至 2019 年 9 月末，“平安好车主”APP 注册用户数突破 8000 万，其中约 4500 万是平安产险的车险客户；9 月当月活跃用户数突破 2000 万，稳居国内汽车工具类应用市场第一位。平安产险线上理赔服务持续升级，根据客户画像和细分场景，为客户精准推荐最合适的理赔方式。

展望未来，财险业务短期发展喜忧参半，一方面保费增速和综合成本率短期承压；另一方面，所得税政策调整所带来公司所得税率的下降，将有助于改善公司财险业绩。

■ 4. 投资收益率上升，交叉销售效果显著

三季度末，公司保险资金投资组合规模达 3.03 万亿元，较年初增长 8.6%。年化净投资收益率 4.9%，较去年同期上升 0.2pct，较上半年末上升 0.4pct，年化总投资收益率 6%，较去年同期上升 1.1pct，较上半年末上升 0.4pct。

其中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权益市场回暖。

截至 2019 年 9 月 30 日，平安集团个人客户数 2.01 亿，较年初增长 9.5%，其中 36.1% 的客户同时持有多家子公司合同。前三季度新增客户 2,972 万，其中 1,158 万来自集团五大生态圈的互联网用户，占比 39.0%。

■ 5. 客户资产规模下降，加速科技协同

2019 年前三季度，陆金所控股收入与利润持续稳健增长。在线上财富管理领域，截至 2019 年 9 月末，陆金所控股客户资产规模较年初下降 5.0% 至 3,508.57 亿元，主要由于互联网贷款业务受限影响在售产品的销售。面对挑战，陆金所控股快速调整产品结构，依托科技能力与传统金融机构相互协同，加大 B 端资产合作与供给。

■ 6. 高层调整，2020 值得期待

公司管理层迎来职位调整，孙建一先生出任职工代表监事、监事会主席；拟由谢永林先生、陈心颖女士接替孙建一先生、蔡方方女士出任执行董事；拟由谢永林先生出任公司总经理；拟由蔡方方女士、黄宝新先生出任副总经理。公司这次职位变动体现了年轻化、专业化、国际化、梯队化建设的趋势，延续和巩固了公司“联席 CEO+职能执行官”集体决策机制和模式。作为集团董事长，马董事长未来将继续在公司的重大战略转型、商业模式创新、科技创新、人才梯队培养和文化建设等方面，发挥核心领导作用。同时，三位联席 CEO 分别负责三大业务事业群的结构、“联席 CEO+职能执行官”集体决策机制，将在马董事长领导下不断完善，为公司的长期健康发展发挥更大的作用。

我们认为，随着公司高层调整及公司产品、队伍等转型升级的持续推进，2020 年业绩值得期待。

■ 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 持续增长，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。集团在中期业绩发布会上表示，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。随着新管理层落地，谋定而后动，我们看好公司的发展前景，预计 2019-2020 年的 EPS 分别为 10.09/11.83/14.01 元，对应 P/EV 分别为 1.40/1.20/1.04 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

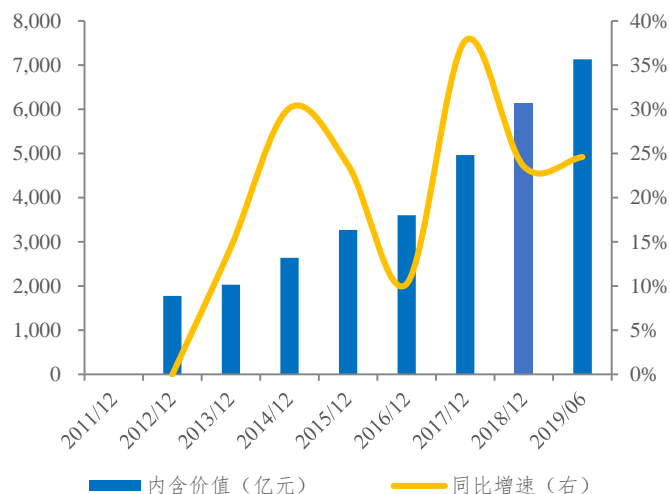
表 1：中国平安 2019H1 年细分归母公司股东营运利润及净利润

单位：百万

营运利润	2019Q3	2018Q3	变动(%)	2019H1	2018H1	变动(%)
寿险及健康险业务	68,394	35,035	95.2%	47,958	35,035	36.9%
财产保险业务	14,184	5,896	140.6%	9,990	5,896	69.4%
银行业务	13,700	7,756	76.6%	8,934	7,756	15.2%
信托业务	2,424	8,565	-71.7%	1,871	1,693	10.5%
证券业务	1,700	1,693	0.4%	1,199	918	30.6%
其他资产管理业务	4,240	918	361.9%	3,913	5,954	-34.3%
金融科技与医疗科技业务	4,110	5,954	-31.0%	2,802	4,204	-33.3%
其他业务及合并抵消	-4,692	4,204	-211.6%	-3,202	-2,117	-51.3%
集团合并	104,061	-2,117	-5015.5%	73,464	59,339	23.8%
归属于母公司股东的净利润	2019Q3	2018Q3	变动(%)	2019H1	2018H1	变动(%)
寿险及健康险业务	92,054	45,895	100.6%	70,322	33,791	108.1%
财产保险业务	16,031	8,081	98.4%	11,837	5,896	100.8%
银行业务	13,700	11,864	15.5%	8,934	7,756	15.2%
信托业务	2,424	2,532	-4.3%	1,871	1,693	10.5%
证券业务	1,700	1,270	33.9%	1,199	918	30.6%
其他资产管理业务	4,240	7,025	-39.6%	3,913	5,954	-34.3%
金融科技与医疗科技业务	4,110	5,403	-23.9%	2,802	4,204	-33.3%
其他业务及合并抵消	-4,692	-2,673	-75.5%	-3,202	-2,117	-51.3%
集团合并	129,567	79,397	63.2%	97,676	58,095	68.1%

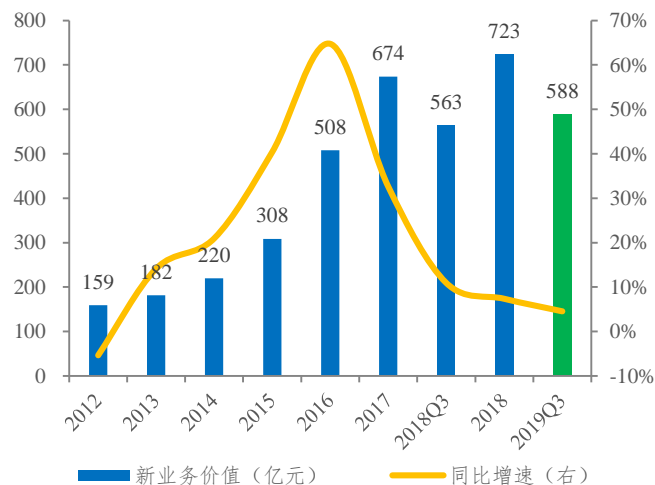
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 1：中国平安内含价值及增速（寿险及健康险）



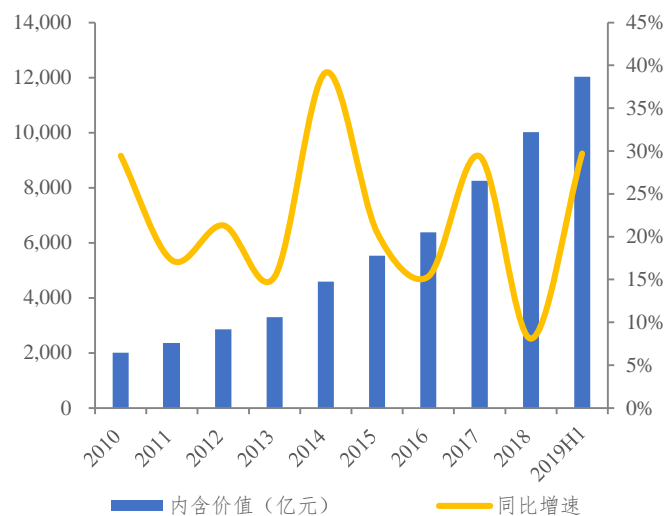
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 2：中国平安新业务价值及增速



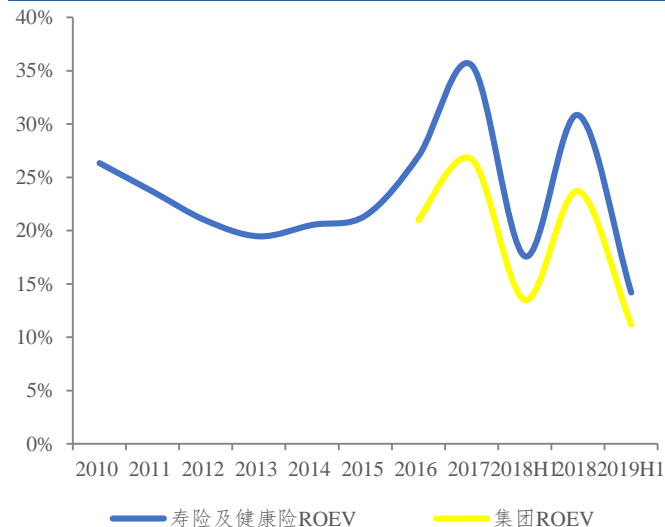
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 3：中国平安内含价值及增速



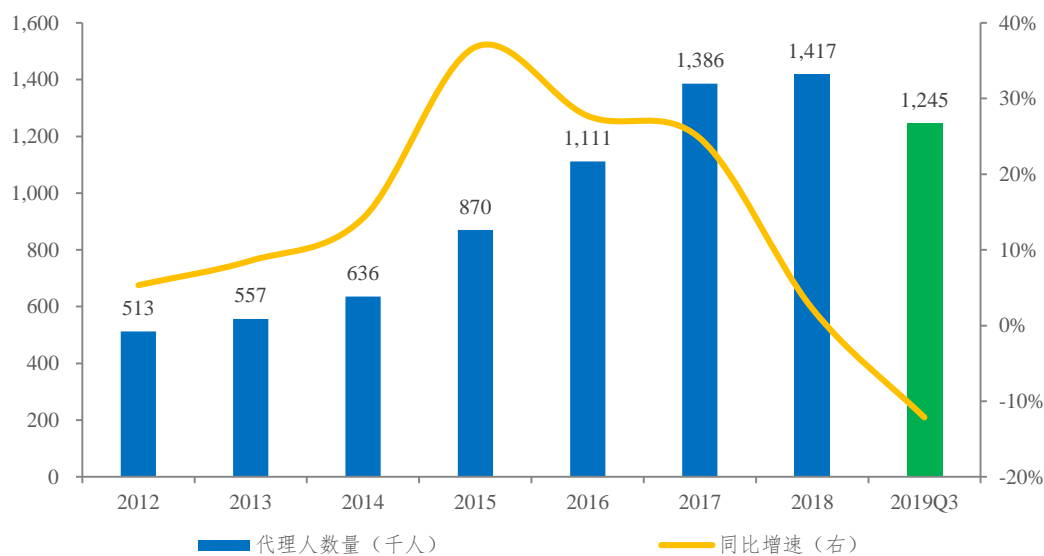
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 4：中国平安 ROEV



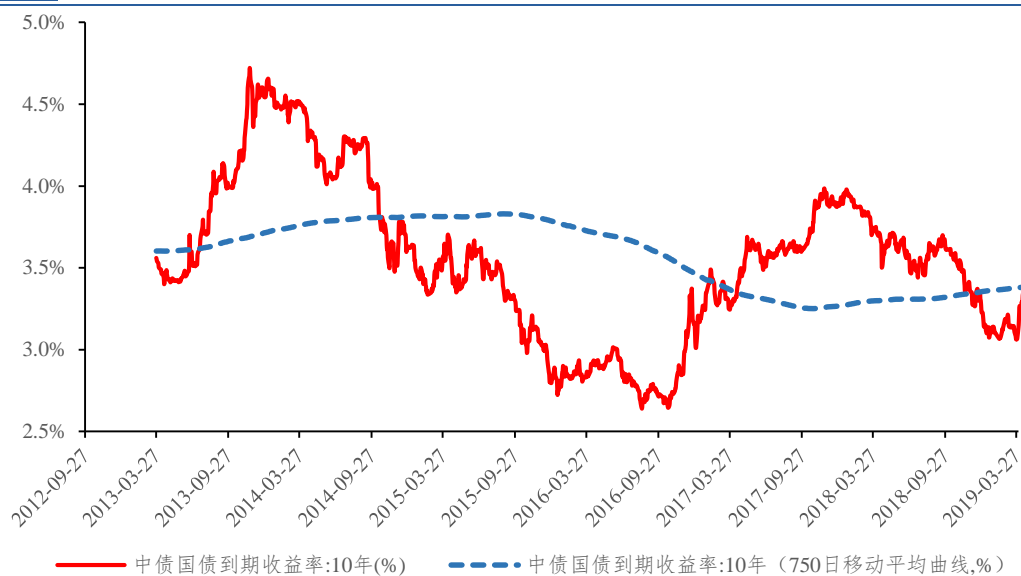
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 5：中国平安代理人数量及增速



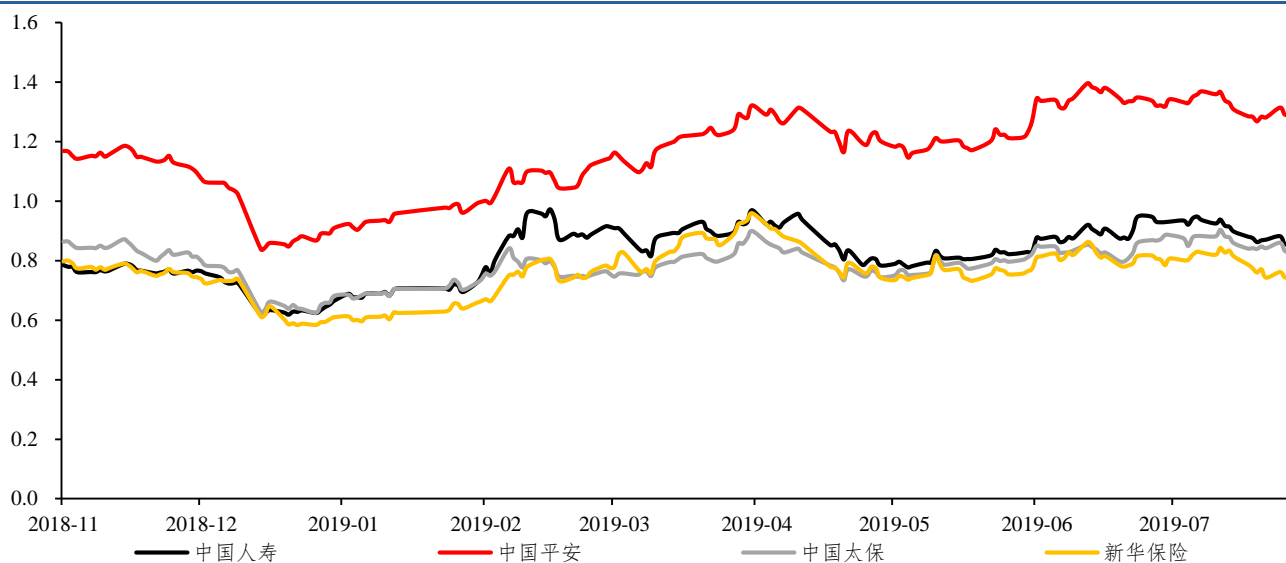
资料来源：wind，长城证券研究所

图 6: 中债国债到期收益率 750 日移动平均线: 10 年 单位: %



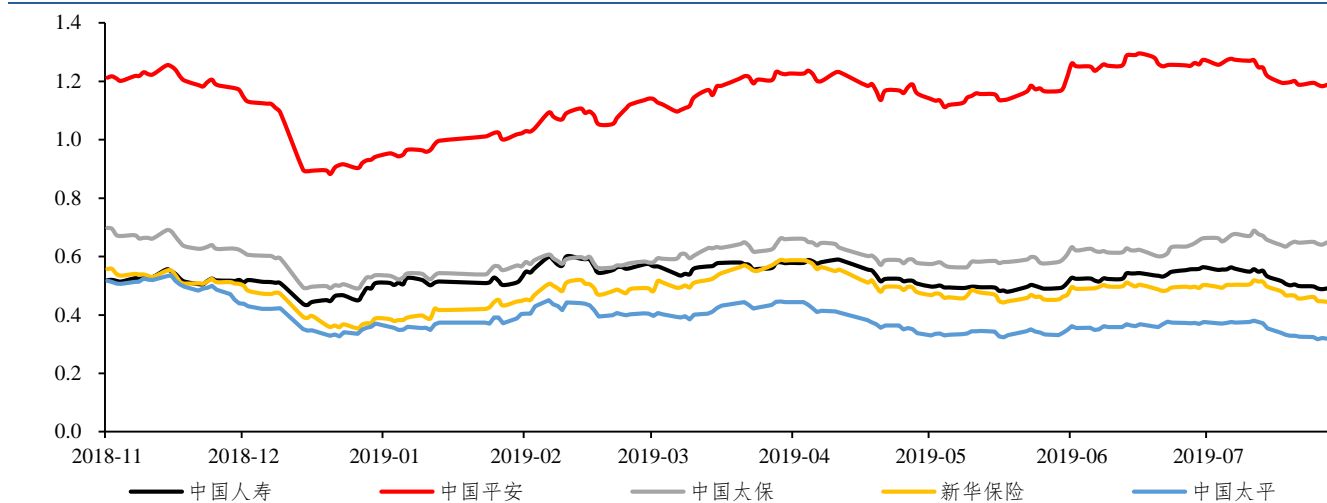
资料来源: wind, 长城证券研究所

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	1432804.42	净利润构成				
营业支出合计	-813494.00	-919678.98	-1008234.43	-1097346.77	保险业务	58.97%	57.99%	61.08%	62.10%
营业利润	163338.00	237633.28	281673.08	335457.65	银行业务	20.60%	17.38%	16.74%	17.57%
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%	22.18%	20.34%
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	281697.86	335496.69	营业收入增长	9.65%	18.48%	11.46%	11.08%
减: 所得税费用	-42699.00	-53550.05	-65433.94	-79420.03	营业成本增长	7.59%	13.05%	9.63%	8.84%
净利润	120452.00	184362.57	216263.92	256076.66	净利润增长	20.48%	53.06%	17.30%	18.41%
归属于母公司股东的净利润	107404.00	164391.44	192837.06	228337.08	综合收益总额增长	0.60%	55.40%	17.75%	18.29%
少数股东损益	13048.00	19971.13	23426.86	27739.58	投资资产增长率	39.00%	-16.82%	12.03%	11.16%
其它综合收益	2137.00	6141.16	8045.14	9252.20	净资产增长率	16.28%	22.63%	11.99%	9.24%
综合收益总额	122589.00	190503.73	224309.06	265328.86	总资产增长率	10.01%	12.40%	12.03%	11.16%
归属母公司股东的综合收益总额	108987.00	169366.18	199420.59	235889.00	盈利能力				
归属少数股东的综合收益总额	13602.00	21137.56	24888.46	29439.86	ROE	17.62%	21.99%	23.03%	24.97%
资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E	ROA	1.69%	2.30%	2.40%	2.56%
投资资产	4343127.00	3612768.20	4047439.96	4499222.24	营运效率				
非投资资产	2763525.00	3106080.90	3479790.37	3868210.60	综合成本率	96.00%	96.6%	96.8%	96.8%
资产合计	7142960.00	8028373.77	8994311.03	9998271.63	净投资收益率	5.20%	4.92%	4.75%	4.35%
保险合同准备金	1605411.00	1865528.27	2132964.95	2413417.19	总投资收益率	3.70%	4.66%	4.36%	4.00%
保户储金及投资款	622915.00	633240.71	734413.81	838653.29	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	72100.50	82334.13	偿付能力				
其他负债	1702275.00	2320132.95	2635362.56	2973208.99	寿险偿付能力充足率	218.80%	229.74%	229.74%	229.74%
负债合计	6459317.00	7189990.63	8055420.22	8972611.56	产险偿付能力充足率	223.80%	261.85%	261.85%	261.85%
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	25738.68	34415.49	每股指标 (元)				
一般风险准备	55794.00	59081.83	62938.57	81205.54	摊薄 EPS	5.88	10.09	11.83	14.01
未分配利润	334182.00	350621.14	408472.26	431305.97	每股净资产	30.44	37.78	41.95	45.12
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	766821.08	824848.52	每股经营现金/EPS	-	-	-	-
少数股东权益	127135.00	147771.38	172069.72	200811.55	每股内含价值	54.84	64.08	74.99	86.66
负债及股东权益	7142960.00	8028373.77	8994311.03	9998271.63	每股一年新业务价值	5.10	5.36	5.89	6.77
现金流量表				(百万)	估值	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-	-	-	-	P/EV	1.64	1.40	1.20	1.04
投资活动现金流	-	-	-	-	VNBX	6.85	4.80	2.51	0.46
融资活动现金流	-	-	-	-	PE	11.79	9.99	8.51	7.19
净现金总变化	-	-	-	-	PB	2.27	2.38	2.14	1.99

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>