

公司评级：推荐（首次）

报告日期：2018 年 10 月 30 日

#### 市场数据

目前股价	62.8
总市值（亿元）	11,479.99
流通市值（亿元）	6,802.91
总股本（万股）	1,828,024
流通股本（万股）	1,083,266
12 个月最高/最低	78.96/53.79

#### 分析师

分析师：刘文强 S1070517110001

☎ 021-31829700

✉ liuwq@cgws.com

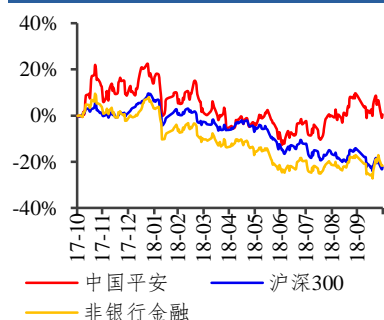
联系人（研究助理）：谢欣茹

S1070118090028

☎ 021-31829704

✉ xiexinru@cgws.com

#### 股价表现



数据来源：贝格数据

#### 相关报告

## NBV 增速强势领跑，拟择机回购彰显长期配置价值

——中国平安（601318）2018 年三季度报点评

#### 盈利预测

	2018E	2019E	2020E
营业收入	1030638.78	1200617.34	1372899.55
(+/-%)	15.69	16.49	14.35
净利润	126760.75	161693.01	198866.53
(+/-%)	26.79	27.56	22.99
摊薄 EPS	6.93	8.85	10.88
PE	10.23	8.02	6.52

资料来源：wind，长城证券研究所

#### 核心观点

##### ■ 事件

前三季度，中国平安实现归属于母公司股东的营运利润 856.37 亿元，同比增长 19.5%（H1 同比为 23.3%）；净利润 894.89 亿元，同比增长 19.0%（H1 为 31.9%）；归属于母公司股东的净利润 793.97 亿元，同比增长 19.7%（H1 为 33.8%）；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，集团归属于母公司股东的净利润 895.88 亿元，同比增长 35.1%（H1 为 43.7%）。

##### ■ 投资要点

##### ■ 1. IFRS9 下权益市场波动放大归母净利润同比增速下滑效应，基本符合预期

IFRS9 下 2018 年三季度以来权益市场呈现大幅震荡下跌趋势促使公司净利润增速下滑效应得到放大，不能够与同业进行直接对比。公司 Q3（当季）归母净利润为 213.02 亿元，同比增速为 -6.94%，环比下滑 -34.24%，若进行 IFRS9 口径往前回溯，Q3 归母净利增速为 18.75%，中报增速 43.7%，Q2 增速为 56.41%。若回溯至 IFRS9 前，投资收益前三季度差异为 -101.91 亿元，中报为 -41.61，Q3 为 -60.3 亿元。

细分方面，寿险与健康险前三季度的归母净利润为 458.95 亿元，同比增速为 24.29%，中报增速为 43.30%，若回溯至 IFRS9 前，寿险健康险前三季度同比增速为 50.1%，中报为 59.1%。产险受权益市场波动、税收因素影响，下降 21.99%，符合预期；若回溯至 IFRS9 前，同比下滑 -15.6%。

##### ■ 2. 代理人增速领先行业略超预期，Margin 提升下 NBV 增速领先行业

集团寿险业务在代理人增速、新单保费及 NBV 增速三方面继续全面优于同业。1) 代理人方面，2018 年前三季度代理人规模达到 143 万人，同比

增速为-0.28%，较年初增速为 3.2%。在严监管下致使行业代理人增长乏力背景下，平安寿险依托“产品+”、“科技+”策略，助力业务发展。

2) 新单保费增速继续向好。新业务价值口径下的首年保费为 1315.41 亿元，同比下滑 4.1%，中报增速为-14.80%。其中 Q3 保费为 309.97 亿元，同比增速为 3.53%，环比增速为-10.43%。

3) 寿险及健康险新业务价值持续优化。2018 年前三季度，寿险及健康险新业务价值 554.25 亿元，同比增长 3.2%，其中 Q3NBV 为 166.68 亿元，同比增长 10.9%，较第二季度的同比增速提升了 1PCT，新业务价值增速持续改善并领先同业。前三季度 NBV Margin 为 42.1%，同比提升 4.3 PCT。可以判断，NBV Margin 提升成为 NBV 提升的重要推动力。在 2018 年低基数基础上，公司更加坚定推动保障型产品，资管新规下理财产品销售环境有所改善，预计 2019 年新业务价值增速有望继续维持两位数增长。

公司寿险 2010-2017 年 ROEV 年均复合增速为 25.2%（新华、人寿、太保寿分别为 18.4%、14.5%、22.4%），2017 年 ROEV 为 35.5%，2010-2017 年 ROEV 均值为 24.4%，均领先同业，预计 2018 年 EV 增速约在 20%附近波动。

### ■ 3.产险因车险手续费抬高使所得税同比翻番拖累净利润下滑，综合成本率持续优化

2018 年前三季度，平安产险实现原保险保费收入 1,811.47 亿元，同比增长 15.0%。凭借良好的公司管理及风险筛选能力，整体业务品质保持优良，前三季度平安产险综合成本率为 96.0%，同比下降 0.1PCT，持续优于行业；税前利润同比增长 6.4%，中报同比为 15.59%，净利润同比下降 22.0%，中报同比为-14.08%，主要是业务增长导致手续费上升使得应纳税所得额增加的影响。

非车险仍保持较高增速水平，非机动车辆保险、意外与健康保险 2018 年前三季度同比增速分别为 44.40%、44.28%，较中报 47.42%、46.94%增速相对有所下滑，非车险占比总体稳定在 28%附近。

### ■ 4.预期内总投资收益率有所下滑，但领先行业

集团保险资金投资组合资产配置持续优化，资产负债匹配不断改善。截至 2018 年前三季度，保险资金投资组合规模近 2.65 万亿元，较年初增长 8.1%。2018 年前三季度，受权益资产分红收入下降等因素影响，年化净投资收益率 4.7%（中报为 4.2%），年化总投资收益率 4.0%（与中报持平）。如果按执行修订前的金融工具会计准则法定财务报表数据计算，保险资金投资组合年化净投资收益率 4.7%（中报为 4.2%），年化总投资收益率 4.9%（中报为 4.5%）。

同业方面，新华保险、中国人寿、中国太保的总投资年化收益率为 4.8%、3.32%、4.7%。

### ■ 5.估值与投资建议

我们认为公司剩余边际余额稳步增长，2018H1 为 7100.32 亿元，较上年

末增长 15.2%，新业务价值继续增长，仍将带来剩余边际快速的累加式增长，预计寿险剩余边际未来三年仍有望维持 20-30% 增速，也将为利润释放奠定重要基础。

从当前时点来看公司 P/EV 处于相对低位，公司将持续受益于准备金折现率上行，继续践行回归保险本源的发展战略，同时公司酌情及时回购公开发行的境内、境外股份，回购总额不超过本公司发行总股本的 10%。回购股份是为保持公司经营、发展、及股价的稳定，保障、保护投资者的长远利益，促进股东价值的最大化，同时，进一步健全和完善本公司长期激励约束机制，确保公司的经营可持续、健康发展。

我们看好公司长期发展前景，预计 2018-2020 年的 EPS 分别为 6.93/8.85/10.88 元，对应 P/EV 分别为 1.11/0.89/0.71 倍，首次覆盖，予以“推荐”评级。

- 风险提示：中美贸易摩擦加剧风险；市场大幅下跌；业绩不及预期风险；利率波动风险。

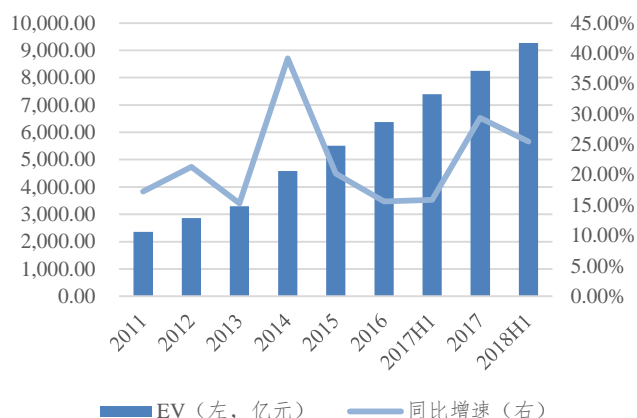
## 附：图表

表 1：中国平安 2018 年前三季度细分归母公司股东营运利润及净利润 单位：百万

营运利润	2018 年前三季度	2017 年前三季度	变动(%)	2018Q3	2017Q3	变动(%)
寿险及健康险业务	52,136	42,288	23.29	17101.00	14013.00	22.04
财产保险业务	8,081	10,359	-21.99	2185.00	3498.00	-37.54
银行业务	11,864	11,109	6.80	4108.00	3828.00	7.31
资产管理业务	12,231	10,105	21.04	3072.00	3146.00	-2.35
其中：信托业务	2,532	3,333	-24.03	839.00	1073.00	-21.81
证券业务	1,270	1,592	-20.23	352.00	450.00	-21.78
其他资产管理业务	8,429	5,180	62.72	1881.00	1623.00	15.90
金融科技与医疗科技业务	5,403	675	700.44	1199.00	255.00	370.20
其他业务及合并抵消	-4,077	-2,856	42.8	-1366.00	-1186.00	15.18
集团合并	85,637	71,680	19.47	26298.00	23553.00	11.65
归属于母公司股东的净利润	2018 年前三季度	2017 年前三季度	变动(%)	2018Q3	2017Q3	变动(%)
寿险及健康险业务	45,895	36,926	24.29	12104.00	13350.00	-9.33
财产保险业务	8,081	10,359	-21.99	2185.00	3498.00	-37.54
银行业务	11,864	11,109	6.80	4108.00	3828.00	7.31
资产管理业务	12,231	10,105	21.04	3072.00	3146.00	-2.35
其中：信托业务	2,532	3,333	-24.03	839.00	1073.00	-21.81
证券业务	1,270	1,592	-20.23	352.00	450.00	-21.78
其他资产管理业务	8,429	5,180	62.72	1881.00	1623.00	15.90
金融科技与医疗科技业务	5,403	675	700.44	1199.00	255.00	370.20
其他业务及合并抵消	-4,077	-2,856	42.75	-1366.00	-1186.00	15.18
集团合并	79,397	66,318	19.72	21302.00	22891.00	-6.94

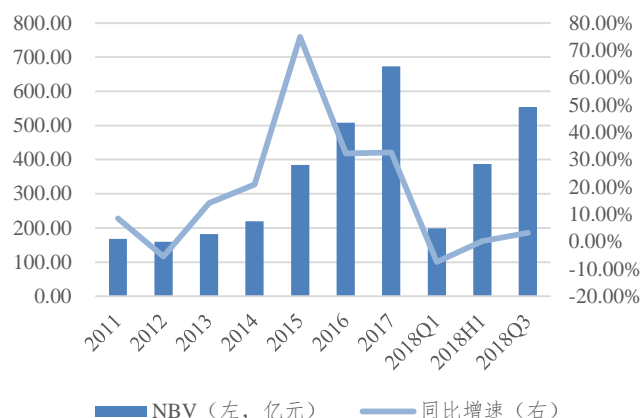
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 1：中国平安内含价值及增速



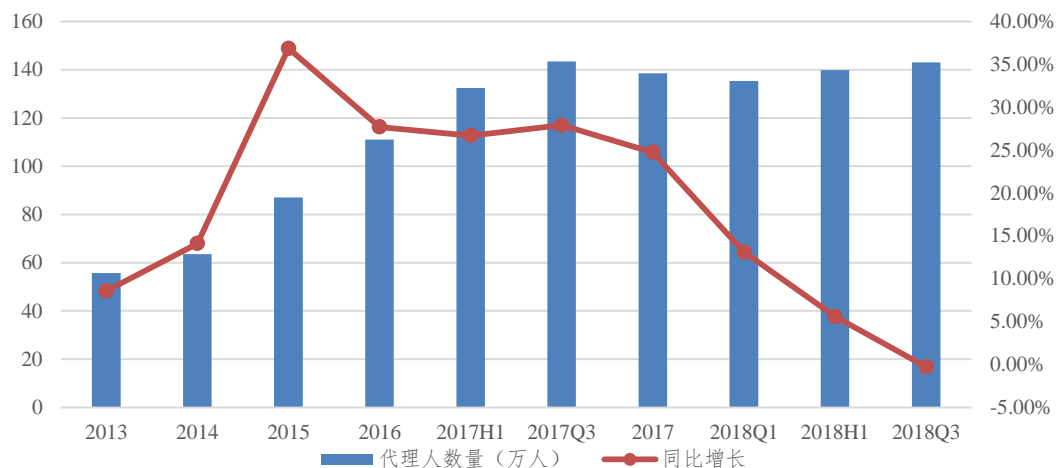
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 2：中国平安新业务价值及增速



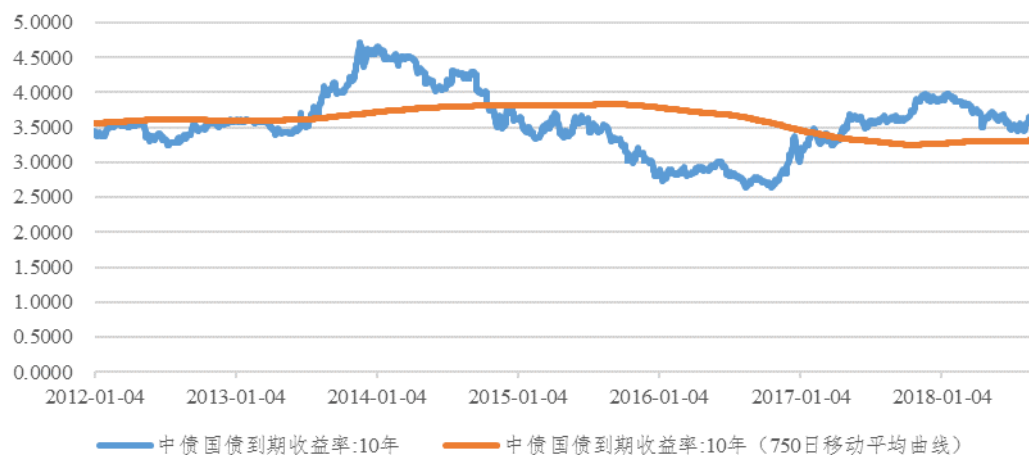
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 3: 中国平安代理人数量及增速



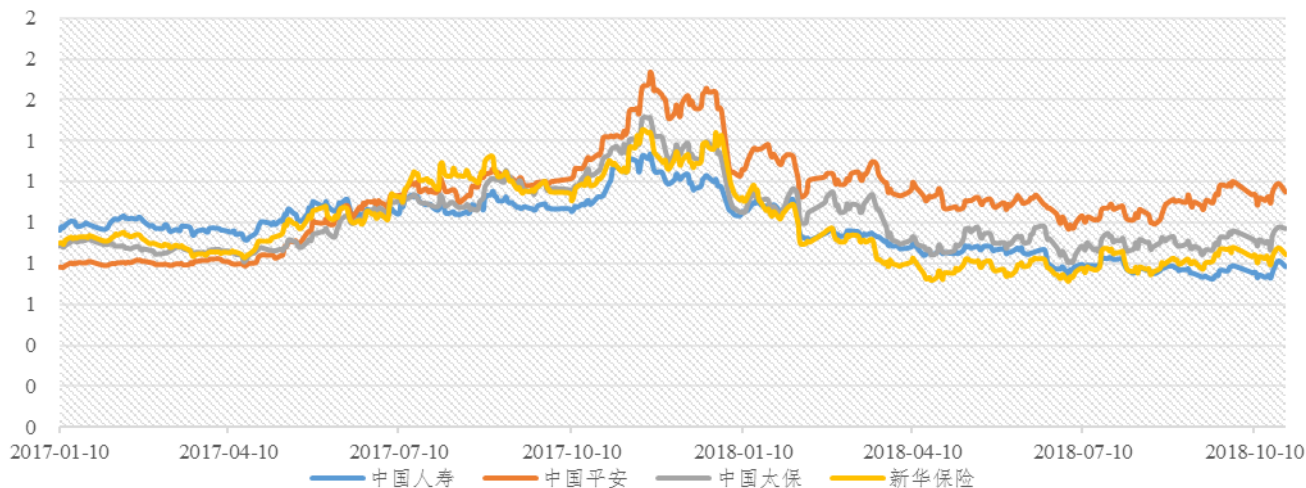
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 4: 中债国债到期收益率 750 日移动平均线: 10 年 单位: %



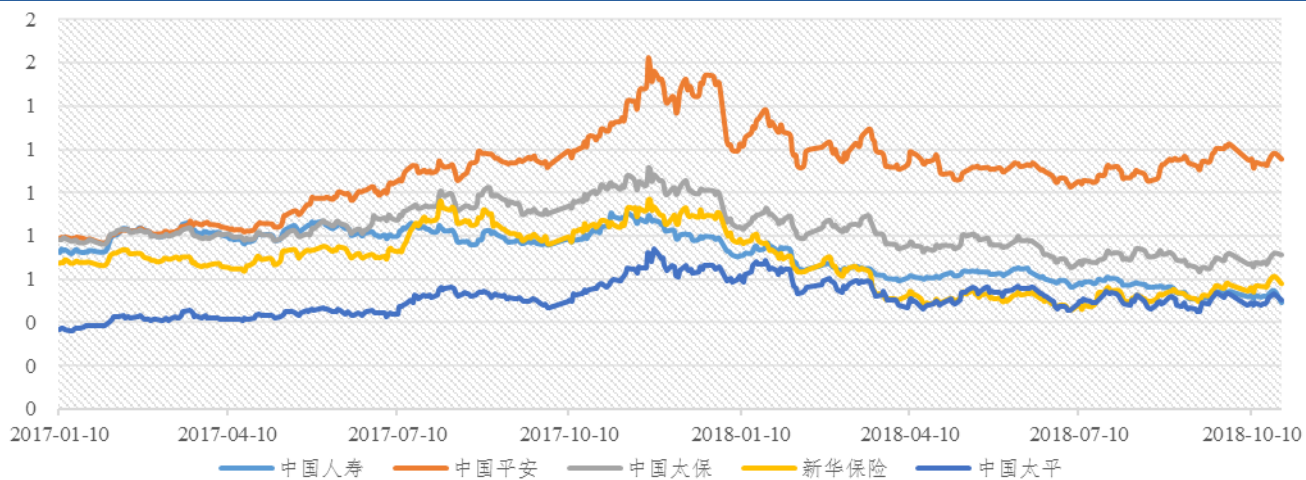
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 5: 中国平安等 A 股估值图



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 6: 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)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入合计	890882.00	1030638.78	1200617.34	1372899.55
营业支出合计	-756124.00	-864952.77	-989234.80	-1112450.07
营业利润	134758.00	165686.01	211382.53	260449.48
加: 营业外收入	354.00	871.67	875.89	700.52
减: 营业外支出	-372.00	-374.67	-368.56	-371.74
利润(亏损)总额	134740.00	166183.01	211889.87	260778.26
减: 所得税费用	-34762.00	-39422.26	-50196.86	-61911.73
净利润	99978.00	126760.75	161693.01	198866.53
归属于母公司股东的净利润	89088.00	112263.10	143200.15	176122.13
少数股东损益	10890.00	14497.65	18492.86	22744.40
其它综合收益	21881.00	5602.58	6009.09	7150.66
综合收益总额	121859.00	132363.33	167702.09	206017.19
归属母公司股东的综合收益总额	110672.00	127365.76	161370.26	198238.71
归属少数股东的综合收益总额	11187.00	12874.45	16311.71	20038.46
<b>资产负债表 (百万)</b>				
投资资产	3124495.00	3605700.21	4208580.36	4932795.12
非投资资产	3325696.00	3837888.29	4479590.74	5250441.11
资产合计	6493075.00	7493077.10	8745934.29	10250939.32
保险合同准备金	1391548.00	1630099.34	1908786.76	2211696.81
保户储金及投资款	548846.00	629869.00	741876.47	868505.21
应付保单红利	45622.00	51493.57	60650.49	71002.75
其他负债	1566359.00	2407182.25	3043142.39	3857644.99
负债合计	5905158.00	6800862.54	7921817.68	9264836.05
股本	18280.00	18280.00	18280.00	18280.00
资本公积	120934.00	120934.00	120934.00	120934.00
盈余公积	12164.00	17777.16	24937.16	33743.27
一般风险准备	44964.00	56190.31	70510.33	88122.54
未分配利润	236863.00	304220.86	390140.95	495814.23
外币报表折算差额	-	-	-	-
归属于母公司股东权益合计	473351.00	562510.14	675232.08	813656.52
少数股东权益	114566.00	129704.42	148884.53	172446.75
负债及股东权益	6493075.00	7493077.10	8745934.29	10250939.32
<b>现金流量表 (百万)</b>				
经营活动现金流	-	-	-	-
投资活动现金流	-	-	-	-
融资活动现金流	-	-	-	-
净现金总变化	-	-	-	-

主要财务指标	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>净利润构成</b>				
保险业务	49.53%	42.16%	39.70%	35.56%
银行业务	23.19%	20.18%	17.07%	15.05%
投资业务 (信托、证券)	27.28%	37.67%	43.23%	49.39%
<b>成长性</b>				
营业收入增长	25.04%	15.69%	16.49%	14.35%
营业成本增长	22.14%	14.39%	14.37%	12.46%
净利润增长	38.15%	26.79%	27.56%	22.99%
综合收益总额增长	88.05%	8.62%	26.70%	22.85%
投资资产增长率	18.11%	15.40%	16.72%	17.21%
净资产增长率	20.86%	17.74%	19.06%	19.66%
总资产增长率	16.43%	15.40%	16.72%	17.21%
<b>盈利能力</b>				
ROE	17.01%	18.31%	19.62%	20.17%
ROA	1.54%	1.69%	1.85%	1.94%
<b>营运效率</b>				
综合成本率	96.20%	96.20%	96.20%	96.20%
净投资收益率	6.50%	4.70%	5.00%	5.50%
总投资收益率	5.80%	4.30%	4.50%	5.20%
保单继续率 (13 个月)	91.80%	94.55%	94.55%	94.55%
<b>偿付能力</b>				
寿险偿付能力充足率	234.10%	229.42%	238.59%	238.59%
产险偿付能力充足率	217.50%	221.85%	224.07%	224.07%
银行资本充足率	11.20%	11.80%	11.86%	11.86%
集团偿付能力	214.90%	218.00%	218.00%	218.00%
<b>每股指标 (元)</b>				
摊薄 EPS	5.47	6.93	8.85	10.88
每股净资产	32.16	37.87	45.08	53.94
每股经营现金流	-	-	-	-
每股经营现金/EPS	-	-	-	-
每股内含价值	45.14	56.76	70.82	88.58
每股一年新业务价值	4.82	5.25	6.20	7.32
<b>估值</b>				
P/EV	1.39	1.11	0.89	0.71
EV	825173.00	1037652.14	1294626.41	1619301.55
PE	12.89	10.23	8.02	6.52
PB	2.43	2.04	1.70	1.41

**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>