

中国平安 (601318) 2018年三季度报点评

推荐 (维持)

当前价: 62.8元

负债端经营稳健, NBV增速略超预期

事项:

- ❖ 中国平安发布 2018 年三季度报告, 3 季度实现归母净利润 794 亿元, 同比+19.7%。其中寿险及健康险业务贡献净利润 459 亿元, 同比+24.3%; 上半年实现归母营运利润 856 亿元, 同比 19.5%; 实现新业务价值 554 亿元, 同比+3.2%。截至上半年, 归母净资产为 5279 亿元, 较年初增长 11.5%; 总/净投资收益率为 4%/4.7%, 总投资收益率较中期持平, 净投资收益率较中期上升 0.5pct。

评论:

- ❖ **负债端经营稳健, 贡献不断增长的价值。**从保费规模来看、业务质量和队伍建设上来看, 中国平安都在 2、3 季度逐渐提升和好转。总体而言, 平安寿险及健康险业务负债端的稳健经营是其价值未来长期稳定增长的保证
- ❖ **受短期投资波动影响, 净利润有所回落。**剔除短期投资波动的影响, 从当期营运利润的稳定增长也可以看出平安核心业务的稳健经营。3 季度集团归母营运利润, 同比+19.5%, 较中期 23.3%有所回落。单看寿险及健康业务归母营运利润, 同比+23.3%, 优于集团, 并与中期基本持平 (中期为 23.9%)。集团和核心业务的归母净利润增速较中期有所回落, 主要是受投资波动影响。
- ❖ **IFRS9 的实施放大权益市场波动对当期利润的影响。**3 季中国平安总/净投资分别同比下降 1.5pct 和 0.7pct。投资收益率变动较大的原因为 IFRS9 的实施, 更多金融资产被归入 FVPL, 公允价值变动直接进入损益影响利润。对上市实行重大影响, 以权益法核算股权是平稳利润波动的一种方式, 在平安报表上也有所体现, 平安 3 季度继续加大了对长期股权的投资, 长期股权投资账面余额较年初增长 67.4%, 较中期增长率 (46.3%) 扩大。
- ❖ **财产险业务手续费及佣金费率攀升, 利润负增速持续扩大。**财产险业务 3 季度实现归母净利润 80.8 亿元, 同比-22%, 净利润负增速较中期扩大 7.9pct。净利润加速负增长的原因主要为市场竞争激烈, 手续费和佣金比率居高不下, 超过税法规定的抵扣率造成应纳税所得额增加。
- ❖ **投资建议:**受 IFRS9 和股票市场下跌的影响, 平安 3 季度归母净利润增速有所回落, 但中国平安真正的价值在于其负债端稳健经营带来的巨大持续长期价值和作为综合金融集团科技医疗等板块带来的想象空间, 短期投资波动对其价值影响有限。剔除 IFRS9 的影响后平安归母净利润仍有 35% 的增长, 展望第 4 季度, 如果 NBV 增速延续第 3 季度达到 10% 以上, 全年 NBV 增速 5% 可期。我们预计公司 18-20 年 BPS 分别为 29.6/35.3/40.5 元 (此前预测值为 33.7/39.8/45.3 元), EPS 分别为 5.8/8.3/9.8 元 (此前预测值为 6.4/7.8/8.3 元)。当前 PEV 为 1.22 倍, 处于低位, 料有较大的提升空间。我们坚定看好平安, 维持“推荐”评级。
- ❖ **风险提示:**宏观经济下行、保费增速不及预期、权益市场波动

主要财务指标

	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万)	890882	979305	1159750	1328592
同比增速(%)	25.04	9.93	18.43	14.56
净利润(百万)	89088	106522	152323	178829
同比增速(%)	42.78	19.57	43.00	17.40
每股盈利(元)	4.87	5.83	8.33	9.78
市盈率(倍)	12.89	10.78	7.54	6.42
市净率(倍)	2.43	2.12	1.78	1.55

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2018 年 10 月 30 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 洪锦屏

电话: 0755-82755952

邮箱: hongjinping@hcyjs.com

执业编号: S0360516110002

公司基本数据

总股本(万股)	1,828,024
已上市流通股(万股)	1,828,024
总市值(亿元)	11,333.75
流通市值(亿元)	6,716.25
资产负债率(%)	90.7
每股净资产(元)	28.2
12 个月内最高/最低价	78.96/53.79

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《中国平安年报点评: 保障爆发逻辑确认, 分红大超预期》

2018-03-21

《中国平安 (601318) 一季报点评: 会计准则及开门红影响明显, 季度分红略超预期》

2018-04-26

《中国平安 (601318) 2018 年中报点评: 归母净利润大超预期, 新业务价值增长同比持平》

2018-08-22

一、负债端经营稳健，贡献不断增长的价值

1) 从保费规模来看，截至 3 季度，人身险业务总保费收入 3804 亿元，同比 21.9% 的高增长，得益于过往优质续期业务的积累。其中，寿险（及健康险）业务新单保费 1369 亿元，同比-1.6%，贡献新业务价值 554 亿元，同比+3.2%。第 3 季度延续第 2 季度快速增长态势，拉动总体新单增速不断向上修复，第三季度寿险新单规模 333 亿元，同比+9.5%，贡献新业务价值 166 亿元，同比+10.9%。

2) 从业务质量来看，新业务价值率在不断优化，3 季度新业务价值率为 42.1%，同比提升 4.3pct，较中期提升了 3.6pct。

3) 从队伍建设上来看，平安在 2、3 季度已扭转 1 季度队伍脱落的情况，3 季度较年初增加 4.4 万人，代理人规模达 143 万。FYP 同比下降的情况也有缓解：3 季度 FYP 为 7984 亿元，同比增速较中期的-24% 收窄至-17.7%。总体而言，平安核心负债业务的稳健经营是其价值未来长期稳定增长的保证。

二、受短期投资波动影响，净利润有所回落

剔除短期投资波动的影响，从当期营运利润的稳定增长也可以看出平安核心业务的稳健经营。3 季度集团归母营运利润 856 亿元，同比+19.5%，较中期 23.3% 有所回落。单看寿险及健康业务归母营运利润，同比+23.3%，优于集团，并与中期基本持平。（中期为 23.9%）受资本市场波动的影响，集团和核心业务的归母净利润增速较中期有所回落：3 季度集团年实现归母净利润 793.97 亿元，同比+19.7%，较中期回落 14.1pct；寿险及健康险业务归母净利润为 458.95 亿元，同比+24.3%，较中期回落 19pct。

三、IFRS9 的实施放大权益市场波动对当期利润的影响

3 季中国平安总/净投资同比下降 1.5pct 和 0.7pct。投资收益率变动较大的原因为 IFRS9 的实施，更多金融资产被归入 FVPL，公允价值变动直接进入损益影响利润。从寿险及健康险业务的营运利润与中期持平，但净利润较中期回落较大可以看出，净利润的回落主要是受投资端的影响。对上市实行重大影响，以权益法核算股权是平稳利润波动的一种方式，在平安报表上也有所体现，平安 3 季度继续加大了对长期股权的投资，长期股权投资账面余额为 1443 亿元，较年初增长 67.4%，较中期增长率（46.3%）扩大。

四、财产险业务手续费及佣金费率攀升，利润负增速持续扩大

财产险业务 3 季度综合成本率为 96%，同比下降 0.1pct。3 季度实现归母净利润 80.8 亿元，同比-22%，净利润负增速较中期扩大 7.9pct。净利润加速负增长的原因主要为市场竞争激烈，手续费和佣金比率居高不下，超过税法规定的抵扣率造成应纳税所得额增加。

五、投资建议

受 IFRS9 和股票市场下跌的影响，平安 3 季度归母净利润增速有所回落，但中国平安真正的价值在于其负债端稳健经营带来的巨大持续长期价值和作为综合金融集团科技医疗等板块带来的想象空间，短期投资波动对其价值影响有限。剔除 IFRS9 的影响后平安归母净利润仍有 35% 的增长，展望第 4 季度，如果 NBV 增速延续第 3 季度达到 10% 以上，全年 NBV 增速 5% 可期。我们预计 18-20 年 BPS 分别为 29.6/35.3/40.5 元（此前预测值为 33.7/39.8/45.3 元），EPS 分别为 5.8/8.3/9.8 元（此前预测值为 6.4/7.8/8.3 元）。当前 PEV 为 1.22 倍，处于低位，料有较大的提升空间。我们坚定看好平安，维持“推荐”评级。

六、风险提示

宏观经济下行、保费增速不及预期、权益市场波动。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	568399	602503	638653	683359
交易性金融资产	141250	158200	167692	176077
买入返售金融资产	99296	100289	105303	110569
应收保费	45694	47979	50857	58486
应收分保账款	7989	8388	8808	9248
应收利息	51900	59685	62669	65803
定期存款	154077	169485	181349	197670
可供出售金融资产	775098	891363	1025067	1178827
持有至到期投资	1243768	1368145	1573367	1762171
固定资产	43037	44328	45658	47027
其他资产	3362567	3833326	4216659	4638325
资产总计	6493075	7283691	8076082	8927562
卖出回购金融资产款	133981	167476	175850	184643
预收保费	49694	57148	68578	82293
应付分保账款	9516	9992	10491	11016
应付职工薪酬	35606	44508	55634	69543
应付赔付款	45080	51842	64803	81003
应付保单红利	45622	57028	74136	94894
保户储金及投资款	548846	631173	675355	715876
准备金	1391548	1600280	1792314	1971545
递延所得税负债	25891	38836	48545	58254
其他负债	3619374	3948262	4303088	4732428
负债合计	5905158	6606545	7268794	8001495
股本	18280	18280	18280	18280

利润表

单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	890882	979305	1159750	1328592
已赚保费	572990	737726	838875	973321
保险业务收入	605035	756642	892420	1035448
减：分出保费	(17420)	(15133)	(35697)	(41418)
提取未到期责任准备金	(14625)	(3783)	(17848)	(20709)
投资收益	155919	202695	243234	267557
公允价值变动收益/(损失)	3271	(20000)	10000	10000
汇兑收益/(损失)	(128)	500	499	501
其他业务收入	158830	58384	67142	77213
营业支出	756124	812212	920812	1048075
退保金	20519	22699	26772	51772
赔付支出	159113	181594	218643	243330
提取保险责任准备金	210609	196727	232029	258862
保单红利支出	13129	22296	26756	21405
营业税金及附加	3735	2939	3479	3986
手续费及佣金支出	114559	127310	162365	159431
业务及管理费	132960	158647	150768	199289
其他业务成本	56221	70000	70000	80000
计提/(转回)资产减值损失	45279	30000	30000	30000
营业利润/(亏损)	134758	167093	238938	280517
减：所得税费用	(34762)	(41773)	(59734)	(70129)
净利润/(亏损)	99996	125320	179204	210388
归属于母公司股东的净利润/(亏损)	89088	106522	152323	178829
少数股东损益	10890	18798	26881	31558

资本公积	120934	120934	120934	120934
其他综合收益	40146	3000	2000	5000
盈余公积	12164	14000	15500	16000
未分配利润/(累计亏损)	236863	335503	434116	524638
一般风险准备	44964	50000	55000	56000
外币报表折算差额	0	0	0	0
归属于母公司股东权益合计	473351	541717	645830	740852
少数股东权益	114566	135429	161458	185213
股东权益合计	587917	677146	807288	926066
负债和股东权益总计	6493075	7283691	8076082	8927561

资料来源：公司公告，华创证券预测

非银组团队介绍

组长、首席分析师：洪锦屏

华南理工大学管理学硕士。曾任职于招商证券。2016 年加入华创证券研究所。2010 年获得新财富非银行金融最佳分析师第二名（团队），2011-2013 年新财富上榜（前四团队），2015 年金牛奖非银金融第五名。2017 年金牛奖非银金融第四名。

高级分析师：王舫朝

英国杜伦大学经济学硕士。曾任职于中信建投证券。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：徐康

英国纽卡斯尔大学经济学硕士。曾任职于平安银行。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖非银金融第四名团队成员。

助理研究员：方嘉悦

香港中文大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖非银金融第四名团队成员。

助理研究员：张径炜

西南财经大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500