

公司评级：推荐（维持）

报告日期：2019 年 03 月 16 日

#### 市场数据

目前股价	73.85
总市值（亿元）	13,499.96
流通市值（亿元）	7,999.92
总股本（万股）	1,828,024
流通股本（万股）	1,083,266
12 个月最高/最低	75.50/53.79

#### 分析师

分析师：刘文强 S1070517110001

☎ 021-31829700

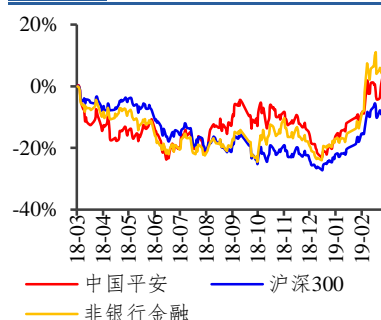
✉ liuwq@cgws.com

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

<<NBV 增速强势领跑，择机拟回购彰显长期配置价值>> 2018-10-30

<<提升偿付能力，利好公司发展>>

2013-11-15

<<业绩高于预期，受益于保费和投资收益增长>> 2013-10-27

## 价值增长超预期，拟回购股份将进一步提振市场信心

### ——中国平安（601318）2018 年年报点评

#### 盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	1129908.78	1315516.22	1491143.50
(+/-)	15.67	16.43	13.35
归母净利润	126142.38	149454.54	170858.45
(+/-)	17.45	18.48	14.32
摊薄 EPS	7.74	9.17	10.48
PE	10.70	9.03	7.90

资料来源：wind，长城证券研究所

#### 核心观点

##### ■ 事件

2018 年，中国平安实现归母净利润 1074.04 亿元，同比增长 20.6%，主要系准备金贴现率提升、赔付数据改善等因素推动；归母营运利润 1125.73 亿元，同比增长 18.9%，营运 ROE 为 21.9%；净利润 1204.52 亿元，同比增长 20.5%。寿险及健康险新业务价值同比增长 7.3%，产险保费收入同比增长 14.6%，综合成本率 96%，ROE 为 16.7%。

##### ■ 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

IFRS9 下 2018 年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 2018 年归母净利润为 1074.04 亿元，同比增速为 20.6%，若进行 IFRS9 口径往前回溯，2018 年归母净利增速为 39.5%，中报增速 43.7%。若回溯至 IFRS9 前，投资收益差异为-168.41 亿元，三季报为-101.91 亿元，中报为-41.61 亿元；其中 Q4 为-66.50 亿元，环比为 10.28%。

细分方面，寿险与健康险实现归母净利润 579.14 亿元，同比增速 62.42%，Q3 同比增速为 24.29%，中报增速为 43.30%；若回溯至 IFRS9 前，寿险健康险利润同比增速为 107%，Q3 为 50.1%，中报为 59.1%。产险受商车费改、市场饱和、权益市场波动、税收等因素影响，下降 8.21%，Q3 下降 21.99%，符合预期；若回溯至 IFRS9 前，同比下滑 1.2%，Q3 同比下滑 15.6%。

##### ■ 2. 代理人微幅增长，Margin 提升助力 NBV 增速逐季改善超预期

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) 代理人微幅增长，聚焦提质增效，平安寿险 2018 年末代理人人数

量达到 141.74 万人，同比增长 2.3%（Q3 同比增速为-0.28%），月均 132 万人，同比增长 4.8%。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+”、生态圈策略，助力业务发展。人均收入方面 6294 元，同比增速为 0.7%。代理人人均新业务价值 48789 元，同比提升 1.1%。代理人个险新保单件数 1.22 件/人均每月，较去年持平。

2) 保单结构优化，高价值率助力新业务价值持续上升。新业务价值口径下的首年保费为 1654.46 亿元，同比下滑 3.6%，其中电销、互联网及其他渠道首年保费同比大增 23.1%。2018 年，公司寿险及健康险新业务价值 722.94 亿元，同比增长 7.3%，其中 H1、H2NBV 同比增长 0.2%、16.9%，Q4 单季度 NBV 环比增长 1.21%，新业务价值持续改善并领先同业，大超市场预期，主要源于坚定的高价值产品推进策略。在个险首年保费为 1334.17 亿元，同比下滑 6.3%，而 NBV 同比大增，主要系价值率的提升，个人业务 NBV Margin 高达 53.9%，同比提升 6.8PCT；其中代理人渠道价值率高达 57.1%，同比提升 7.8PCT，长期保障型产品的价值率高达 94.7%，同比提升 7.1PCT，长交保障储蓄混合型产品价值率为 55.4%，同比提升 18.1PCT。在 NBV 利源方面，寿险及健康险业务利差占比 34.4%，死差、费差等其他差占比 66.0%；其中长期保障型产品利差占比为 23.5%，死差、费差等其他差占比 76.5%。

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。

### ■ 3.EV 积累保持高增速，受 NBV 贡献和投资回报偏差影响相对有所下滑

2018 年集团内含价值为 10025 亿元，较年初增长 21.5%，其中寿险及健康险业务内含价值为 6132 亿元，同比 23.5%。剩余边际余额为 7866 亿元，较年初增长 27.6%。

2018 年集团内含价值营运回报率为 23.7%，同比下滑 3PCT；寿险与健康险 ROEV 为 30.8%，同比下降 4.7PCT，2010-2018 年 ROEV 年复合增长率为 25.81%（2010-2017 年新华、人寿、太保寿分别为 18.4%、14.5%、22.4%），领先同业，预计 2019 年 EV 增速约在 25%附近波动。

内含价值构成的相关指标都较同比增速均有所回落，系受新业务价值贡献下降和投资回报负偏差影响。NBV 增速较同期下滑较大，对 EV 的贡献度下降，下降 5.7pct 至 18.8%；投资回报差异受市场影响下滑较大拖累了对 EV 贡献；营运经验差异及其他贡献度提升，较同期提升 0.31PCT。

### ■ 4.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，平安产险实现原保险保费收入 2474.44 亿元，同比增长 14.6%。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，平安产险综合成本率为 96.0%，同比下降 0.2PCT，市占率 21.0%，同比上升 0.5pct，持续优于行业；ROE 16.7%，业务质量保持优良。税前利润同比增长 3.3%，净利润同比下降 8.2%，，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，其中保险业务手续费支出增长 26.6%，所得税同比增速高

达 31%。

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 年同比增速分别为 44.40%、44.60%，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 27% 附近。

#### ■ 5. 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 年保险资金投资组合规模近 2.79 万亿元，较年初增长 14.1%。2018 年，受权益资产分红收入下降、股市低迷、会计准则修订等因素影响，年化净投资收益率 5.2%，三季报、中报分别为 4.7%、4.2%；年化总投资收益率 3.7%，三季报为 4.0%，净、总投资收益率相较于 2017 年分别下降 0.6pct、2.3pct。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总投资收益率 5.2%（Q3 为 4.9%，中报为 4.5%）。根据敏感性分析当投资收益率假设增加 50 BP，集团和寿险 EV 弹性为 4.56%、7.46%，同期 4.66% 和 7.74%，整体抵御市场波动的能力加强。

同业方面，2018Q3 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%，基本可以预计平安依旧领先同业。

#### ■ 6. 金融科技助力生态圈发展，交叉销售效果良好

2018 年，公司金融科技与医疗科技业务实现运营利润 77.48 亿元，同比增长 41.18%。截至 2018 年末，平安的科技专利申请数达 12051 项，较年初增加 9021 项，集团互联网用户量 5.38 亿，较年初增长 23.4%，APP 用户量 4.74 亿，较年初增长 28.3%。公司逐步打造金融服务生态圈、医疗健康生态圈、汽车服务生态圈、房地产服务生态圈、智慧城市生态圈五大生态圈，为客户提供一站式服务，交叉销售效果良好。2018 年，持有多家子公司合同的个人客户数 6364 万，较年初增长 34.7%。

需要注意的是，陆金所控股作为中国领先的线上财富管理平台，再度融资获得全球投资者青睐，投后估值达 394 亿美元。公司因普惠业务重组而持有的陆金所控股发行的可转换本票，因陆金所控股 C 轮融资带来的公允价值重估损益达到 72.36 亿元，但归母净利仍下滑 4.64%。

#### ■ 7. 估值与投资建议

我们认为公司剩余边际余额稳步增长，2018 年末为 7866.33 亿元，较上年末增长 27.63%，寿险及健康险业务的剩余边际摊销同比增长 25.0%，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。

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，同时公司拟动用不低于人民币 50 亿元且不超过人民币 100 亿元的自有资金，通过集中竞价交易方式回购股份。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 2019-2021 年的 EPS 分别为 7.74/9.17/10.48 元，对应 P/EV 分别为 1.09/0.88/0.76 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。

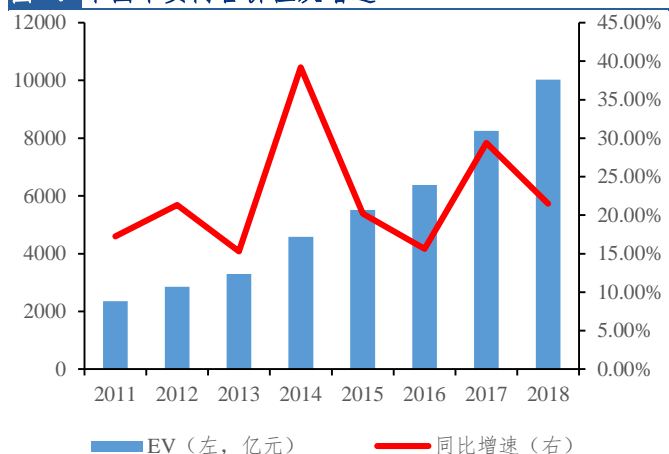
## 附：图表

表 1：中国平安 2018 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	2018 年	2017 年	变动(%)	2018Q4	2017Q4	变动(%)
寿险及健康险业务	71,345	52,824	35.06	19209.00	10536.00	82.32
财产保险业务	12,274	13,372	-8.21	4193.00	3013.00	39.16
银行业务	24,818	23,189	7.02	12954.00	12080.00	7.24
资产管理业务	13,709	16,403	-16.42	1478.00	6298.00	-76.53
其中：信托业务	3,012	3,957	-23.88	480.00	624.00	-23.08
证券业务	1,680	2,123	-20.87	410.00	531.00	-22.79
其他资产管理业务	9,017	10,323	-12.65	588.00	5143.00	-88.57
金融科技与医疗科技业务	7,748	2,839	172.91	2345.00	2164.00	8.36
其他业务及合并抵消	-4,090	-3,818	7.12	-13.00	-962.00	-98.65
集团合并	125,804	105,809	18.90	40167.00	34129.00	17.69
归属于母公司股东的净利润	2018 年	2017 年	变动(%)	2018Q4	2017Q4	变动(%)
寿险及健康险业务	57,914	35,658	62.42	12019.00	-1268.00	847.87
财产保险业务	12,215	13,307	-8.21	10030.00	2948.00	240.23
银行业务	14,394	13,449	7.03	10286.00	2340.00	339.57
资产管理业务	12,871	15,924	-19.17	9799.00	5819.00	68.40
其中：信托业务	3,008	3,953	-23.91	2169.00	620.00	249.84
证券业务	1,599	2,043	-21.73	1247.00	451.00	176.50
其他资产管理业务	8,264	9,928	-16.76	6383.00	4748.00	34.44
金融科技与医疗科技业务	14,006	14,621	-4.21	12807.00	13946.00	-8.17
其他业务及合并抵消	-3,996	-3,871	3.23	-2630.00	-1015.00	159.11
集团合并	107,404	89,088	20.56	86102.00	22770.00	278.14

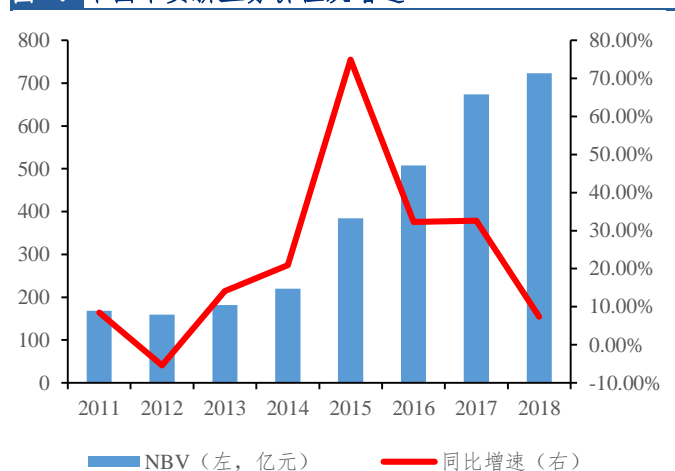
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 1：中国平安内含价值及增速



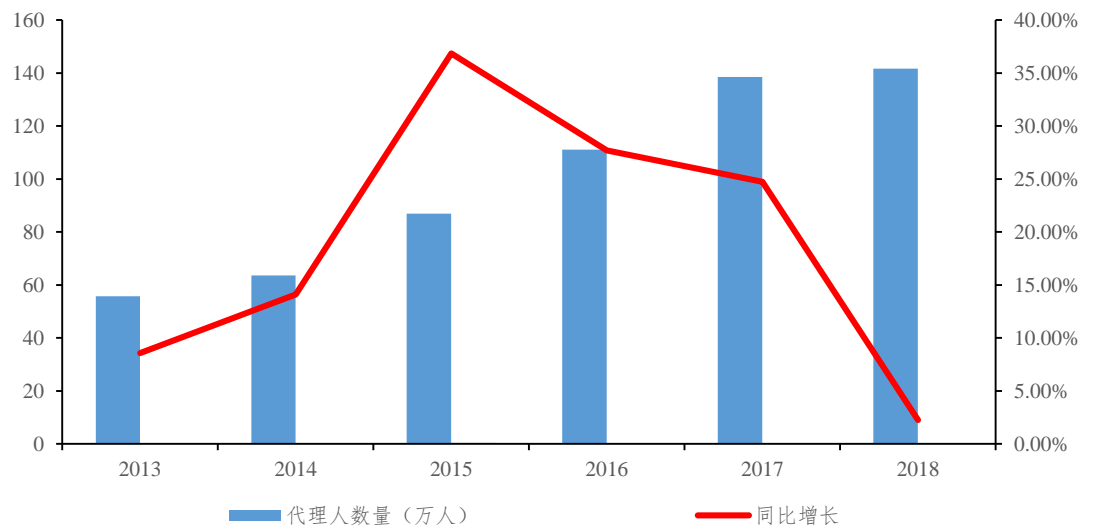
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 2：中国平安新业务价值及增速



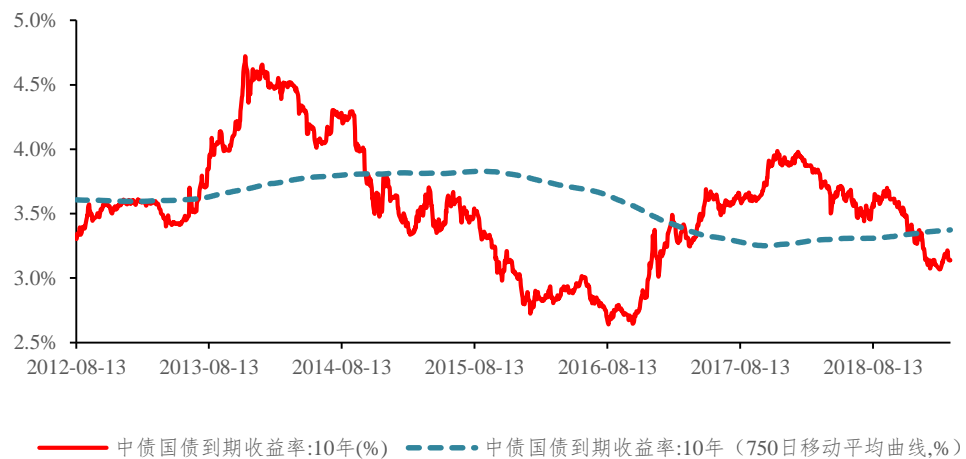
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 3: 中国平安代理人数量及增速



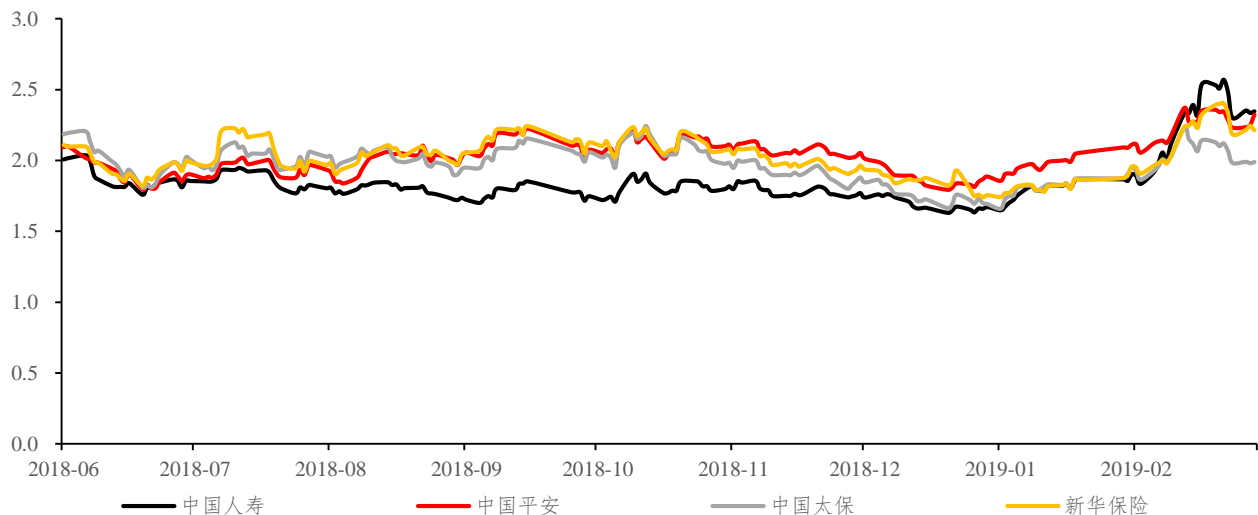
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 4: 中债国债到期收益率 750 日移动平均线: 10 年 单位: %



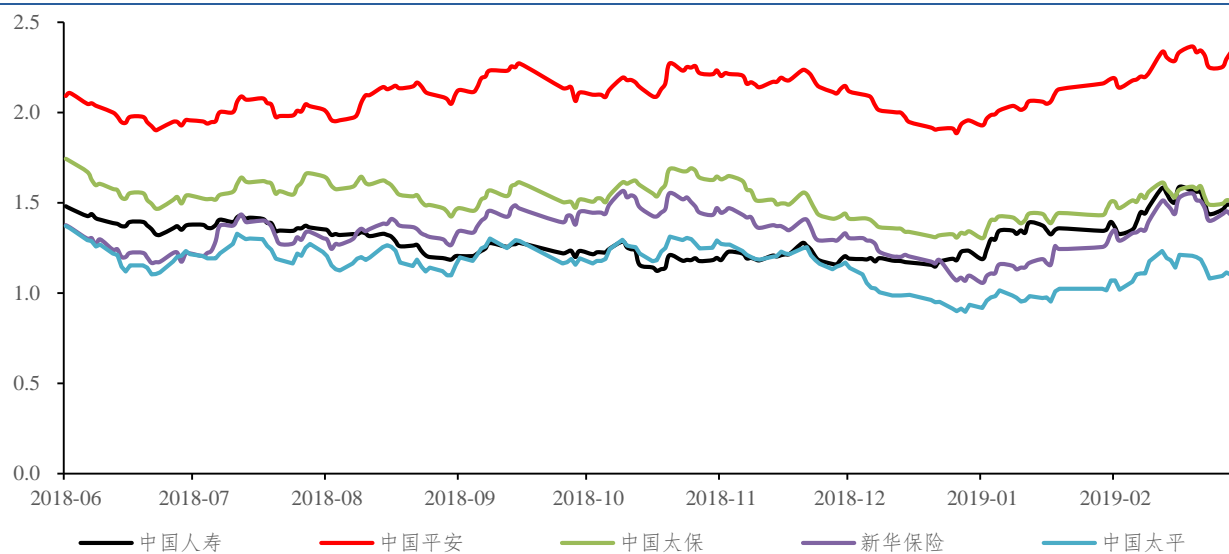
资料来源: wind, 长城证券研究所

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)	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入合计	976832.00	1129908.78	1315516.22	1491143.50	净利润构成				
营业支出合计	-813494.00	-942984.42	-1093321.19	-1238000.75	保险业务	58.97%	65.41%	58.89%	51.22%
营业利润	163338.00	186924.36	222195.04	253142.75	银行业务	20.60%	19.43%	22.81%	26.46%
加: 营业外收入	385.00	713.67	484.22	527.63	投资业务 (信托、证券)	20.43%	15.17%	18.30%	22.32%
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	187203.69	222219.81	253181.78	营业收入增长	9.65%	15.67%	16.43%	13.35%
减: 所得税费用	-42699.00	-45736.88	-54608.76	-61566.56	营业成本增长	7.59%	15.92%	15.94%	13.23%
净利润	120452.00	141466.81	167611.06	191615.22	净利润增长	20.48%	17.45%	18.48%	14.32%
归属于母公司股东的净利润	107404.00	126142.38	149454.54	170858.45	综合收益总额增长	0.60%	20.41%	19.04%	14.57%
少数股东损益	13048.00	15324.44	18156.52	20756.78	投资资产增长率	39.00%	6.33%	16.88%	16.60%
其它综合收益	2137.00	6141.16	8101.11	9692.16	净资产增长率	16.28%	31.99%	15.33%	15.24%
综合收益总额	122589.00	147607.97	175712.17	201307.38	总资产增长率	10.01%	17.55%	16.88%	16.60%
归属母公司股东的综合收益总额	108987.00	131229.97	156215.83	178971.09	盈利能力				
归属少数股东的综合收益总额	13602.00	16378.01	19496.34	22336.29	ROE	17.62%	15.68%	16.11%	15.98%
资产负债表				(百万)	ROA	1.69%	1.68%	1.71%	1.67%
投资资产	4343127.00	4618081.20	5397385.80	6293537.91	营运效率				
非投资资产	2763525.00	3248508.85	3796697.12	4427079.72	综合成本率	96.00%	96.00%	96.00%	96.00%
资产合计	7142960.00	8396511.26	9813428.74	11442796.20	净投资收益率	5.20%	5.00%	5.50%	6.00%
保险合同准备金	1605411.00	1874712.59	2233396.12	2626662.18	总投资收益率	3.70%	4.50%	5.20%	5.50%
保户储金及投资款	622915.00	743695.11	890368.89	1066437.34	保单继续率 (13 个月)	91.40%	91.40%	91.40%	91.40%
应付保单红利	52591.00	62790.05	75173.69	90039.12	偿付能力				
其他负债	1702275.00	2504023.35	3093193.71	3795348.91	寿险偿付能力充足率	218.80%	227.55%	227.55%	227.55%
负债合计	6459317.00	7494141.88	8772710.82	10243485.51	产险偿付能力充足率	223.80%	226.04%	226.04%	226.04%
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	18471.12	25943.85	34486.77	每股指标 (元)				
一般风险准备	55794.00	68408.24	83353.69	100439.54	摊薄 EPS	5.88	7.74	9.17	10.48
未分配利润	334182.00	409867.43	499540.15	602055.22	每股净资产	30.44	41.53	48.06	55.54
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	759244.70	878559.16	1015345.25	每股经营现金/EPS	-	-	-	-
少数股东权益	127135.00	143124.68	162158.75	183965.44	每股内含价值	54.84	67.48	84.09	97.64
负债及股东权益	7142960.00	8396511.26	9813428.74	11442796.20	每股一年新业务价值	5.10	5.61	6.34	7.29
现金流量表				(百万)	估值	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-	-	-	-	P/EV	1.35	1.09	0.88	0.76
投资活动现金流	-	-	-	-	EV	1002457.00	1233626.20	1537119.80	1784795.87
融资活动现金流	-	-	-	-	PE	11.79	10.70	9.03	7.90
净现金总变化	-	-	-	-	PB	2.27	1.78	1.54	1.33



**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>