

# 中国平安 (601318.SH/02318.HK)

## 盈利稳健增长，价值站上新平台

### 核心观点：

#### ● 营运利润稳定，价值站上新平台

集团 2018 年末内含价值达 10,024.56 亿元人民币，较上年末增长 21.5%；寿险及健康险业务内含价值为 6,132.23 亿元，较上年末增长 23.5%；归属于母公司股东的营运利润为 1,125.73 亿元，同比增长 18.9%；集团、寿险及健康险业务内含价值营运回报率分别为 23.7%和 30.8%。

#### ● 寿险新单增速回落，产品结构持续优化

代理人数量保持了 2.27%的同比增长，但个险渠道的新单保费在 2018 年出现了 4.35%的下滑；个险渠道整体保费在续期业务的推动下保持了 19.55%的增长。公司近年来更侧重向保障型业务的转变，传统和长期健康险产品的占比保持提升。

#### ● 保险资产稳健配置，收益率受市场环境拖累

公司保险资金 2018 年的净投资收益率和总投资收益率分别为 5.2%和 3.7%，同比分别下降 0.6 和 2.3 个百分点。

#### ● 投资建议

报告收盘日，公司港股股价 84 港币，按照当前汇率 0.85 计算，折合人民币约 71.8 元，A、H 股基本平价；2019 至 2021 年的 P/EV 估值对应报告日股价分别为 1.08、0.92、0.79 倍。采用保险评估价值和分部估值综合结果，得到公司 A 股的合理价值为 84 元每股（按照当前汇率折算，H 股合理价值为 98 港币每股），维持 A、H 股买入评级。

#### ● 风险提示

外部金融环境发生重大变化带来系统性风险的传导，保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等，以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。

### 盈利预测：

币种：人民币	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	890,882	976,832	1,101,818	1,295,166	1,542,603
增长率(%)	25.04	9.65	12.80	17.55	19.10
净利润(百万元)	89,088	107,404	134,178	171,202	214,879
增长率(%)	42.78	20.56	24.93	27.59	25.51
每股净资产（元）	25.89	30.44	35.55	42.20	50.26
增长率(%)	23.45	17.57	16.77	18.72	19.10
EPS（元/股）	4.99	6.02	7.34	9.37	11.75
市盈率（P/E）	14.68	12.18	9.75	7.64	6.09
市净率（P/B）	2.76	2.35	2.01	1.70	1.42

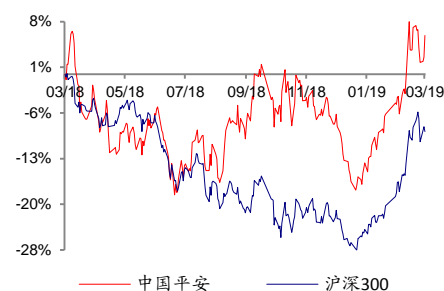
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

### 买入

当前价格	71.54 元人民币
合理价值	84 元人民币
前次评级	买入
报告日期	2019-03-13

### 相对市场表现



### 分析师：陈福



SAC 执证号：S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

### 分析师：鲍淼



SAC 执证号：S0260518020001



010-59136635



baomiao@gf.com.cn

请注意，鲍淼并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

中国平安 (601318.SH):业绩	2018-10-29
符合预期，高品质增长势头不改	
中国平安 (601318.SH):逆境	2018-08-22
中稳健前行，业绩保持高速增长	
中国平安 (601318.SH):寿险	2018-04-26
质量改善增长承压，新会计准则压低利润增速	

## 目录索引

一、寿险业务利润大幅增长，占比有显著提升 .....	4
二、寿险新单增速回落，产品结构持续优化 .....	4
三、产险保持良好综合成本率，业务结构持续调整 .....	6
四、保险资产稳健配置，收益率受市场环境拖累 .....	6
五、营运利润稳定，价值站上新平台 .....	6
六、投资建议与风险提示 .....	7

## 图表索引

图 1: 公司寿险代理人情况 .....	4
图 2: 代理人渠道保费及人力增长情况 .....	5
图 3: 寿险保费险种结构情况 .....	5
表 1: 公司各项业务利润情况 .....	4
表 2: 公司产险业务同比增长及占比情况 .....	6
表 3: 分渠道新业务价值同比增长及占比情况 .....	7
表 4: 估值及盈利预测 .....	8

## 一、寿险业务利润大幅增长，占比有显著提升

公司寿险业务归属于母公司股东净利润同比大幅增长62.42%，依然保持了利润贡献的主体地位，利润占比较同期提升了13.90个百分点；除信托、证券外的其他资产管理业务利润也获得了较快增长；受手续费上升及业务增长带来的所得税费用增加影响，财险业务的净利润同比下降了8.21%。

表 1：公司各项业务利润情况（币种：人民币）

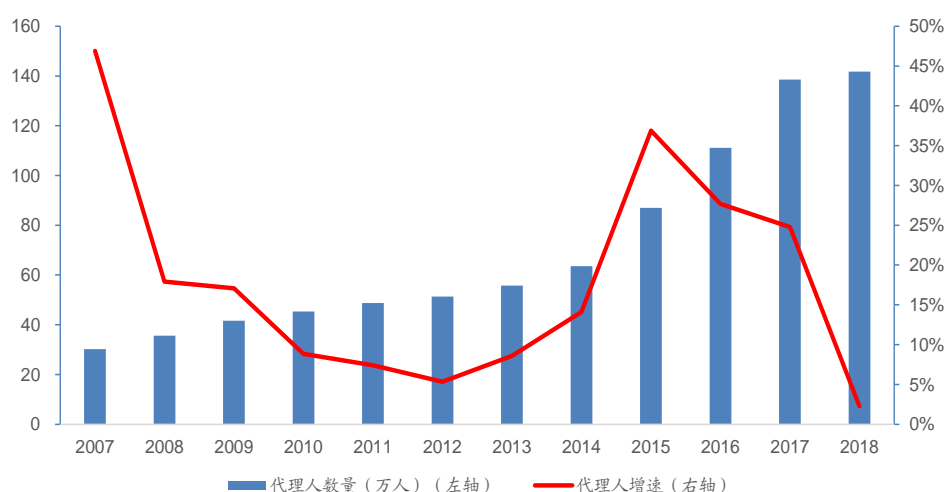
归属于母公司股东净利润	2018（百万元）	2017 年（百万元）	增速（%）	2018 年占比	2017 年占比	变动（百分点）
寿险及健康险业务	57,914	35,658	62.42	53.92%	40.03%	13.90
财产保险业务	12,215	13,307	-8.21	11.37%	14.94%	-3.56
银行业务	14,394	13,449	7.03	13.40%	15.10%	-1.69
信托业务	3,008	3,953	-23.91	2.80%	4.44%	-1.64
证券业务	1,599	2,043	-21.73	1.49%	2.29%	-0.80
其他资产管理业务	8,264	7,108	16.26	7.69%	7.98%	-0.28
金融科技与医疗科技业务	14,006	16,270	-13.92	13.04%	18.26%	-5.22
其他业务及合并抵消	-3,996	-2,700	48.00	-3.72%	-3.03%	-0.69
集团合并	107,404	89,088	20.56	100.00%	100.00%	-

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

## 二、寿险新单增速回落，产品结构持续优化

2018年，寿险行业步入新的调整期，保费增速较前两年有所回落，行业对代理人的素质要求更高，收入的压力以及专业门槛的提升，使代理人数量增长明显放缓。

图 1：公司寿险代理人情况

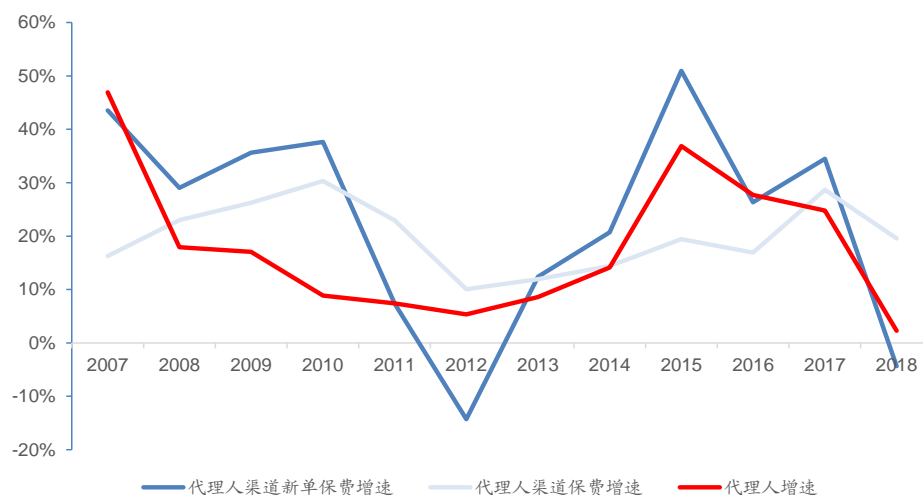


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

虽然代理人数量保持了2.27%的同比增长，但个险渠道的新单保费在2018年出现了4.35%的下滑；续期业务的占比达到68.71%，较同期提升了6.68个百分点；整体保费在续期业务的推动下保持了19.55%的增长。

代理人渠道依然是销售的主体，保费贡献占比为84.84%，同比基本保持稳定。

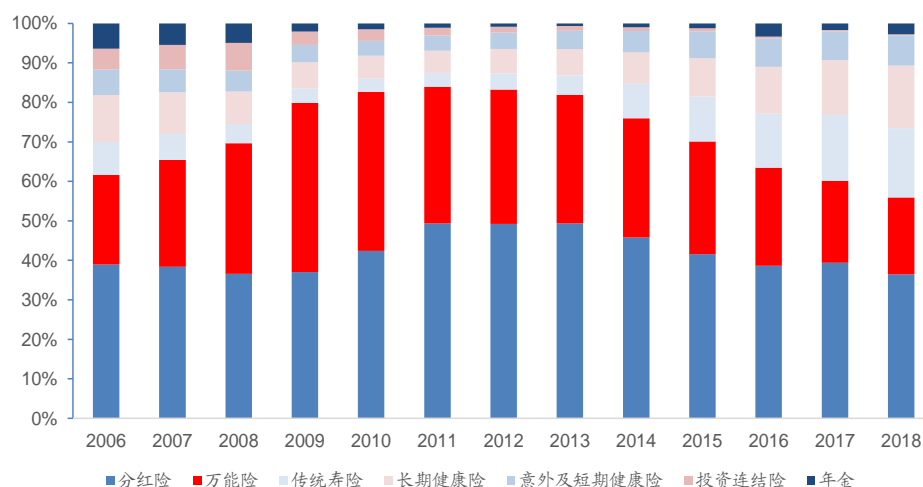
图 2：代理人渠道保费及人力增长情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

从险种结构来看，公司近年来更侧重向保障型业务的转变，传统和长期健康险产品的占比保持提升，分红和投连险的占比有所下降。

图 3：寿险保费险种结构情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

### 三、产险保持良好综合成本率，业务结构持续调整

公司产险业务在实现较快增长的同时，也在产品结构方面持续优化，非车险保费同比增速超过40%、占比提升5.49个百分点。

表 2：公司产险业务同比增长及占比情况（币种：人民币）

产险原保费收入	2018 年（百万元）	2017 年（百万元）	增速（%）	2018 年占比	2017 年占比	变动（百分点）
车险	181,768	170,508	6.60	73.46%	78.94%	-5.49
非机动车辆保险	56,211	38,929	44.39	22.72%	18.02%	4.69
意外与健康保险	9,465	6,547	44.57	3.83%	3.03%	0.79
合计	247,444	215,984	14.57	100.00%	100.00%	-

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

在车险行业手续费普遍存在压力的情况下，公司整体费用率有所抬升，2018年为41.1%，同比上升1.5个百分点；通过科技辅助，赔付率得到改善，2018年综合成本率为96.0%，同比下降0.2个百分点。

在销售渠道方面，各渠道占比相对均衡，车商、代理、交叉销售占比分别为24.0%、23.2%、19.8%，直销渠道、电话及网络的占比也分别达到了15.0%、10.9%。

### 四、保险资产稳健配置，收益率受市场环境拖累

公司保险资产配置稳健，仍以固收类资产为主；债券投资占比45.4%，同比上升1.7个百分点；权益类投资占比有所下降，主要体现为股票占比8.3%、同比下降2.8个百分点。

受海外市场波动、中美贸易摩擦、A股股权质押风险暴露等因素影响，国内股票市场出现大幅波动。在上述环境以及新会计准则的影响下，公司保险资金2018年的净投资收益率和总投资收益率分别为5.2%和3.7%（旧准则下为5.2%），同比分别下降0.6和2.3（旧准则下为0.8）个百分点。

### 五、营运利润稳定，价值站上新平台

集团2018年末内含价值达10,024.56亿元人民币、站上万亿平台，较上年末增长21.5%；寿险及健康险业务内含价值为6,132.23亿元，较上年末增长23.5%。

公司营运利润增长稳定，剔除短期投资波动、折现率变动影响、以及管理层认为不属于日常营运收支的一次性重大项目后，2018年归属于母公司股东的营运利润为1,125.73亿元、同比增长18.9%。

集团、寿险及健康险业务内含价值营运回报率分别为23.7%和30.8%，同比分别

下降3.0和4.7个百分点。

受个险新单增速影响，代理人渠道的新业务价值增速有所放缓，但其他渠道的新业务价值实现了较快速增长。随着产品结构的优化以及渠道产品价值率的改善，寿险产品的新业务价值率大幅提升，寿险及健康险整体的新业务价值率为46.7%、同比提升3.4个百分点，其中代理人渠道新业务价值率达到58.5%、同比提升6.6个百分点。在上述因素共同影响下，2018年的寿险及健康险新业务价值为722.94亿元，同比增长7.3%。

表 3：分渠道新业务价值同比增长及占比情况（币种：人民币）

新业务价值	2018 年(百万元)	2017 年(百万元)	增速 (%)	2018 年占比	2017 年占比	变动 (百分比)
个人业务	71,874	67,027	7.23	99.42%	99.51%	-0.09
代理人渠道	64,401	60,786	5.95	89.08%	90.24%	-1.16
长期保障型	48,975	46,933	4.35	67.74%	69.68%	-1.93
短交保障储蓄混合型	7,577	8,113	-6.61	10.48%	12.04%	-1.56
长交保障储蓄混合型	5,192	3,431	51.33	7.18%	5.09%	2.09
短期险	2,657	2,309	15.07	3.68%	3.43%	0.25
电销、互联网及其他渠道	6,608	5,524	19.62	9.14%	8.20%	0.94
银保渠道	865	716	20.81	1.20%	1.06%	0.13
团险业务	420	330	27.27	0.58%	0.49%	0.09
寿险及健康险业务合计	72,294	67,357	7.33	100.00%	100.00%	-

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

## 六、投资建议与风险提示

公司传统金融和互联网金融业务互相依托、良性发展，寿险业务贡献长期稳定利润和价值成长，互联网金融和金融科技提供发展的外延，给公司带来强劲的内生增长和成长空间；综合金融加科技的模式，在寿险行业面临增员瓶颈、从规模进一步向价值转变的发展阶段，更加具备整体竞争力和成长性，看好公司长期发展。

此外，公司公告宣布，在年度股东大会后1年内将启动50至100亿元的A股股票回购，价格不高于101.24元每股，彰显了股东及管理层对公司发展的信心，同时有助于稳定和提振股价。

报告收盘日，公司港股股价84港币，按照当前汇率0.85计算，折合人民币约71.8元，A、H股基本平价，两地市场对公司有较一致的认同。预计2019至2021每年EPS分别为7.34、9.37、11.75元，对应报告日股价PE分别为9.7、7.6、6.1倍，相应P/EV估值为1.08、0.92、0.79倍。

基于传统金融业务模式较为稳定，假设其各项业务平稳增长，人寿保险剩余边际长期摊销稳定贡献利润，采用保险评估价值（内含价值，加新业务价值乘以评估倍数）和分部估值（寿险按照评估价值，产险、银行、证券、信托等资产管理及其他业务按照PB测算）综合结果，得到公司A股的合理价值为84元每股（按照当前汇



率折算，H股合理价值为98港币每股），维持A、H股买入评级。

表 4：估值及盈利预测（币种：人民币）

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
内含价值(百万元)	825,173	1,002,456	1,207,314	1,416,880	1,663,914
新业务价值(百万元)	67,357	72,294	79,510	87,941	99,723
归属于母公司股东净利润(百万元)	89,088	107,404	134,178	171,202	214,879
归属于母公司股东净资产(百万元)	473,351	556,508	649,832	771,457	918,768
EVPS（元/股）	45.14	54.84	66.05	77.51	91.02
1YrVNBPS（元/股）	3.68	3.95	4.35	4.81	5.46
BVPS（元/股）	25.89	30.44	35.55	42.20	50.26
EPS（元/股）	4.99	6.02	7.34	9.37	11.75
P/EV（倍）	1.58	1.30	1.08	0.92	0.79
PB（倍）	2.8	2.3	2.0	1.7	1.4
PE（倍）	14.7	12.2	9.7	7.6	6.1

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

**风险提示：**外部金融环境发生重大变化带来系统性风险的传导，保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等，以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。



## 资产负债表

单位: 亿元 (人民币)

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	5684	4741	5806	6617	7665
定期存款	1541	1720	1852	2169	2575
交易性金融资产	1413	8249	9136	10685	12575
债务工具		3109	2993	3643	4384
权益工具		2226	2489	2947	3429
摊余成本金融资产		20752	23284	27300	31934
应收保费	457	672	742	875	1025
长期股权投资	862	1549	1640	1978	2316
投资性房地产	472	468	547	636	738
独立账户资产	429	363	449	513	591
其他资产	2065	1525	1883	2179	2492
<b>资产总计</b>	<b>64931</b>	<b>71430</b>	<b>80699</b>	<b>94349</b>	<b>110320</b>
应付手续费及佣金	98	112	131	152	176
应付赔付款	451	517	574	674	789
保险合同准备金	13915	16054	18171	21273	24797
吸收存款	19304	20890	23837	27899	32439
应付保单红利	456	526	591	693	809
应付债券	4513	5569	5874	6894	8217
保户储金及投资款	5488	6229	7060	8266	9630
独立账户负债	429	363	447	511	589
<b>负债合计</b>	<b>59052</b>	<b>64593</b>	<b>72809</b>	<b>85105</b>	<b>99445</b>
股本	183	183	183	183	183
资本公积	1209	1311	1309	1307	1305
未分配利润	2369	3342	4295	5443	6875
归属母公司股东权益	4734	5565	6498	7715	9188
少数股东权益	1146	1271	1391	1529	1688
<b>负债和股东权益</b>	<b>64931</b>	<b>71430</b>	<b>80699</b>	<b>94349</b>	<b>110320</b>

## 利润表

单位: 亿元 (人民币)

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>8909</b>	<b>9768</b>	<b>11018</b>	<b>12952</b>	<b>15426</b>
已赚保费	5730	6777	7998	9429	11070
投资收益	1559	746	848	1289	1874
公允价值变动损益	33	-283	169	268	320
其他业务收入	449	505	556	611	672
<b>营业支出</b>	<b>8909</b>	<b>9768</b>	<b>11018</b>	<b>12952</b>	<b>15426</b>
退保金	-205	-215	-262	-311	-369
赔付支出	-1591	-2033	-2469	-2932	-3480
提取寿险责任准备金	-2200	-1910	-2180	-2549	-2951
手续费及佣金支出	-1146	-1304	-1392	-1352	-1584
业务及管理费	-1397	-1477	-1666	-1958	-2332
其他业务成本	-451	-453	-520	-598	-688
<b>营业利润</b>	<b>1348</b>	<b>1633</b>	<b>1799</b>	<b>2282</b>	<b>2840</b>
<b>利润总额</b>	<b>1347</b>	<b>1632</b>	<b>1797</b>	<b>2279</b>	<b>2837</b>
<b>净利润</b>	<b>1000</b>	<b>1205</b>	<b>1474</b>	<b>1869</b>	<b>2326</b>
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>891</b>	<b>1074</b>	<b>1342</b>	<b>1712</b>	<b>2149</b>
其他综合收益	219	21	-26	-16	-22
<b>综合收益总额</b>	<b>1219</b>	<b>1226</b>	<b>1449</b>	<b>1854</b>	<b>2305</b>

## 主要财务比率

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	25.04	9.65	12.80	17.55	19.10
归属母公司净利润增长	42.78	20.56	24.93	27.59	25.51
归属母公司净资产增长	23.45	17.57	16.77	18.72	19.10
<b>获利能力</b>					
ROE	20.80%	20.86%	22.25%	24.09%	25.43%
ROA	1.48%	1.58%	1.76%	1.96%	2.10%
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	4.99	6.02	7.34	9.37	11.75
每股净资产	25.89	30.44	35.55	42.20	50.26
<b>估值比率</b>					
P/E	14.68	12.18	9.75	7.64	6.09
P/B	2.76	2.35	2.01	1.70	1.42

## 广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017 年 3 月进入广发证券研究发展中心。
- 鲍 淼：分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018 年进入广发证券发展研究中心。
- 商 田：分析师，安徽财经大学金融学硕士，2014 年进入广发证券发展研究中心。
- 文 京 雄：分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015 年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉：研究助理，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 韵 杨：研究助理，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017 年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大 道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。