

公司研究/季报点评

2018年10月30日

非银行金融/保险 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 62.00
合理价格区间(元): 72.29~77.85

沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

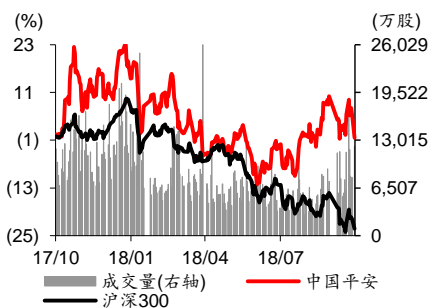
陶圣禹 执业证书编号: S0570518050002
研究员 021-28972217
taoshengyu@htsc.com

刘雪菲 执业证书编号: S0570517110003
研究员 0755-82713386
liuxuefei@htsc.com

相关研究

- 1 《中国平安(601318,买入): 价值改善明显, 综合金融持续发力》2018.08
- 2 《中国平安(601318,买入): 质态调整谋后起, 科技发力绘蓝图》2018.04
- 3 《中国平安(601318,买入): 业绩再创辉煌, 金融科技引领未来》2018.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

价值增长超预期, 综合金融齐发力 中国平安(601318)

盈利整体符合预期, 业务板块运营稳健

公司 2018 年前三季度实现归母净利润 794 亿元, YoY+19.7%; 归母净利润 856 亿元, YoY+19.5%; 模拟准则修订前归母净利润 896 亿元, YoY+35.1%, 业绩表现整体符合预期, 但较中报有一定程度的下滑, 主要由于市场波动导致的投资收益下降以及财险应纳税所得额增加导致净利润下滑。公司综合金融优势突出, 看好未来发展前景, 预计 2018-20 年 EPS 分别为 5.85、7.32 和 9.13 元 (前值为 6.70、8.43 和 10.01 元), 维持“买入”评级。

寿险利润稳健增长, 价值提升显著

寿险归母净利润 459 亿元, YoY+24.3%; 若剔除 IFRS9 影响, 寿险业务净利润同比增长 50.1%, 虽较年中涨幅有一定收窄, 但仍保持较高增速。寿险三季度 NBV 有较大幅度提升, 单季度同比增长 10.9%, 推动全年 NBV 持续提升, 达 554 亿元, YoY+3.2%。价值增长主要源于价值率的提升与新单降幅的收窄。前三季度新业务价值率达 42.1%, 较年中 38.5% 的价值率水平进一步提升了 3.6pct, 保障险占比提升持续优化产品结构。前三季度首年保费 1315 亿元, YoY-7.4%, 较中报 10.3% 的降幅有所收窄。

代理人规模回稳, 质态稳步提升

前三季度代理人人均每月首年规模保费达 7984 亿元, YoY-17.7%, 虽仍有一定下滑, 但较中报 24% 的下滑有显著改善。代理人规模较年初增长 3.2% 至 143 万, 较年中增长 2.2%, 队伍调整稳中向好。我们预计未来几年大幅增长趋势将放缓, 质态提升将成为主旋律。

产险结构持续优化, 税负增长拖累业绩

产险保费稳健增长, 车险仍为主要贡献, 实现保费 1305 亿元, YoY+6.6%; 相较之下非车险增长动能强劲, 同比增长 44%, 实现保费 437 亿元。保单质量有所优化, 综合成本率为 96%, YoY-0.1pct。产险税前利润增长 6.4%, 净利润下滑 22%, 我们认为主要由于业务增长导致手续费上升超出可税前列支限额, 致使应纳税所得额增加。

投资资产稳增长, 投资收益率领先行业

截至 9 月末, 总投资资产达 2.65 万亿元, 较年初增长 8.1%。受权益资产分红收入下降等因素影响, 净投资收益率 4.7%, 总投资收益率 4.0%, 模拟准则修订前的总投资收益率达 4.9%, 与同业相比处于领先地位。

金融科技业务多点发力, 维持“买入”评级

公司综合金融优势突出, 银行零售转型持续深化, 资管业务快速发展, 金融科技已贡献近 7% 的利润, 生态圈建设稳步推进。结合三季报业绩, 我们小幅调整盈利预测, 预计 2018-20 年 EVPS 分别为 55.61、66.73 和 80.37 元 (前值为 56.6、68.3 和 82.2 元), 对应 P/EV 为 1.11x、0.93x 和 0.77x。我们维持公司 2018 年 1.3-1.4xP/EV, 目标价格区间 72.29~77.85 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 市场波动风险、利率与政策风险、技术风险、消费者偏好风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	712,453	890,882	1,027,249	1,201,867	1,392,066
+/-%	14.91	25.04	15.31	17.00	15.83
归属母公司净利润 (百万元)	62,394	89,088	106,909	133,801	166,888
+/-%	15.11	42.78	20.00	25.15	24.73
EPS (元, 最新摊薄)	3.41	4.87	5.85	7.32	9.13
PE (倍)	18.16	12.72	10.60	8.47	6.79

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司基本资料

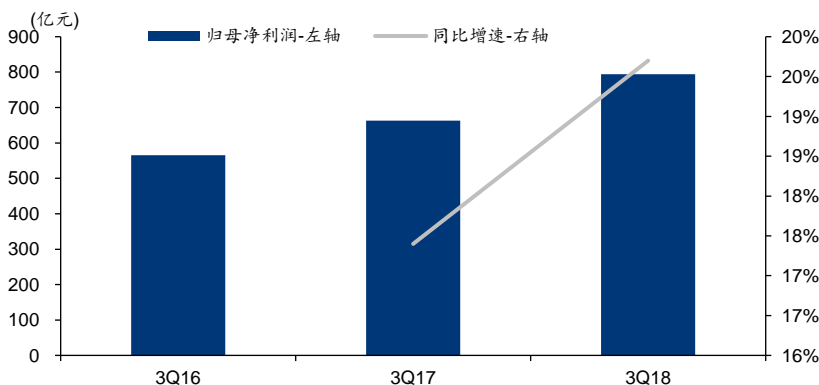
总股本 (百万股)	18,280
流通 A 股 (百万股)	10,833
52 周内股价区间 (元)	55.22-78.76
总市值 (百万元)	1,133,375
总资产 (百万元)	6,851,431
每股净资产 (元)	28.23

资料来源: 公司公告

利润符合预期，业务板块运营稳健

公司 2018 前三季度实现归母净利润 793.97 亿元，YoY+19.7%；归母营运利润 856.37 亿元，YoY+19.5%；模拟准则修订前归母净利润 895.88 亿元，YoY+35.1%。分业务板块看，寿险及健康险、财险、银行、资管、金融科技与医疗科技业务分别实现归母营运利润 521 亿元、81 亿元、119 亿元、122 亿元、54 亿元。各业务板块中寿险及健康险、资管、金融科技与医疗科技业务成长较快，分别同比增长 23.3%、21%、700.4%。互联网金融科技业务在 2018 年前三季度盈利规模较去年同期增长显著，对集团利润已贡献 6.3%，有望成为持续稳定的利润增长点。

图表1：中国平安 2018 前三季度归母净利润同比增长 19.7%



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：公司分业务归母营运利润分布

	2018Q1-3		2017Q1-3		同比增长
	金额 (百万元)	占比	金额 (百万元)	占比	
寿险业务	52,136	60.88%	42,288	59.00%	23.3%
产险业务	8,081	9.44%	10,359	14.45%	-22.0%
银行业务	11,864	13.85%	11,109	15.50%	6.8%
资产管理业务	12,231	14.28%	10,105	14.10%	21.0%
金融科技与医疗科技业务	5,403	6.31%	675	0.94%	700.4%
其他业务及合并抵消	-4,077	-4.76%	-2,568	-3.58%	42.8%
合计	85,637	100%	71,680	100%	19.5%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

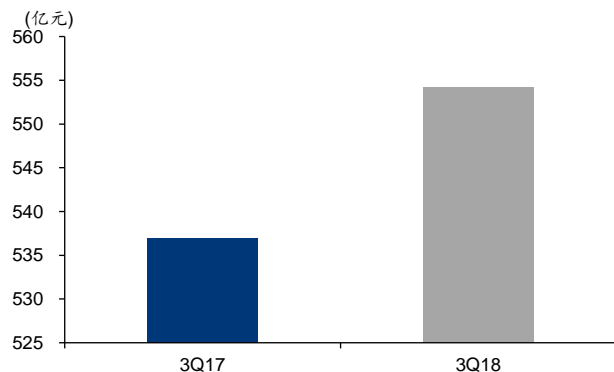
个人客户业务规模快速提升

个人客户量 1.82 亿人，YoY+18.7%，新增客户 3336 万人，新增中有 34.8%来自于集团五大生态圈的互联网用户。集团互联网网络用户量 5.13 亿，同比增长 19.4%，其中 APP 用户量 4.49 亿，同比增长 44.0%，另外，年活跃用户量达到 2.47 亿。集团个人客户中有 5905 万人同时持有多家子公司的合同，占比达 32.5%，占比较去年同期提升 5.4pct，一站式综合金融服务协同效应优势凸显。在提升个人客户数量和深挖客户价值双轮驱动下，个人业务已经成为平安价值强劲增长的内生动力。

寿险及健康险业务：价值提升显著，代理人质态回暖

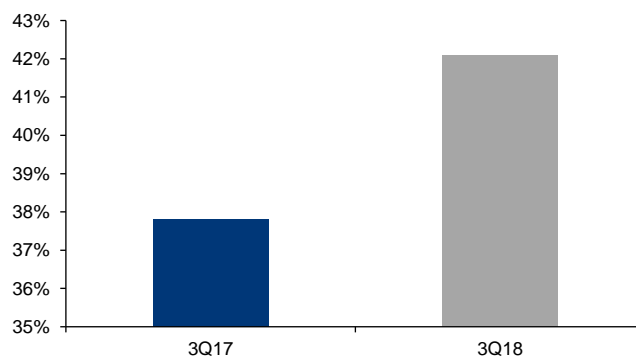
寿险归母净利润 459 亿元，YoY+24.3%；若剔除 IFRS9 影响，寿险业务净利润同比增长 50.1%，随较年中涨幅有一定收窄，但仍保持较高增速。寿险三季度 NBV 有较大幅度提升，单季度同比增长 10.9%，推动全年 NBV 持续提升，达 554 亿元，YoY+3.2%。价值增长主要源于价值率的提升与新单降幅的收窄。前三季度新业务价值率达 42.1%，较年中 38.5% 的价值率水平进一步提升了 3.6pct，保障险占比提升持续优化产品结构。前三季度首年保费 1315 亿元，YoY-7.4%，较中报 10.3% 的降幅有所收窄。

图表3: 中国平安 2018 前三季度新业务价值同比增长 3.2%



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

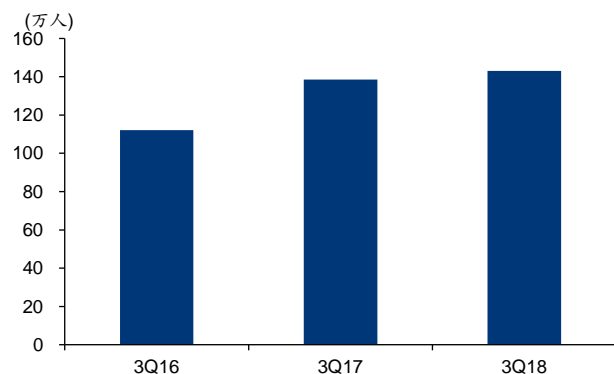
图表4: 中国平安 2018 前三季度新业务价值率同比增长 4.3pct



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

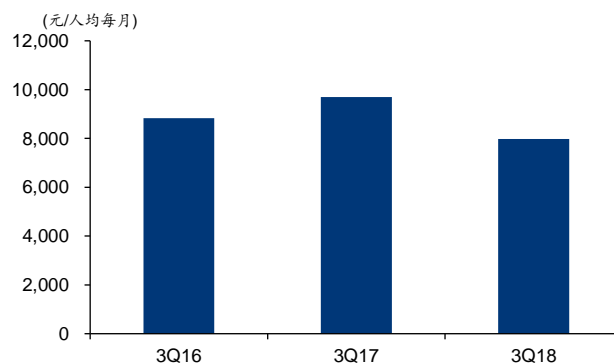
代理人规模回稳, 质态稳步提升。代理人人均每月首年规模保费达 7984 亿元, YoY-17.7%, 虽仍有一定下滑, 但较中报 24% 的下滑有显著改善。代理人规模较年初增长 3.2% 至 143 万, 较年中增长 2.2%, 队伍调整稳中向好。我们预计未来几年大幅增长趋势将放缓, 质态提升将成为主旋律。

图表5: 个人寿险销售代理人数量



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表6: 代理人人均 FYP

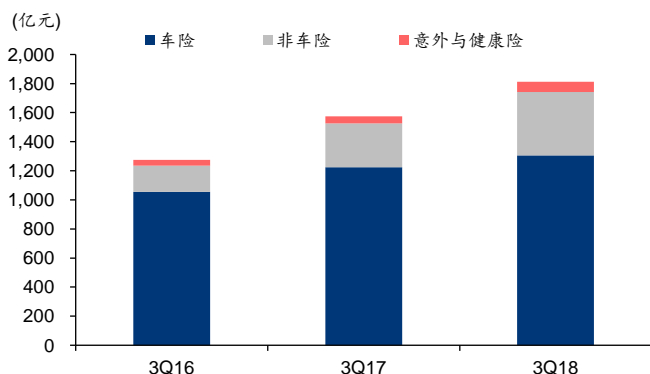


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

产险业务: 结构持续优化, 税负增长拖累业绩

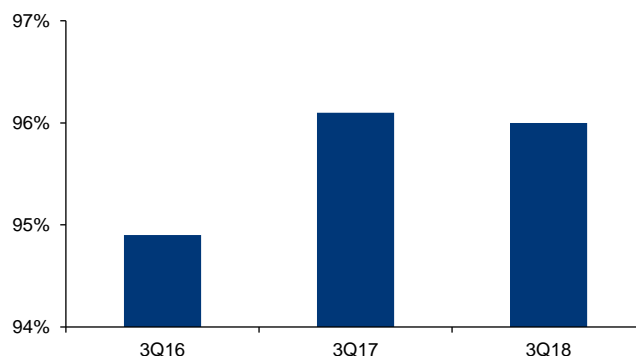
产险保费稳健增长, 车险仍为主要贡献, 实现保费 1305 亿元, YoY+6.6%; 相较之下非车险增长动能强劲, 同比增长 44%, 实现保费 437 亿元。保单质量有所优化, 综合成本率为 96%, YoY-0.1pct。产险税前利润增长 6.4%, 净利润下滑 22%, 我们认为主要由于业务增长导致手续费上升超出可税前列支限额, 致使应纳税所得额增加。

图表7: 产险分险种保费收入



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表8: 产险综合成本率变化



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

银行业务：转型成效显著，ROE 继续回升

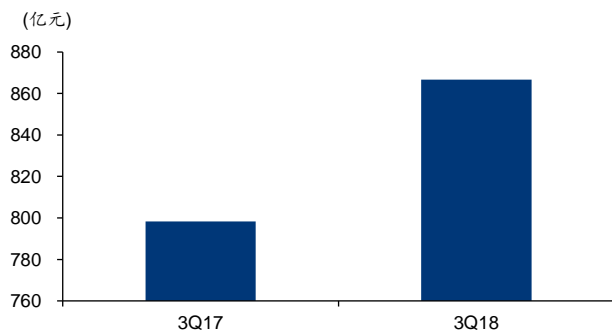
平安银行 2018 前三季度归母净利润 205 亿元，同比增长 6.8%；营收 867 亿元，同比增长 8.6%，业绩符合预期。我们认为公司零售转型渐入佳境，息差稳定，ROE 受到提振，公司 1-9 月年化加权 ROA/ROE 分别较上半年上升 4bp/24bp，18 年进入业绩释放期。

(1) 加强不良主动确认力度，理财规模略有回升：Q3 末不良贷款率 1.68%，与 Q2 末持平，对公/零售贷款不良率分别较 Q2 末上升 7bp/持平，零售贷款中信用卡、汽车及消费贷款不良率上升与个人经营性贷款不良率下降形成了对冲。不良率结构性上升主要因为不良确认力度加大。关注类贷款占比、逾期 90 天以上贷款与不良贷款比例分别较 Q2 末下降 0.34pct、5pct，不良偏离度降至 119%。Q3 末非保本理财余额 5428 亿元，较 Q2 末增长 586 亿元。由于 Q3 资管细则出台后监管尺度缓和，我们预计 1-9 月理财收入降幅较 Q2 大幅缩窄。资本充足率 11.71%，较 Q2 末+12bp，目前公司有 560 亿元的可转债、二级资本债待监管审批。

(2) PPOP 增速提升显著，净息差走阔：公司前三季度 PPOP 增速较上半年大增 5.37pct 至 4.18%。资产增速稍放缓，但息差扩大及非息收入大增支撑了 PPOP 增长。资产增速 6.84%，较 Q2 末-2.06pct。1-9 月息差 2.29%，较上半年+3bp。息差扩大主要因为资产端收益率走高，1-9 月生息资产收益率较上半年+16bp，原因为贷款占比继续升至 55.7%，且贷款收益率较上半年提高 27bp。而存款成本继续提升与同业资金利率下行对冲后，负债成本仅上升 1bp。非息收入同比+32%，主要由于 IFRS9 准则实施，交易性金融资产产生的利息收入计入投资收益。中间收入增速季度环比大降至 2.35%，我们猜测中间收入口径有一定调整。

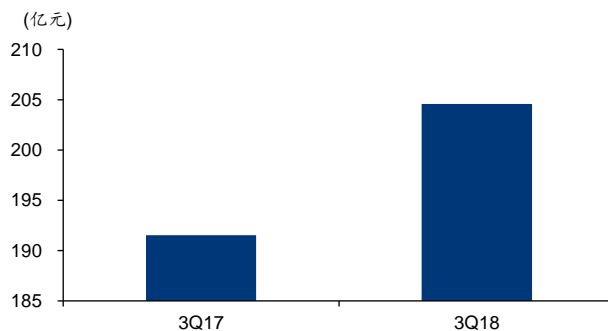
(3) 资产质量持续改善：前三季度不良贷款率 1.68%、同比下降 0.02pct，对公/零售贷款不良率分别较 Q2 末上升 7bp/持平，零售贷款中信用卡、汽车及消费贷款不良率上升与个人经营性贷款不良率下降形成了对冲。不良率结构性上升主要因为不良确认力度加大。逾期 90 天以上贷款/不良贷款比例 124%，较 Q1 下降 9pct，隐性不良贷款得到控制。拨备覆盖率 169.14%，同比增加 18.06pct，风险抵御能力显著强化。

图表9：平安银行 3Q18 营收同比增长 8.6%



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表10：平安银行 3Q18 净利润同比增长 6.8%



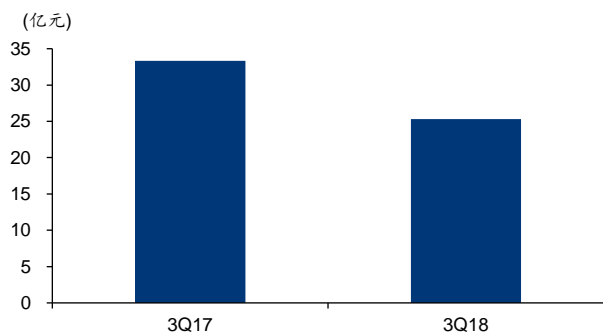
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

资产管理业务：弱市下推进转型，活跃客户提升动力

利润受资本市场波动影响明显，风控增强助力业务转型。平安信托 2018 前三季度净利润为 25.32 亿元，YoY-24.0%。主要系投资项目分红及退出收益同比减少导致。去杠杆、去通道的金融监管改革持续深化下，公司业绩有所承压，在全面加强风险管控的前提下，继续深化“财富+基金”转型。

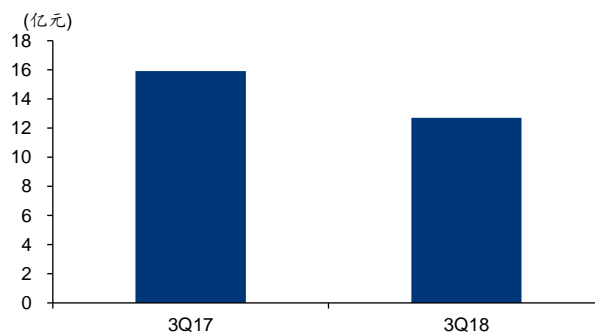
弱市下证券业务承压，科技转型助力发展。平安证券 2018 前三季度实现归母净利润 12.70 亿元，YoY-20.2%。受融资环境趋紧、国际贸易摩擦加剧影响，上半年市场行情持续低迷，证券业务有所拖累。公司坚持科技转型、差异化发展，深度挖掘集团综合金融优势，表现优于行业。

图表11： 信托业务累计归母净利润变化



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表12： 证券业务累计归母净利润变化



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

投资资产稳增长，投资收益率领先行业

截至9月末，总投资资产达2.65万亿元，较年初增长8.1%。受权益资产分红收入下降等因素影响，净投资收益率4.7%，总投资收益率4.0%，模拟准则修订前的总投资收益率达4.9%，与同业相比处于领先地位。

金融科技业务

积极调整业务结构，经营改善稳健发展。陆金所控股2018前三季度在财富管理、个人借款、政府金融等重要业务领域主动进行业务结构调整，盈利快速增长。管理贷款余额3481亿元，较年初增长20.7%。受整体去杠杆和监管新规的影响，线上财富管理行业业务规模增长放缓，资产管理规模3618亿元，较年初下降21.6%，产品清理和结构调整已经全部完成。个人贷款领域，管理贷款余额较年初增长20.7%至3481亿元，系产品优质及风控环节把控到位所致，信贷质量稳定。

布局健康领域，业务快速增长。平安好医生已于5月4日于联交所上市，资本推动业务发展，估值有望进一步提振。力图打造全球最大的医疗健康生态系统，以人工智能为基础，实现线上线下一体化。产品现已聚集海量用户，线上用户活跃度及留存率持续保持高水平。

服务金融机构，客户覆盖广泛。金融一账通在人工智能、区块链等领域广泛布局，帮助金融机构提升投资效率和投资收益，降低风险和运营成本。金融一账通9月末已为483家银行、42家保险公司、近2500家非银金融机构提供金融科技服务，前三季度风控产品使用量9亿次，客户覆盖范围广泛。

布局保险科技，业务增长提升估值。平安医保科技业务分为医保服务、商保服务和个人用户三个板块。医保服务方面，致力于为医保控费，实现科学决策和精细化管理，已服务超过200个城市；商保服务为商保公司提供在线核保、核赔、支付结算、数据通道等自动化运营服务，已经接入医院超2300家；个人用户服务方面，“城市一账通”APP已上线53个城市。平安医保科技于2018年初完成11.5亿美元融资，投后估值达88亿美元。

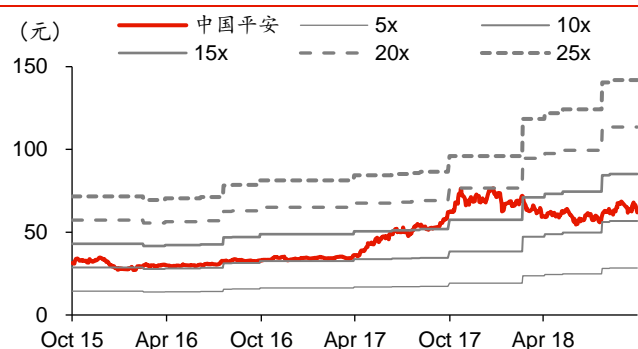
行业地位巩固，生态圈构建智能化转型。汽车之家作为中国领先的汽车互联网服务平台，围绕内容、交易、金融及数据支持构造智能汽车生态圈。汽车之家依靠内容、数据及团队三个核心内容实现推进客户和用户端智能化转型升级。

风险提示

- 1、市场波动风险。公司利差利源主要是保费成本与投资收益差额，资本市场大幅波动可能带来险企投资收益急剧下降，投资端可能出现负增长甚至亏损，进而影响险企利润；
- 2、利率风险。固定利率工具使公司面临公允价值利率风险，浮动利率工具使公司面临现金流利率风险。利率下行可能缩窄利差空间，进而影响会计利润；
- 3、政策风险。保险行业各项业务开展均受到严格的政策规范，未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏；
- 4、技术风险。当前保险行业加速推进金融科技运用，并投入了大量的成本。未来金融科技的发展及回报若低于预期，将会拖累行业整体表现；
- 5、消费者偏好风险。保险产品作为消费品，与需求端关系密切，保费收入若不及预期，可能导致整体行业业绩下滑。

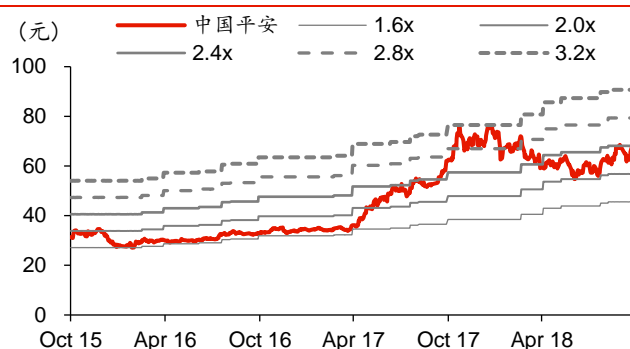
PE/PB - Bands

图表13： 中国平安历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表14： 中国平安历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	内含价值表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
已赚保费	441,409	572,990	682,871	812,656	960,782	寿险业务:					
净利息收入	78,138	74,885	76,969	81,895	88,857	期初内含价值	325,474	360,312	496,381	624,540	760,479
非保险业务手续费及佣金净收入	35,467	37,808	43,481	50,299	59,455	期初内含价值的预计回报	27,346	31,745	43,733	55,025	67,001
投资收益	109,678	155,919	183,572	198,592	218,475	假设及模型变动	-42,115	-758	100	100	100
公允价值变动损益	3,831	3,271	-13,950	4,050	5,050	市场价值调整影响	-1,020	-5,415	4,000	0	0
汇兑损失	1,401	-128	0	0	0	资本变动前寿险业务内含价值	377,601	513,099	648,968	791,051	956,425
其他收入	42,318	46,137	54,306	54,375	59,446	股东股息	-17,289	-17,356	-24,428	-30,572	-38,133
营业收入合计	712,453	890,882	1,027,249	1,201,867	1,392,066	寿险业务期末的内含价值	360,312	496,381	624,540	760,479	918,293
退保金	16,050	20,519	20,676	24,980	29,774	其他业务:					
赔付支出	140,236	159,113	204,542	236,881	275,824	期初调整净资产	226,040	277,391	328,792	392,046	459,383
提取保险责任准备金净额	149,613	220,024	216,944	250,914	299,054	当年利润	37,550	53,430	43,667	57,710	83,773
保单红利支出	11,236	13,129	15,686	18,951	22,588	市场价值调整影响及其他差异	6,567	447	11,000	0	0
手续费及佣金支出	78,742	114,559	140,173	166,583	196,739	资本变动前其他业务的期末调整净资产	270,156	331,268	383,459	449,756	543,156
营业税金及附加	9,268	3,735	3,912	4,454	5,081	其他业务期末的调整净资产	277,391	328,792	392,046	459,383	550,927
业务及管理费	129,997	139,688	156,480	176,897	201,035	公司期末的内含价值	637,703	825,173	1,016,586	1,219,862	1,469,220
资产减值损失	48,894	45,251	61,317	79,131	77,385	公司期末的每股内含价值 (元)	34.9	45.1	55.6	66.7	80.4
营业支出合计	619,085	756,124	857,240	999,069	1,144,951	寿险业务每股内含价值 (元)	19.7	27.2	34.2	41.6	50.2
所得税	22,043	34,762	49,963	52,568	59,751	每股新业务价值 (元)	2.8	3.7	4.0	4.6	5.2
归母净利润	62,394	89,088	106,909	133,801	166,888						
基本每股收益 (元)	3.41	4.87	5.85	7.32	9.13						

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com