

强烈推荐-A (维持)

中国平安 601318.SH

目标估值: 86-86 元

当前股价: 69.25 元

2019 年 03 月 13 日

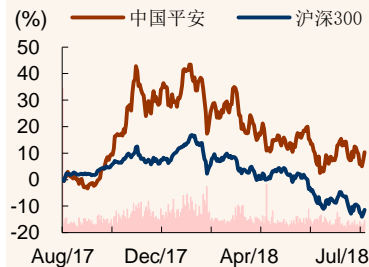
真金不怕火炼, 穿越周期增长

基础数据

上证综指	3060
总股本 (万股)	1828024
已上市流通股 (万股)	1083266
总市值 (亿元)	12659
流通市值 (亿元)	7502
每股净资产 (MRQ)	30.4
ROE (TTM)	19.3
资产负债率	90.4%
主要股东	深圳市投资控股有限公司
主要股东持股比例	5.27%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	12	1
相对表现	-5	-5	10



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中国平安 (601318) 三季报点评报告—新业务价值持续改善, 价值指标增长无忧》2018-10-29
- 2、《中国平安 (601318) 2018 年半年报深度报告—疾风知劲草, 价值超预期》2018-08-22
- 3、《中国平安 (601318) 一基本面数据见底, 二季度静待否极泰来》2018-04-27

郑积沙

0755-83081532
zhengjisha@cmschina.com.cn
S1090516020001

刘雨辰

liuyuchen3@cmschina.com.cn
S1090518100002

研究助理

刘洪

liuqi9@cmschina.com.cn

- 公司公布 2018 年报: 归母净利润 1074 亿, 同比增长 21%, 突破千亿大关; 新业务价值 723 亿, 同比增长 7.3%; 内含价值 10025 亿, 同比增长 21.5%, 突破万亿大关。

价值: 增长略超预期, 逆势展业彰显实力:

(1) NBV 全年增幅扩大, 价值增长韧性展露无遗。全年 NBV 723 亿, 同比 +7.3%, 较可比同业增速最高。下半年 NBV 335 亿, 同比 +17%, 斜率提升趋势明显。从价值贡献的两个因素分析: 第一, NBV Margin 提升 4.4 个百分点至 43.7%, 贡献 NBV 增长 10.9%, 源于公司主动及被动调整产品策略, 丰富保障类产品条线; 第二, FYP 拉低 NBV 增速 3.6%, 但较中报 -10% 逐渐改善。再次证明公司在行业承压的背景下照样实现价值增长。展望 2019 年: 公司调整产品策略, 降低开门红短交储蓄的比重, 预计开门红 NBV 可实现 5% 以上增速, 全年主打高价值率产品, 预计价值率仍能拉动 NBV 实现双位数增长。

(2) EV 10025 亿, 同比增长 21.5%, 正式突破万亿大关。EV 超出市场预期原因在于内含价值预期回报和新业务价值贡献保持稳定, 合计贡献 EV 增速 16.8%, 且市场价值调整 (+2%) 弥补投资偏差 (-1.5%), 同时营运偏差受益保守的精算假设和非经济假设调整, 实现正向贡献 (+1.8%)。展望 2019 年, 预期回报保持稳定 (+6%), 新业务价值增速回暖助推其拉动作用仍显著 (预计 +10%), 而明显负向贡献的投资偏差有望改善 (预计 +0%), 而营运偏差贡献延续过去态势 (+2%), 其它业务营运及非营运利润 (+6%)、分红 (-3%) 保持稳定, 则保守估计 2019 年 EV 增长 21%。

- 业绩: 19 下业绩稳定增长, 略超预期, 寿险和科技功不可没:

第一, 营运偏差大超预期。2018 年寿险营运偏差及其它高达 217 亿, 同比大增 115%, 主要是非经济假设变动的调整; 第二, 会计估计变更, 折现率曲线的变动 (二十年期 750 曲线 2017 年 -23bp, 2018 年 +1bp) 导致准备金在年度间的差异较大 (2017 年 -212 亿, 2018 年为 3 亿); 第三, 剩余边际稳定释放, 平安寿险剩余边际余额 7866 亿, 同比增长 28%, 剩余边际摊销 623 亿, 同比增长 25%, 在资本市场大幅波动的背景下提供稳定的利润来源; 第四, 金融科技变现, 普惠持有的陆金所普票估值重估带来 72 亿利润, 科技板正在每年稳定释放高额业绩贡献。展望 2019 年, 剩余边际大体保持稳定摊销, 金融科技板块持续输血, 同时考虑到权益市场回暖提升投资收益, 2019 年公司的业绩有望维持今年增速, 同时考虑到大体量的业绩规模, 两位数增长已经是非常罕见。

- 负债端: 寿险结构持续改善, 产险综合成本率优化:

(1) 寿险: 结构优化。新单逐月改善, 全年新单保费 1785 亿, 同比 -1%, 较中报的 -9% 明显改善。月报数据显示个人新单由 1 月 -12% 逐月改善至 12 月 +1%; 第二, 长期健康险产品线日益丰富, 首年保费中长期保障类保费 517 亿, 同比 -4%, 占比 31%, 较中报提升 3PCT; 第三, 个险/电网销渠道总保

费占比分别为 85%/9%，而银保+团体合计占比进一步萎缩至 6%。

(2)产险: 综合成本率持续改善, 所得税政策放开值得期待。2018 年综合成本率 96%，同比下降 0.2PCT，预计直逼行业龙头的中国人保水平，下降的主要原因在于赔付率 -1.7%，而费用率仅+1.5%。平安产险原保费 2474 亿，同比+15%，市占率 21%，同比上升 0.5PCT，其中车险市占率 23.2%，同比再提升 0.5PCT。展望未来，行业监管持续收紧，整体费用率有望改善，但费改和新车销量的回落，预计 19 年车险保费增速将继续放缓，对综合成本率也会带来压力。政策方面值得期待所得税的放开对业绩的提振，且汽车消费政策的出台有望一定程度缓解车险保费下行趋势。

投资建议：我们维持强烈推荐评级，公司 2018 年经营成果亮眼，价值、业绩、负债、资产均保持稳健增长态势，均略超市场预期。

- (1) NBV 预计为可比同业最高增速，逐季改善趋势明显，价值率提升非常显著；
- (2) 内含价值高速增长，运营偏差和市场价值调整超预期增长，弥补权益市场下挫；
- (3) 业绩增长略超预期，虽然公司实施 IFRS9 导致投资收益和公允价值变动损益大幅下挫，但公司运营偏差和科技持续释放利润，助推公司业绩的稳健增长；
- (4) 负债端结构持续改善，推动价值率明显提升；
- (5) 科技板块持续输血，过去的巨额投入逐渐兑现业绩，且业务触角快速延申，金融+医疗生态体系逐步成形。

最好的安全边际，不仅是估值、不仅是回购、不仅是特别分红，而是公司高瞻远瞩的战略规划和多年的经营沉淀，能够持续保持竞争优势，是我们持续推荐中国平安最根本的原因。在行业资产负债均承压背景下，仍能实现核心指标稳健增长。同时科技武装金融业务的同时逐步兑现业绩，远远领先同业。展望未来，寿险行业健康险受益居民保障意识的提升，而年金险受益流动性和经济企稳回暖，预计行业负债端将一改颓势，增速扩大，而平安具备最优秀的管理团队和最狼性的销售团队，将最大的受益行业企稳上升的红利。

我们预期平安 19 年 EV 增速 21%，对应公司 2019 年 P/EV 估值仅 1.05X，目标估值 1.3X，对应目标价 86 元，空间 25%。

风险提示：利率下行导致业绩增长不达预期；新单增速持续负增长

一、价值：增长略超预期，逆势展业彰显实力	6
1、NBV 增速预计行业最佳，价值率改善明显	6
(2) 价值率改善明显	6
2、EV：突破万亿大关，穿越周期稳定增长	7
二、业绩：19 下稳定增长，寿险和科技功不可没	8
1、利润同比增长 21%，略超市场预期	8
2、业绩增长因素分析？	9
三、负债端：寿险结构改善，产险综合成本率优化	10
1、寿险：结构持续改善，队伍持续夯实	10
(1) 新单逐月改善	10
(2) 结构持续优化，践行保险姓保	10
(3) 代理人规模和收入保持稳定	12
(4) 寿险负债端 2019 年展望	12
2、产险：核心指标优化，政策改善可期	12
(1) 综合成本率继续下降	12
(2) 车险市占率稳步提升，非车险高速增长	13
(3) 财产险 2019 年展望	14
四、资产端：投资收益率明显下降，权益市场是主因	14
1、投资收益率双双下挫	14
2、调整配置结构，减缓利润波动	15
3、资产端 2019 年展望	16
五、综合金融：大金融闭环生态体	16
1、平安银行	16
2、信托业务：监管趋严，量价齐跌	17
3、证券业务深耕集团，差异化发展	17
4、其他资产管理业务	17
六、科技：引领集团创新	17
1、陆金所完成 C 轮融资，估值高达 394 亿美元	17
2、好医生：中国做大的互联网医疗平台	18
3、医保科技完成 11.5 亿美元融资，投后估值达 88 亿	18

4、壹账通完成 7.5 亿美元融资，投后估值达 75 亿美元	18
七、投资建议：强烈推荐	19

图表目录

图 1: 平安 NBV 增速预计为行业最高 (亿)	6
图 2: NBV 增速逐季改善	6
图 3: 平安新业务价值率进一步提升至 43.7%	7
图 4: 各渠道新业务价值率	7
图 5: 平安内含价值首次突破万亿大关 (亿)	7
图 6: 平安寿险内含价值持续稳定增长 (亿)	7
图 7: 平安归母净利润增长 21%，略超预期 (亿)	8
图 8: 平安归母净利润中保险业务贡献比重 65%	8
图 9: 剩余边际规模及环比 (亿、%)	9
图 10: 剩余边际摊销规模及同比 (亿、%)	9
图 11: 去年同期大幅增提准备金 (亿)	10
图 12: 上半年上证综指下跌 25%	10
图 13: 平安规模保费增长 20% (亿)	10
图 14: 新单保费规模及同比增速 (亿)	10
图 15: 长期健康险规模及增速 (亿、%)	11
图 16: 长期健康险占总保费比重	11
图 17: 个险渠道总保费及增速 (亿、%)	11
图 18: 银保渠道总保费及增速 (亿、%)	11
图 19: 个险渠道新单保费规模及增速 (亿、%)	11
图 20: 个险新单保费占总新单比重 (%)	11
图 21: 代理人规模 142 万	12
图 22: 上半年代理人收入下降持平 (元)	12
图 23: 财险利润规模及同比增速 (亿、%)	13
图 24: 三家财险公司综合成本率	13
图 25: 产险规模保费及同比增速 (亿、%)	13
图 26: 产险保费结构	13
图 27: 平安财市占率	14

图 28: 人保、太保财险市占率	14
图 29: 平安总投资收益率.....	15
图 30: 平安净投资收益率.....	15
图 41 中国平安历史 PE Band	21
图 42: 中国平安历史 PB Band.....	21
表 1: 平安 EV 增量拆分	8
表 2: 保险资金投资品种口径	15
表 3: 保险资金会计计量口径	16
表 4: 中国平安分部估值法	19
表 5: 中国平安盈利预测表.....	20

事件：公司公布 2018 年报：归母净利润 1074 亿，同比增长 21%，突破千亿大关；新业务价值 723 亿，同比增长 7.3%；内含价值 10025 亿，同比增长 21.5%，突破万亿大关。

一、价值：增长略超预期，逆势展业彰显实力

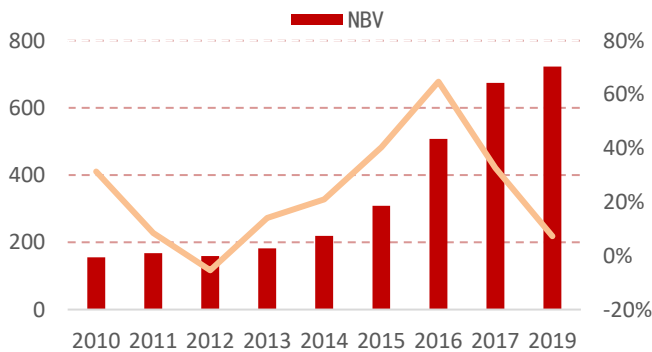
1、NBV 增速预计可比同业最佳，价值率改善明显

(1) NBV 全年增幅扩大，价值经营践行者

2018 全年 NBV723 亿，同比增长 7.3%，较年中的 0.2% 明显扩大，符合市场此前市场的预期，预计是可比同业最高增速。下半年 NBV335 亿，同比大增 17%。在 2018 年行业负债端承压的背景下，平安价值增长韧性展露无遗。从价值贡献的两个因素分析：第一，NBV Margin 明显改善，贡献 NBV 增长 10.9%。由 2017 年的 39.3% 提升至 2018 年的 43.7%，价值率的明显改善源自于公司主动及被动调整产品策略，丰富保障类产品条线，高价值率产品比重明显提升公司整体价值率；第二，FYP 拉低 NBV 增速 3.6%，但在逐渐改善，中报数据为 -10%。价值率和 FYP 合计贡献 NBV 全年增长 7.3%。

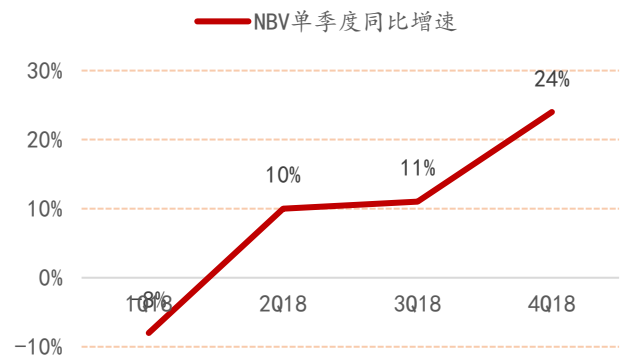
中国平安价值逆势增长体现多年“价值经营”的沉淀，一方面上层顺势灵活调整产品策略；另一方面，销售队伍整体具备销售不同产品的强硬技能，且储备不同需求的高质量客户，再次证明在行业承压的背景下照样实现价值增长。

图 1：平安 NBV 增速预计为可比同业最高（亿）



资料来源：wind，招商证券

图 2：NBV 增速逐季改善

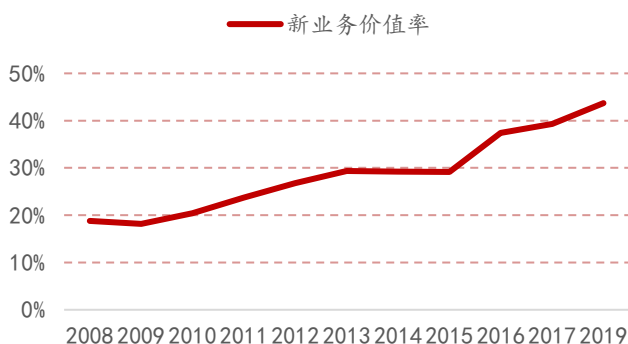


资料来源：wind，招商证券

(2) 价值率改善明显

全年 NBV Margin 43.7%，同比提升 4.4 个百分点，且较年中的 38.5% 进一步提升。各渠道产品结构的优化助推平安整体价值率的攀升：个险渠道价值率提升至 48.1%，较去年提升 6.5 个百分点，核心原因在于个险渠道产品结构优化叠加各大类险种内部价值率的继续提升；银保渠道价值率翻倍增长至 15.9%，快返产品退出历史舞台，期限拉长提高银保产品价值率。

图 3: 平安新业务价值率进一步提升至 43.7%



资料来源: wind, 招商证券

图 4: 各渠道新业务价值率

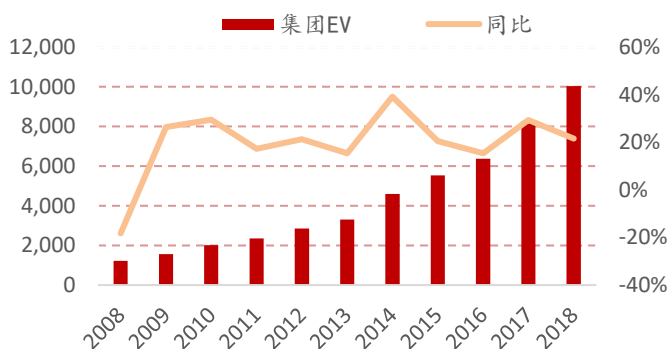
	2018	2017
代理人渠道	57.10%	49.90%
长期保障型	94.70%	87.60%
短交混合型	16.90%	15.60%
长交混合型	55.40%	37.30%
短期险	38.30%	32.20%
电销、互联网渠道	41.10%	42.30%
银保渠道	18.70%	9.60%
团险	1.30%	1.10%

资料来源: wind, 招商证券

2、EV：突破万亿大关，穿越周期稳定增长

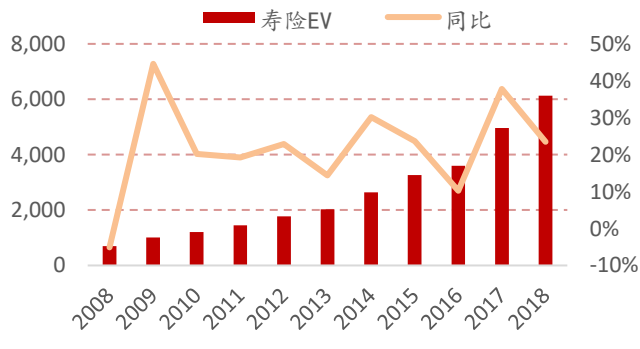
2018 年平安 EV 10025 亿，同比增长 21.5%，略超市场预期，正式突破万亿大关。其中寿险 EV 6132 亿，同比增长 23.5%，我们预计寿险 EV 增速和绝对规模皆傲视群雄。EV 超出市场预期的原因在于营运偏差保持稳定，且市场价值调整弥补投资偏差。

图 5: 平安内含价值首次突破万亿大关 (亿)



资料来源: wind, 招商证券

图 6: 平安寿险内含价值持续稳定增长 (亿)



资料来源: wind, 招商证券

首先，内含价值预期回报及新业务价值分别贡献 5.5%、11.3%，前二者作为 EV 增长的主要贡献力量，符合此前市场预期；

其次，营运偏差、市场价值调整及投资偏差分别贡献 EV 增速 1.7%、2.4%、-1.5%。营运偏差实现正向贡献在于公司相对保守的精算假设，及非经济假设的变化所致；而 2018 年利率下行带来债券价格上涨，推动市场价值调整贡献 EV 增速 2.4%；四季度权益市场加速向下调整，导致总投资收益率仅 3.7%，导致投资偏差对 EV 的负向贡献扩大至 1.5%。

表 1: 平安 EV 增量拆分

中国平安	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
寿险内含价值预期回报	6%	6%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	5.5%
一年新业务价值	11%	9%	7%	6%	7%	7%	9%	11%	8.8%
分散效应	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	3%	2.5%
投资收益差异	1%	-1%	-3%	0%	6%	3%	0%	5%	-1.5%
营运经验差异	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1.8%
评估方法等改变	-2%	-1%	4%	0%	1%	0%	-8%	0%	0.0%
市场价值调整变化	0%	-6%	3%	-1%	1%	-2%	1%	-1%	2.4%
股东股息	8%	6%	-1%	-1%	11%	0%	-2%	-3%	-4%
其他	5%	4%	5%	5%	7%	7%	7%	8%	6.0%
合计	29%	17%	21%	15%	39%	20%	16%	30%	21%

资料来源: wind, 招商证券

二、业绩：19 下稳定增长，寿险和科技功不可没

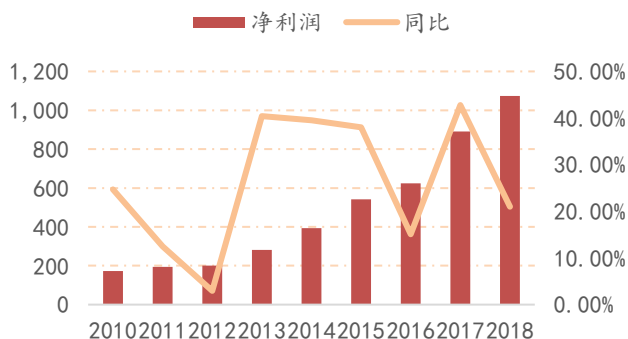
1、利润同比增长 21%，略超市场预期

2018 年归母净利润 1074 亿，同比增长 21%，略超此前市场预期。归母净利润的业务板块结构中，寿险贡献半壁江山，占比高达 54%，寿险+财险合计贡献 701 亿，占比 65%；银行、资产管理分别贡献 144 亿、129 亿，占比合计 25%；科技板块逐步兑现业绩，实现 140 亿利润，占比 13%。

2018 年营运利润 1126 亿，同比增长 19%。营运利润高于归母净利润的原因在于 2018 年权益市场大幅调整，尤其是四季度蓝筹股集体下挫，影响传统险账户投资情况，导致全年短期投资波动高达-129 亿。

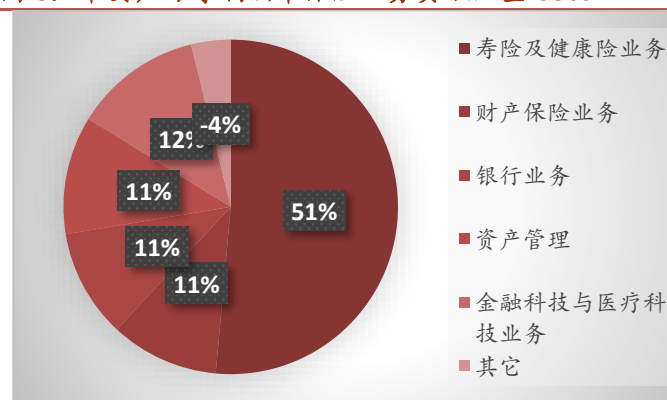
展望 2019 年，权益市场明显回暖，短期投资波动有望实现正收益，可能推动归母净利润的规模和增速好于营运利润。

图 7: 平安归母净利润增长 21%，略超预期（亿）



资料来源: wind, 招商证券

图 8: 平安归母净利润中保险业务贡献比重 65%



资料来源: wind, 招商证券

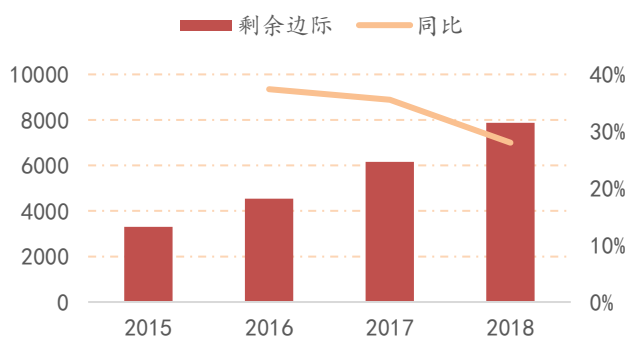
2、业绩增长因素分析？

全年平安归母净利润正式突破 1000 亿，同比增长 21%，主要有一系列积极和消极因素交织而成：

积极因素之一：营运偏差大超预期。2018 年寿险营运偏差及其它高达 217 亿，同比大增 115%，主要是非经济假设变动的调整，推动营运偏差大幅增长。

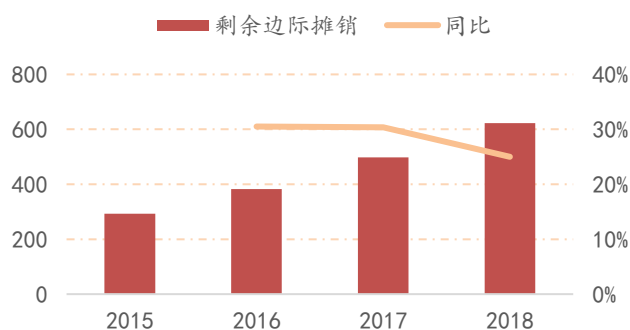
积极因素之二：剩余边际释放。截至 2018 年底，平安寿险剩余边际余额 7866 亿，较 2017 年同比增长 28%，剩余边际摊销 623 亿，同比增长 25%，在资本市场大幅动荡的背景下提供稳定的利润来源。剩余边际余额和摊销的稳定增长得益于近年来长期保障类产品规模稳定增长，而其剩余边际余额和摊销均较其它产品更高。

图 9：剩余边际规模及环比（亿、%）



资料来源：wind，招商证券

图 10：剩余边际摊销规模及同比（亿、%）



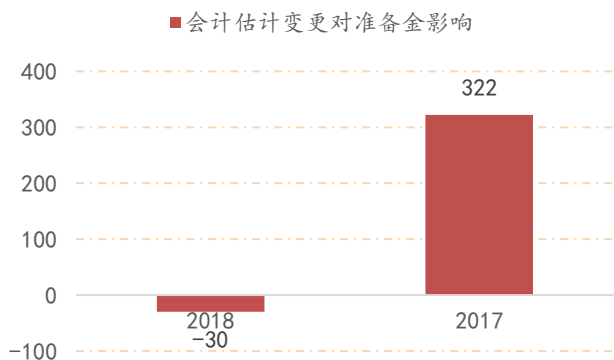
资料来源：wind，招商证券

积极因素之三：会计估计变更。2018 年会计估计变更导致税前净利润增加 30 亿，而 17 年增提 322 亿巨额准备金，今年的少提+去年的增提共同拉动归母净利润增长。其中折现率变化导致税前净利润变化为 2017 年为-212 亿、2018 年为 3 亿，主要原因在于 2017 年 750 曲线二十年期下移 23 个 BP，而 2018 年上移 1 个 BP。

积极因素之四：金融科技变现。2018 年全年金融科技板块贡献归母净利润 140 亿，同比下降 4%，但考虑到 17 年平安好医生释放的 108 亿高额利润，今年普惠持有的陆金所普票估值重估带来 72 亿利润，可看到科技板正在每年稳定释放高额业绩贡献。科技业务正在逐步输出并实现收入，同时公司仍在不断加强投入，强化科技助力，有望成为未来业绩新的增长点，持续为公司造血。

核心消极因素：投资收益下挫。平安率先实施 IFRS9，以公允价值计量且其变动计入当期损益的资产（FVTPL）占保险资金规模高达 18.5%，而 2018 年资本市场大幅下挫，平安遭受较大冲击。上证综指下降 25%，且代表蓝筹股的上证 50 指数下降 20%，导致公司公允价值变动亏损 282 亿，投资收益仅 746 亿，同比腰斩有余。

图 11: 去年同期大幅增提准备金 (亿)



资料来源: wind, 招商证券

图 12: 上半年上证综指下跌 25%



资料来源: wind, 招商证券

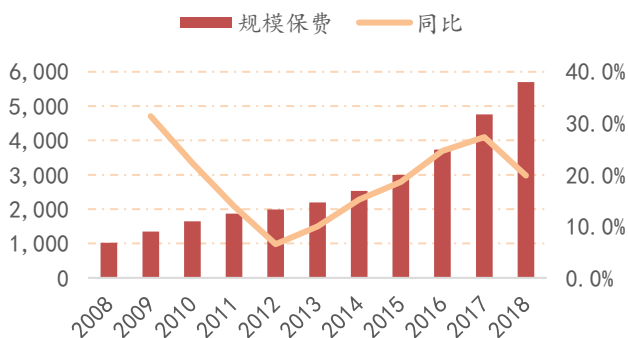
三、负债端：寿险结构改善，产险综合成本率优化

1、寿险：结构持续改善，队伍持续夯实

(1) 新单逐月改善

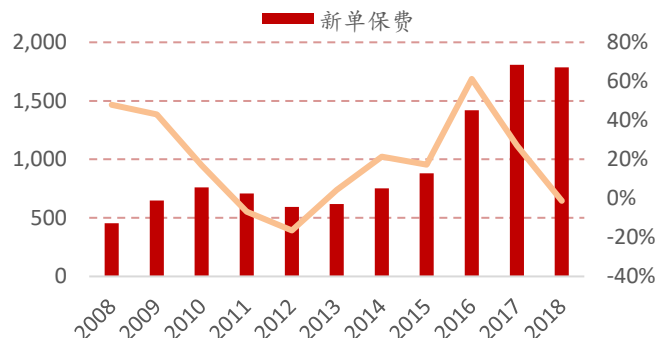
总保费保持稳定增长。2018 年平安寿险规模保费 5705 亿，同比增长 20%，远远高于行业增速。规模保费增速远超行业的原因在于续期保费强劲拉动，全年续期保费增长 33%，得益于公司持续推动价值转型，推动期缴产品销售，**新单逐月改善**。全年平安新单保费 1785 亿，同比-1%，较中报的-9%明显改善。从月报数据来看，个人新单保费由 1 月份的-12%逐月改善至年末的 1%。

图 13: 平安规模保费增长 20% (亿)



资料来源: wind, 招商证券

图 14: 新单保费规模及同比增速 (亿)



资料来源: wind, 招商证券

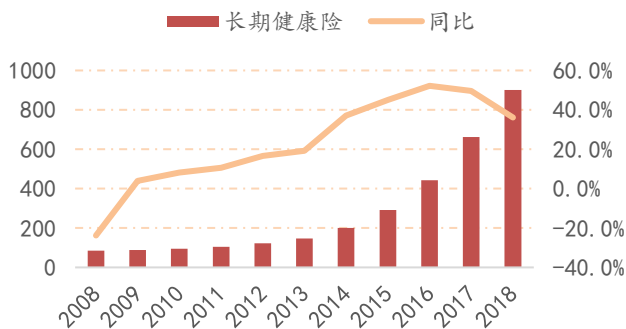
(2) 结构持续优化，践行保险姓保

第一，长期健康险产品线日益丰富，同比增速和占比持续提升。2018 年全年长期健康险规模保费 901 亿，同比增长 36%，占比 16%，较中报的 13%提升 3 个百分点。从计算 NBV 的首年保费来看，长期保障类产品 517 亿，同比下降 4%，占比 31%，较中报提升 3

个百分点。长期保障类产品价值率明显高于其它险种，产品结构的优化助推公司 2018 年整体价值率同比增加 4.4 个百分点。

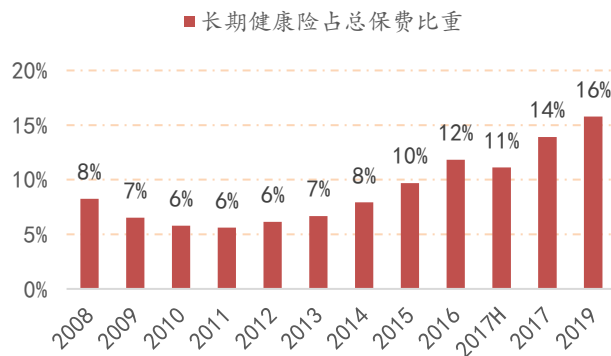
长期保障类产品的价值率 94.7%，较去年同期的 87.6% 提升 7 个百分点，主要原因在于长期保障别中的产品结构同样在优化，且非经济假设的变动也存在一定正面的影响。

图 15: 长期健康险规模及增速 (亿、%)



资料来源: wind, 招商证券

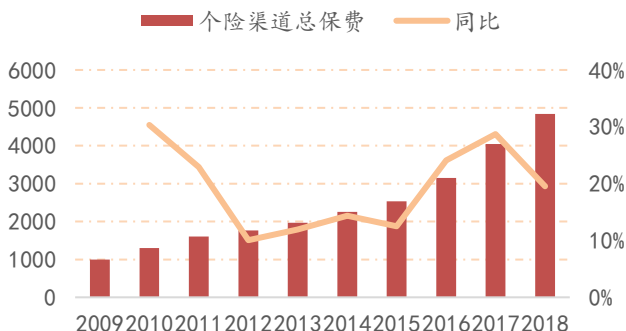
图 16: 长期健康险占总保费比重



资料来源: wind, 招商证券

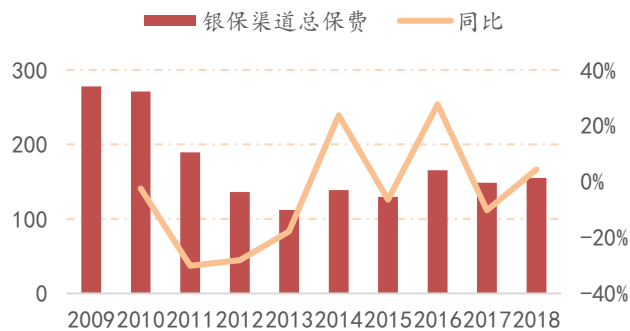
第二，监管环境变化，银保渠道保费进一步被压缩。2018 年个险渠道总保费 4841 亿，同比增长 20%；电网销渠道总保费 490 亿，同比增长 37%，远高于总保费增速，占比提升至 9%，而银保+团体合计占比进一步萎缩至 7%，主要原因在于 134 号文限制快返类产品，导致银保渠道的保费同比下降 32%。从新单的角度来说，个险新单 1307 亿，同比下降 4%，在未采取大幅激励的措施下，个险新单同比增速仍能保持同业领先水平。高价值率的个险和电网销渠道的比重进一步提升，推动公司价值率持续提升。

图 17: 个险渠道总保费及增速 (亿、%)



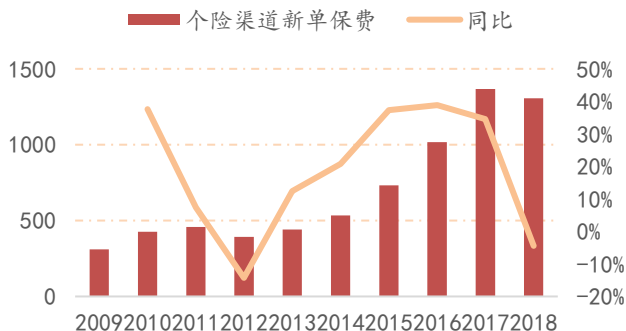
资料来源: wind, 招商证券

图 18: 银保渠道总保费及增速 (亿、%)



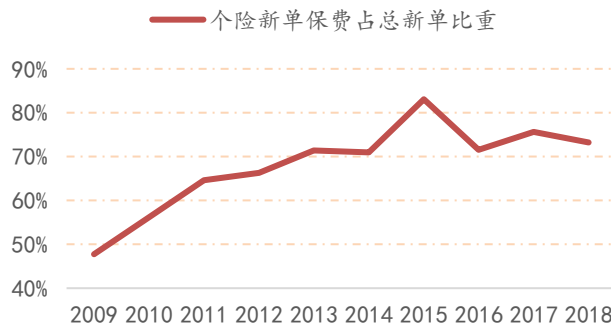
资料来源: wind, 招商证券

图 19: 个险渠道新单保费规模及增速 (亿、%)



敬请阅读末页的重要说明

图 20: 个险新单保费占总新单比重 (%)



资料来源：wind，招商证券

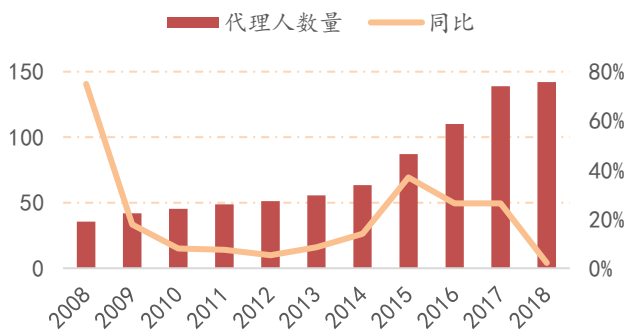
资料来源：wind，招商证券

(3) 代理人规模和收入保持稳定

2018 年平安个险代理人规模 142 万，较年初增长 2%，较年中环比增长 1%。2018 年行业代理人展业难度明显高于过往，预计公司新人脱落率将有所提升，但整体队伍仍能实现小幅正增长。展望未来，当前行业代理人突破 800 万大关，平安代理人规模 142 万，行业及公司代理人规模扩张速度势必放缓。“拉人头”模式一去不复返，核心竞争力在于代理人素质，而平安凭借严格的管理和高于同业的收入水平，一直保持着行业顶尖的活动率水平，意味着拥有中资保险公司中最强的销售队伍，处于先发地位并且具有明显护城河优势。

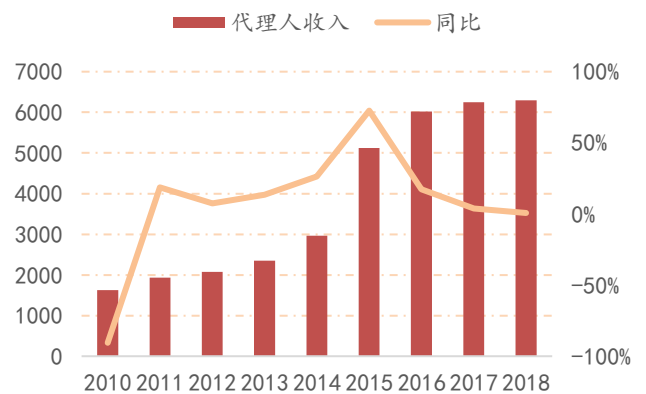
2018 年代理人产能 8373 元，同比增长 7.1%，且代理人活动率 62.6%，处于行业较高的水平。代理人月均收入 6294 元/月，同比持平，较年中的-5%改善明显。

图 21：代理人规模 142 万



资料来源：wind，招商证券

图 22：上半年代理人收入下降持平（元）



资料来源：wind，招商证券

(4) 寿险负债端 2019 年展望

2019 年公司进一步强调价值转型发展，在开门红阶段主动控制短交型储蓄险种的规模带来新单保费的同比缺口，尽管 2019 年一月份个人业务新单保费同比下降 20%，但预计新业务价值已实现正增长，主要受益于开门红年金类产品价值率的同比改善以及业务结构的优化，预计 2019 年一季度和全年的 NBV 均可实现接近 10% 的增长。

公司通过“产品+”和“科技+”策略不断提升客户服务水平，后续公司健全的培训体系和严格的管理制度将推动代理人产能的提升，公司代理人队伍数量的企稳也为公司后续业务的增长奠定了坚实的基础，2019 年面子上新单保费增长节奏预计会与 2018 年类似，但里子新业务价值会好于 2018 年。

2、产险：核心指标优化，政策改善可期

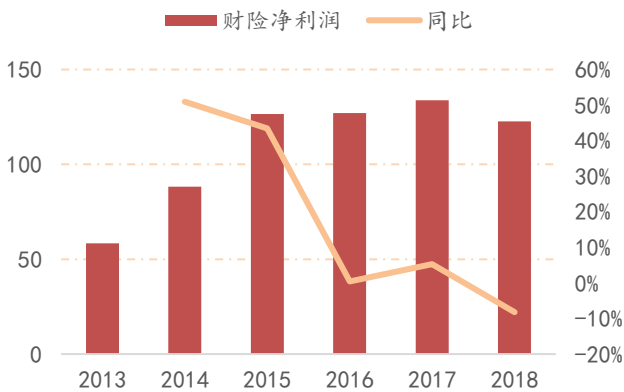
(1) 综合成本率继续下降

2018 全年产险承保利润 85 亿，同比增加 19%，高于原保费的 15%，主要原因在于公

司综合成本率同比进一步下降。2018 年综合成本率 96%，同比下降 0.2 个百分点，直逼行业龙头的中国人保。综合成本率下降的主要原因在于赔付率下降 1.7 个百分点，而费用率上升 1.5 个百分点。赔付率大幅下行源自于风险筛查技术的不断积累，加强核保能力，降低承保风险，而费用率的上升预计源自于过去手续费及佣金历史遗留问题在 2018 年有一定的释放。

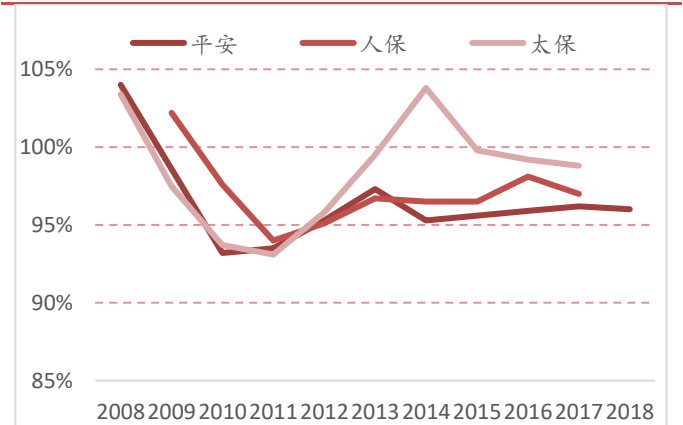
上半年产险承保端实现盈利，且增长 19%，但净利润仅 123 亿，下降 8%，主要原因在于全年所得税高达 72 亿，同比增长 31%，税率 37%，与同业高达 50% 以上的税率比较，平安产险的手续费及佣金占比相对较低。

图 23: 财险利润规模及同比增速 (亿、%)



资料来源: wind, 招商证券

图 24: 三家财险公司综合成本率

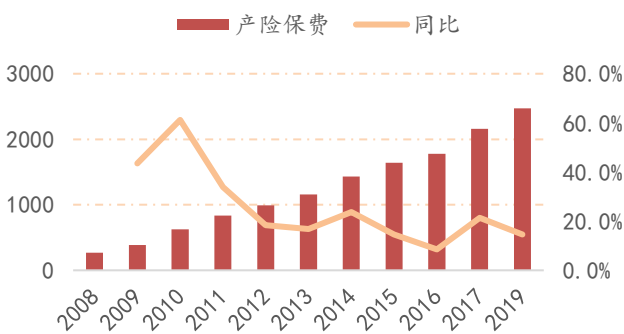


资料来源: wind, 招商证券

(2) 车险市占率稳步提升，非车险高速增长

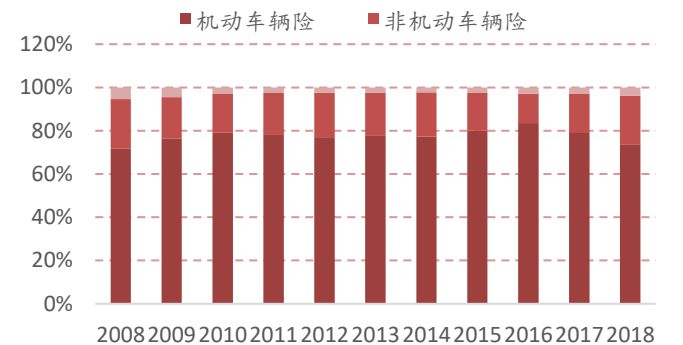
保费和市场份额双双提升。平安产险原保费 2474 亿，同比增长 15%，市占率 21%，较去年同期的 20.5% 上升 0.5 个百分点，其中车险市占率 23.2%，同比再提升 0.5 个百分点。车险保费 1818 亿，同比增长 7%；非车保费 657 亿，同比大增 44%，非车业务是驱动产险增速明显快于行业的核心因素。

图 25: 产险规模保费及同比增速 (亿、%)



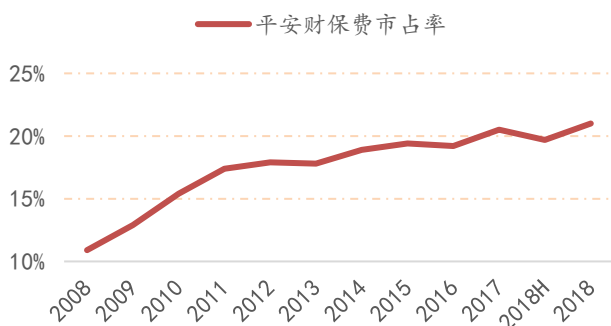
资料来源: wind, 招商证券

图 26: 产险保费结构



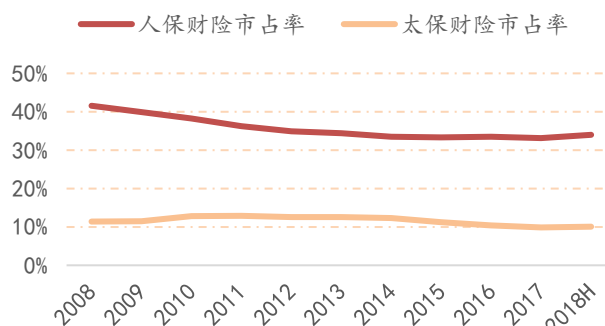
资料来源: wind, 招商证券

图 27: 平安财市占率



资料来源: wind, 招商证券

图 28: 人保、太保财险市占率



资料来源: wind, 招商证券

(3) 财产险 2019 年展望

财险行业自从年初银保监会发布《关于进一步加强车险监管有关事项的通知》后, 行业监管逐渐趋严, 要求各公司严格执行“报行合一”, 尽管公司也有几家机构受到停业处罚, 但预计均为地级市机构, 业务量较小, 对公司影响有限。若后续监管持续收紧, 会对行业及公司的费用率带来改善, 但也要看到随着车险费改的持续推进以及新车销量的回落, 预计 2019 年车险保费增速会下滑, 对车险的综合成本率也会带来提升压力, 后续非车险业务将接力车险推动公司财险业务的增长, 从公司 2019 年 1 月份的保费也可以看出, 非机动车险和意健险分别增长 35.1%和 53.3%, 车险仅增长 10.6%。公司保证保险、责任保险、意外伤害保险等险种由于公司的规模优势预计将实现超行业的增长带来市占率的提升, 同时 2019 年行业所得税的放开也值得期待。

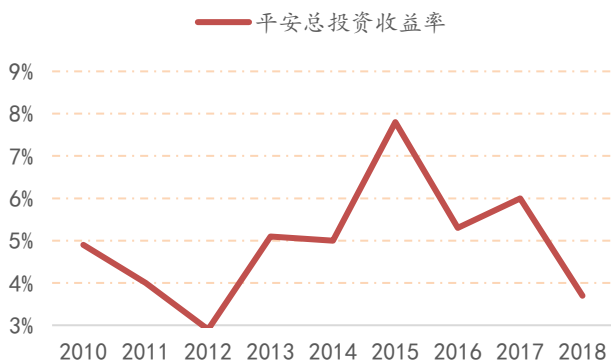
四、资产端：投资收益率明显下降，权益市场是主因

1、投资收益率双双下挫

2018 年全年净投资收益率 5.2%，同比下降 0.6 个百分点，预计主要原因在于权益资产分红的下降所导致，2018 年权益市场大幅调整，同时部分上市公司业绩暴雷，且基金的收益同样受挫，导致分红大幅下降。

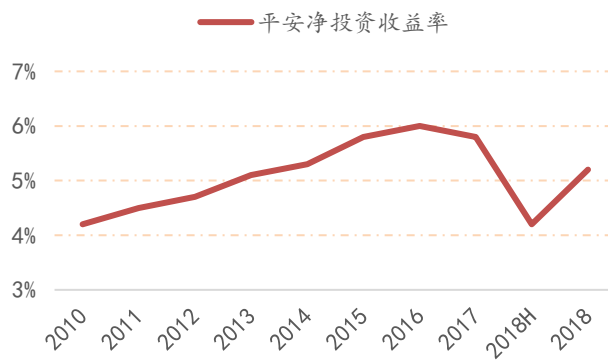
2018 年全年总投资收益率 3.7%，同比大幅下降 2.3 个百分点，符合市场预期。平安率先实施 IFRS9，没有可供出售金融资产平滑投资收益的波动，真实反应资本市场的波动对保险资金投资收益的影响。2018 年资本市场调整，导致公司：第一，买卖证券价差明显缩小，全年仅 3 亿，同比下降 93%；第二，公允价值变动损益-371 亿，而去年同期为 7 亿；第三，资产减值损失 4 亿。

图 29: 平安总投资收益率



资料来源: wind, 招商证券

图 30: 平安净投资收益率



资料来源: wind, 招商证券

2、调整配置结构，减缓利润波动

因公司实施 IFRS9，利润波动被明显放大，同时 2018 年权益市场下挫，综合导致公司降低对权益市场的配置，加大固定收益类资产和长期股权投资的比例。2018 年，公司险资配置股票和基金的比例为 9.9%，较去年同期下降 2.6 个百分点，而债券投资提升 1.7 个百分点至 45.4%，定期存款提升 0.6 个百分点至 7.2%，同时长期股权投资提升 0.9 个百分点至 3.3%。非标类资产比重保持平稳，2018 年占比 15.8%，略微提升 0.2 个百分点。

从大类资产配置中，FVTPL 比重高达 18.5%，较年中下降 1 个百分点，而计入 FVOCI 的资产占比提升 1.2 个百分点至 14.7%。预计未来，平安将进一步调低 FVTPL 的比重，减缓利润表的大幅波动。

表 2: 保险资金投资品种口径

占比	2018年12月30日	2017年12月31日	变动(pps)
固定收益类投资	76.9%	73.0%	3.90
定期存款	7.2%	6.6%	0.60
债券投资	45.4%	43.7%	1.70
债券计划投资	5.6%	5.7%	(0.10)
理财产品投资	10.2%	9.9%	0.30
其他固定收益类投资	8.5%	7.1%	1.40
权益投资	16.2%	18.1%	(1.90)
股票	8.3%	11.1%	(2.80)
权益型基金	1.6%	1.4%	0.20
股权投资	5.1%	4.0%	1.10
理财产品投资	1.2%	1.6%	(0.40)
投资性物业	1.9%	2.0%	(0.20)
现金、现金等价物及其他	4.1%	5.7%	(0.90)
其它	0.9%	1.2%	
总投资资产(人民币百万元)	2,582,522	2,449,474	

资料来源: wind, 招商证券

表 3: 保险资金会计计量口径

占比	2018年12月31日	2017年12月31日	变动(百分点)
公允价值计量, 变动计入损益	18.5%	1.9%	16.6
—固收类	11.2%	1.3%	9.9
—股票	2.8%	0.4%	2.4
—权益型基金	1.6%	-	1.6
—其他股权型金融资产	2.9%	0.2%	2.7
公允价值计量, 变动计入其他综合收益 ⁽²⁾	14.7%	27.6%	(12.9)
摊余成本计量 ⁽³⁾	61.6%	66.2%	(4.6)
其他 ⁽⁴⁾	5.2%	4.3%	0.9
总投资资产(人民币百万元)	2,794,620	2,449,474	

资料来源: wind, 招商证券

3、资产端 2019 年展望

2019 年初至今股市上涨预计保险公司投资端将直接受益, 相比去年股市的大幅下跌, 我们有理由相信 2019 年股市表现会好于 2018 年, 权益类资产收益的提升可以较好的对冲当前时点新增固收类债券资产利率处于低位的影响。由于受到公司率先实施 IFRS9 的影响, 为了维持公司利润的稳定性, 预计公司将持续加大对长期股权投资及投资性物业等资产的配置, 公司 2018 年底计入 FVOCI 的资产占比已从年中的 13.5% 提升至 14.7%, 这样会不断降低资本市场波动对公司投资收益的负面影响。

由于公司稳健的投资策略使得过去很多年来净投资收益率保持稳定, 奠定了很好的安全垫, 当前国债收益率已处于相对低位, 预计后续继续下行的空间有限, 将有利于公司新增固收类资产收益率的企稳, 股市的持续回暖将推升公司投资收益率, 对于公司 2019 年投资收益率保持乐观。

五、综合金融：大金融闭环生态体

1、平安银行

平安银行 2018 年继续保持稳健发展, 实现营收 1167 亿元, 同比增长 10%, 净利润 248 亿元, 同比增长 7%。

零售转型资产端成效显著, 负债端以财富管理作为突破口。平安银行在过去两年内完成了贷款结构和利润结构的质的变化, 零售贷款占比接近 6 成、零售利润占比接近 7 成。未来平安银行将发力私人银行和财富管理, 将零售银行转型从资产端向负债端渗透。

存量资产质量包袱解决、拐点清晰, 增量资产风险好于市场预期。平安银行去年一举解决了历史遗留的逾期不良剪刀差问题, 2018 年末逾期 90 天以上贷款/不良贷款首次降至 100% 以内。同时, 平安银行新一贷、汽车金融不良率稳定, 信用卡不良率上升幅度和行业基本一致, 零售贷款风险整体并没有出现明显恶化。

2、信托业务：监管趋严，量价齐跌

平安信托业务全年实现利润 30 亿元，同比下降 24%，主要是因为项目分红及处置收入同比减少所导致的总投资收益仅实现 11 亿元，同比减少 51%，而其手续费及佣金收入下降 8%至 37 亿。

2018 年，由于落实去杠杆政策，行业进入深度转型期，平安信托继续深化“财富+基金”转型，持续加强业务风险管控，确保各项业务安全、稳健，同时规模实现一定程度收缩，截至 2018 年末，平安信托资产管理规模 5888 亿元，同比下降 10%，且管理费率下降 0.01 个百分点至 0.65%。

3、证券业务深耕集团，差异化发展

2018 年，平安证券实现净利润 17 亿，同比下滑 21%，好于行业的 41%降幅。2018 证券各业务条线均有一定承压，行业景气度持续低迷拖累平安证券传统业务表现。

经纪业务方面，平安证券坚持科技赋能，加强内外部合作，整合线上线下渠道，深化客户分层经营，利用科技升级客户服务，提升客户体验，2018 年 12 月经纪交易量市场份额达 3.14%，同比提升 0.57 个百分点。投行业务聚焦行业，提升专业化能力，债券和 ABS 承销家数排名行业前列。交易业务聚焦 FICC 能力构建，综合运用多种交易策略，收入结构不断优化。

4、其他资产管理业务

平安融资租赁实现营业收入 164 亿元，同比增长 76%；净利润 33 亿元，同比增长 65%。同时，平安融资租赁资产质量保持稳定，不良率仅为 0.89%，同比下降 0.02 个百分点。

平安融资租赁充分发挥“融资、融物”的行业特性，在健康卫生、能源冶金、工程建设、教育文化、制造加工等多个细分领域引领产业租赁市场，积极支持实体经济发展，通过不断拓展租赁价值的深度及广度，延展新的商业模式曲线，成为行业领军者和创新先锋。

六、科技：引领集团创新

科技板块每年稳定持续贡献百亿级别利润。2018 全年金融科技板块贡献归母净利润 140 亿，同比下降 4%，但考虑到 17 年平安好医生释放的 108 亿高额利润，今年普惠持有的陆金所普票估值重估带来 72 亿利润，可看到科技板正在每年稳定释放高额业绩贡献。科技业务正在逐步输出并实现收入，同时公司仍在不断加强投入，强化科技助力，有望成为未来业绩新的增长点，持续为公司造血。

1、陆金所完成 C 轮融资，估值高达 394 亿美元

陆金所充分发挥平安创新基因，在财富管理、个人借款和政府金融等业务领域调整业务和产品布局，在国内 P2P 不断暴雷的背景下，成功引入多家国际知名的投资机构，实现 C 轮融资，估值高达 394 亿美元。

在财富管理方面，截至 2018 年底，陆金所平台注册用户数 4035 万，同比增长 19%；资产管理规模 3694 亿，较年初下降 20%，主要受监管政策引导，但在四季度企稳回升。在 P2P 方面，公司具备 14 年的信贷经验，同时借助集团科技手段，强化客户体验和风险识别，成功经受住了不同信贷周期和流动性的考验。截至 2018 年底，管理贷款余额 3750 亿元，较年初增长 20%。

在政府金融领域，陆金所凭借其丰富的经验，为地方财政打造云平台，提供定制化的财政智能管理解决方案，与地方政府进行深度、立体化合作，有利于其它科技板块业务的开展。

2、平安好医生：中国做大的互联网医疗平台

平安好医生立足于平安集团，不断扩展用户群体，累计为近 2.65 亿用户提供医疗健康管理服务，月活用户高达 5466 万。2018 全年营业收入 33 亿，同比增长 79%，净利润亏损 9 亿，而去年同期为-10 亿，亏损幅度在逐步缩窄。

平安好医生打造的自有医疗团队超 1,000 人，签约合作外部医生（均为三级甲等医院副主任医师及以上职称）超 5,000 名，1 小时送药网络覆盖全国 86 个城市。医疗健康服务供应商网络覆盖近 400 家中医诊所、超 1300 家体检中心、超 1200 家牙科诊所和超 120 家医美机构。

目前我国医疗机构和医疗服务人员相对紧张，尤其是三甲医院的资源相对有限，而我国人口老龄化和环境的变化，导致门诊次数逐年提升，但医疗资源又相对有限。在这种背景下，提前布局互联网医疗平台，凭借集团的用户优势，逐渐教育市场。

3、医保科技完成 11.5 亿美元融资，投后估值达 88 亿

平安医保科技致力于成为中国领先的科技驱动管理式医疗服务平台，以医保云服务平台为核心，全面拓展医疗健康生态圈，依托行业领先的人工智能、区块链、云、健康风险画像等技术，凭借强大的医学知识库深入打造数据科技应用能力，为医保、商保、医疗服务提供方、个人用户提供一揽子智能化解决方案及技术服务，面向用户提供专业化、个性化、动态化和集成化的智能医保服务。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。

截至 2018 年 12 月 31 日，平安医保科技为全国 200 多个城市提供 医保、商保管理服务，接入医院超过 5000 家，面向个人用户的“城市一账通”APP 已在全国 69 个城市上线。

4、壹账通完成 7.5 亿美元融资，投后估值达 75 亿美元

金融壹账通依托平安 30 年来的技术积累和丰富的金融行业实践经验，建立了智能银行云、智能保险云、智能投资云以及开放科技平台等多个业务板块，向市场输出领先的基于金融科技的业务解决方案。

金融壹账通已累计为 3289 家金融机构提供服务，其中国内银行 590 家、保险公司 72 家、其他非银金融机构 2627 家。金融壹账通参与发起的中小银行互联网金融联盟覆盖国内 260 家中小银行，总资产规模超过 47 万亿元。

七、投资建议：强烈推荐

投资建议：我们维持强烈推荐评级，公司 2018 年经营成果亮眼，价值、业绩、负债、资产均保持稳健增长态势，且略超市场预期。

- (1) NBV 预计为可比同业最高增速，逐季改善趋势明显，价值率提升非常明显；
- (2) 内含价值高速增长，运营偏差和市场价值调整超预期增长，弥补权益市场下挫；
- (3) 业绩增长略超预期，虽然公司实施 IFRS9 导致投资收益和公允价值变动损益大幅下挫，但公司运营偏差和科技持续释放利润，助推公司业绩的稳健增长；
- (4) 负债端结构持续改善，推动价值率明显提升；
- (5) 科技板块持续输血，过去的巨额投入逐渐兑现业绩，且业务触角快速延申，金融+医疗生态体系逐步成形。

最好的安全边际，不仅是估值、不仅是回购、不仅是特别分红，而是公司高瞻远瞩的战略规划和多年的经营沉淀。能够持续保持竞争优势，是我们持续推荐中国平安最根本的原因。在行业资产负债均承压背景下，仍能实现核心指标稳健增长。同时科技武装金融业务的同时逐步兑现业绩，远远领先同业。展望未来，寿险行业健康险受益保障意识的提升，而年金险受益流动性和经济企稳回暖，预计行业负债端将一改颓势，增速扩大，而平安具备最优秀的管理团队和最狼性的销售团队，将最大的受益行业企稳上升的红利。

我们预期 19 年 EV 增速 20%，对应公司 2018 年 P/EV 估值仅 1.05X，目标估值 1.3X，对应目标价 86 元，空间 25%。

表 4：中国平安分部估值法

中国平安	持股比例	18EEV/净利润/净资产(亿元)	预测估值(倍)	预测市值(亿元)
平安寿险	100%	7,420	1.30	9,646
平安财险	100%	847	1.00	847
平安信托	99.88%	35	8.00	280
平安证券	96.62%	300	0.90	261
陆金所	43.76%	-	-	1,121
好医生	67.40%	-	-	297
壹账通	44.30%	-	-	216
医保科技	70.00%	-	-	400
其他	100%	1,250	1.00	1,250
平安银行	58%	2,300	1.10	1,467
合计	-	-		15,785
			股本(亿)	183
			目标价(元)	86
			空间	25%

资料

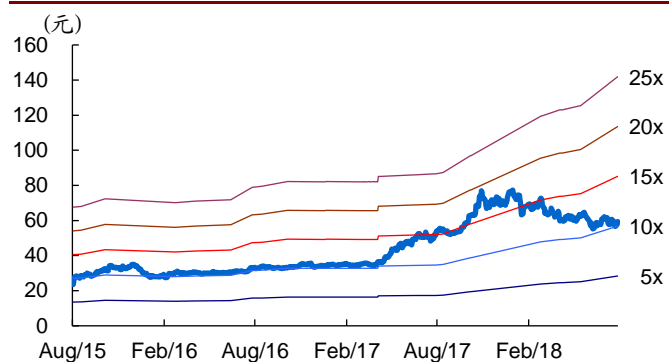
来源：wind，招商证券

表 5: 中国平安盈利预测表

亿元	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
一、营业收入	6,200	7,125	8,909	9,429	10,994	12,604
保险业务收入	3,860	4,696	6,050	6,393	7,628	9,216
其中：分保费收入	1	1	1	1	1	1
减：分出保费	-252	-178	-174	-246	-301	-374
提取未到期责任准备金	-110	-101	-146	-110	-58	-88
已赚保费	3,498	4,416	5,730	6,037	7,269	8,754
银行业务利息收入	1,346	1,311	1,474			
银行业务利息支出	-647	-529	-725			
银行业务利息净收入	674	781	749	862	862	948
非保险业务手续费及佣金收入	405	399	444			
非保险业务手续费及佣金支出	-36	-44	-66			
非保险业务手续费及佣金净收入	369	355	378	388	395	398
投资收益	1,378	1,097	1,559	1,625	1,881	1,881
公允价值变动收益	1	38	33	10	10	10
汇兑损失	3	14	-1	-1	-1	-1
其他业务收入	276	423	461	508	558	614
二、营业支出合计	-5,270	-6,191	-7,561	-7,738	-8,745	-9,933
退保金	-166	-161	-205	-202	-233	-277
赔付支出	-1,181	-1,402	-1,591	-1,869	-2,132	-2,467
减：摊回赔付支出	130	112	89	120	121	134
提取保险责任准备金	-1,401	-1,496	-2,200	-1,700	-1,700	-1,834
减：摊回保险责任准备金	21	-15	5	-10	-10	10
保单红利支出	-85	-112	-131	-167	-216	-303
分保费用	0	0	0	0	0	0
保险业务手续费及佣金支出	-506	-787	-1,146	-1,189	-1,421	-1,723
营业税金及附加	-208	-93	-37	-204	-230	-258
业务及管理费	-1,127	-1,300	-1,397	-1,439	-1,634	-1,880
减：摊回分保费用	91	64	67	100	101	114
财务费用	-75	-121	-112	-128	-141	-148
其他业务成本	-398	-389	-451	-506	-626	-738
资产减值损失	-365	-489	-453	-543	-624	-562
三、营业利润	929	934	1,348	1,691	2,249	2,671
加：营业外收入	9	14	4	4	4	4
减：营业外支出	-4	-4	-4	-10	-10	-10
四、利润总额	934	944	1,347	1,685	2,243	2,665
减：所得税费用	-282	-220	-348	-421	-561	-666
五、净利润	652	724	1,000	1,263	1,682	1,998
归属于母公司股东的净利润	542	624	891	1,163	1,430	1,699
少数股东损益	110	100	109	100	252	300

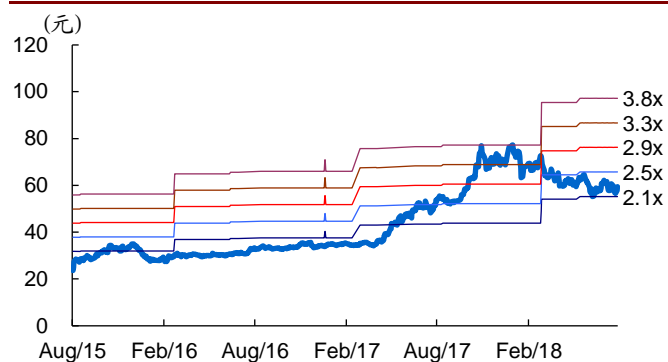
资料来源：wind，招商证券

图 41 中国平安历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 42: 中国平安历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑积沙，非银金融行业首席分析师，美国纽约大学硕士。5年证券从业经历。2015年加入招商证券，2015年获得金牛奖第5名（团队），2017年新财富入围。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。