

NBV 优于行业，龙头效应强化

买入（维持）

2018 年 04 月 29 日

首席证券分析师 丁文韬

执业证书编号:

S0600515050001

dingwt@dwzq.com.cn

研究助理 马祥云

021-60199760

maxy@dwzq.com.cn

证券分析师 胡翔

执业证书编号:

S0600516110001

hux@dwzq.com.cn

事件: 公司发布 2018 年一季报, 实现归属于母公司股东净利润 257.02 亿元, 同比增长 11.5%, 对应 EPS 为 1.44 元/股; 期末归属于母公司股东净资产 5018.98 亿元, 较年初增长 6%, 对应 BVPS 为 27.46 元/股; 寿险及健康险 NBV 198.97 亿元, 同比下滑 7.5%; 拟现金分红 0.2 元/股 (公司 30 周年特别股息)。

投资要点:

■ **修复 IFRS9 影响后同比业绩增速 32.5%，金融科技持续贡献稳定盈利。**我们认为公司一季度 11.5% 的账面业绩增速虽然在 A 股上市险企中最低, 但仍相当优异, 主要系: 1) 公司于 2018 年起率先实施 IFRS9, 导致利润表的投资收益波动性加大, 恰逢一季度 A 股市场波动 (上证 50 下跌 4.83%), 年化总投资收益率降至 3.7% (与净投资收益率持平), 后续若投资市场回暖, 公司投资收益也将高弹性修复; 2) 若采用原会计准则 (与其他 A 股上市险企可比), 则公司归母净利润增速达到 32.5% (IFRS9 对公司投资收益的影响为 -48.5 亿元); 3) 公司剔除短期波动影响后的营运利润同比增长 17.7%, 近年来保持强劲增长。分部来看, 资产管理 (信托、证券、资管等) 业绩高增长 25.8%, 金融与医疗科技已成稳定盈利增长点, 贡献净利润 18.42 亿元。

■ **新单保费拖累 NBV 下滑 7.5% 符合预期, 但价值率提升释放积极信号。**一季度寿险及健康险新单保费下滑 16.6% 至 659.36 亿元, 主要受高基数、监管新规调整产品结构、利率上行导致储蓄型保单 (开门红主打年金险等) 相对吸引力下滑等综合因素影响, NBV 下滑 7.5% 至 198.97 亿元。我们认为 NBV 下滑符合预期, 同时新业务价值率提升 3 个 pct. 至 30.2% 释放积极信号。我们此前强调, 虽然保费阶段性下滑, 但监管导向倒逼寿险公司重点销售高价值率的保障型保单 (长期健康险等), 产品结构优化最终将体现为价值率提升、NBV 增速回暖。我们判断, 短期保费仍有压力 (开门红下滑影响代理人稳定, 公司一季度末代理人较期初小幅下滑 2.4% 至 135.3 万), 但将逐季度回暖, 且受价值率提升及基数降低影响, 公司全年 NBV 有望实现可观正增长。

■ **两大核心竞争优势稳固, 零售金融客户继续增长+科技金融引领未来。**公司零售金融龙头地位稳固: 1) 期末个人客户数较期初再度增长 4.1% 至 1.73 亿, 近年来持续增长; 2) 持有多家子公司合同的客户数较期初增长 8.4% 至 5121 万人 (占比提升至 29.7%), 体现出越发鲜明的综合金融协同优势; 3) 互联网用户数较期初增长 5.3% 至 4.59 亿, 其中 APP 用户增长 6.6% 至 3.94 亿, 互联网业务持续深化。科技金融方面, 公司一季度末申请专利数累计达到 4418 项, 较年初大幅增长 46%, 科技红利兑现, 在人工智能、云技术、安全等核心技术领域已取得领先的研发优势和成果, 科技金融的深化运用一方面助力公司降低成本、提升客户体验及金融业务竞争力, 另一方面通过对外输出服务形成盈利模式, 同时有助于提升公司的长期估值水平。

■ **投资建议:** 长期依然看好保险行业 (消费升级点燃保障性需求、供给侧改革提升龙头公司集中度), 但短期内预计保费仍承压 (开门红下滑影响代理人稳定), 三季度起有望改善。考虑公司新单保费及 NBV 降幅明显优于行业, 价值龙头效应进一步强化, 同时以科技金融构建核心竞争力, 长期看好。预计公司 2018、2019 年 NBV 增速分别为 14.5%、20.3%, A 股目前估值约 1.12 倍 2018PEV, 估值回调后把握布局机会, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 1) 新单保费持续下滑; 2) 长端利率快速下行; 3) 蓝筹股大幅调整; 4) 车险费改加剧竞争。

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	60.89
一年最低/最高价	36.47/81.28
市净率 (倍)	2.22
流通 A 股市值 (百万元)	659,601

基础数据

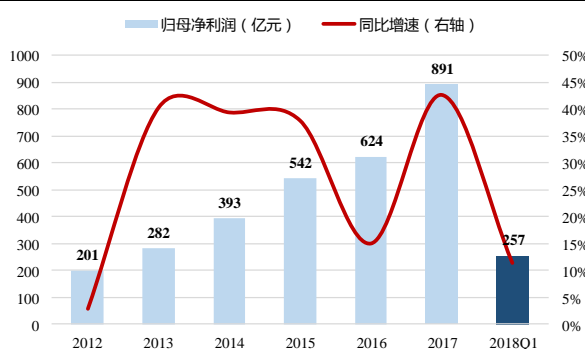
每股净资产 (元)	27.46
资产负债率 (%)	90.82
总股本 (百万股)	18,280
流通 A 股 (百万股)	10,833

相关研究

- 1、中国平安: 2017 年年报点评-价值标杆! 利润加速+EV 高增+分红翻倍, 20180321
- 2、中国平安: 2017 年三季报点评-价值高速增长, 金融科技引路, 20171029
- 3、中国平安: 2017 年中报点评-价值强劲增长, 龙头不负众望, 20170818

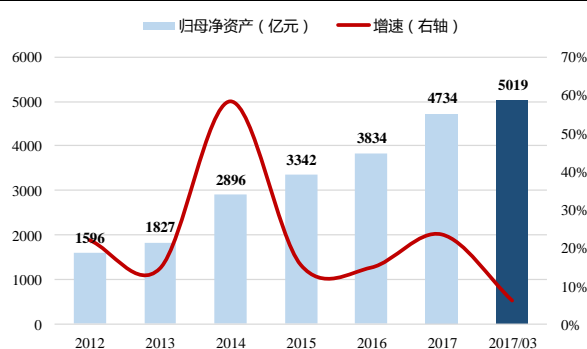
修复 IFRS9 影响后可比业绩增速 32.5%，净利润持续优异。我们认为公司一
 季度 11.5% 的账面业绩增速虽然在 A 股上市险企中最低，但仍然优异，主要系：1）
 公司于 2018 年起率先实施 IFRS9（其他三家 A 股险企作为纯保险公司延后实施），
 导致利润表的投资收益波动性加大，恰逢一季度 A 股市场波动（上证 50 下跌 4.83%），
 年化总投资收益率降至 3.7%（与净投资收益率持平），后续若投资市场回暖，公司
 投资收益也将高弹性修复；2）若采用原会计准则（与其他 A 股上市险企可比），则
 公司归母净利润增速达到 32.5%（IFRS9 对公司投资收益的影响为 -48.5 亿元）；3）
 公司剔除短期波动影响后的营运利润同比增长 17.7%，近年来保持强劲增长。

图表 1：2012~2018Q1 公司归母净利润及增速



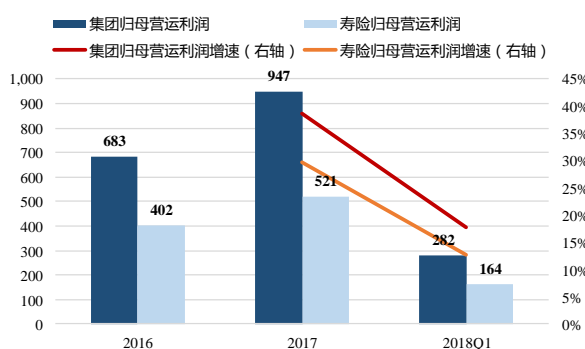
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2：2012~2018/03 公司归母净资产及增速



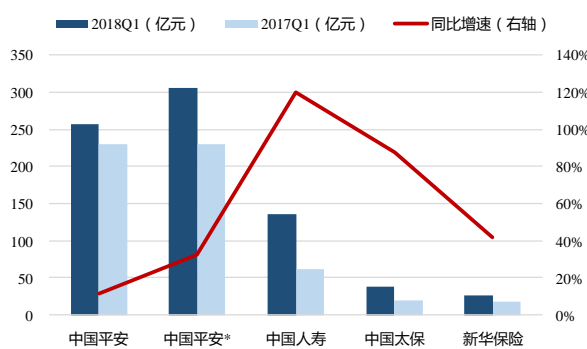
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 3：2016~2018Q1 集团/寿险归母营运利润及增速



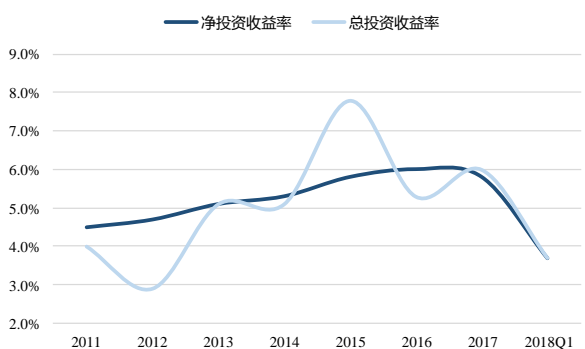
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 4：2018Q1 上市保险公司归母净利润及增速



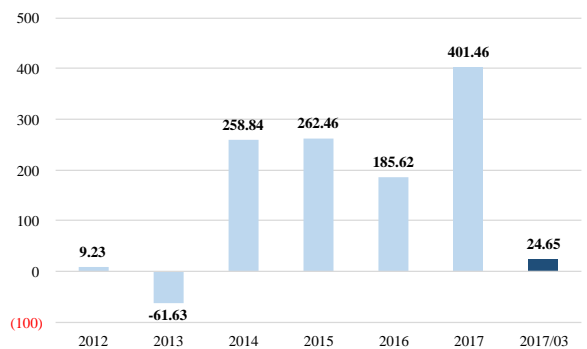
资料来源：Wind，东吴证券研究所
 备注：中国平安*代表按原会计准则计量的净利润

图表 5：2012~2018Q1 公司净/总投资收益率



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 6：2012~2018/03 公司账面其他综合收益 (亿元)



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

资产管理板块高速增长，金融与医疗科技持续贡献稳定盈利。分部来看，公司资产管理板块（信托、证券、资管等）业绩高增长 25.8%至 42.57 亿元，其中，平安信托聚焦财富管理，一季度末服务活跃财富客户数达 8.89 万人，同比增长 44%，在资管新规落地、信托业全面转型背景下取得先发优势；平安证券兼顾零售与机构业务，经纪互联网用户活跃度持续提升，2018Q1 日均活跃用户数同比增长 25.9%至 165.89 万，推动经纪业务市占率向上，同时投行业务推动转型（发力债券承销、资产证券化等）。此外，金融与医疗科技已成为公司稳定的盈利增长点，2018Q1 贡献净利润 18.42 亿元（去年同期亏损 1.2 亿元），核心子公司均表现优异：

- **陆金所：**1) 盈利能力持续强化，财富管理业务稳步发展，期末资产规模达到 4429.4 亿元；2) 个人借款业务贷款质量优化，期末管理贷款余额 3038.3 亿元，较年初增长 5.3%；3) 金融机构及政府服务业务持续发展，机构间交易规模达 11499.61 亿元。
- **平安好医生：**致力于打造全球最大的医疗健康生态系统，提供由自有医疗团队及人工智能助理支持的在线家庭医生服务，并通过合作网络提供多种线下服务。
- **金融壹账通：**陆续推出智能银行云、智能保险云、智能投资云等领先科技，截至一季度末已为 478 家银行、1970 余家非银金融机构提供一站式金融科技解决方案，一季度金融机构风控查询量超 1.8 亿人次。
- **平安医保科技：**医保服务方面，提供的智能控费和经办等服务已覆盖全国超过 200 多个城市；商保服务方面，接入医院超 2200 家；个人用户服务方面，“城市一账通”APP 已上线 38 个城市。
- **汽车之家：**围绕“车媒体、车电商、车金融、车生活”战略，打造汽车生态圈。

图表 7：2018Q1 公司分部净利润、占比及同比增速

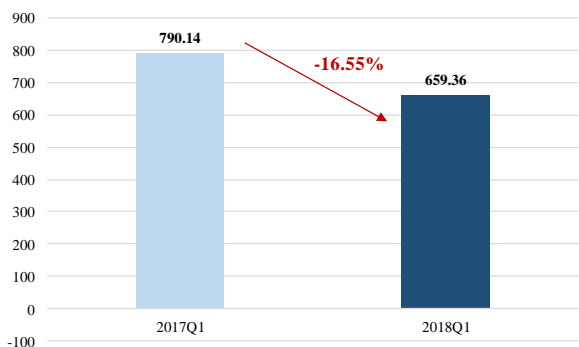
单位：百万元	分部净利润			分部净利润占比		
	2017Q1	2018Q1	同比增速	2017Q1	2018Q1	YoY
寿险	13,638	13,901	+1.9%	59.2%	54.1%	-5.1pct.
财险	3,374	3,252	-3.6%	14.6%	12.7%	-2.0pct.
银行	3,604	3,824	+6.1%	15.6%	14.9%	-0.8pct.
资产管理	3,384	4,257	+25.8%	14.7%	16.6%	-1.9pct.
金融科技与医疗科技	-120	1,842	-	-0.5%	7.2%	+7.7pct.
其他业务及合并抵消	-827	-1,374	+66.1%	-3.6%	-5.3%	-1.8pct.
合计	23,053	25,702	+11.5%	100.0%	100.0%	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

寿险新单保费拖累 NBV 下滑 7.5%符合预期，价值率提升释放积极信号。一季度寿险及健康险新单保费下滑 16.6%至 659.36 亿元，主要受同比高基数、监管新规调整产品结构、利率上行导致储蓄型保单（开门红主打年金险等）相对吸引力下滑等综合因素影响，进而 NBV 下滑 7.5%至 198.97 亿元。我们认为 NBV 下滑基本符合预期，同时新业务价值率提升 3 个 pct.至 30.2%释放积极信号。我们此前强调，虽然新单保费阶段性下滑，但监管新导向倒逼寿险公司重点销售高价值率的保障型保单（长期健康险等），产品结构优化最终将体现为价值率提升、NBV 增速回暖。

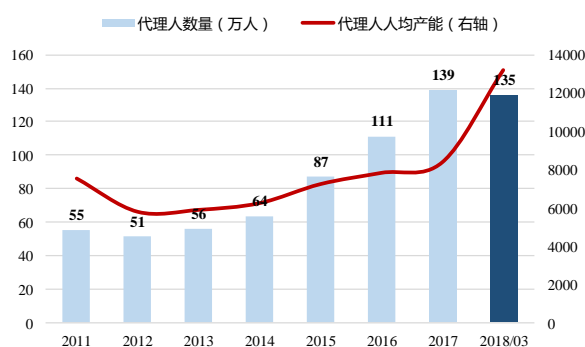
我们判断，新单保费短期仍有压力（开门红下滑影响代理人团队稳定，公司一季末代理人较期初小幅下滑 2.4%至 135.3 万），但将逐个季度回暖，且受价值率提升及同比基数降低影响，公司全年 NBV 有望实现可观正增长。

图表 8: 2018Q1 公司寿险新单规模保费及增速



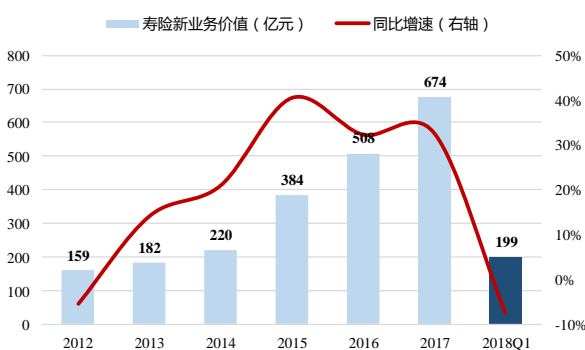
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 9: 2012~2018/03 公司代理人人数及人均产能



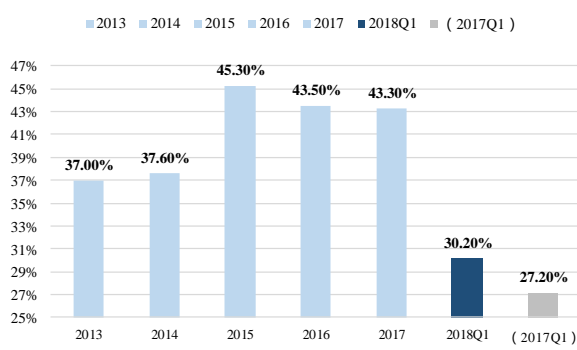
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 10: 2012~2018Q1 公司新业务价值及增速



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

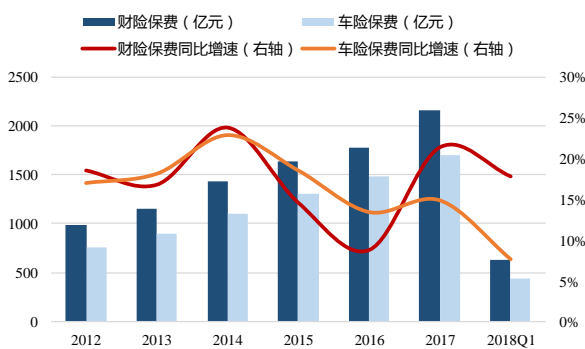
图表 11: 2012~2018Q1 公司新业务价值率



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

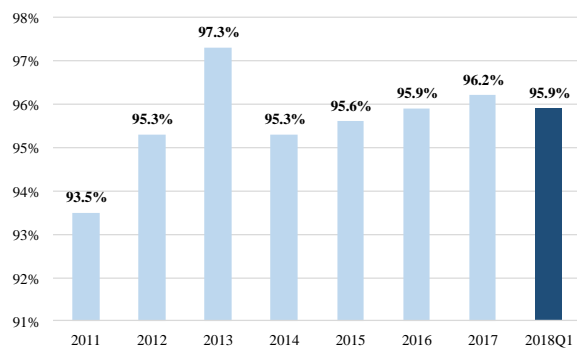
财产险增速提升、综合成本率稳健，龙头优势稳固。公司 2018Q1 财产险保费同比增长 17.8%至 632.17 亿元，其中车险保费同比增长 8%至 441.33 亿元。在非车险驱动财产险全行业保费回暖环境下，公司市场份额继续提升、增速领先，同时在车险费改深化背景下依然保持优秀的综合成本率（95.9%，同比 2017Q1 持平），体现公司财产险综合实力龙头地位。

图表 12: 2012~2018Q1 公司财产险保费及增速



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

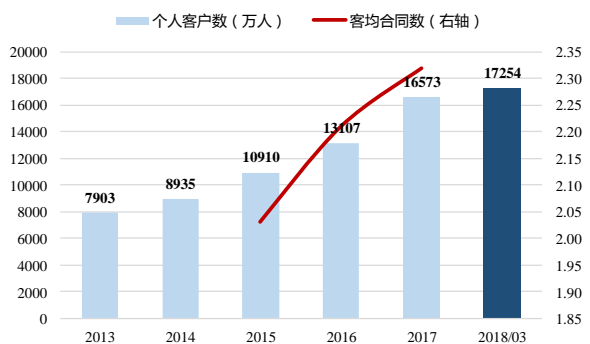
图表 13: 2011~2018Q1 公司财产险综合成本率



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

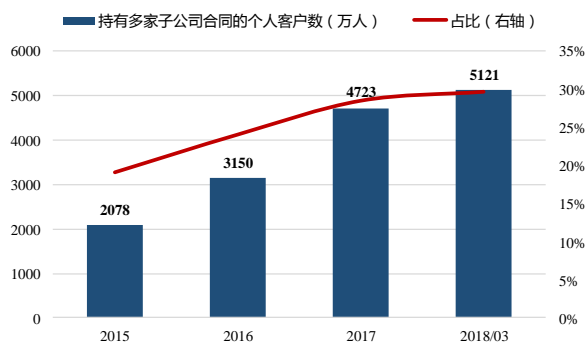
零售金融核心竞争优势稳固，客户持续增长+协同效应强化。公司零售金融龙头地位稳固：1) 期末个人客户数较期初再度增长 4.1% 至 1.73 亿，近年来持续增长；2) 持有多家子公司合同的客户数较期初增长 8.4% 至 5121 万（占比升至 29.7%），体现出更加鲜明的综合金融协同优势；3) 互联网用户数较期初增长 5.3% 至 4.59 亿，其中 APP 用户增长 6.6% 至 3.94 亿，互联网业务持续深化。

图表 14: 2013~2018/03 公司个人客户及客均合同数



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 15: 2015~2018/03 公司交叉销售客户数及占比



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 16: 中国平安盈利预测及估值 (调整)

单位: 百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	619,990	712,453	890,882	977,781	1,154,616	1,372,889
归属母公司净利润	54,203	62,394	89,088	108,995	137,510	165,636
归属母公司净资产	334,248	383,449	473,351	563,984	677,642	801,869
新业务价值	38,420	50,805	67,357	77,124	92,780	116,160
内含价值	552,853	637,703	825,173	994,552	1,197,758	1,413,911
营业收入增速	33.9%	14.9%	25.0%	9.8%	18.1%	18.9%
归属母公司净利润增速	38.0%	15.1%	42.8%	22.3%	26.2%	20.5%
归属母公司净资产增速	15.4%	14.7%	23.4%	19.1%	20.2%	18.3%
新业务价值增速	40.4%	32.2%	32.6%	14.5%	20.3%	25.2%
内含价值增速	20.5%	15.3%	29.4%	20.5%	20.4%	18.0%
EPS	2.97	3.41	4.87	5.96	7.52	9.06
BVPS	18.28	20.98	25.89	30.85	37.07	43.87
VNPS	2.10	2.78	3.68	4.22	5.08	6.35
EVPS	30.24	34.88	45.14	54.41	65.52	77.35
P/E (A)	20.54	17.84	12.49	10.21	8.09	6.72
P/B (A)	3.33	2.90	2.35	1.97	1.64	1.39
VNBX (A)	28.97	21.91	16.53	14.43	12.00	9.58
P/EV (A)	2.01	1.75	1.35	1.12	0.93	0.79
P/E (H)	20.93	18.18	12.73	10.41	8.25	6.85
P/B (H)	3.39	2.96	2.40	2.01	1.67	1.41
VNBX (H)	29.52	22.33	16.84	14.71	12.23	9.76
P/EV (H)	2.05	1.78	1.37	1.14	0.95	0.80

数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

