

利润持续释放，高管稳健调整

——中国平安 (601318.SH) 2019 年三季度报点评

公司动态

◆**事件：**中国平安发布 2019 年三季度报告，19Q3 实现归母净利润 1295.67 亿，同比增长 63.2%；扣非归母净利润 1193.87 亿，同比增长 50.4%；归母营运利润 1040.61 亿，同比增长 21.5%。公司审议通过近年来最大规模的一次高管调整方案，我们认为此次高管调整尚属稳健，代表管理层对“联席 CEO+职能执行官”集体决策机制的决心。

◆**寿险：新单保费增速放缓。**2019 年前三季度公司首年保费下滑 7.4%，寿险及健康险新业务价值同比增长 4.5%，新业务价值率提升 5.3ppts。寿险代理人同比下降 12.1%，人均个险新保单件数 1.39 件/月，同比增长 9.4%。我们认为公司新业务价值的提升归因于新业务价值率的提升，公司新单保费增速及新业务价值均低于我们年中预期，预计全年代理人人数同比下滑，人均新保单数及件均保费会有所提升，我们下调全年 NBV 增速至 5%，预计 2019 年新业务价值为 759 亿。

◆**产险：非车险业务增长快于车险。**2019 年 Q3 平安产险原保险保费收入同比增长 8.7%至 1968.75 亿元，其中车险增速 6.3%，非车险增速 14.9%。综合成本率为 96.2%，较年中下降 0.2ppts，主要由于以平安好车主 APP 为依托的渠道优势，该平台 56.25% 的注册用户已成为平安产险客户，预计财险全年综合成本率会进一步降低。

◆**投资：投资收益率优于预期。**2019 年 Q3 平安年化总收益率为 6.0%，投资规模较年初增长 8.6%至 3.03 万亿，公司债在可投资资产中占比较年初下降 1.7%至 4.1%。投资收益率优于预期主要由于权益市场回暖，短期投资收益率上升，另外由于长端利率下行，市场信用风险加大，公司调整投资组合进行优化配置。预计全年权益投资贡献将减弱，总投资收益率维持在 5.8%左右。

◆**银行：零售转型效果显现。**2019 年 Q3 平安银行营业收入 1,029.58 亿元，同比增长 18.8%，净利润同比增长 15.5%，管理零售客户资产较年初增长 32.1%，个人存款余额较年初增长 21.2%，拨备覆盖率较年初上涨 30.94ppts。我们认为全年平安运用科技创新深化零售转型效果已显现，零售带来较大客户增量的同时资产质量将有所改善。

◆**综合金融：资管规模下滑，经纪业务稳中有升。**2019 年 Q3 资管业务实现净利润 90.23 亿元，同比下降 18.9%，其中，信托资管规模较年初下降 12.1%，证券净利润同比增长 32.6%，经纪业务市场份额达 3.13%，同比上升 0.14ppts。由于公司投资较多非标产品，产品减值及投资项目退出波动导致，预计全年下滑趋势仍将持续。

◆**科技金融：AI 赋能渠道，打造平安生态圈。**前三季度科技板块打造五大生态圈，“金融+科技”势头稳健，贡献业务总收入 600.40 亿元，同比增长 33.1%。按照中报利润及三季报收入趋势预计公司全年科技业务贡献收入同比上升，贡献利润将同比下滑。

◆**维持“买入”评级，维持目标价 106.42 元。**预计公司 2019-2021 年净利润分别为 1,739、2,138、2,567 亿，维持“买入”评级。

◆**风险提示：**政策风险；宏观经济风险；市场波动；保费增长不及预期

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	890,882	976,832	1,167,064	1,324,279	1,488,205
营业收入增长率%	25%	10%	19%	13%	12%
净利润 (百万元)	89,088	107,404	173,930	213,837	256,708
净利润增长率%	43%	21%	62%	23%	20%
EPS	4.87	5.88	9.51	11.70	14.04
EVPS	45.14	54.84	66.88	80.27	94.69
P/E	18	15	9	7	6
P/EV	1.9	1.6	1.3	1.1	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 25 日

买入 (维持)

当前价/目标价：88.00/106.42 元

分析师

赵湘怀 (执业证书编号：S0930518120003)
021-22169718
zhaoxh@ebscn.com

市场数据

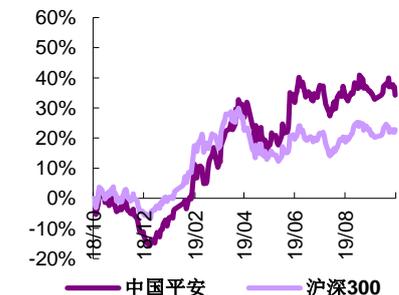
总股本(亿股)：182.80

总市值(亿元)：16086.40

一年最低/最高(元)：53.7/92.5

近 3 月换手率：30.97%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.1	4.6	29.5
绝对	-0.3	-1.5	37.4

资料来源：Wind

相关研报

等待资本市场的春天——非银行业 2019 年投资策略 20190116

.....2019-01-16

保费增长略显乏力，投资收益有望大增——中国平安 (601318.SH) 跟踪简报

.....2019-03-10

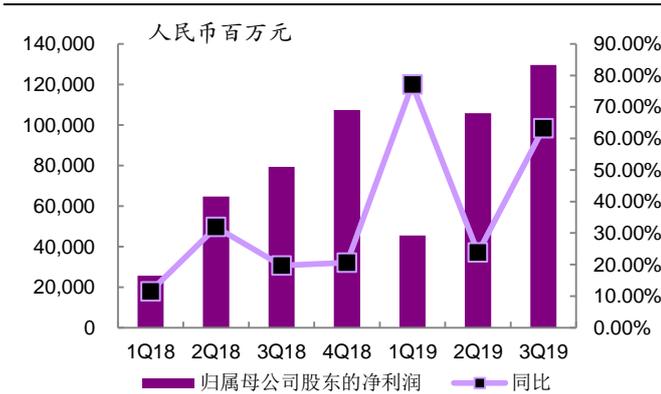
产险银行租赁发力，科技赋能投资获利——中国平安 (601318.SH) 2019 年中报点评

.....2019-08-26

1、2019 年三季度利润持续释放，高管稳健调整

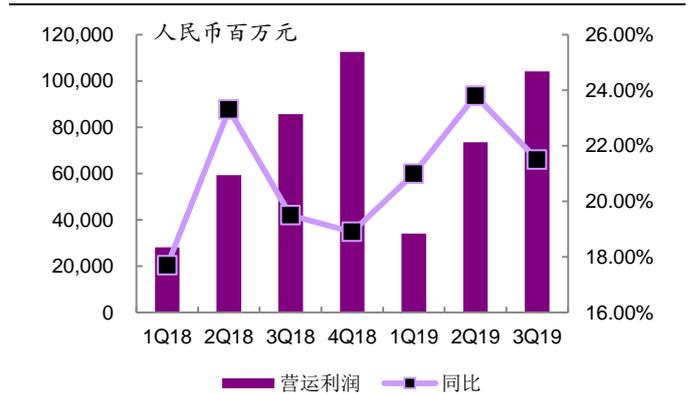
2019 年三季度公司实现归母净利润 1,295.67 亿，同比增长 63.2%；扣非归母净利润 1193.87 亿，同比增长 50.4%；归母营运利润 1040.61 亿，同比增长 21.5%。在新单保费下滑的趋势下，公司净利润增速依然较快主要源于上半年投资市场收益率的提高以及税优政策的出台。中国平安 2019 三季度短期投资收益贡献净利润高达 131 亿，和去年同期相比扭亏为盈。另外受财政部、税务总局于 2019 年 5 月 29 日发布的《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》的影响，一次性增加前三季度 105 亿净利润。

图 1：归属于母公司股东净利润



资料来源：公司公告

图 2：营运利润



资料来源：公司公告

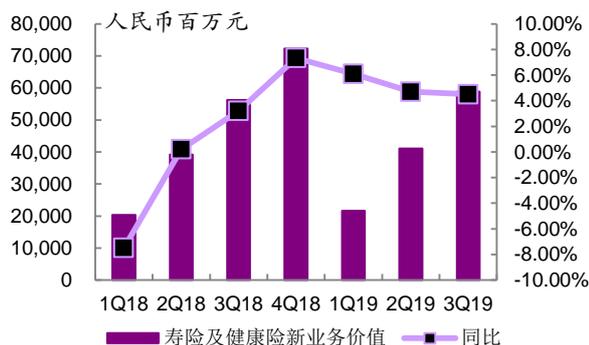
10 月 24 日，公司公布董监高调整方案，选举任汇川先生出任副董事长，并推荐谢永林先生、陈心颖女士接替孙建一先生、蔡方方女士出任执行董事。聘任谢永林先生出任总经理。公司继续采用“联席 CEO+职能执行官”集体决策机制和模式，同时由联席 CEO 谢永林先生出任总经理。此种模式一方面提高了决策效率又增加了决策能力。公司“金融+科技”板块持续升级，前三季度公司新增客户 2,972 万，其中 1,158 万来自集团五大生态圈的互联网用户，占比 39.0%。我们预测未来互联网用户将占比超过 40%，成为公司主要销售渠道。

2、寿险：新单保费增速放缓

2019 年前三季度公司首年保费下滑 7%，寿险及健康险新业务价值同比增长 4.5%至 588.05 亿，新业务价值率提升 5.3ppts 至 48.1%。我们认为公司新业务价值的提升归因于新业务价值率的提升，公司新单保费增速及新业务价值均低于我们年中预期，我们下调全年 NBV 增速至 5%，预计 2019 年新业务价值为 759 亿。

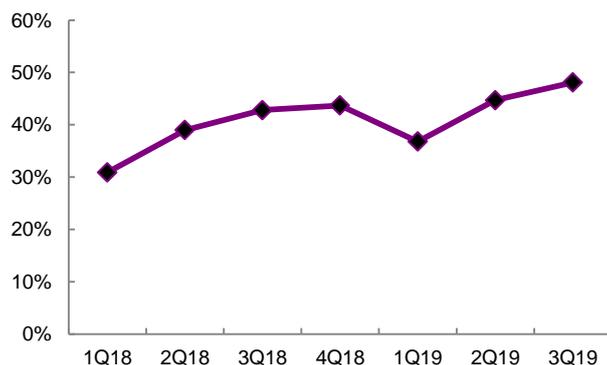
三季度代理人人数下滑 12%，但个险新单人均产能提升 9.4%，前三季度公司注重提高保障型高价值率的产品销售，在新单保费下滑的预期下，提高单均业务价值，主要发力重疾险，开发“福星”新产品，升级以往重疾产品。

图 3：寿险及健康险新业务价值



资料来源：公司公告，光大证券研究所

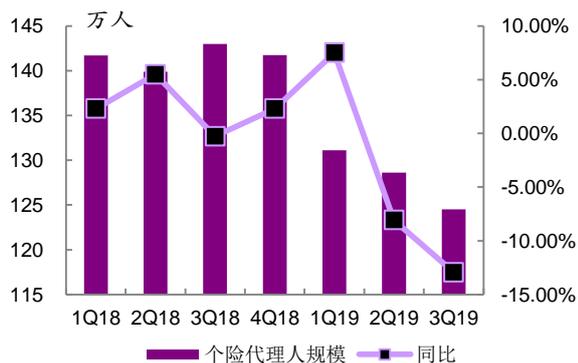
图 4：寿险及健康险新业务价值率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

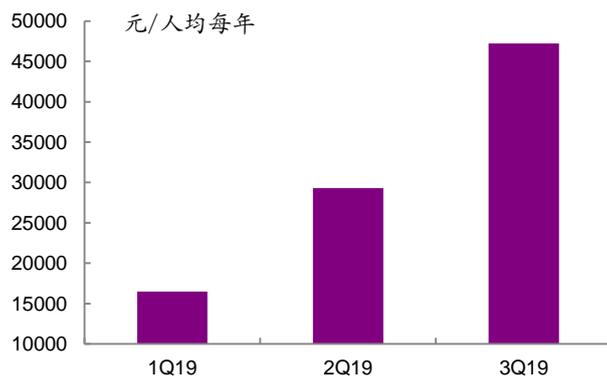
我们认为，随着公司持续推进代理人渠道建设，提升人均产能，虽然在代理人人数下滑的情况下仍保持新业务价值率的提升，体现了公司改善业务质量的决心，未来公司业绩增长更依赖代理人质量的提升。

图 5：个险代理人规模



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 6：代理人人均新业务价值



资料来源：公司公告，光大证券研究所

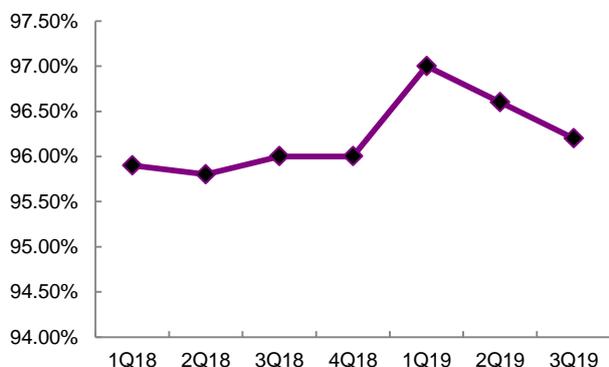
中国平安 2018 年前三季度实现 3602 亿元保费，同比增长 21%，主要受续期保费所拉动，其中新单保费为 1315 亿元，同比下滑 7.4%。我们认为新单保费下滑是整个行业的现象，目前代理人人数下滑以及传统寿险新单增长乏力一方面是由于经济整体下行预期导致个人可支配收入下滑，另一个方面对于保险公司来说在人口红利到达顶点后，提高高保障型及高业务价值率产品的销售是新的趋势。

3、产险：非车险业务增长快于车险

2019 年三季度平安产险原保险保费收入同比增长 8.7% 至 1968.75 亿元，其中车险增速 6.3%，非车险增速 14.9%。综合成本率 96.2%，较年中下降 0.2ppts，持续优于行业；受市场影响总投资收益同比增加，手续费率下降带来的所得税费用同比减少的影响，2019 年前三季度产险营运利润 142.54 亿元，同比增长 75.5%。

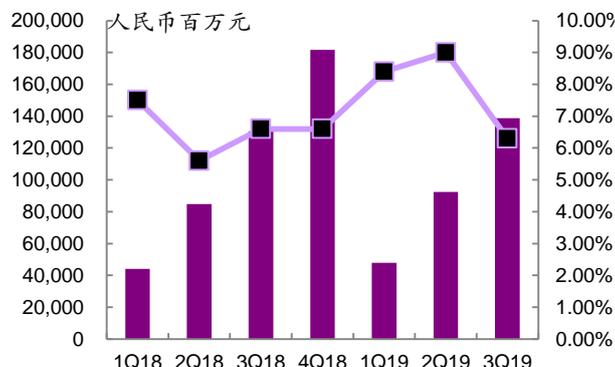
我们认为值得注意的是传统车险已表现出增长乏力，非车险及意外健康险成为增长主力，这与汽车市场下滑有关。由于部分车险及责任险开放备案制预计全年非车险会维持较高增速,车险增速受汽车行业持续低迷影响或有所下滑。

图 7：综合成本率



资料来源：公司公告

图 8：车险保费收入

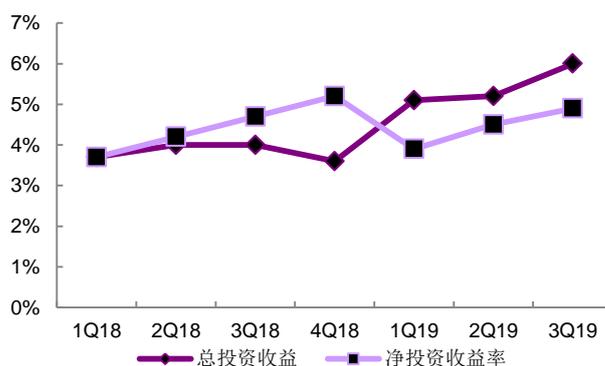


资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

4、投资：投资收益率优于预期

2019 年前三季度，公司保险资金投资组合规模达 3.03 万亿元，较年初增长 8.6%。平安保险资金投资组合年化净投资收益率 4.9%，受年中资本市场回暖影响，带动投资收益同比增加，年化总投资收益率达 6.0%。投资组合方面，结合国内外整体经济增速放缓，利率水平整体下行，平安增配免税债券以及长久期低风险债券，为资产负债缩小缺口。预计全年利率下行预期不会改变，在权益市场的波动下，仍需要维持高比例的长久期低风险债券投资。

图 9：投资收益率



资料来源：公司季报

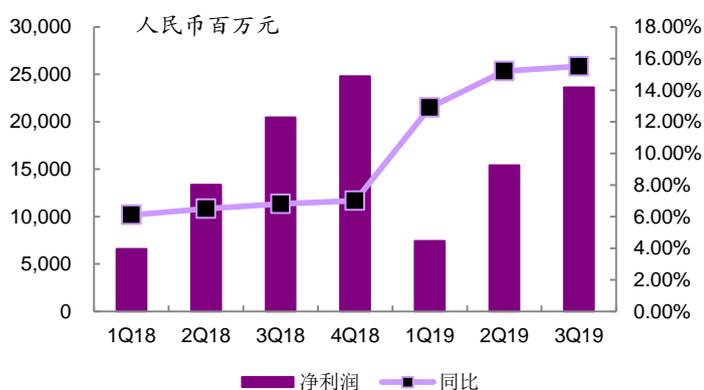
由于高债券违约率，公司调整投资组合继续超稳健方向发展，公司债在保险可投资资产中占比较年初的 5.8% 相比下降至 4.1%，债权计划以及债券型理财产品占比由 15.8% 下降至 15%。

我们认为长端利率下行风险会导致公司 EV 的可靠性下滑，但平安通过增加信用风险管理及调整资产配置结构迅速适应低利率下可能导致利差损的情况，我们预计全年年化总投资收益率为 5.8%左右，年化净投资收益率为 4.9%左右。

5、银行：零售转型效果显现

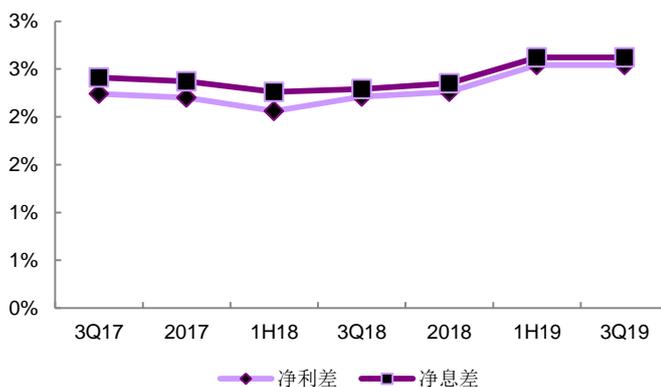
2019 年前三季度平安银行累计向小企业发放贷款 153.10 亿元，服务数字金融业务客户数 26,974 户。业绩增长稳中趋好，实现营业收入 1029.58 亿元，同比增长 18.8%，净利润 236.21 亿，同比增长 15.5%。净利息收入 662.69 亿，持续增长，同比上升 21.53%，环比下降 1.03%，日均净息差环比下降 0.09%，盈利能力保持稳定。

图 10：净利润



资料来源：公司公告

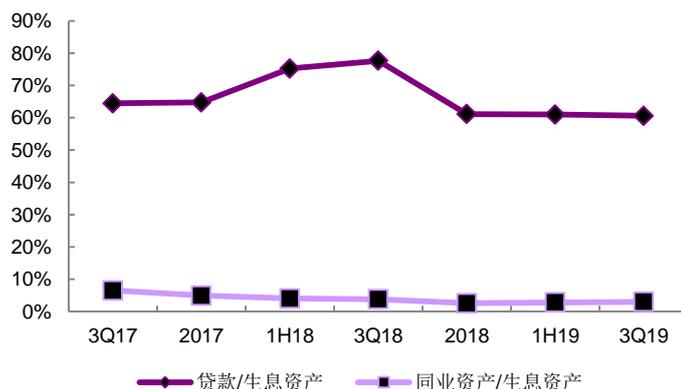
图 11：净利差与净息差



资料来源：公司公告

2019 年三季度平安银行资产端比例有所微调，其中贷款占生息资产小幅下降，同业资产占生息资产小幅上升。公司业绩持续向好主要由于公司零售客户数量的增加，零售客户管理资产规模增加，三季度平安银行管理零售客户资产 18,721.78 亿元，较年初增长 32.1%，零售贷款占比提升至 59.2%，零售转型效果显现。日均息差虽有所下滑，主要是由于零售贷款中较多的收益率较低的个人贷款，零售客户增长的同时，零售贷款收益率小幅下降，但预计整体下降幅度不会扩大。

图 12: 生息资产占比

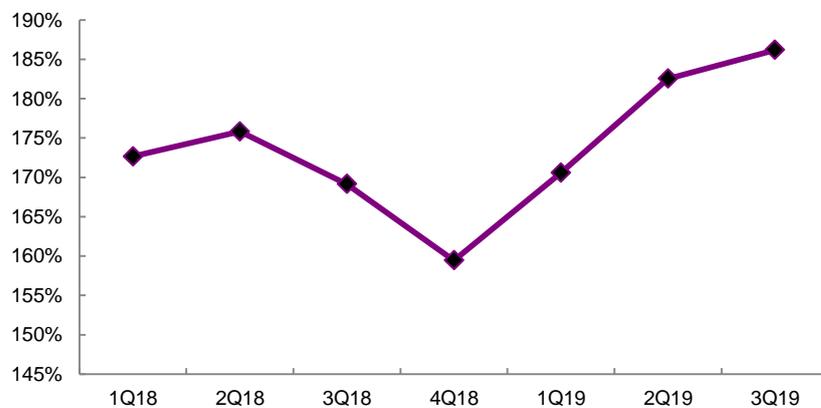


资料来源: 公司公告

在零售客户增长较快的情况下, 平安银行资产质量总体平稳提升, 不良贷款率 1.68%, 与半年末持平, 关注贷款与半年末下降 9bp 至 2.39%; 个人存款余额较年初增长 21.2%。拨备覆盖率为 186.18%较年初上涨 30.94ppts。预计全年能维持较高资产质量, 全年零售客户数仍会有所增长。

在零售客户增长较快的情况下, 平安银行资产质量总体平稳提升, 不良贷款率 1.68%, 与半年末持平, 关注贷款与半年末下降 9bp 至 2.39%; 个人存款余额较年初增长 21.2%。拨备覆盖率为 186.18%较年初上涨 30.94ppts。预计全年能维持较高资产质量, 全年零售客户数仍会有所增长。

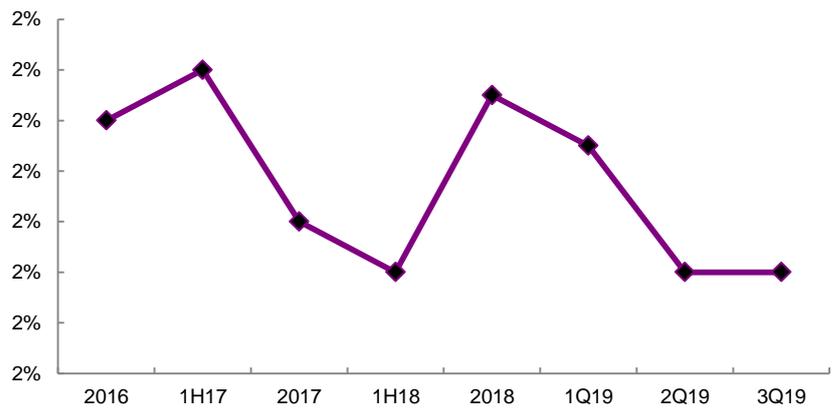
图 13: 拨备覆盖率



资料来源: 公司季报

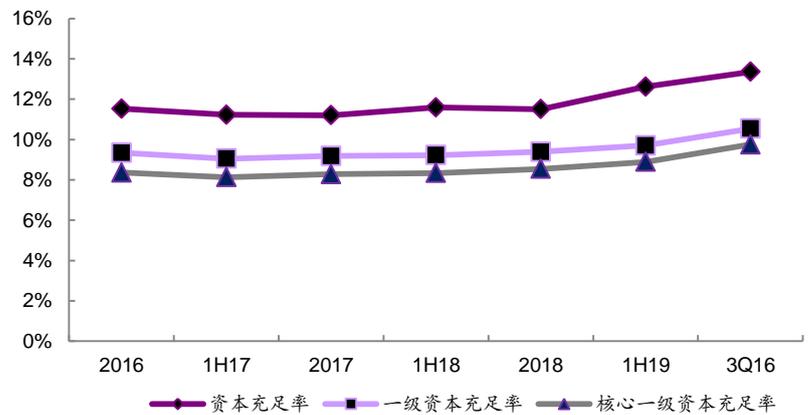
公司不良贷款率持续下降, 其中零售不良率小幅改善, 环比下降 2bp, 负债端结构有所改善, 零售客户的低利息率个人贷款占比提升。对公业务贷款不良率有所上升, 主要由于资产质量标准变化。公司资本充足率连续三季度提升, 抗风险能力强。公司发展优质零售客户预计能维持较高资产质量, 资本充足率有望进一步提升。

图 14：不良贷款率



资料来源：公司季报

图 15：资本充足率

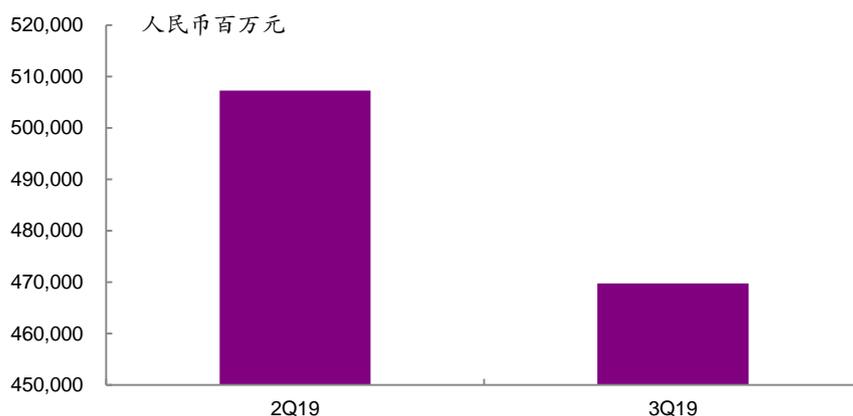


资料来源：公司季报

6、综合金融：资管业务下滑，经纪业务稳中有升

2019 年前三季度，受资管新规及信托新政影响，资管业务实现净利润 90.23 亿元，同比下降 18.9%；公司信托受托资产管理规模达 4,697.47 亿元，较年初下降 12.1%。公司投资较多非标产品，产品减值及投资项目退出波动导致净利润下滑明显。预计全年下滑预期仍将持续，未来收益取决于公司投资非标项目的退出情况。

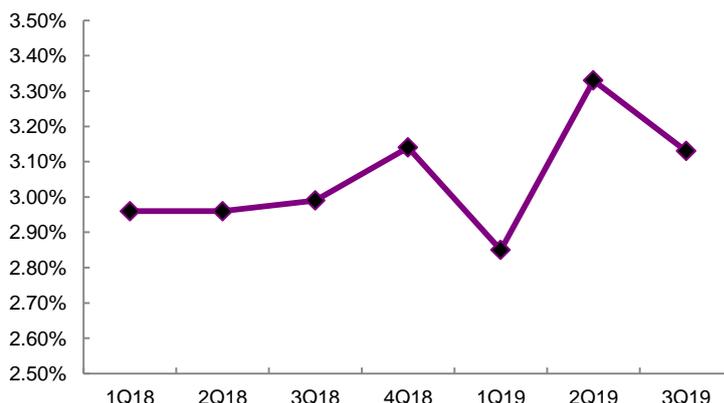
图 16: 信托资产管理规模



资料来源: 公司季报

平安证券净利润同比增长 32.6%，经纪业务市场份额达到 3.13%，同比上升 0.14ppts，资管业务规模逆市增长。经纪业务提升有赖于市场交易量上升及公司较强的债券承销业务，并带动证券资管业务规模逆市增长。预计全年证券经纪市场份额会维持在 3% 左右。

图 17: 经纪零售交易量市场份额



资料来源: 公司季报

7、科技金融：AI 赋能寿险渠道，持续打造平安生态圈

前三季度科技业务总收入 600.40 亿元，同比增长 33.1%。平安通过运用 AI 技术完成寿险代理人的面试、培训和销售支持，减少人工面试市场超过 49 万小时；在产险运营管理中，运用智能机器人实现流程自动化与智能化，2019 年三季度节约成本近 5,000 万元；平安凭借 4,396 项 PCT 及境外专利申请数，位居国际金融机构前列。公司旗下科技板块生态主要代表为陆金所、平安壹账通、平安好医生、汽车之家等。

其中陆金所控股是全球领先的科技平台，前三季度，陆金所控股资产规模相比年初下降 5.0% 至 3,508.57 亿元，加之前三季度 P2P 公司风险频发，公司快速调整产品结构，减少互联网产品，提高传统金融机构协同合

作，增强 B 端资产合作与供给，增强业务的可持续性。预计全年维持去年资产水平，同时净利润会有所下滑。

金融壹账通云平台，累计服务中国所有大型银行，99%的城商行和 46% 的保险公司，自 2015 年 12 月以来，已协助金融机构客户与其终端零售和中小企业客户达成业务交易量 1.8 万亿元。公司平台预计未来能协同银行、寿险、产险作为核心连接打造平安生态圈。

平安好医生，以拥有人工智能辅助的自有医疗团队为核心，提供全面的家庭医生服务，国家医疗保障局发布指导意见，首次将互联网诊疗服务纳入医保支付范围，作为行业领军企业，随着客户的增长和政策的开放，将持续领跑市场。平安医保科技，截至 2019 年三季度，为超过 200 个城市的医保管理机构提供医保精细化管理服务，覆盖参保人数超过 8 亿人。未来持续为公司贡献利润。

平安科技板块对区块链已有布局，平安壹账链(FiMAX)区块链技术，打造全球最大的商业区块链平台，为国内外超过 200 家银行、20 万家企业及 500 家政府和其它商业机构提供服务，拥有超过 4.4 万个区块链节点。预计新技术会持续提高平安科技的风控能力，提高公司保险、银行等运作效率，降低公司赔付率的同时降低人工成本。

截至目前，平安已构建了较为完善的全系统生态圈，包括以陆金所、金融一账通、平安壹钱包为代表的金融服务生态圈，以平安好医生、平安医保科技打造的医疗健康生态圈，以汽车之家为主导，平安产险、平安银行及平安融资租赁构建的汽车服务生态圈，以平安城科打造的房产生态圈，同时和以深圳市政府为代表的政企合作，共建智慧城市。预计公司通过生态圈孵化项目及业务的模式将有叠加式效应，为公司传统业务板块提供无可比拟的科技赋能。

8、风险提示

政策风险；宏观经济风险；市场波动；保费增长不及预期。

利润表 (百万元人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	890,882	976,832	1,167,064	1,324,279	1,488,20
已赚保费	572,990	677,703	793,946	938,882	1,087,25
提取未到期责任准备金	7,945	7,818	12,984	10,958	10,108
投资收益及公允价值变动	159,190	134,851	201,175	206,575	214,977
其他收入	150,757	156,460	158,958	167,863	175,867
营业支出	756,124	813,494	928,922	1,035,000	1,140,90
退保金	20,519	21,539	23,649	26,797	30,457
赔付支出	159,113	203,323	238,184	262,887	271,813
提取保险责任准备金	220,024	190,990	210,396	244,109	282,686
保单红利支出	13,129	16,445	17,506	18,540	20,835
保险业务手续费及佣金支	114,559	130,383	151,188	168,721	195,384
业务及管理费	139,688	147,697	160,479	178,646	195,384
其他支出	89,092	103,117	127,520	135,300	144,341
营业利润	134,758	163,338	238,142	289,279	347,305
营业外收支	372	572	687	811	957
利润总额	134,740	163,151	237,879	288,934	346,861
所得税费用	34,762	42,699	42,818	49,119	58,966
年度利润	99,978	120,452	195,060	239,815	287,895
净利润	89,088	107,404	173,930	213,837	256,708

资产负债表 (百万元人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
资产合计	6,493,075	7,142,960	8,357,263	9,777,998	21,218,25
投资资产	2,449,474	2,794,620	3,344,393	3,940,933	4,572,995
发放贷款及垫款	83,203	111,219	83,573	97,780	212,183
其他资产	3,960,398	4,237,121	4,929,298	5,739,285	16,433,07
负债合计	5,905,158	6,459,317	7,543,728	8,842,432	20,142,35
准备金	548,846	622,915	1,591,477	1,032,899	3,137,150
吸收存款	548,846	622,915	742,059	839,060	1,924,382
其他负债	4,807,466	5,213,487	5,210,193	6,970,473	15,080,82
股东权益合计	587,917	683,643	813,535	935,565	1,075,900
归属母公司所有者权益	473,351	556,508	666,906	756,380	871,035
少数股东权益	114,566	127,135	146,629	179,186	204,865

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼