

公司研究/年报点评

2017年03月23日

非银行金融/保险 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 36.
合理价格区间(元): 45~50

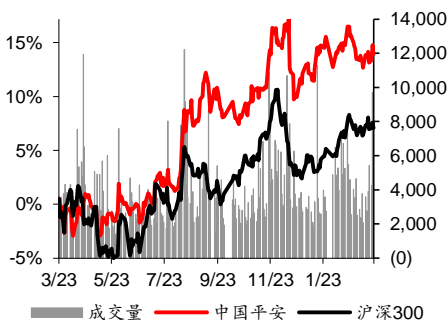
沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

左欣然 021-28972252
联系人 zuoxinran@htsc.com

相关研究

- 1 《中国平安(601628): 金控为翼, 逆风而上》2016.10
- 2 《中国平安(601318): 金城汤池, 稳中求胜》2016.08
- 3 《中国平安(601318): 强化承保抬价值, 金融旗舰稳前行》2016.04

股价走势图



资料来源: Wind

量变到质变, 利润增长持续可期

中国平安(601318)

逆势增长, 业绩表现领先行业

2016年, 中国平安在市场利率波动, 实体经济投资放缓的宏观环境下, 实现了利润的逆势增长。营业收入 7,745 亿元, YoY+12%; 净利润 724 亿元, YoY+11.0%; 归母净利润 624 亿元, YoY+15%; 公司总资产 5.6 万亿元, 较年初增长 17%; 偿付能力充足。内含价值总额达到 6377 亿元, YoY+16%, 一年新业务价值 508 亿元, YoY+32%。2016 年公司派发现金股息共 0.75 元, 股利支付率 22%, 较去年提升 4 个百分点。

新业务价值三差发展均衡, 从量变转向质变

平安新业务价值在今年实现了质、量双升。从量上看, 人身险规模保费增长 25%。这主要得益于个险渠道的加强, 2016 年平安代理人队伍队伍规模超 110 万, 较年初增长 28%, 创历史新高。从质上看, 平安近年来在实现新业务价值高增长的同时, 积极调整业务结构, 降低利差依赖性, 增强保障属性, 均衡死差、费差的贡献。2016 年寿险新业务价值构成中, 利差占比为 34%; 长期保障型产品利差占比近 22%。2016 年平安寿险剩余边际余额 4,547 亿元, 较年初增长 37%, 而 2016 年剩余边际摊销为 382 亿元, 较 2015 年同期增长 31%。

偿二代下释放资本空间, 持续释价值加速修复估值

今年公司保险资金净投资收益率 6%, 高于去年 0.2 个百分点; 总投资收益率 5.3%, 受 2016 年上半年市场波动和利率下滑影响较去年减少 2.5 个百分点。根据可持续经营原则今年公司已下调内含价值的长期投资回报率精算假设 50bp, 但并未调整风险贴现率假设。在此调整上, 公司内含价值不减反增。这一方面是由于前段所述业务发展结构的优化, 另一方面也是受益于公司优秀的风险管理能力。因此, 在充足的偿付能力空间下, 平安的业务价值将持续释放, 有助于公司估值加速修复。

产险稳定发展, 银行战略转型, 资管深化调整

平安其余金融子版块发展稳定, 与寿险协同贡献共进。平安产险实现保费收入 1,779 亿元, 同比增长 9%, 净利润 127 亿元; 综合成本率 96%, 持续优于行业。平安银行归母公司净利润 226 亿元, 同比增长 3%, 加大拨备力度, 化解资产风险, 大力推进零售战略; 资产管理业务全年实现净利润 99.50 亿元, 信托启动“财富+基金”业务转型; 证券经营表现优于同业; 平安资产管理公司第三方资管业务收入创历史新高。

价值驱动业绩增长持续领先, 维持买入评级

平安价值驱动模式已成熟, 三差均衡, 利率敏感性降低, 将持续稳定释放利润。预计公司 2017、2018、2019 年 P/EV 分别为 0.8 倍、0.7 倍、0.6 倍, 目前处于估值历史低位。同时, A/H 股折价 6%, A 股标的价值低估。维持买入评级。

风险提示: 利率持续下降, 资本市场大幅波动。

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)	31.16-37.03
总市值 (百万元)	658,089
总资产 (百万元)	5,296,564
每股净资产 (元)	20.75

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	619990	712453	784712	916527	1058235
+/-%	28%	10%	17%	15%	10%
净利润 (百万元)	54203	62,394	75,660	85,886	95,640
+/-%	38%	15%	21%	14%	11%
EPS (元)	2.97	3.41	4.14	4.70	5.23
PE (倍)	12	11	9	8	7

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

盈利预测

集团利润表					集团内含价值表				
单位: 百万元	2016A	2017E	2018E	2019E	单位: 百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
已赚保费	441,620	532,174	628,838	730,558	寿险业务:	325,474	360,312	437,732	542,800
净利息收入	78,138	87,109	98,433	109,260	期初内含价值	27,346	28,825	35,019	43,424
非保险业务手续费及佣金收入	35,467	38,906	44,329	54,048	期初内含价值的预计回报	50,805	69,560	93,848	117,276
投资收益	109,678	111,154	127,479	144,448	一年新业务价值	-42,115	0	0	0
公允价值变动损益	3,831	-95	-95	-95	假设及模型变动	-1,020	0	0	0
汇兑损失	1,401	0	0	0	市场价值调整影响	-547	0	0	0
其他收入	42,318	15,413	17,492	19,964	投资回报差异	-259	0	0	0
营业收入合计	712,453	784,712	916,527	1,058,235	其他经验差异	0	0	0	0
退保金	16,050	20,280	24,774	29,468	资本变动前寿险业务内含价值	377,601	458,697	566,598	703,500
赔付支出	140,236	161,991	186,419	212,367	股东股息	-17,289	-20,965	-23,799	-26,501
减: 摊回赔付支出	-11,208	-5,777	-7,057	-8,394	资本注入的影响	0	0	0	0
提取保险责任准备金净额	149,613	190,228	232,399	276,444	分红	0	0	0	0
保险红利支出	11,236	14,197	17,343	20,629	寿险业务期末的内含价值	360,312	437,732	542,800	676,998
保险业务手续费及佣金支出	78,742	90,479	107,000	124,381	其他业务:				
营业税金及附加	9,268	4,651	5,092	5,575	期初调整净资产	226,040	277,391	344,360	416,430
业务及管理费	129,997	67,812	80,897	93,488	当年利润	37,550	63,019	66,141	72,747
减: 摊回分保费用	-6,353	-6,657	-7,291	-7,983	市场价值调整影响及其他差异	6,567	0	0	0
资产减值损失	48,894	55,193	64,710	74,522	资本变动前其他业务的期末调整净资产	270,156	340,410	410,501	489,177
其他支出	38,932	15,000	15,000	15,000	股东股息	0	-7,473	-8,249	-9,002
营业支出合计	619,085	660,271	781,994	908,422	子公司向公司分红	17,289	28,295	31,887	35,326
营业利润	93,368	124,440	134,534	149,813	资本注入	0	0	0	0
所得税	22,043	29,866	32,288	35,955	资本投资	0	0	0	0
净利润	72,368	94,575	102,246	113,858	股东分红	-10,054	-16,873	-17,709	-19,478
归属于母公司净利润	62,394	75,660	85,886	95,640	其他业务期末的调整净资产	277,391	344,360	416,430	496,023
股本	18,280	18,280	18,280	18,280	公司期末的内含价值	637,703	782,091	959,230	1,173,021
					公司期末的每股内含价值	35	43	52	64
基本每股收益(按最新股本)	3.41	4.14	4.70	5.23	寿险业务每股内含价值	2.8	3.8	5.1	6.4
摊薄后 EPS 增速	15%	21%	14%	11%	每股 NBV	1.0	0.8	0.7	0.6

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：Z23032000。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 2017 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