

中国平安 (601318) 深度报告

价值龙头，王者归来

买入（维持）

2017年6月8日

首席证券分析师 丁文韬

执业资格证书号码: S0600515050001

dingwt@dwzq.com.cn

研究助理 马祥云

maxy@dwzq.com.cn

021-60199748

投资要点:

■ **寿险龙头市场地位不可撼动，充分受益消费升级驱动的保障型需求爆发：**1) 平安寿险 2004-2016 年保费年均增速高达 14%，市场份额长期稳定，主要源于代理人渠道沉淀优势（寿险产品通常具有条款复杂、高度非标、主动购买意愿弱等特征，因而代理人至关重要，而代理人团队优势需长期沉淀）。2) 中产消费升级驱动保障型保险产品需求崛起（类似于国产 SUV、茅台、iPhone 等消费升级标杆），平安寿险作为行业龙头最受益。3) 海外寿险市场寡头竞争，保险巨头合计市场份额持续提升，我们认为，未来国内寿险集中度将进一步提升，平安寿险将依托自身优势+中国市场高成长性扩大优势。

■ **财险综合成本率显著领先行业，银行+证券+信托+互金布局完善，1+1>2 的综合金融标的：**1) 平安财险近年来综合成本率持续保持同业绝对低位（17Q1 综合成本率 95.9%）。考虑国内财险市场竞争日趋激烈，平安财险实现保费规模稳步提升+保持承保盈利，彰显其难以撼动的竞争优势。2) 平安银行推进零售转型且资产质量整体可控，平安信托登顶 16 年行业龙头。3) 互联网金融业务 16 年正式扭亏，陆金所上市预期渐强（B 轮估值达 185 亿美元）有望催化集团整体估值；4) 综合金融集团实现 1+1>2：集团内各子板块协同效应显著，交叉销售及客户迁徙规模稳步增长。

■ **17Q1 寿险个险新单高增长推动 NBV 大增 60%超预期：**2017Q1，平安集团实现归母净利润 230.5 亿元，逆势同比+11.4%，在去年高基数的基础上再度保持强劲增速。个险渠道实现新单保费 658.4 亿元，同比增长 62.2%，主要驱动因素为保障型需求爆发驱动代理人人均产能提升 31.8%，以及代理人数量高速扩张至 119.6 万人。个险新单保费的高增长推动公司寿险 NBV 同比大幅增长 60%，达 212.6 亿元。此外，银保渠道业务结构持续优化，新业务价值率较高的期缴新单保费同比+128.9%。

投资建议：

公司作为中国保险行业绝对龙头，寿险、财险业务均有很深的护城河，预计公司 17/18/19 年 EPS 分别为 3.74/4.47/4.94 元。目前公司市值对应 17PEV 仅 1.04 倍，估值仍具吸引力。中期而言，股息提升+陆金所上市推进+17 年业绩拐点有望继续催化股价，我们认为公司合理中期估值为 1.3 倍 17PEV（考虑保险股历史估值中枢约为 1.2-1.5 倍 PEV），对应目标价 56 元/股，维持“买入”评级。长期而言，随着寿险、财险业务强者恒强，推动内含价值持续提升，我们认为公司未来估值有望达到 1.5 倍 PEV，考虑内生增长+存量价值逐年释放，长期估值仍有提升空间。

风险提示：1. 长端利率触顶快速下行；2. 万能险新规驱动银保渠道竞争加剧；3. 车险费改加剧市场竞争；4. 股价持续上涨后面临短期回调压力。

股价走势



市场数据 (2017 年 6 月 7 日)

收盘价 (元)	45.98
市盈率 (2016)	13.47
市净率 (2016)	2.19
流通 A 股市值 (百万元)	498086

基础数据 (2016)

每股净资产 (元)	20.98
资产负债率 (%)	91.28
总股本 (百万股)	18280
流通 A 股 (百万股)	10833

相关报告

1. 中国平安：2017 年一季报点评-寿险 NBV 增长 60%超预期，21070428
2. 中国平安：2016 年年报点评-龙头优势稳固，业绩逆势增长，20170322
3. 中国平安：2016 年三季报点评-业绩逆势保持高速增长，20161028
4. 中国平安：2016 年中报点评-业绩逆势增长超预期+NBV 高增速持续，20160818
5. 中国平安：2016 一季报点评-业绩保持稳健，新业务价值高增长持续，20160426

目 录

1. 寿险业务：行业龙头，强者恒强	4
1.1. 代理人渠道沉淀优势稳固，助推寿险强者恒强	4
1.2. 消费升级驱动保障性需求崛起，平安最受益	4
1.3. 海外寿险市场寡头竞争，平安有望对标国际巨头	7
1.4. 17Q1 业绩强劲增长，寿险 NBV 增 60%超预期	9
2. 财险业务：综合成本率彰显绝对竞争优势	10
2.1. 保费增速+综合成本率领先，竞争优势难以撼动	10
2.2. 车险费改提升集中度，平安品牌+服务优势鲜明	11
3. 综合金融：银行+信托+证券+互金布局完善	12
3.1. 互联网金融：陆金所上市预期渐强催化估值	12
3.2. 平安银行：推动零售转型，资产质量相对可控	13
3.3. 平安信托登顶行业龙头，平安证券或分拆上市	13
4. 盈利预测与投资建议	15
5. 风险提示	16

图表目录

图表 1: 2010-2016 年上市保险公司代理人总量.....	4
图表 2: 上市保险公司代理人产能.....	4
图表 3: 2004-2016 年平安寿险保费收入及同比增速.....	5
图表 4: 寿险需求曲线.....	5
图表 5: 中产阶级消费升级的标志性产品.....	5
图表 6: 中国中产阶级人数预计 (亿人)	6
图表 7: 2006-2015 年中国人均收入水平.....	6
图表 8: 1999-2016 年健康险保费收入规模 (保监会口径)	6
图表 9: 平安长期健康险规模保费及增速.....	6
图表 10: 平安长期健康险规模保费占比.....	6
图表 11: 2005-2015 年全球 16 家大型保险公司寿险保费及市场份额.....	7
图表 12: 2011-2015 年国内前 7 大寿险公司个险保费收入及市场份额.....	7
图表 13: 2006-2015 年各地区寿险深度 (寿险保费/GDP)	8
图表 14: 2013-2015 年各地区寿险密度 (人均寿险保费, 美元)	8
图表 15: 2015 年全球保险巨头寿险保费规模 (百万美元)	9
图表 16: 2011-2016 年寿险 NBV 同比增速.....	9
图表 17: 上市险企个险新单保费增速.....	9
图表 18: 平安银保期缴新单保费及占比.....	10
图表 19: 上市险企银保期缴新单保费占比.....	10
图表 20: 2007-2017Q1 平安财险保费及增速.....	10
图表 21: 2010-2017Q1 上市险企财险保费增速.....	10
图表 22: 2013-2017Q1 平安财险综合成本率.....	11
图表 23: 2012-2017Q1 财险综合成本率.....	11
图表 24: 财险行业保费增速趋缓.....	11
图表 25: 财险行业分险种保费占比.....	11
图表 26: 全球知名互联网金融估值 (亿美元)	12
图表 27: 2015、2016 年交叉销售取得新业务.....	12
图表 28: 平安银行不良率及逾期类贷款占比.....	13
图表 29: 平安银行拨备覆盖率 (%)	13
图表 30: 2016 年信托行业净利润前十 (亿元)	14
图表 31: 2016 年信托管理规模前十 (亿元)	14
图表 32: 中国平安盈利预测.....	15
图表 33: A 股上市保险公司估值水平.....	15
图表 34: 中国平安分部估值.....	16

1. 寿险业务：行业龙头，强者恒强

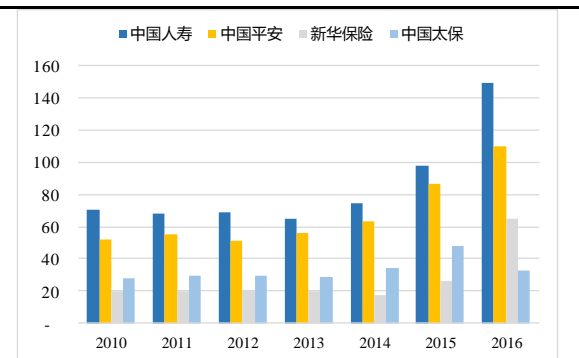
我们认为，平安作为寿险龙头，未来将实现强者恒强之路，迈向国际最佳，其原因在于：1) 代理人渠道长期沉淀优势稳固，并与品牌及平台协同显著；2) 平安龙头品牌优势不可撼动，寿险保费市场份额有望持续提升；3) 保险消费属性凸显，中产消费升级驱动保障型需求爆发，大型传统险企最受益；4) 全球寿险市场寡头竞争，平安有望依托中国市场高增速迈向行业巅峰。

1.1. 代理人渠道沉淀优势稳固，助推寿险强者恒强

寿险的独特性决定代理人至关重要，而代理人渠道优势需要长期沉淀积累。我们认为，寿险产品（尤其是价值率较高的期缴寿险产品）具有期限长、保险条款复杂、高度非标准化、保费支出数额大等天然特征，因而居民通常主动购买意愿较弱，必须通过代理人推动产品销售。然而，代理人团队的搭建和培育需要先发卡位优势和长期的时间沉淀，因此，新成立的保险公司很难在代理人渠道与历史悠久的大型保险公司相抗衡。

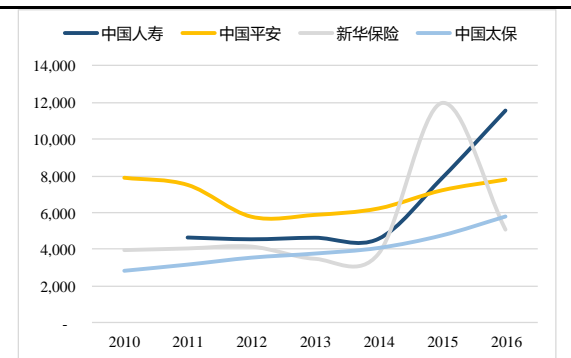
平安代理人规模高增长且人均产能领先，彰显强大的沉淀优势和平台协同效应。1) 平安代理人数量近年来高速扩张，2017年一季度末总量达119.6万人，相比年初增长9%，较2012年末以来已翻番。2) 平安代理人产能（首年规模保费）持续位居行业前列，2016年为7821元，仅次于国寿。

图表 1: 2010-2016 年上市保险公司代理人总量



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2: 上市保险公司代理人产能



资料来源：Wind，东吴证券研究所

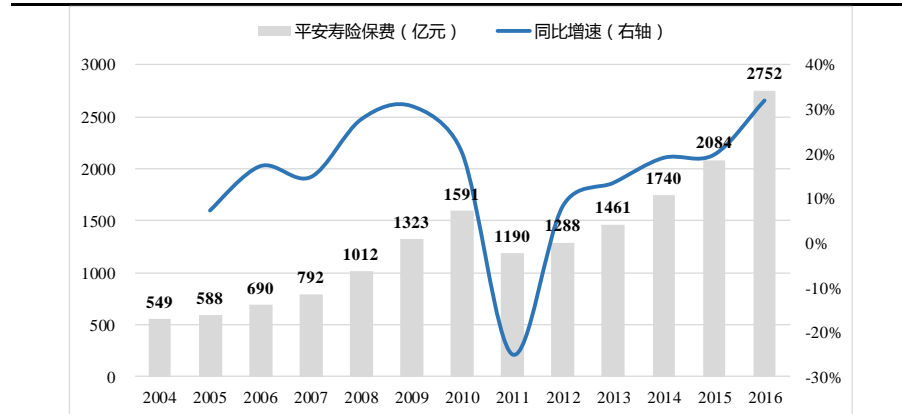
注：数据为代理人首年规模保费（元/人均每月）

1.2. 消费升级驱动保障性需求崛起，平安最受益

平安寿险保费持续高增长+市场份额长期稳定，寿险龙头品牌优势鲜明。2004-2016年，平安寿险保费年均复合增速高达14%，市场份额长期保持12%以上，且增长势头领衔四大保险公司，充分体现其不可撼动的寿险龙头品牌优势。作为成立于1988年的中国首家股份制保险公司，中

国平安享誉全球，在2016年《福布斯》“全球上市公司2000强”中名列第20位，蝉联中国保险企业第一，同时被英国品牌咨询公司 Brand Finance 评为全球第一保险品牌，品牌价值高达163.24亿美元。

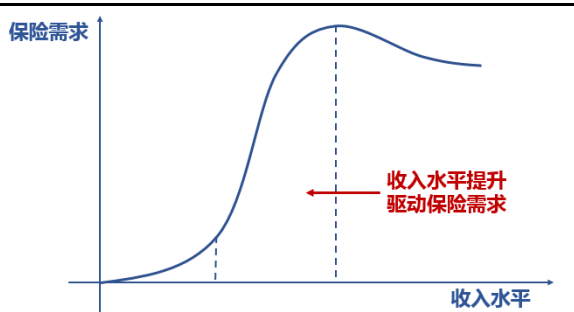
图表3: 2004-2016年平安寿险保费收入及同比增速



资料来源: 保监会, 东吴证券研究所

居民收入增长+中产阶级消费升级将成为保费高景气周期的核心驱动力。 1) 根据保险特有的需求曲线, 我们认为中产阶级是风险保障最大的需求方, 对于低收入群体而言, 保险产品属于奢侈品, 对于富裕人群而言, 风险保障的必要性相对减弱。因此, 保险需求以及保费收入的规模增长与人均收入及中产阶级数量息息相关。2) 我国目前正式步入中产阶级消费升级时期。宏观层面而言, 根据埃森哲咨询统计, 2010年至今我国中产家庭数量开始爆发, 2020年可能达到5.57亿人, 同时人均收入水平大幅提升; 微观层面而言, 居民常规消费品升级换代趋势明显, 例如, 以iPhone为代表的手机升级、以国产SUV为代表的汽车升级、以茅台为代表的白酒升级等。结合上述观点, 我们认为, 2015年以来保费高景气的核心驱动因素是由中产阶级消费升级带动的保障型需求爆发, 未来保险可能成为下一代崛起的最受欢迎消费品。

图表4: 寿险需求曲线



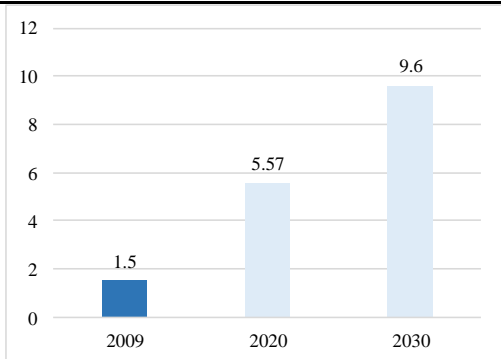
资料来源: 东吴证券研究所

图表5: 中产阶级消费升级的标志性产品



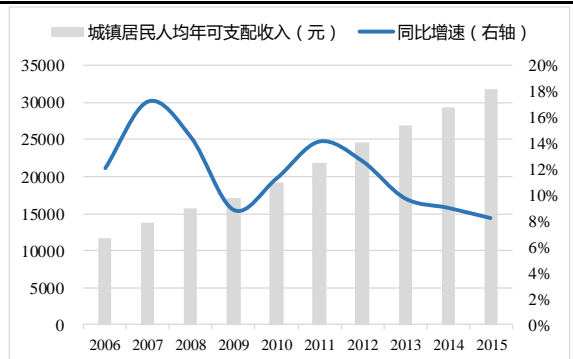
资料来源: 东吴证券研究所

图表 6: 中国中产阶级人数预计 (亿人)



资料来源: 埃森哲报告, 东吴证券研究所

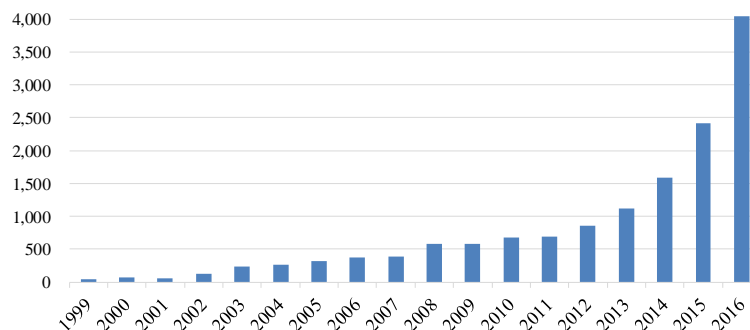
图表 7: 2006-2015 年中国人均收入水平



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

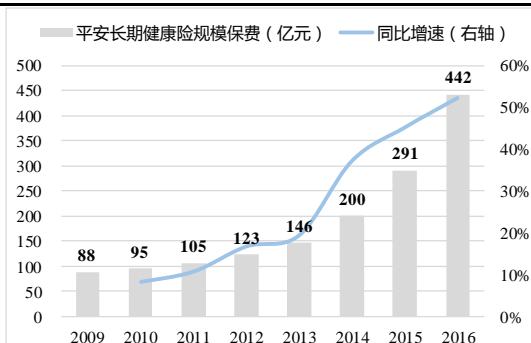
保障型产品成为主流, 平安等聚焦此类产品的传统大型险企将充分受益。目前, 居民保障型需求崛起已开始兑现: 市场上主流保险产品已由理财/储蓄型转变为保障型(长期健康险), 同时此类产品的新单保费增速显著高于其他产品, 在总新单保费中占比亦快速提升。 预计保障性需求驱动的保障型产品爆发将推动寿险保费持续高增长。对于平安而言, 以长期健康险为例, 其业务规模近年来显著增长, 2016 年长期健康险规模保费收入 442.37 亿元, 同比增长 52.2%, 增速达 52.2%, 未来将继续受益保障型产品爆发大趋势。

图表 8: 1999-2016 年健康险保费收入规模 (保监会口径)



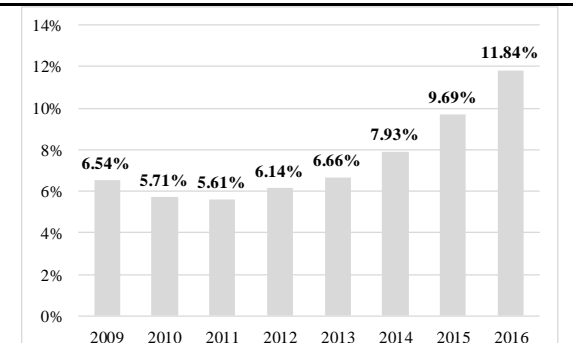
资料来源: 保监会, 东吴证券研究所

图表 9: 平安长期健康险规模保费及增速



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所
注: 数据包含平安寿险和平安健康险两家公司合计的长期健康险规模保费

图表 10: 平安长期健康险规模保费占比

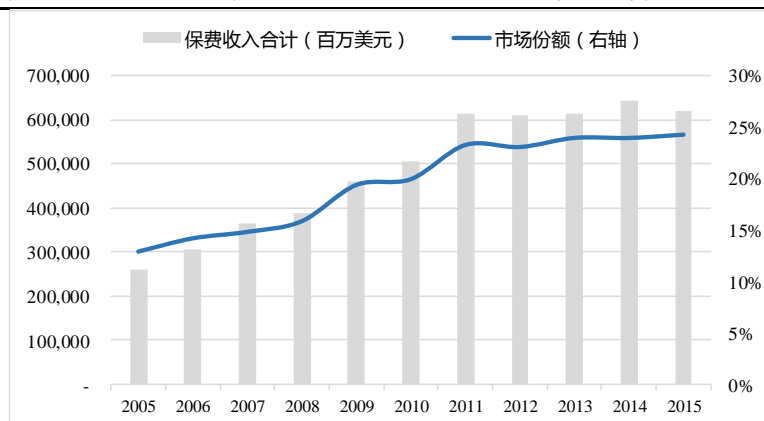


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所
注: 数据计算方式=长期健康险规模保费/寿险业务规模保费(包括平安寿险、平安健康险、平安养老三家公司)

1.3. 海外寿险市场寡头竞争，平安有望对标国际巨头

海外寿险寡头竞争，保险巨头市场份额持续提升，国内大型保险公司未来将受益市场集中度提升。1) 纵观全球，海外寿险市场呈现明显的寡头竞争格局，根据 Wind 统计的签单保费数据，安盛、安联、保诚、中国人寿、中国平安、友邦等 16 家最大型保险公司寿险保费市场份额近 10 年来持续提升，2015 年已超过 24%，充分体现寿险市场强者恒强的集聚效应。2) 国内市场，前七大寿险公司（国寿、人保、平安、太保、新华、泰康、太平）市场份额持续保持高水平，2011-2015 年个险渠道合计保费收入的市场份额持续维持在 85%-90% 之间，虽然寿险公司总数量持续增多（由 2006 年的 45 家增长至 2016 年的 77 家），但大型保险公司垄断格局基本未受到影响。未来，随着行业回归保障功能，寿险寡头集聚效应将进一步显现，大型保险公司有望充分受益。

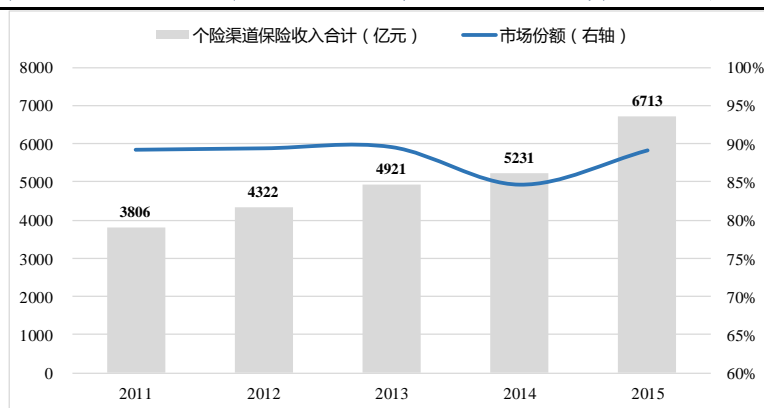
图表 11: 2005-2015 年全球 16 家大型保险公司寿险保费及市场份额



资料来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

注: 数据来源为彭博统计的安盛、安联、日本邮政、意大利忠利、英国保诚、中国人寿、中国平安、英国法通、大都会、苏黎世、荷兰国际、日本第一生命、友邦、家庭人寿、纽约人寿、宏利金融等 16 家国际大型保险公司寿险签单保费

图表 12: 2011-2015 年国内前 7 大寿险公司个险保费收入及市场份额



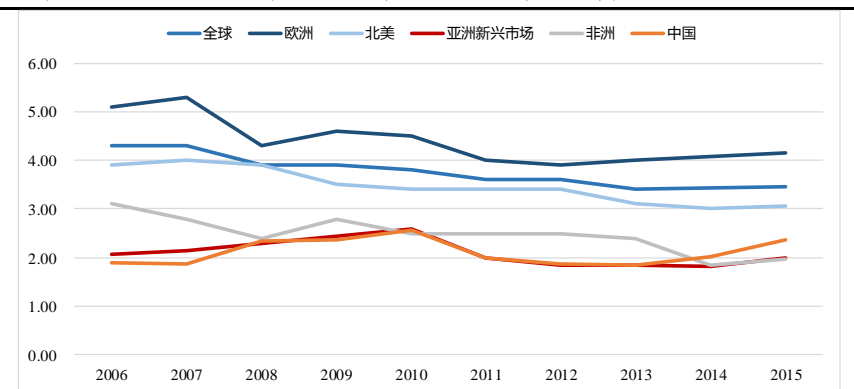
资料来源: 保险年鉴, 东吴证券研究所

注: 数据为七大寿险公司个险渠道保费收入的合计值及市场份额

我国保险深度、保险密度仍低于海外，未来市场长期发展空间广阔。

1) 瑞士再保险统计数据显示，2015 年全球寿险深度（寿险保费收入/GDP 总值）约为 3.47%，欧洲、北美地区分别达到 4.16%、3.06%，而 2015 年我国保险深度仅为 2.36%，差距仍然较大。此外，2016 年我国保险密度（人均保费收入）约为 190 美元/人，虽然同比增长 23%，但较发达国家仍存在很大的差距，仅高于亚洲新兴市场和非洲。2) 整体而言，我国保险市场未来发展空间仍然广阔，在行业内生性增长+政策支持推动下，未来保险业有望实现持续性高速增长。

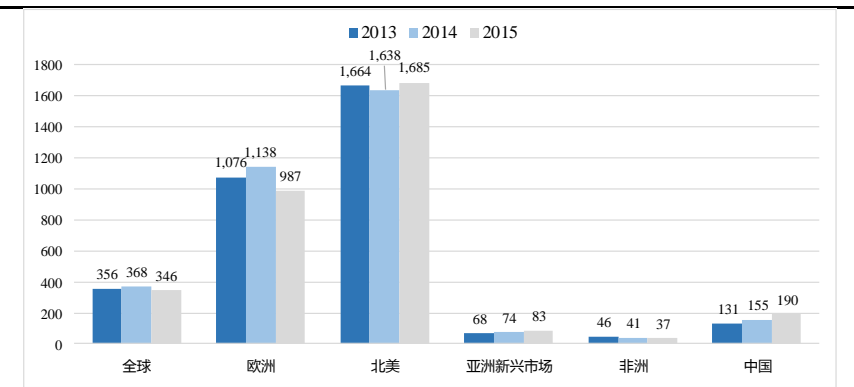
图表 13: 2006-2015 年各地区寿险深度（寿险保费/GDP）



资料来源: Wind, 瑞士再保险, 东吴证券研究所

注: 中国数据为自行测算(人身险总保费/GDP), 其它地区数据来自 Wind-瑞士再保险统计的全球保险概览

图表 14: 2013-2015 年各地区寿险密度（人均寿险保费，美元）

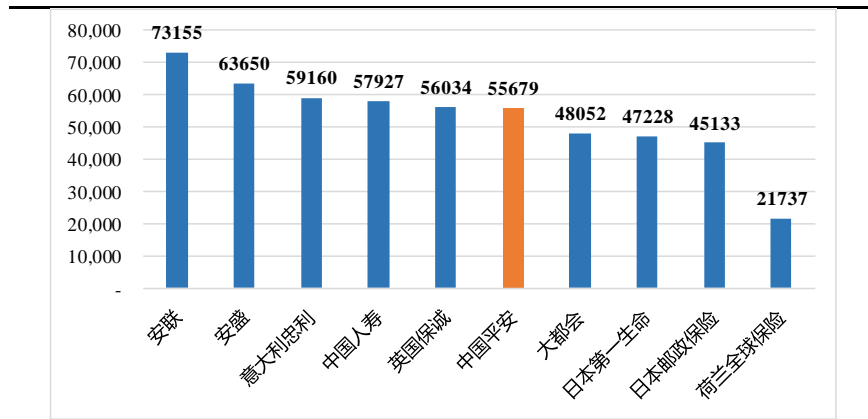


资料来源: Wind, 瑞士再保险, 东吴证券研究所

注: 中国数据为自行测算(人身险总保费/总人口), 其它地区数据来自 Wind-瑞士再保险统计的全球保险概览

平安剑指国际保险巨头，有望凭借中国市场高增长成为全球寿险龙头。保费规模层面，根据彭博数据统计，2016 年中国平安寿险规模保费为 665 亿美元，德国安联、法国安盛寿险保费规模分别为 699、651 亿美元，平安寿险与国际龙头差距逐步缩小。考虑未来中国保险市场潜在高增速及平安在亚太乃至全球持续提升的品牌影响力，平安有望向国际寿险第一迈进。

图表 15: 2015 年全球保险巨头寿险保费规模 (百万美元)

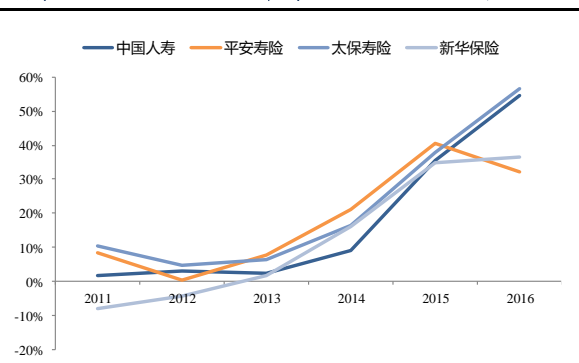


资料来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

1.4. 17Q1 业绩强劲增长, 寿险 NBV 增 60%超预期

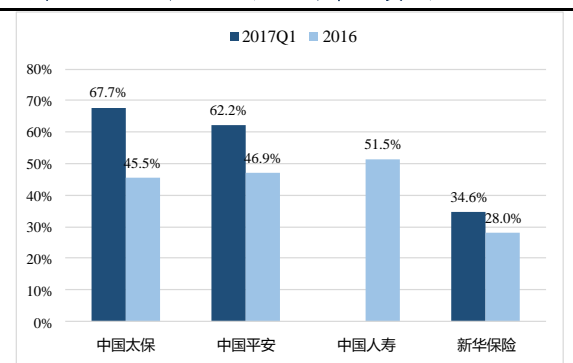
个险新单保费高速增长推动 NBV 大增 60%。2017 年一季度, 平安寿险个险渠道新单保费为 658.4 亿元, 同比大幅增长 62.2%, 主要驱动因素如前文所述: 1) 中产消费升级带来的保障型需求爆发驱动代理人人均产能提升 31.8%; 2) 代理人数量的高速扩张。同时, 个险新单保费的高增长推动公司寿险 NBV 同比大增 60%, 达 212.6 亿元。

图表 16: 2011-2016 年寿险 NBV 同比增速



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

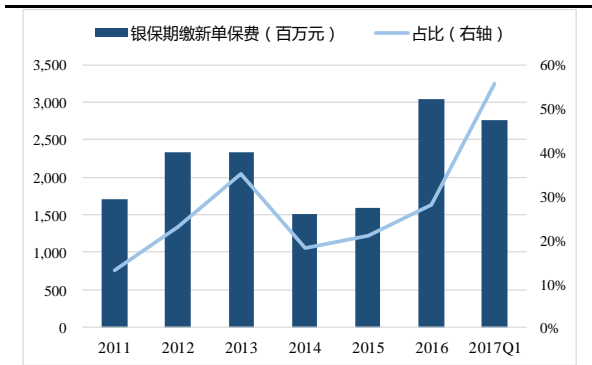
图表 17: 上市险企个险新单保费增速



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所
注: 中国人寿未披露一季度个险新单保费增速

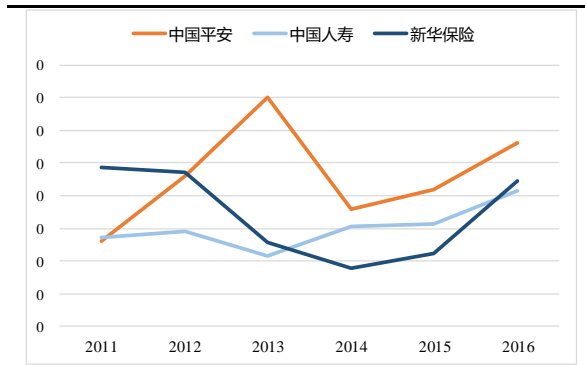
平安银保结构持续优化, 利于提升新业务价值率。行业层面, 由于银保渠道过高的获取费用和趸交业务比例较高直接导致新业务价值率远低于个险渠道, 近年来大型寿险公司均主动调控银保渠道的趸交业务规模, 并着力发展银保期缴业务。平安寿险对银保渠道依赖度较低, 同时业务结构持续优化, 2017Q1 新业务价值率较高的期缴新单保费达到 27.7 亿元, 同比+128.9%, 接近 2016 年全年总量, 且占银保保费收入比重显著提升, 达到 55.6%, 并持续领先行业。

图表 18: 平安银保期缴新单保费及占比



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 19: 上市险企银保期缴新单保费占比



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所
注: 中国太保未披露银保渠道的明细数据

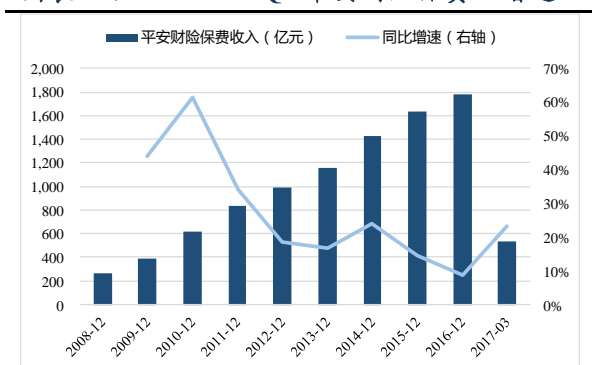
2. 财险业务: 综合成本率彰显绝对竞争优势

平安车险连续六年荣获车险最佳品牌, 财险保费稳健增长的同时, 综合成本率处于绝对低位, 在竞争激烈的市场环境中, 同时实现保费规模增长+承保盈利, 彰显难以撼动的竞争优势。

2.1. 保费增速+综合成本率领先, 竞争优势难以撼动

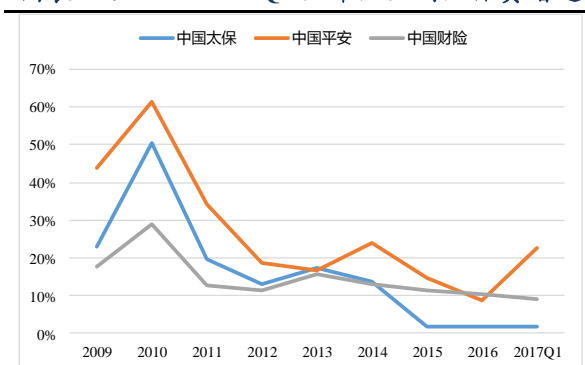
平安财险保费增速领先, 非车险业务 2017 年有望恢复增速。平安财险保费收入 2017Q1 同比增长 23.2%, 其中, 车险保费增速 10%, 与行业平均增速一致。2016 年平安非车险保费受集团业务结构调整影响 (部分信用保险业务转至陆金所) 而下降, 由于结构调整是一次性的, 预计 2017 年非车险业务将恢复高增速。

图表 20: 2007-2017Q1 平安财险保费及增速



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

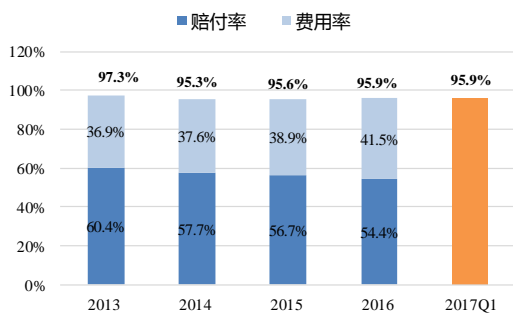
图表 21: 2010-2017Q1 上市险企财险保费增速



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

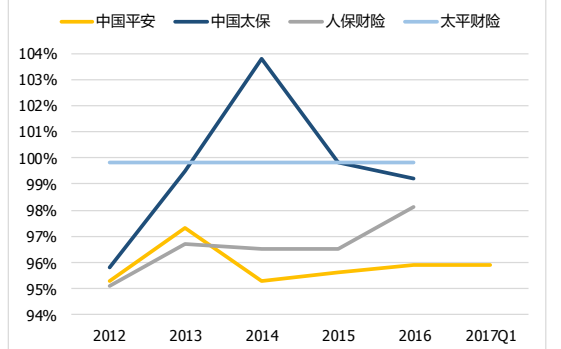
财险综合成本率处于绝对领先水准, 激烈市场竞争中彰显实力。平安财险业务 2017Q1 综合成本率为 95.9%, 同比 2016Q1 小幅上行 160BP, 仍然保持同业绝对低位, 承保利润水平稳定。在市场竞争日趋激烈的中国财险市场实现保费规模提升的同时保持承保盈利, 表明了公司财险业务难以撼动的竞争优势。

图表 22: 2013-2017Q1 平安财险综合成本率



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所
注: 2017Q1 未公告赔付率和费用率明细数据

图表 23: 2012-2017Q1 财险综合成本率

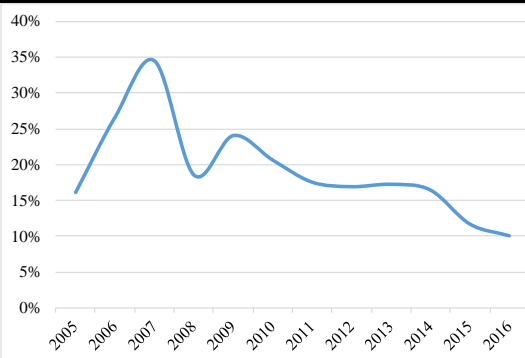


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.2. 车险费改提升集中度, 平安品牌+服务优势鲜明

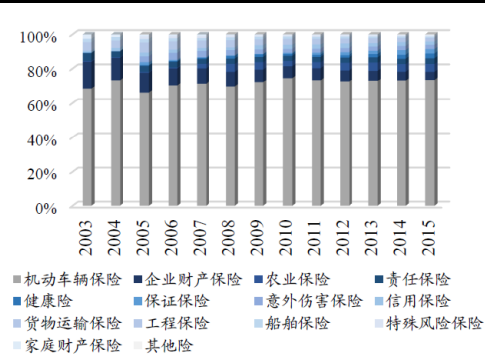
车险费改推进将挤压承保盈利+驱动行业集中度提升。1) 行业层面, 2016 年同比增速放缓至 10%, 较 2015 年下滑 1.6 个 pct., 原因在于中国财险保费超过 70% 的来源仍为车险, 未来新车销量增速放缓+车险费改推进或将继续拖累财险保费增速, 预计财险行业 17 年保费增速在 10% 以内。2) 目前车险费改阶段, 车险费率的自主定价部分的调整幅度尚未完全放开 (自主核保因子和自主渠道因子分别有 15% 调整空间), 未来保监会将逐步取消调整幅度限制, 因此未来行业竞争压力将进一步提升, 预计将会带来两方面变化: (i) 行业集中度将进一步提升, 大型公司凭借对车险销售端和服务链条的控制力和数据优势扩大市场份额, 中小型公司面临销售费用和赔付率同时攀升的困境; (ii) 车险市场在重新寻求平衡的过程中, 行业整体的承保利润空间被挤压。

图表 24: 财险行业保费增速趋缓



资料来源: 保监会, 东吴证券研究所

图表 25: 财险行业分险种保费占比



资料来源: 保险年鉴, 东吴证券研究所

平安车险依托最佳品牌将受益市场集中度提升, “互联网+车生活”模式引领行业。平安车险凭借理赔服务体验的不断升级, 连续 6 年荣获车险最佳品牌, 品牌效应保障公司受益于车险费改后的市场集中度提升。

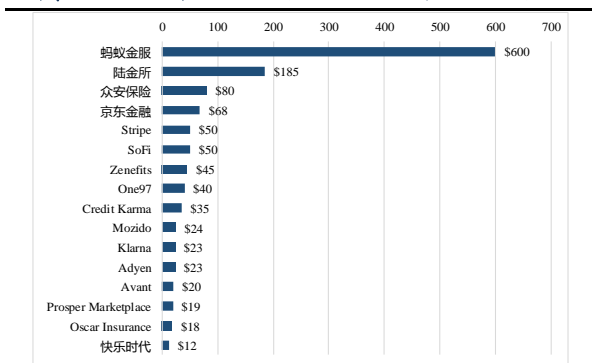
此外，“平安好车主”APP作为核心载体，以“用车助手、安全管家”的清晰定位和价值主张，从线下客户向线上迁移、大数据应用于风险筛选和精准定价、科技提升用户体验三个方面入手，打造以客户为导向的在线经营和开放式互联网车生活平台。截至2016年末，“平安好车主”APP绑车用户已突破1774万，月度活跃率占据汽车后市场领域第一位。

3. 综合金融：银行+信托+证券+互金布局完善

3.1. 互联网金融：陆金所上市预期渐强催化估值

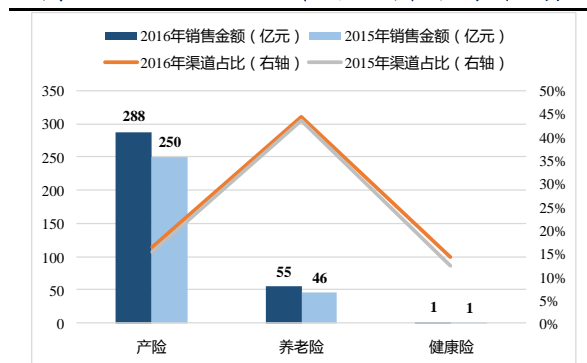
立足用户+科技，交叉销售协同显著。1) 平安互联网金融业务布局日趋完善，价值逐步体现，陆金所控股完成B轮融资后估值185亿美元，平安好医生完成A轮5亿美元融资后估值30亿美元。2) 公司互联网金融以用户为核心，2016年末互联网用户规模达到3.46亿，APP用户规模达到2.33亿，基于庞大的客户基础，平安不断深化大数据分析技术应用，持续挖掘客户数据，深化对客户需求的了解。3) 平安通过互联网金融实现产品与服务协同，2016年用户在各互联网平台之间的迁徙量达6905万人次，同比增长31%，且平均每个互联网用户使用平安1.94项服务，较年初增长16.2%。

图表 26: 全球知名互联网金融估值 (亿美元)



资料来源：百度、谷歌等新闻媒体搜索整理

图表 27: 2015、2016 年交叉销售取得新业务



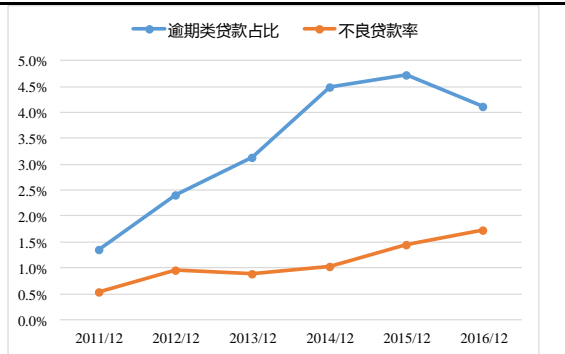
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

陆金所上市预期渐强，互联网金融热情重燃。1) 公开资料显示，国内互联网金融公司有望在未来1-2年内迎来上市热潮，特别是蚂蚁金服、陆金所、京东金融三大互联网金融巨头可能将相继上市。巨头相继登陆资本市场有望开启由大型、优质龙头互联网金融公司主导的新时代，并重燃互联网金融主题投资热情，提振板块整体估值的同时，或将催化平安整体估值。2) 我国互联网金融巨头整体估值领衔全球，陆金所于2016年1月获12.16亿美元B轮融资后估值达到185亿美元，仅次于蚂蚁金服。根据央视网等多家媒体报道，陆金所联席董事长兼CEO计葵生在2017年3月接受彭博社的电视访谈中表示，陆金所目前正在等待最佳上市时机，香港或是潜在的上市地点。

3.2. 平安银行：推动零售转型，资产质量相对可控

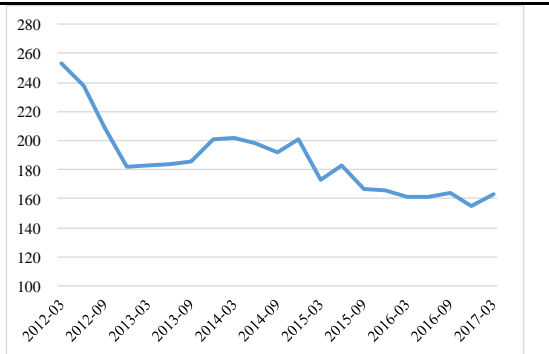
全面转型，打造智能化零售银行。平安银行积极向零售银行转型，并深化零售大事业部制改革，通过客户迁徙和科技创新，加速打造具有平安特色的智能化零售银行。2016年末，平安银行零售客户数4047.32万户，较年初增长27.4%；管理个人客户资产增长19.5%至7976亿元；零售贷款余额2913亿元，较年初增长42%。依托业务增长，平安银行零售业务累计实现税后净利润93.15亿元，同比增长147.2%。

图表 28：平安银行不良率及逾期类贷款占比



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 29：平安银行拨备覆盖率 (%)



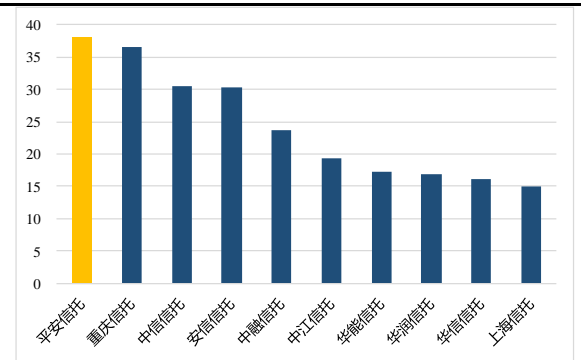
资料来源：Wind，东吴证券研究所

加大不良资产清收处置力度和拨备及核销力度，保持资产质量相对稳定。平安银行近年来不良率高企，2017年一季度不良贷款率1.74%，2016年逾期类贷款占比达到4.11%。对此，公司强化风险管理，加大不良资产清收处置力度，并加大拨备及核销力度，保持资产质量相对稳定。2016年平安银行计提的贷款减值损失为454.35亿元，同比增长52.1%，贷款减值准备余额为399.32亿元，较年初增长36.5%，拨贷比为2.71%，较年初上升0.3个百分点，年末拨备覆盖率为163.3%。

3.3. 平安信托登顶行业龙头，平安证券或分拆上市

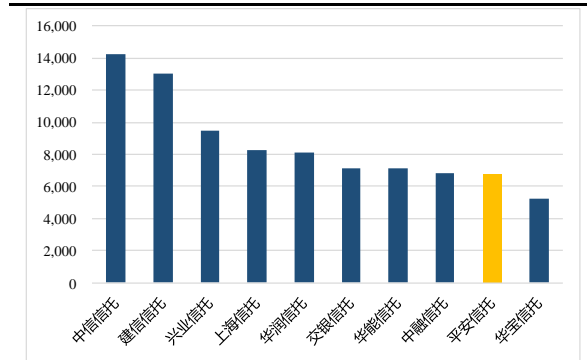
信托行业龙头，积极调整业务转型。截至2016年末，平安信托的信托资产管理规模为6772.21亿元，同比增长21.3%，位居行业第9，全年实现净利润37.97亿元，位居行业第1。同时，为适应新环境，平安信托坚持推动业务转型，调整业务结构，事务管理类资产管理规模同比增长74%至3910.95亿元，投资类信托资产管理规模同比下降17.7%至1413.11亿元，融资类信托资产管理规模同比下降10.6%至1448.15亿元，其中房地产融资类信托规模较2015年末下降41.7%至271.63亿元。

图表 30: 2016 年信托行业净利润前十 (亿元)



资料来源: 用益信托网, 东吴证券研究所

图表 31: 2016 年信托管理规模前十 (亿元)



资料来源: 用益信托网, 东吴证券研究所

平安证券业绩相对优异, 启动独立上市或提升估值。1) 互联网经纪业务依托平安集团高速扩张的互联网金融生态系统, 海量获客并提升客户活跃度。通过提升市场份额和非通道产品收入占比, 在 2016 年股市交易量同比下降 50.4% 的行情下, 平安证券经纪业务分部实现净利润 10.7 亿元, 同比仅下降 13.5%, 业绩相对优异。2) 固定收益类业务保持优势, 在市场大幅波动情况下, 债券交易业务保持 13% 的较高投资收益率水平; 债券做市、利率互换做市业务排名均保持券商第一。3) 固定收益类产品创新不断突破, 发行境内首单绿色永续期公司债, 国内首单房地产供应链金融 ABS。4) 中国平安于 2016 年 6 月 15 日公告平安证券启动股改事项, 并筹划港股上市, 目前上市工作稳步推进。若上市成功, 不但将有力提升资本规模和竞争实力, 还将取得独立估值, 亦有望提升集团整体估值水平。

4. 盈利预测与投资建议

公司作为中国保险行业绝对龙头，寿险、财险业务均有很深的护城河，预计公司 17/18/19 年归母净利润分别为 683.6/817.6/902.8 亿元，同比增速分别为 9.6%/19.6%/10.4%，对应 EPS 分别为 3.74/4.47/4.94 元。预计公司 17/18/19 年内含价值分别为 7827.7/9599.4/11739.4 亿元。

目前公司市值对应 17PEV 仅 1.04 倍，估值仍具有吸引力。中期而言，股息提升+陆金所上市推进+17 年业绩拐点有望继续催化股价，我们认为公司合理中期估值将修复至 1.3 倍 17PEV（考虑保险股历史估值中枢约为 1.2-1.5 倍 PEV），对应目标价 56 元/股（根据分部估值法得出目标价约为 53.8 元/股）。

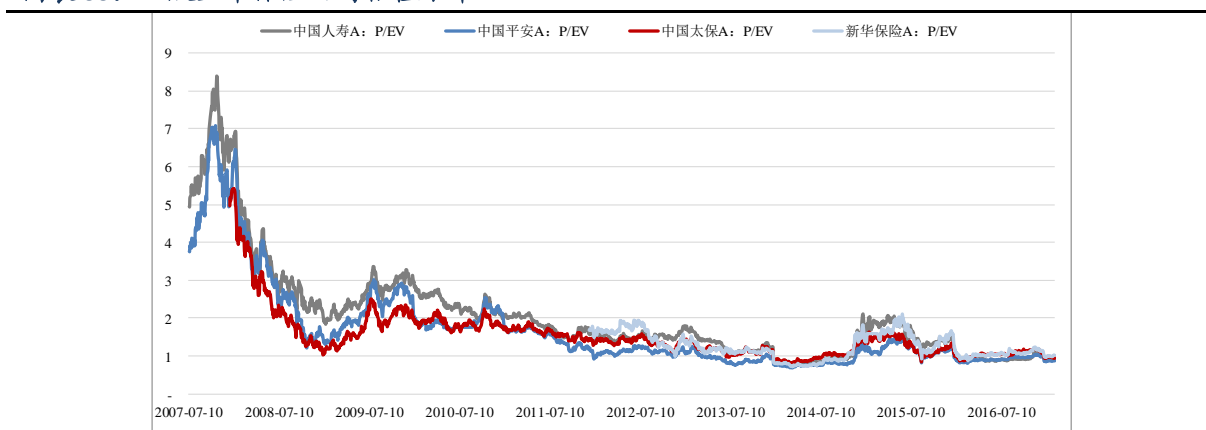
长期而言，随着公司寿险、财险业务强者恒强，推动内含价值持续提升，我们认为公司未来估值有望达 1.5 倍 PEV，考虑内生增长+存量价值逐年释放，长期估值仍有提升空间。

图表 32: 中国平安盈利预测

单位: 百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	462,882	619,990	712,453	761,935	848,229	922,992
归属母公司净利润	39,279	54,203	62,394	68,355	81,763	90,283
归属母公司净资产	289,564	334,248	383,449	438,545	504,406	577,352
内含价值	458,812	552,853	637,703	782,768	959,939	1,173,940
新业务价值	22,249	31,058	68,720	92,772	111,326	133,592
EPS	2.15	2.97	3.41	3.74	4.47	4.94
BPS	15.84	18.28	20.98	23.99	27.59	31.58
EVPS	25.10	30.24	34.88	42.82	52.51	64.22
VNBPS	1.22	1.70	3.76	5.07	6.09	7.31
P/E	20.79	15.07	13.09	11.95	9.99	9.04
P/B	2.82	2.44	2.13	1.86	1.62	1.41
P/EV	1.78	1.48	1.28	1.04	0.85	0.70
VNBX	16.08	8.49	2.60	0.36	-1.29	-2.68
营业收入增速	27.6%	33.9%	14.9%	6.9%	11.3%	8.8%
归属母公司净利润增速	39.5%	38.0%	15.1%	9.6%	19.6%	10.4%
归属母公司净资产增速	58.5%	15.4%	14.7%	14.4%	15.0%	14.5%
内含价值增速	39.2%	20.5%	15.3%	22.7%	22.6%	22.3%
新业务价值增速	20.0%	39.6%	121.3%	35.0%	20.0%	20.0%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 33: A 股上市保险公司估值水平



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 34: 中国平安分部估值

单位: 百万元	项目	数值	备注
寿险	16年底内含价值	360,312	静态估值给予1.4倍, 对标动态估值1.3倍
	寿险业务PEV	1.40	
	寿险业务估值	504,437	
财险	16年底净资产	63,648	财险公司(中国财险H) PB通常约1.5倍
	非寿险业务PB	1.40	
	非寿险业务估值	89,107	
银行	平安银行市值	155,200	
	中国平安对平安银行持股比例	58%	
	平安银行部分估值	90,016	
券商	16年底净资产	25,353	中型券商估值水平
	券商业务PB	2.00	
	平安证券估值	50,706	
	中国平安对平安证券持股比例	97.00%	
	平安证券部分估值	49,185	
信托	16年归母净利润	4,911	考虑信托龙头给予18倍PE
	信托业务PE	18	
	平安信托估值	88,404	
	中国平安对平安信托持股比例	100%	
	平安信托部分估值	88,404	
其他部分(除陆金所)	其他部分16年底净资产	111,331	未扣除陆金所净资产 (无公开信息, 预计数额较小)
	预计其他部分PB	1.0	
	其他部分估值	111,331	
陆金所	B轮融资后估值	127,650	B轮后估值185亿美元 估计值, 无公开信息 保守估计, 未考虑上市后溢价
	中国平安持股比例	40%	
	陆金所部分估值	51,060	
中国平安整体估值	整体估值	983,540	
	总股本	18,280	
	中国平安目标价	53.8	

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

5. 风险提示

- 1) 长端利率触顶快速下行: 长端利率自 2016 年 10 月触底以来持续反弹, 10 年期国债收益率目前已向上突破 3.6%, 未来存在触顶后下行的可能, 或影响对保险板块的市场预期;
- 2) 万能险新规驱动银保渠道竞争加剧: 保监会连续出台新规限制以万能险为代表的中短存续期人身险产品, 此类产品主要依托银保渠道销售, 新规下渠道竞争或进一步加剧;
- 3) 车险费改加剧市场竞争: 目前车险费率的自主定价部分的调整幅度尚未完全放开, 未来保监会将逐步取消调整幅度限制, 因此行业竞争压力将进一步提升;
- 4) 股价持续上涨后面临短期回调压力: 中国平安股价自 4 月 20 日以来已累计大幅上涨约 32%, 绝对、相对涨幅显著, 短期存在交易性回调压力。

中国平安财务预测表——合并利润表

利润表 (百万元)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	462,882.00	619,990.00	712,453.00	761,935.15	848,228.69	922,991.51
已赚保费	288,779.00	349,846.00	441,620.00	526,422.97	588,827.56	639,016.91
保险业务收入	326,423.00	386,012.00	469,555.00	556,634.28	620,873.99	672,852.29
其中：分保费收入	38.00	63.00	106.00			
减：分出保费	-24,660.00	-25,208.00	-17,827.00	-19,847.39	-21,091.50	-22,290.84
提取未到期责任准备金	-12,984.00	-10,958.00	-10,108.00	-10,363.92	-10,954.93	-11,544.55
银行业务利息收入	119,422.00	132,131.00	131,075.00			
银行业务利息支出	-64,527.00	-64,727.00	-52,937.00			
银行业务利息净收入	54,895.00	67,404.00	78,138.00	78,307.33	80,211.39	81,920.26
非保险业务手续费及佣金收入	25,643.00	40,499.00	39,859.00			
非保险业务手续费及佣金支出	-3,230.00	-3,567.00	-4,392.00			
非保险业务手续费及佣金净收入	22,413.00	36,932.00	35,467.00	39,975.86	43,320.12	46,537.02
投资收益	78,735.00	137,844.00	109,678.00	93,673.55	109,095.81	126,032.49
公允价值变动收益	615.00	125.00	3,831.00	1,076.33	1,278.11	1,669.81
汇兑损失	-191.00	256.00	1,401.00	-41.33	-38.78	-102.04
其他业务收入	17,636.00	27,583.00	42,318.00	22,520.44	25,534.49	27,917.05
营业支出	-400,541.00	-527,043.00	-619,085.00	-660,333.73	-721,638.10	-783,334.44
退保金	-10,188.00	-16,578.00	-16,050.00	-18,682.37	-21,634.37	-24,747.38
赔款支出	-102,659.00	-118,125.00	-140,236.00	-147,785.32	-161,657.71	-176,266.78
减摊回赔款支出	12,532.00	13,016.00	11,208.00	11,726.82	12,579.17	13,475.91
提取保险责任准备金	-108,419.00	-140,108.00	-149,613.00	-164,695.17	-173,647.47	-189,285.01
减摊回保险责任准备金	1,596.00	2,127.00	-1,522.00	-1,534.14	-1,612.87	-1,713.14
保单红利支出	-5,871.00	-8,455.00	-11,236.00	-13,078.82	-15,145.41	-17,324.71
分保费用	-4.00	-11.00	-12.00	0.00	0.00	0.00
营业税金及附加	-34,937.00	-50,633.00	-9,268.00	-9,271.02	-9,775.46	-10,239.51
保险业务手续费及佣金	-15,915.00	-20,815.00	-78,742.00	-99,194.39	-111,185.24	-120,787.40
业务及管理费用	-85,665.00	-112,737.00	-129,997.00	-130,712.34	-146,050.98	-158,290.18
减摊回分保费用	7,963.00	9,148.00	6,353.00	6,909.85	7,304.10	7,689.89
财务费用	-6,974.00	-7,539.00	-12,144.00	-3,954.42	-4,482.03	-4,866.32
其他业务支出	-27,104.00	-39,785.00	-38,932.00	-42,323.43	-48,590.82	-53,240.81
资产减值损失	-24,896.00	-36,548.00	-48,894.00	-47,739.00	-47,739.00	-47,739.00
营业利润	62,341.00	92,947.00	93,368.00	101,601.42	126,590.59	139,657.08
加：营业外收入	512.00	859.00	1,402.00			
减：营业外支出	-500.00	-393.00	-359.00			
利润总额	62,353.00	93,413.00	94,411.00	101,601.42	126,590.59	139,657.08
所得税	-14,423.00	-28,235.00	-22,043.00	-18,536.75	-27,232.14	-29,945.46
净利润	47,930.00	65,178.00	72,368.00	85,443.18	102,203.53	112,853.16
减：少数股东权益	8,651.00	10,975.00	9,974.00	17,088.64	20,440.71	22,570.63
	18%	17%	20%	20%	20%	20%
归属母公司股东净利润	39,279.00	54,203.00	62,394.00	68,354.55	81,762.83	90,282.52
其他综合类损益	30,774.00	752.00	-7,567.00	4,787.60	5,673.29	6,542.80
综合收益总额	78,704.00	65,930.00	64,801.00	90,230.78	107,876.82	119,395.96

数据来源：Wind，东吴证券研究所

中国平安财务预测表——合并资产负债表

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
资产						
货币资金	442,707	475,057	569,683	639,427	715,847	800,968
定期存款	209,097	0	189,950	213,205	238,685	267,068
交易类金融资产	51,215	73,402	153,963	172,812	193,465	216,470
可供出售	351,435	516,364	537,241	603,014	675,081	755,355
持有到期	783,497	916,669	1,009,714	1,133,330	1,268,776	1,419,647
投资性房地产	17,371	27,509	42,396	47,586	53,274	59,608
其他可投资资产	246,652	206,235	142,389	159,821	178,922	200,197
投资资产	2,101,974	2,215,236	2,645,336	2,969,196	3,324,050	3,719,313
独立账户资产	47,250	53,987	43,790	49,151	55,025	61,568
其他非投资资产	1,856,687	2,495,936	2,887,777	3,241,318	3,628,694	4,060,183
资产合计	4,005,911	4,765,159	5,576,903	6,259,665	7,007,770	7,841,064
负债及股东权益						
保险合同准备金	844,748	998,296	1,154,056	1,324,169	1,499,147	1,689,829
应付保单红利	28,673	33,028	39,216	45,413	51,947	59,081
保户储金及投资款	353,148	410,365	472,557	547,145	625,874	711,825
同业及其他金融机构存放款项	380,744	299,146	384,909	363,882	403,318	447,027
吸收存款	1,496,104	1,681,093	1,868,294	1,766,232	1,957,648	2,169,808
其他负债	548,678	929,660	1,171,410	1,653,222	1,822,796	2,019,628
负债合计	3,652,095	4,351,588	5,090,442	5,700,062	6,360,730	7,097,199
股本	8,892	18,280	18,280	18,280	18,280	18,280
资本公积	129,374	117,965	122,510	122,510	122,510	122,510
其他综合收益	25,884	26,246	18,562	22,392	26,931	32,165
盈余公积	7,470	8,498	11,366	14,784	18,872	23,386
一般风险准备	19,196	28,248	36,799	43,634	51,811	60,839
未分配利润	98,748	135,011	175,932	216,945	266,002	320,172
归属母公司股东权益	289,564	334,248	383,449	438,545	504,406	577,352
少数股东权益	64,252	79,323	103,012	121,058	142,634	166,513
少数股东权益占比	22.2%	23.7%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
负债及股东权益合计	4,005,911	4,765,159	5,576,903	6,259,665	7,007,770	7,841,064

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免責聲明

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>