

零售客户量价齐升,科技金融价值聚变

■事件: 中国平安2017年上半年实现归属于母公司的净利润434亿元(YoY+6%),寿险及健康险业务内含价值较年初增长23%,新业务价值同比增长46%,超过市场预期。寿险、健康险业务以及信托业务的业绩快速增长是公司利润增长的主要推动力。上半年中国平安每股分红达到0.5元,同比大幅提升150%。我们认为公司2017年上半年核心边际变化包括:(1)渠道结构优化和客户结构优化推动承保端改善,新业务价值以及内含价值高速增长,死差益推动价值增长;(2)投资收益明显改善;(3)信托业绩高速增长;(4)科技金融快速发展,客户迁徙越发深入。

■死差益推动价值增长。2017年上半年平安寿险及健康险新业务价值达到385亿元(YoY+46%),我们认为新业务价值高速增长的主要原因在于个险业务快速发展,客户结构优化提升业务价值,而产品回归保障则丰厚死差益,推动剩余边际稳定释放。

(1)个险新单持续发力,产能提升汇集精英。2017年上半年公司营销员规模质量并进,营销员数量较2016年末增长19%,达到132万人,营销员首年规模保费达到12438元,同比增长18%,使得上半年个险新单保费增速达到47%,产能的提高带动营销员收入增长,2017年上半年营销员收入达到7218元/人均每月,同比增长14%,在收入增长的催化下,预计2017年营销员数量增长20%左右,首年规模保费增长21%左右,预计2017年全年个险新单同比增速将达到43%以上。

(2)客户结构优化,提升业务价值。2017年上半年客户中中产及以上的占比达到58%,公司个人客户达到1.4亿人,客均合同数达到2.28个,客均利润达到241元,推动个人业务实现净利润346亿元,占集团归母净利润的79%。截至2016年公司个人客户在经济发达地区占比达到70%,公司客户平均年龄为38岁,未来价值增长潜力较大。

(3)产品回归保障,剩余边际稳定释放。2017年上半年长期保障产品新业务价值率86%,显著高于其他类型产品,新业务价值中长期保障型业务占比达到66%,推动整体新业务价值率34.4%。受益于保障型产品提升,上半年公司剩余边际摊销239亿元,同比增长38%,预计剩余边际长期稳定释放。

■资产结构优化,投资大幅改善。2017年上半年公司大幅提高权益类投资占比至20%,公司投资风格谨慎,2017年二季度上证50涨幅接近10%,使得公司股票基金卖亏损减少,年化总投资收益率达到4.9%。与此同时权益类投资收益提升带动上半年其他综合收益达到99亿元(去年同期-91亿元),实现浮盈。预计2017年公司总投资收益率将在5.1%左右。

■内含价值高速增长,准备金压力逐步减轻。

(1)新业务价值增长推动内含价值增长。2017年上半年寿险及健康险业务内含价值达到4466亿元,较年初增长23%。2017年上半年公司寿险及健康险新业务价值在对应内含价值中的占比达到8.6%,较年初提升1.4个百分点,预计受益于新业务价值增长,2017年寿险及健康险业务内含价值增速将达到25%左右。

(2)准备金计提压力将减轻。2017年上半年公司补提寿险及长期健康险责任准备金154亿元,预计中债国债十年期到期收益率750日移动平均将在2017年四季度迎来3.11%左右的拐点,届时利润压力将大幅减轻。

■平安信托转型升级,信托固有双轮驱动。平安信托转型“财富+基金”发展新模式,2017年上半年实现归母净利润22.6亿元,同比大增152%,我们认为信托业绩高速增长的主要原因在于,一方面是信托业务发展较好,上半年手续费及佣金净收入同比增长22%,另一方面是固有投资收益较好,上半年平安信托总投资收益达到14.7亿元,大幅增长了2倍左右。

■平安银行推进零售转型。公司全面推进智能化零售银行转型,2017年上半年平安银行零售业务营业收入占比达到40%,利润总额占比达64%;零售存款、贷款余额占比分别较年初提升2.32和4.56个百分点,其中零售贷款增量占比达98%,个人存款较年初增速为16.00%,位居同业前列。

■科技金融改革创新业务经营模式。金融科技创新带来业务流程颠覆性变化,公司科技创新应用广泛,通过平安脸谱、平安声纹、AI平台应用、区块链时间等,覆盖金融和生活多个场景,实现营运效率提升。公司通过保险和银行业务积累了大量个人客户,金融科技的创新也有助于推进客户迁徙。2017年上半年集团个人客户中有3734万同时持有多家子公司的合同,在整体客户中占比26%。

■投资建议: 买入-A投资评级。预计中国平安2017-2019年归母净利润同比增速达到18%、25%、22%,EPS分别为4.04元、5.03元、6.12元,根据分拆上市估值法计算,6个月目标价为70元。

■风险提示: 市场风险/利率风险/宏观风险

摘要(百万元)	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
寿险保费收入	252,730	303,276	355,274	461,856	577,320	692,784
财险保费收入	143,150	177,152	177,908	213,490	249,783	294,744
归属于母公司净利润	39,279	54,203	62,394	73,766	91,939	111,921
每股收益(元)	4.93	2.98	3.41	4.04	5.03	6.12
每股净资产(元)	31.68	18.28	20.98	24.86	28.60	33.75
市盈率	10.37	17.15	14.97	12.66	10.16	8.35
市净率	1.61	2.79	2.44	2.06	1.79	1.51

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A
维持评级

6个月目标价: 70元
股价(2017-08-17) 51.10元

交易数据

总市值(百万元)	934,120.34
流通市值(百万元)	553,549.16
总股本(百万股)	18,280.24
流通股本(百万股)	10,832.66
12个月价格区间	33.94/54.85元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.33	22.51	45.54
绝对收益	-4.43	27.8	50.65

赵湘怀 分析师
SAC 执业证书编号: S1450515060004
zhaoxh3@essence.com.cn
021-35082987

贺明之 分析师
SAC 执业证书编号: S1450517060001
hemz@essence.com.cn
021-35082968

马琦 报告联系人
maqi@essence.com.cn
021-35082773

相关报告

中国平安: 消费金融时代的零售金融王者/赵湘怀	2017-07-12
中国平安: 互联网提升质与量,成就零售金融之王/赵湘怀	2017-03-23
中国平安: 寿险新业务价值保持高速增长/赵湘怀	2016-10-30
中国平安: 个险增长引领行业,但投资收益率下行/赵湘怀	2016-08-18

事件：中国平安 2017 年上半年实现归属于母公司的净利润 434 亿元 (YoY+6%)，寿险及健康险业务内含价值较年初增长 23%，新业务价值同比增长 46%，超过市场预期。寿险、健康险业务以及信托业务的业绩快速增长是公司利润增长的主要推动力。上半年中国平安每股分红达到 0.5 元，同比大幅提升 150%。

我们认为公司 2017 年上半年核心边际变化包括：(1) 渠道结构优化和客户结构优化推动承保端改善，新业务价值以及内含价值高速增长，死差益推动价值增长；(2) 投资收益明显改善；(3) 信托业绩高速增长；(4) 科技金融快速发展，客户迁徙越发深入。

表 1：中国平安 2017 年上半年归母净利润分布

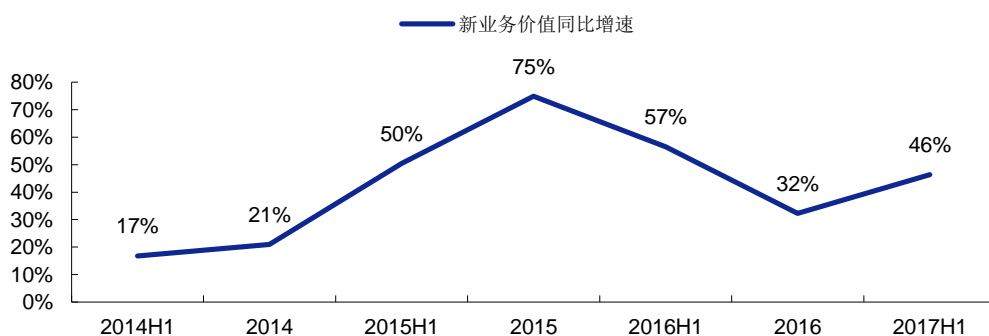
(人民币百万元)	2017 年上半年	同比变动 (%)
寿险及健康险业务	23,576	36.7
财产保险业务	6,861	0.4
银行业务	7,281	2.1
资产管理业务	6,959	77.2
其中：信托业务	2,260	152.0
证券业务	1,142	(3.1)
其他资产管理业务	3,557	92.0
互联网金融业务	420	94.7
其他业务及合并抵消	(1,670)	(26.2)
集团合并	43,427	6.5

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1. 死差益推动价值增长

2017 年上半年平安寿险及健康险业务新业务价值达到 385 亿元 (YoY+46%)，其中个险渠道新业务价值达到 350 亿元，同比提升 44%。我们认为新业务价值高速增长的主要原因在于个险业务发展，产品回归保障以及客户优势突出，预计 2017 年全年新业务价值增速预计保持在 40% 以上。

图 1：新业务价值维持较高增速



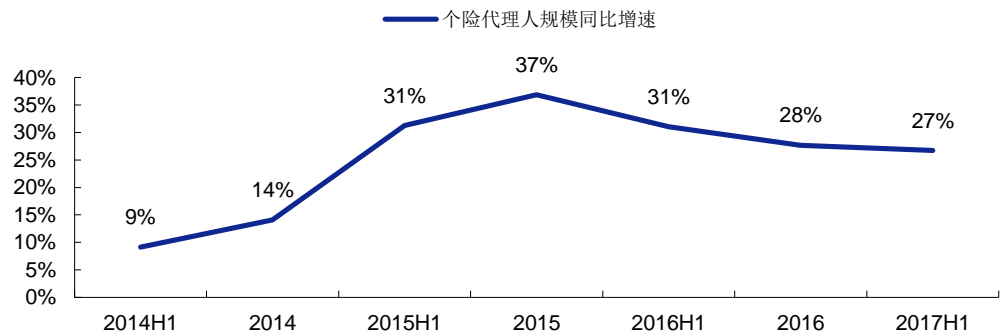
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.1. 个险新单持续发力，产能提升汇集精英

2017 年上半年公司营销员规模质量并进，营销员数量较 2016 年末增长 19%，达到 132 万人，营销员首年规模保费达到 12438 元，同比增长 18%，使得上半年个险新单保费增速达到 47%，产能的提高带动营销员收入增长，2017 年上半年营销员收入达到 7218 元/人均每

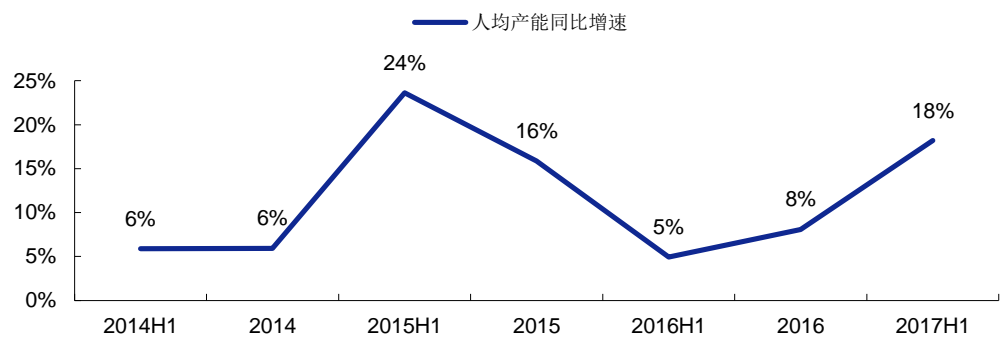
月，同比增长 14%，在收入增长的催化下，预计 2017 年营销员数量增长 20%左右，首年规模保费增长 21%左右，预计 2017 年全年个险新单同比增速将达到 43%以上。

图 2：个险代理人规模维持高增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3：人均产能稳步提升



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 客户结构优化，提升业务价值

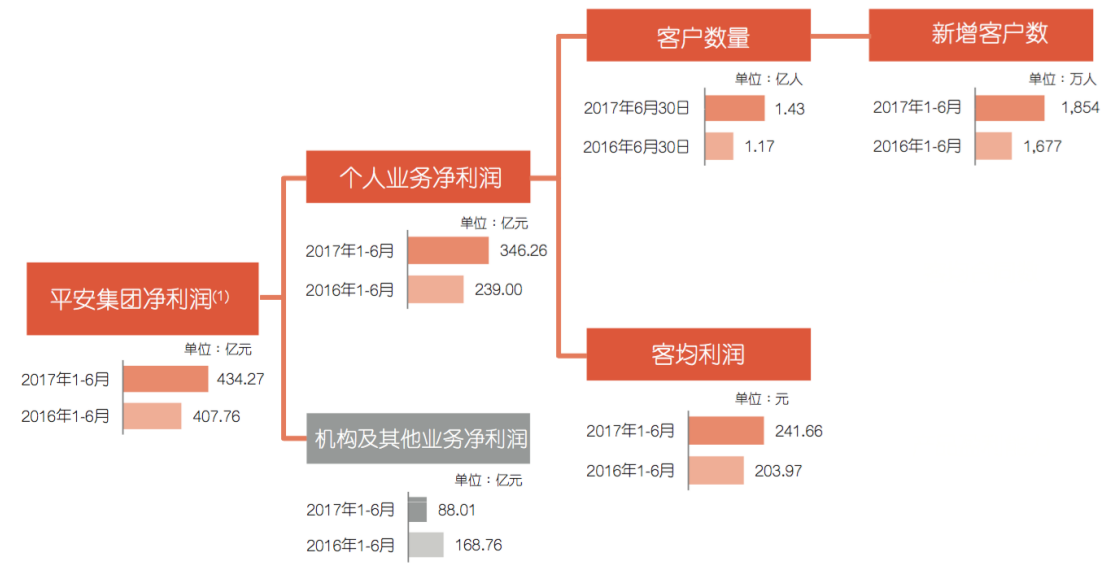
2017 年上半年客户中中产及以上的占比达到 58%，公司个人客户达到 1.4 亿人，客均合同数达到 2.28 个，客均利润达到 241 元，推动个人业务实现净利润 346 亿元，占集团归母净利润的 79%。截至 2016 年公司个人客户在经济发达地区占比达到 70%，公司客户平均年龄为 38 岁，未来价值增长潜力较大。

表 2：客户财富分层

	客户量 (万人)	客均合同书 (个)
高净值	14	10.1
富裕	2,688	3.5
中产	5,631	2.3
大众	5,995	1.7
集团合计	14,328	2.3

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4：集团利润增长核心驱动因素



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

注 (1)：平安集团净利润为归属于母公司股东的净利润口径

表 3：平安集团个人客户构成

万人	累计客户数			新增客户数		
	2017-6-30	2016-12-31	变动 (%)	2017年1-6月	2016年1-6月	变动 (%)
人寿保险	4,956	4,623	7.2	471	344	36.9
车险	3,688	3,424	7.7	785	695	12.9
银行零售	4,503	4,047	11.3	497	307	61.9
信用卡	2,634	2,331	13.0	420	373	12.6
证券基金信托	2,109	1,742	21.1	501	431	16.2
其他	2,831	2,261	25.2	898	679	32.3
集团整体	14,328	13,107	9.3	1,854	1,677	10.6

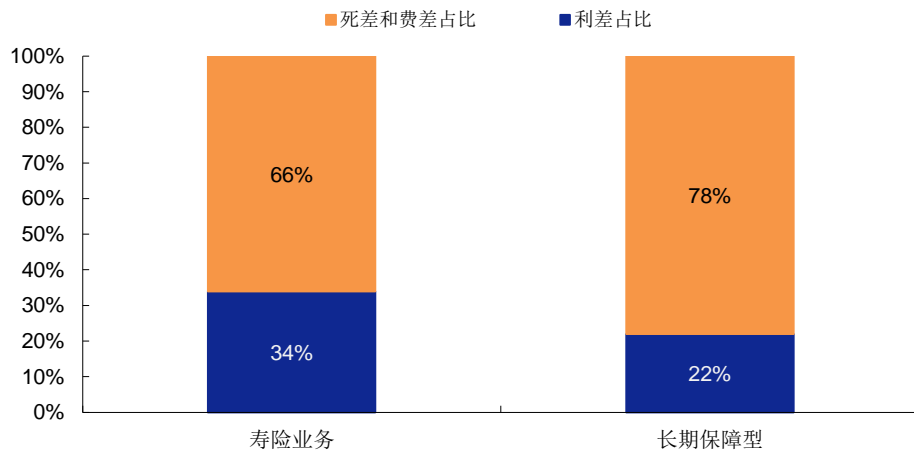
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3. 产品回归保障，剩余边际稳定释放

公司产品回归保障。公司拉长产品期限，2017 年上半年个险期缴保费同比增速达到 49%；与此同时公司重点加强长期保障型产品开发与推广，2017 年上半年长期保障产品新业务价值率达到了 86%，显著高于其他类型产品，新业务价值中长期保障型业务占比达到了 66%，推动整体新业务价值率达到了 34.4%。

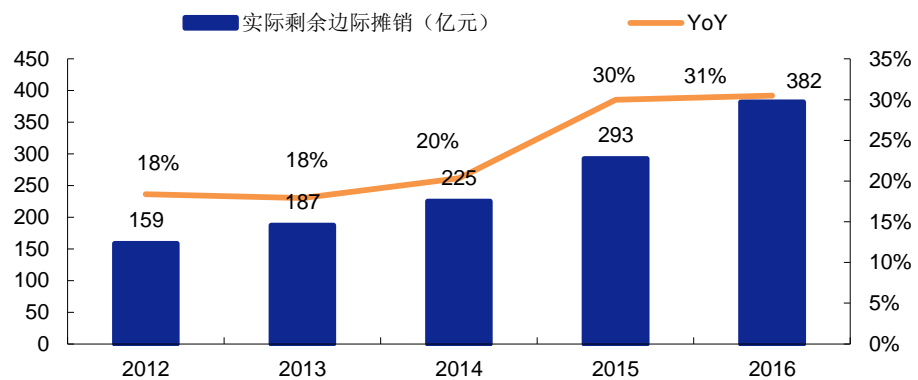
消费升级下，保障型产品需求提升，推动剩余边际持续释放。受益于公司新业务强劲增长，2017 年上半年公司剩余边际余额达到了 5453 亿元，同比增速达到了 19%，剩余边际摊销 239 亿元，同比增长 38%。公司 2016 年长期保障型产品死差益和费差益占比达到了 78%，将带动整体死差益占比提高，并且推动剩余边际持续稳定释放，未来公司长期利润将受益于剩余边际释放。

图 5：寿险新业务价值中死差益占比较高（2016 年）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 6：中国平安剩余边际摊销逐年增长

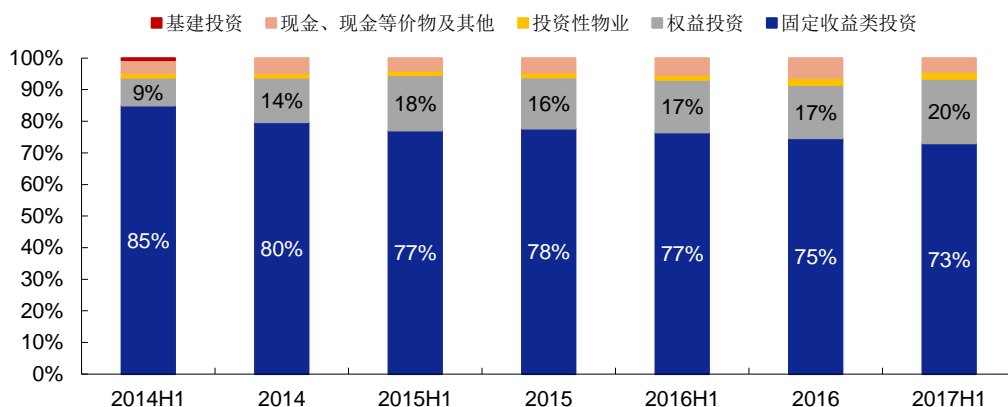


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 资产结构优化，投资大幅改善

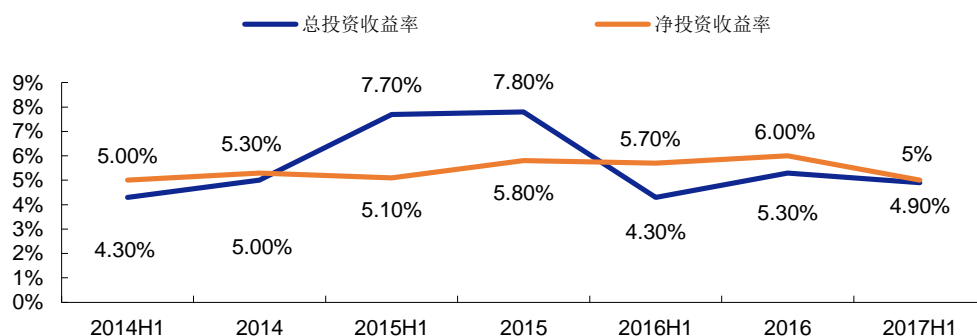
2017 年上半年公司大幅提高权益类投资占比至 20%，公司投资风格谨慎，2017 年二季度上证 50 涨幅接近 10%，使得公司股票基金卖亏损减少，年化总投资收益率达到 4.9%。预计 2017 年公司总投资收益率将在 5.1% 左右。与此同时，固定收益类投资利息收入增加带动净投资收益同比增长 3.5%，不过由于基金投资分红收入下降，公司年化净投资收益率为 5%，同比下降 0.7 个百分点。

图 7：2017 年上半年权益类投资占比提升



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8：2017 年上半年总投资收益率同比回升

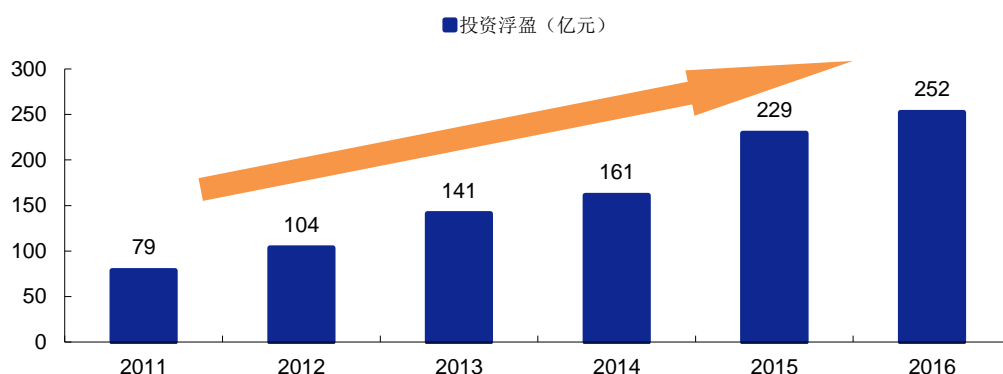


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

其他综合收益转负为正，实现浮盈。2017 年上半年其他综合收益达到 99 亿元（去年同期-91 亿元），主要原因为可供出售金融资产出售、减值准备计提及公允价值变动的综合影响，其中可供出售金融资产中，权益投资累计计入其他综合收益的资产达到 517 亿元，较去年同期增加 233 亿元，公司实现浮盈的主要原因为权益类投资收益提升。

房地产投资浮盈较高。公司投资性房地产以历史成本计价，使得该项目下存在大量投资浮盈。根据 2016 年数据，平安的投资性房地产净值为 424 亿元，而公允价值达到 676 亿元，投资浮盈已经高达 252 亿元。历史成本计价的房地产资本占用较低。在偿二代下投资性房地产的资本占用也较低，以历史成本计价的房地产的房地产价格风险最低资本基础因子为 0.08，而相比较而言，以公允价值计价的房地产的房地产价格风险最低资本基础因子则为 0.12。

图 9：公司投资性房地产投资浮盈逐年增加



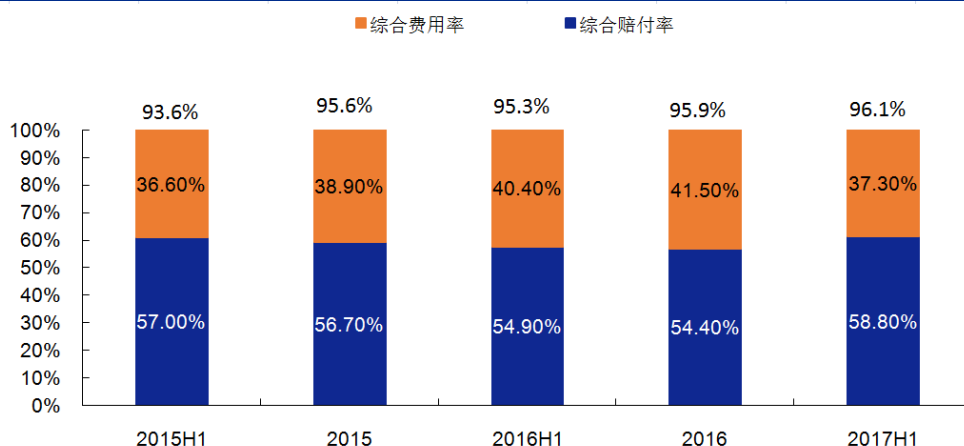
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 产险盈利稳健，科技推动发展

平安产险保费增速高于同业。2017 年上半年平安产险实现原保费收入 1034 亿元，同比增速达到 23%，车险业务实现保费收入 802 亿元，同比增长 13%，市场占有率达 22%。平安产险升级服务标准，全球首推“510 城市极速现场查勘”，该项服务已在 334 个地市级以上城市的中心区分批试点，带来运营效率提升。

受益于公司金融科技的支持下，平安产险风控措施完善，综合成本率较为稳定。2017 年上半年综合成本率为 96.1%，基本维持稳定，其中费用率 37.3%，同比下降 3 个百分点，平安产险保持较好的盈利能力。我们认为公司金融科技越发成熟，对于平安产险产品设计、定价策略、理赔管理等能够起到有效地促进作用，预计全年产险业务综合成本将保持在 95%左右，实现较好的盈利。

图 10：平安综合成本率维持稳定



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

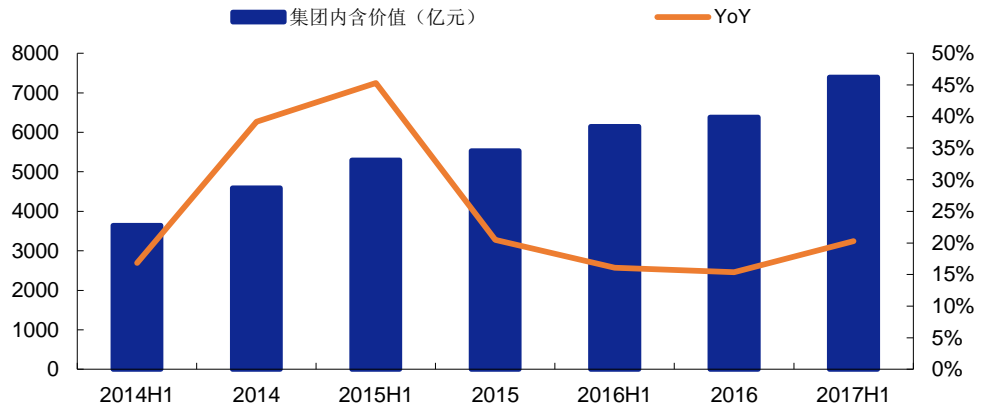
4. 内含价值高速增长，准备金压力逐步减轻

4.1. 新业务价值增长推动内含价值增长

2017 年上半年集团合并内含价值达到 7391 亿元，较年初增长 16%，寿险及健康险业务内含价值达到 4466 亿元，较年初增长 23.9%。新业务价值持续驱动内含价值提升，2017 年上半年公司寿险及健康险新业务价值在对应内含价值中的占比达到 8.6%，较年初提升 1.4 个百

分点，预计受益于新业务价值增长，2017 年寿险及健康险业务内含价值增速将达到 20%左右。

图 11：集团内含价值维持稳步提升

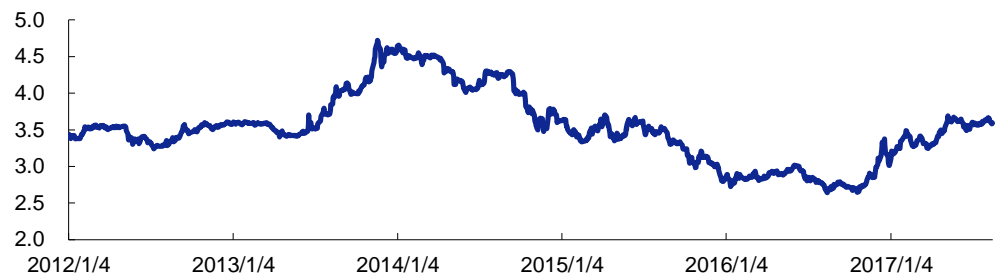


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.2. 准备金计提压力将减轻

2017 年上半年公司补提寿险及长期健康险责任准备金 154 亿元，带来相应利润减少。2017 年二季度以来中债国债十年期到期收益率上行 32bp，根据测算，预计中债国债十年期到期收益率 750 日移动平均将在 2017 年四季度迎来 3.11%左右的拐点，届时利润压力将大幅减轻。

图 12：中债国债十年期到期收益率 2016 年 10 月以来波动上行 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

5. 综合金融各领风骚

5.1. 平安信托转型升级，信托固有双轮驱动

平安信托转型“财富+基金”发展新模式，2017 年上半年实现归母净利润 22.6 亿元，同比大增 152%，我们认为信托业绩高速增长的主要原因在于，一方面是信托业务发展较好，上半年手续费及佣金净收入同比增长 22%，另一方面是固有投资收益较好，上半年平安信托总投资收益达到 14.7 亿元，大幅增长了 2 倍左右。

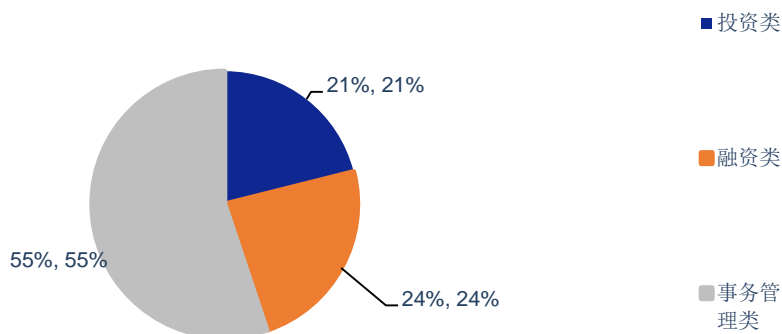
个人财富管理方面，平安信托依托集团综合金融和互联网平台服务集团高净值客户，实现差

异化竞争，截至 2017 年上半年公司服务活跃财富客户数达 6.5 万，较年初增长 24%，同时注重发展丰富家族信托产品线，实现财富传承、资产配置与保险保障相结合。

机构资产管理和私募投行方面，截至 2017 年上半年公司累计为近 50 家保险和年金、40 多家银行等机构客户提供投资服务，同时公司以股权、债权、夹层融资、基金等多种方式开展项目投资，参与了地产、基建、新能源、PPP、一带一路、国企混改等诸多领域，还积极推动基金化转型，深耕健康医疗、消费升级、节能环保、现代服务和先进制造等行业。

风险管理方面，平安信托持续推进“全员参与、全流程管控、业务全覆盖”的风险管理体系，强化风险识别及风险化解方式，建立多层次跟踪项目执行情况的监控体系，以确保业务风险可控。

图 13：2017 年上半年信托资产结构

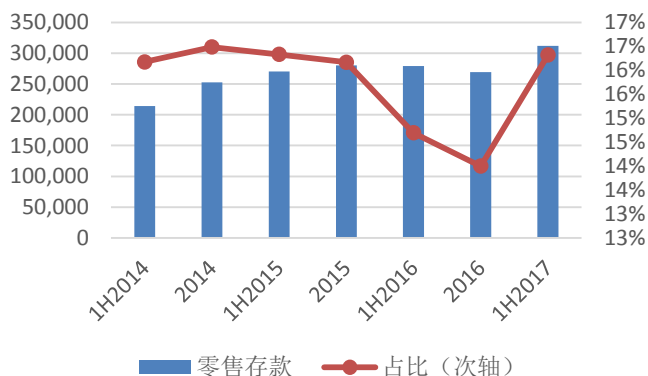


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5.2. 平安银行推进零售转型

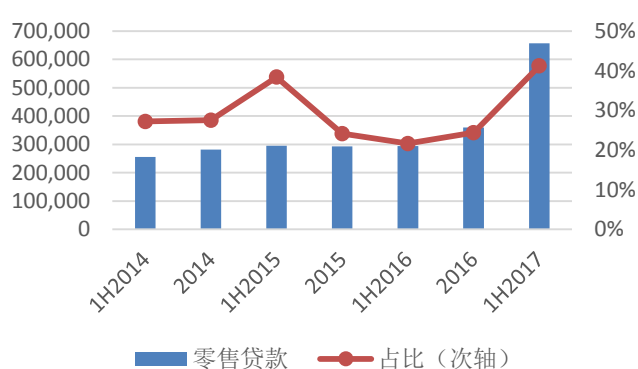
平安银行推进零售转型。公司全面推进智能化零售银行转型，2017 年上半年平安银行零售业务营业收入占比达到 40%，利润总额占比达 64%；零售存款、贷款余额占比分别较年初提升 2.32 和 4.56 个百分点，其中零售贷款增量占比达 98%，个人存款较年初增速为 16.00%，位居同业前列。

图 14：零售存款占比大幅提升（单位：百万元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 15：零售贷款占比大幅提升（单位：百万元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5.3. 平安证券打造差异化竞争优势

2017年上半年平安证券实现归母净利润11亿元，同比略降。未来平安证券将不断提升投行业务获取优质资产的能力，巩固交易技术优势并加强向资管业务输出，为互联网经纪业务快速增长的零售客户及机构客户提供更多的产品与更优质的服务，将互联网经纪业务获客优势转化为业绩增长胜势，打造以零售为核心的领先互联网券商。

6. 科技金融创新改革业务经营模式

金融科技创新带来业务流程颠覆性变化，公司科技创新应用广泛，通过平安险谱、平安声纹、AI平台应用、区块链时间等，覆盖金融和生活多个场景，实现营运效率提升。公司通过保险和银行业务积累了大量个人客户，金融科技的创新也有助于推进客户迁徙。2017年上半年集团个人客户中有3734万同时持有多家子公司的合同，在整体客户中占比26%。

6.1. 科技创新推进客户迁徙

一方面，公司布局综合金融全牌照，对各个金融牌照具备较强的控制能力，为推进客户迁徙奠定基础；另一方面，公司通过保险和银行业务积累了大量个人客户，同时逐步建设成型的互联网渠道也成为重要流量入口，如在2017年上半年新增的1854万客户中，有667万来自于集团互联网用户，且用户在各互联网平台之间的迁徙量为4132万人次，同比增长20%。与此同时金融科技的创新也有助于推进客户迁徙，提高金融产品渗透率，如2017年上半年集团个人客户中有3734万同时持有多家子公司的合同，在整体客户中占比26%，且平安产险通过交叉销售获得保费占比达到16%，养老险通过交叉销售获得保费占比达到42%。

表4：通过交叉销售获得的新业务（2017年上半年）

	金额（百万元）	渠道贡献占比
平安产险保费收入	16,260	16%
养老险团体短期险保费收入	3,618	42%
平安健康险保费收入	335	34%

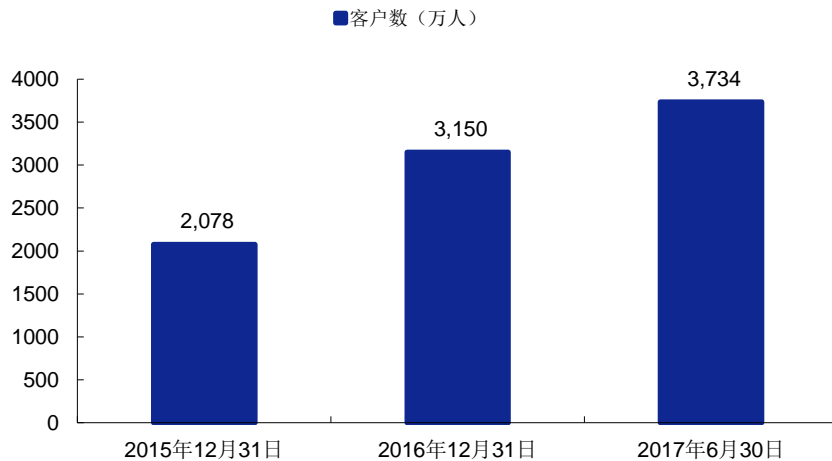
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表5：平安互联网用户规模

万人	2017-6-30	2016-12-31	变动（%）
互联网用户规模	40,304	34,630	16.4
互联网金融公司	30,532	26,491	15.3
核心金融公司	27,041	21,866	23.7
APP用户规模	28,812	23,336	23.5
互联网金融公司	17,527	15,120	15.9
核心金融公司	17,946	13,009	38.0

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 16: 持有多家子公司合同的客户数



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

6.2. 科技投入提升营运效率

公司长期以来重视科技方面的投入,一方面,金融科技创新带来业务流程颠覆性变化,前台提高获客效率,中台精准产品定价,后台实现云平台数据迁移;另一方面,公司科技创新应用广泛,通过平安脸谱、平安声纹、AI平台应用、区块链时间等,覆盖金融和生活多个场景,实现营运效率提升。

2017年上半年平安科技创新卓有成果。截至2017年上半年平安的专利申请数达到1458项,人脸识别技术精准度世界领先达99.8%,已应用在超过200个场景,同时平安在业界首创图像定损概念,利用图像和深度学习技术完成极速理赔,已于2016年上线,该技术较传统手段,将定损提速4000倍。此外平安科技与重庆疾控中心联合研发了全球首个人工智能+大数据流感预测模型。

6.3. 互联网金融提升盈利水平

公司布局陆金所、金融壹账通等互联网资产管理平台,契合了当前中产阶级对财富管理和资产配置的需求,并且有效地链接了集团内部的资产端,进一步推动了客户迁徙,提高了业务盈利能力。近年来平安不断升级业务模式,打造“开放平台+开放市场”,孵化了一系列金融科技服务平台及医疗健康科技服务平台。

6.3.1. 陆金所实现盈利

陆金所横跨财富管理、机构间金融资产交易和消费金融三大领域。在财富管理领域,陆金所专注于通过线上平台服务个人客户的财富管理和增值需求,致力于为中国的个人投资者提供一站式投资理财的金融服务。在机构间金融资产交易领域,陆金所控股通过旗下的陆金所、重金所和前交所为机构的金融资产交易需求提供服务,同时前交所和重金所也分别致力于跨境业务和机构间金融资产撮合业务的开拓。在消费金融领域,普惠金融服务于个人消费金融需求,是中国最大的个人消费金融服务提供商之一。在规模和风险管理并重的同时,普惠金融积极布局未来,为提升运营效率及客户体验,改革线下门店模式、全线上审批及轻资本模式等战略项目取得显著突破。

2017年上半年陆金所控股实现盈利,陆金所控股财富管理、消费金融及机构间交易业务保持高速增长,市场领导地位持续稳固。其中,财富管理交易量同比增长65%至超过1万亿元,

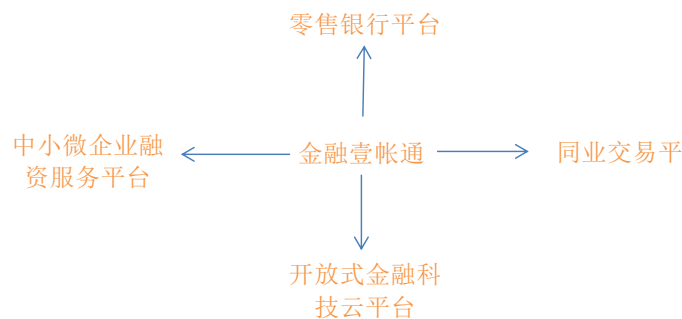
机构间交易量同比增长 45%至 3.6 万亿元。

6.3.2. 金融壹帐通搭建开放平台

金融壹帐通引领平安 3.0 开放平台战略。金融壹账通重磅推出金融科技自助式服务开放平台——“金科空间站”，该网站主要面向中小银行以及金融机构，用户只需登陆注册，即可自助选购站内各项金融科技产品，实现与自身服务和产品的无缝对接，从而快速提升金融科技水平。

2017 年上半年金融壹账通个人用户规模达 2.03 亿，较年初增长 9.7%，同时累计与 406 家银行和 1493 家非银金融及准金融机构合作；此外新增同业交易规模 2.62 万亿元，征信业务查询量超 3.56 亿次，成为央行个人信用体系的有效补充。

图 17：金融壹账通业务结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

6.3.3. 好医生打造医疗健康生态

平安好医生致力于打造一站式、全流程、O2O 的医疗健康生态系统。截至 2017 年上半年，平安好医生累计为超过 1.6 亿用户提供健康管理服务，月活跃用户数峰值 2000 万，日咨询量峰值 46 万。目前平安好医生自建医学团队已有近 1000 人，外部签约医生 6 万余人，可提供挂号服务的合作医院近 2300 家，合作体检机构超过 700 家，已覆盖全国 191 座城市。

7. 分拆上市估值法

根据惯例，如果企业开展跨行业的多元化经营（比如房地产+制造+零售等），那么在各个产业分部估值汇总基础上应进行折价处理，主要原因是企业的跨行业多元化经营容易分散公司资源，降低经营效率，催生决策失误。

但实践表明，金融机构利用多牌照优势进行混业经营往往会提升自身价值。在台湾等地区的关系型社会中，上市的大型金融机构大多是金融控股集团，金控集团往往能够促进业务协同，增强风险抵御能力，提高客户粘着度，相对单一金融机构不应给予折价。

我们对中国平安采取分部估值法，并且考虑到集团客户迁徙成果显著，在市值加总时并不给予折价，各部分估值情况见下表，综合各部分业务的价值，我们给予中国平安目标市值 12721 亿元，每股目标价 70 元。

表 6: 中国平安估值明细 (百万元)

业务板块	估值	对应市值
寿险	1.5 倍 PEV	675585
财险	10 倍 PE	129903
券商	2 倍 PB	54024
信托	27 倍 PE	64503
其他资管业务	20 倍 PE	107160
互联网金融业务及其他	-	149700
银行	-	91261
合计市值		1272136

资料来源: 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						资产负债表					
(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	619,990	712,453	823,750	951,011	1,290,105	投资资产-定期存款	283,221	336,955	405,755	490,745	592,436
已赚保费	349,846	441,620	589,010	692,387	948,027	投资资产-债券	1,062,080	1,263,581	1,394,784	1,686,934	2,036,498
提取未到期责任准备金	10,079	10,170	7,945	7,818	12,984	投资资产-其他固定到期日投资	61,955	73,709	88,759	107,350	129,595
投资收益及公允价值变动	137,969	113,509	170,264	165,696	198,318	投资资产-权益投资	265,520	315,895	380,396	460,073	555,409
其他收入	122,096	147,154	56,532	85,109	130,776	投资资产-基建投资	17,701	21,060	25,360	30,672	37,027
营业支出	527,043	619,085	695,769	804,665	1,109,407	投资资产-现金及其他等价物	79,656	94,769	240,917	291,380	351,759
退保金	16,578	16,050	30,052	36,062	32,588	投资资产-其他资产	70,805	84,239	101,439	122,686	148,109
赔付支出	118,125	140,236	182,593	228,488	331,809	投资资产	1,770,134	2,105,968	2,535,970	3,067,153	3,702,724
提取保险责任准备金	140,108	149,613	179,648	214,640	312,849	发放贷款及垫款	52,092	64,634	65,250	76,342	89,320
保单红利支出	8,455	11,236	16,475	13,314	18,061	其他资产	3,185,163	3,406,301	3,923,757	4,490,727	5,139,995
保险业务手续费及佣金支出	50,633	78,742	60,103	57,699	79,002	资产合计	5,007,389	5,576,903	6,524,977	7,634,223	8,932,040
业务及管理费	112,737	129,997	138,237	151,460	207,381	准备金	915,566	1,058,844	1,261,287	1,475,643	1,725,602
资产减值损失	36,548	48,894	36,170	39,536	55,454	保户储金及投资款	410,365	472,557	585,701	689,631	804,598
其他支出	43,859	44,317	52,492	63,467	72,262	其他负债	3,267,887	3,559,041	4,123,423	4,831,199	5,649,295
营业利润	92,947	93,368	127,981	146,345	180,698	负债合计	4,593,818	5,090,442	5,970,411	6,996,472	8,179,495
营业外收支	393	359	415	507	609	归属母公司所有者权益	334,248	383,449	454,448	522,842	616,909
利润总额	93,413	94,411	129,178	147,693	182,222	少数股东权益	79,323	103,012	100,117	114,908	135,636
所得税费用	28,235	22,043	40,304	36,923	47,378	股东权益合计	413,571	486,461	554,566	637,750	752,545
净利润	65,178	72,368	88,875	110,770	134,844	内含价值					
每股数据	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
每股净资产	18.3	21.0	24.9	28.6	33.7	期末内涵价值	551,514	637,702	719,575	839,851	997,398
每股盈利	3.0	3.4	4.0	5.0	6.1	经调整净资产	318,194	407,340	448,253	517,995	614,490
每股内涵价值	30.2	34.9	39.4	45.9	54.6	有效业务价值	206,485	230,362	271,322	321,856	382,908
估值水平						一年新业务价值	30,838	50,805	81,288	110,552	147,034
P/B	2.79	2.44	2.06	1.79	1.51						
P/E	17.15	14.97	12.66	10.16	8.35						
P/EVPS	1.69	1.46	1.30	1.11	0.94						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B —较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

赵湘怀、贺明之声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034