

中国平安 (601318): 2017 年中报点评

价值强劲增长, 龙头不负众望

买入(维持)

2017 年 08 月 18 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

021-60199746
maxy@dwzq.com.cn

证券分析师 王维逸

执业证书编号: S0600515050002
wangwy@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 2017 年中报, 上半年实现归属于母公司股东净利润 434.3 亿元, 同比增长 6.5%, 对应 EPS 为 2.43 元/股; 归属于母公司股东净资产 4257.8 亿元, 环比年初增长 11%, 对应 BVPS 为 23.29 元/股; 上半年寿险及健康险新业务价值 385.5 亿元, 同比增长 46.2%; 期末内含价值 7391.4 亿元, 环比年初增长 15.9%, 对应 EVPS 为 40.43 元/股。

投资要点:

■ **零售金融之王+科技创新驱动, 业绩强劲高增长超市场预期:** 公司上半年业绩同比增长 6.5%, 若剔除去年同期普惠重组利润 94.97 亿元的影响, 则同比增速高达 38.8%, 且集团 ROE (非年化) 10.6%、ROEV (非年化) 15.4%, 靓丽业绩超预期。我们认为, 公司业绩强势高增长源于三大核心驱动力: 1) 聚焦客户经营, 个人客户数量增至 1.43 亿, 互联网用户总量增至 4.03 亿, 推动个人业务净利润大幅增长 45%至 346 亿元, 同时专注于客户价值深度挖掘及协同, 上半年客均利润、客均合同数均显著提升, 且新增 1854 万客户中 36%来自互联网用户。 2) 坚持保险主业“价值经营”, 深耕长期险、保障型产品, 充分受益于消费升级及市场集中度提升, 彰显行业龙头优势。 3) 科技驱动发展创新, 最早拥抱“Fintech”理念, 显著提升人均产能、人均创收等指标, 未来将打造科技驱动型的综合金融平台。

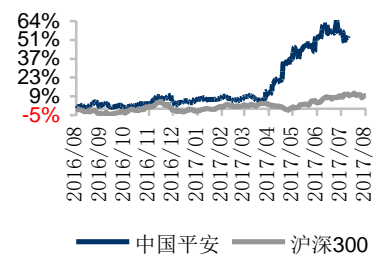
■ **寿险龙头 NBV 爆发, 印证代理人沉淀优势+寿险行业持续高景气:** 公司上半年寿险及健康险 NBV 约 386 亿, 同比大幅增长 46.2%, 主要源于个险新单保费同比高增长 47.3%至 921.5 亿元, 且近年来增速持续提升并创新高。公司作为寿险龙头, 一方面在代理人渠道沉淀竞争优势稳固, 期末代理人数量增长 19.3%至 133 万人 (侧面印证寿险需求拐点), 且上半年人均产能超过 1.2 万元; 另一方面受益于中产消费升级驱动的保障性需求爆发, 寿险处于高景气周期, 保费规模有望持续高增长。此外, 银保渠道继续深化价值转型, 上半年期缴新单保费大幅增长 82.6%至 34.7 亿元, 占银保渠道新单保费比重提升至 58%, 2016 年比重仅 20%, 结构优化明显。

■ **财险依然优质, 车险品牌优势稳固, 陆金所步入盈利周期:** 1) 公司上半年财险保费 1034 亿元, 同比增长 23.5%, 市场份额提升至 19.6%, 其中, 车险保费收入 802.6 亿元, 同比增长 13.6%。财险业务质量依然优异, 综合成本率保持 96.1%。此外, 为巩固车险品牌优势, 推出“510 城市极速现场查勘”(即实现城市日间 90%以上车险案件 5-10 分钟内抵达现场), 目前该服务已在 334 个地市级以上城市的中心区分批试点。2) 陆金所控股上半年盈利, 且财富管理交易量、机构客户交易量分别同比增长 65%、45.4%, 已成为国内领先的互联网金融交易信息服务一站式平台。

■ **盈利预测与投资评级:** 公司作为保险价值龙头, 上半年竞争优势充分兑现推动各项指标超预期增长, 随着下半年起准备金补提对账面利润的负面影响逐步消除, 未来业绩进一步高弹性增长可期。此外, 公司每股拟分红 0.5 元, 派息大幅提升 150%。预计公司 17/18/19 年 EPS 分别为 3.74/4.47/4.94 元, 目前市值约 1.19 倍 17PEV, 业绩强劲+股息提升+陆金所上市推进有望继续催化股价。我们认为, 随着寿险、财险业务强者恒强, 市场份额逐步提升, 公司合理中长期估值有望达到 1.5 倍 PEV (保险股历史估值中枢约为 1.2-1.5 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, 坚定看好公司发展前景, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 1) 长端利率触顶快速下行; 2) 车险费改加剧竞争。

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	51.21
一年最低/最高价	33.17/55.09
市净率 (倍)	2.20
流通 A 股市值 (百万元)	553,900

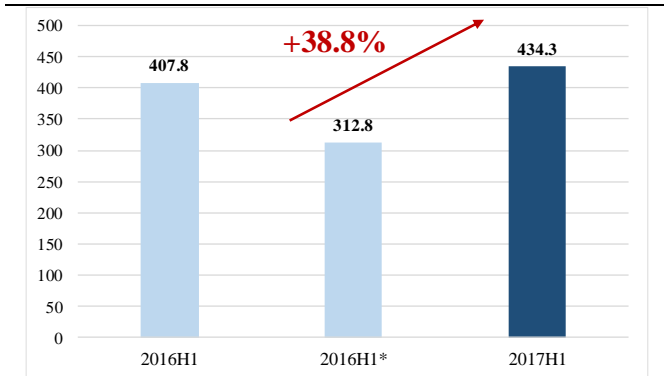
基础数据

每股净资产 (元)	23.29
资本负债率 (%)	91.02
总股本 (百万股)	18,280
流通 A 股 (百万股)	10,816

相关研究

1. 中国平安: 价值龙头, 王者归来 -20170608
2. 中国平安: 2017 年一季报点评-寿险 NBV 增长 60%超预期 -20170428
3. 中国平安: 2017 年一季报点评-寿险 NBV 增长 60%超预期 -20170428

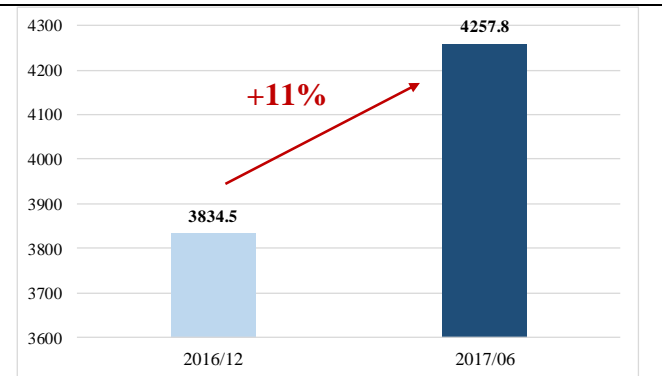
图表1: 2017H1 公司归母净利润及增速 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

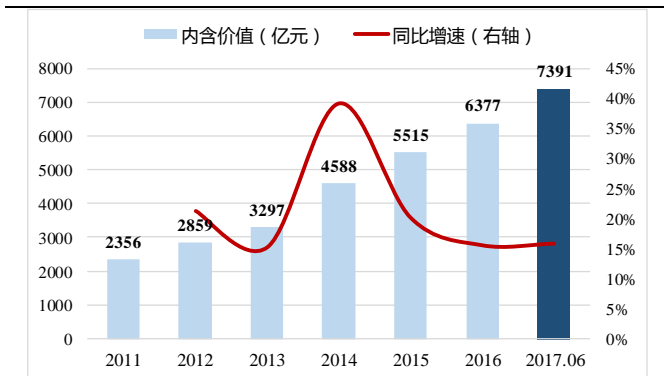
注释: 2016H1*表示剔除 2016 年上半年普惠重组利润 94.97 亿元影响以后的同期可比归母净利润

图表2: 2017/06 公司归母净资产及增速 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

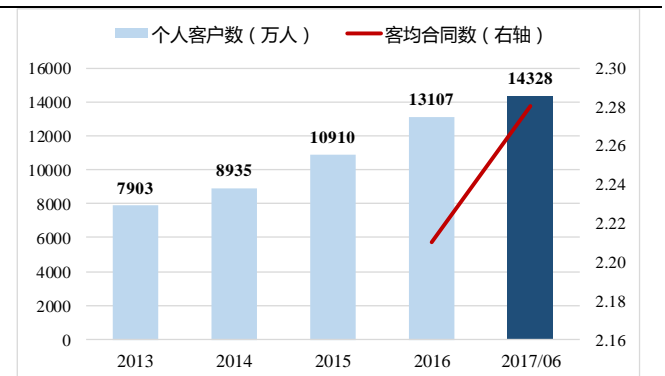
图表3: 2011-2017/06 公司内含价值及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注释: 1) 2011-2014 年数据为偿一代评估体系, 2015 年及此后数据为偿二代评估体系; 2) 2017.06 内含价值增速为环比年初数据

图表4: 2013-2017/06 公司个人客户数及客均合同数



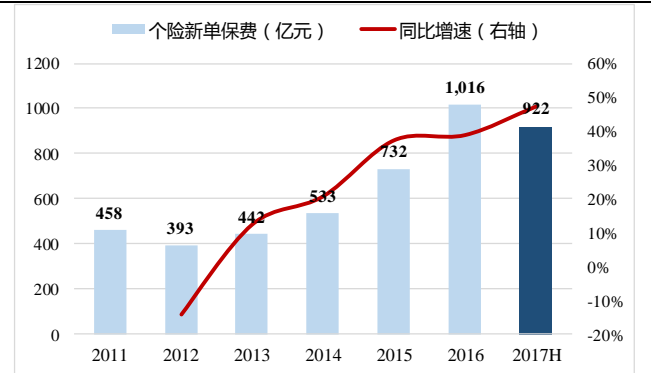
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表5: 2017H1 公司分部净利润、占比及同比增速

单位: 百万元	分部归母净利润			分部净利润占比		
	2016H1	2017H1	同比增速	2016H1	2017H1	YoY
寿险	17,243	23,576	36.7%	42.3%	54.3%	+12 pct.
财险	6,834	6,861	0.4%	16.8%	15.8%	-1 pct.
银行	7,130	7,281	2.1%	17.5%	16.8%	-0.7 pct.
资产管理	3,928	6,959	77.2%	9.6%	16.0%	+6.4 pct.
互联网金融及其他	7,905	420	-94.7%	19.4%	1.0%	-18.4 pct.
合计	40,776	43,427	6.5%	100.0%	100.0%	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

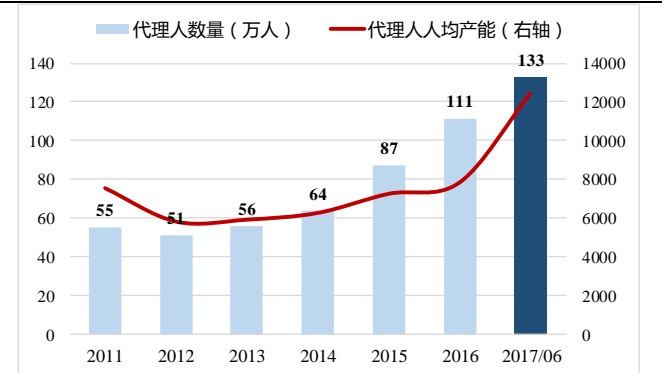
图表6: 2011-2017H1 公司个险渠道新单保费及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注释：数据为规模保费

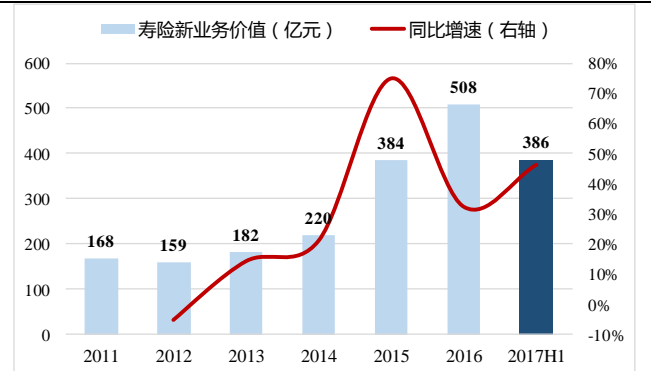
图表7: 2011-2017/06 公司代理人数量及人均产能



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注释：代理人人均产能即代理人首年规模保费（元/人均每月）

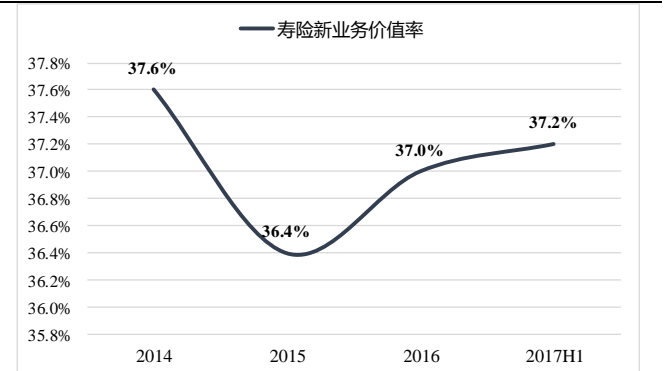
图表8: 2011-2017H1 公司寿险新业务价值及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注释：2011-2014年数据为偿一代评估体系，2015年及此后数据为偿二代评估体系

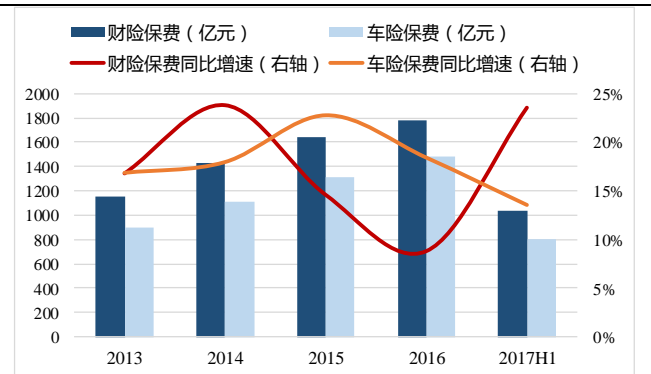
图表9: 2011-2017H1 公司寿险新业务价值率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

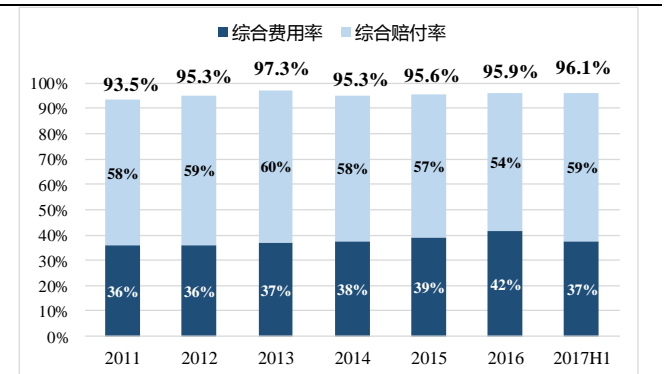
注释：数据为寿险及健康险按标准保费计算的新业务价值率

图表10: 2013-2017H1 公司财险、车险保费及增速



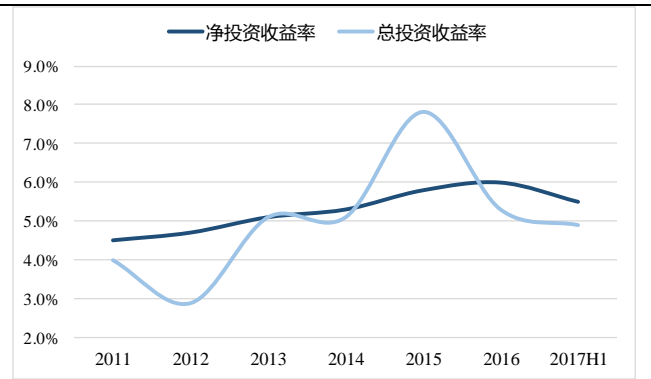
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表11: 2012-2017H1 公司财险综合成本率



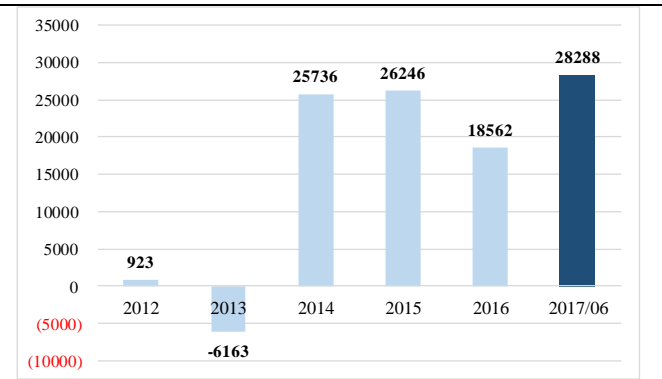
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表12: 2011-2017H1 公司投资收益率



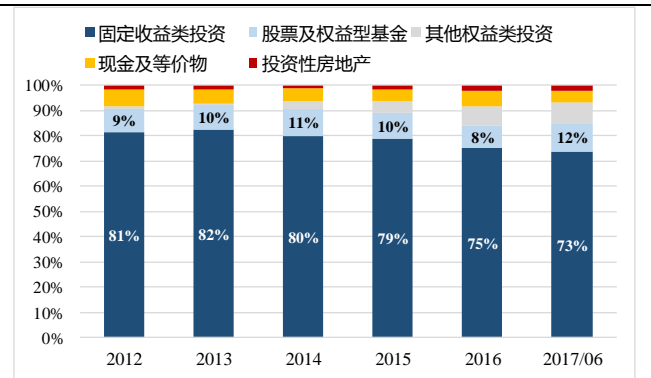
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表13: 2012-2017/06 公司账面浮盈/浮亏 (百万元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表14: 2012-2017/06 公司资产配置



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表15: 750日移动平均国债利率走势测算



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图表16: 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
EPS	2.15	2.97	3.41	3.74	4.47	4.94
BVPS	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
P/E	23.78	17.23	14.97	13.67	11.42	10.35
P/B	3.23	2.79	2.44	2.13	1.85	1.62
P/EV	2.04	1.69	1.46	1.19	0.97	0.80
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%

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>

