

非银行金融

2017. 8. 22

中国平安 (601318): 增持

报告原因: 深度报告

基础数据 (2016年8月22日)

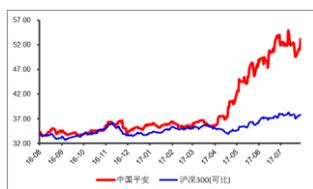
总股本: 182.80 亿股

每股收益: 2.43

市值: 9693 亿

每股净资产: 23.29

一年内股价与大盘对比走势:



分析师: 刘丽

执业证书编号: S0760511050001

Tel: 0351-8686794

E-mail: liuli2@sxzq.com

联系人: 陈明

Tel: 15135186193

E-mail: chenming@sxzq.com

地址: 太原市府西街 69 号国贸

中心 A 座

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

主要财务数据	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	712453	854943	1051580	1346023
增长率 (%)	15	20	23	28
净利润 (百万元)	72368	78157	85973	96290
增长率 (%)	17	8	10	12
每股收益 (元) (摊薄)	3.50	3.78	4.16	4.66
每股净资产 (元)	20.98	23.91	27.50	31.08
净资产收益率 (%)	17.36	18.32	17.85	17.24

投资要点:

- **中国平安寿险业务持续保持高速增长, 龙头凸显。**高增长主要来源于代理人渠道铺设完善, 代理人产能不断提高; 伴随着监管从严, 保险已经从投资属性逐步消费属性过度, 中国中产阶级消费升级; 新业务价值持续注入剩余边际, 未来利润持续释放可期。
- **中国平安财险业务市场占有率高, 综合成本率较低。**在保费高速增长的情况下财险综合成本率可控, 规模效应显现, 在同行业中处于领先地位。未来随着汽车市场的繁荣, 车险业务可能成为中国平安新的爆点。
- **平安银行创新意识行业领先, 转型成效开始显现。**平安银行积极打造的智能化零售银行初具规模, 给客户提升更高的体验。同时, 平安银行积极应对潜在风险, 遏制资产质量下滑趋势。
- **平安的金融科技走在中国金融业最前端。**未来人工智能会成为中国平安在竞争中的绝对优势, 具体体现在不断提升客户体验, 高科技运营的高效率性、低错误率, 不断降低的人工成本。
- **投资建议:** 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 3.78、4.16、4.66, 给予 1.4 倍 PEV 估值, 目标价为 61.26, 给予“增持”评级。考虑到公司其他业务的协同作用以及科技创新引领模式, 公司的长期估值仍有很大上升空间。
- **风险因素:** 利率下行, 宏观经济基本面变差, 科技创新转型缓慢



目 录

一、保险主驱动，其他金融业务协同的世界级金控集团.....	2
二、寿险业务：龙头地位凸显	3
2.1.代理人渠道为核心竞争力，带动寿险新业务价值增长.....	3
2.2.保险从投资属性向消费属性过度，平安顺势而为.....	4
2.3.新业务为剩余边际持续注入血液，未来利润稳定释放可期.....	5
三、财险业务：成本竞争优势明显	6
3.1.汽车保有量呈增长态势，市场前景开阔.....	6
3.2.财险综合成本率行业领先，规模效应显现.....	6
四、银行业务：加速转型，稳健经营	7
五、平安的绝对优势-创新科技.....	8
六、盈利预测、估值与投资建议	8
七、风险提示	9

图表目录

图表 1: 中国平安总资产规模	2
图表 2: 中国平安归母净利润	2
图表 3: 中国平安客户数量构成	3
图表 4: 中国平安各业务对净利润贡献.....	3
图表 5: 中国平安寿险规模保费	3
图表 6: 四大险企平安寿险市场份额最为稳定.....	3
图表 7: 中国平安代理人规模及增速	4
图表 8: 中国平安代理人产能及代理人收入.....	4
图表 9: 中国中产阶级人口数量预测.....	4
图表 10: 人均可支配收入增速大于 CPI 增速.....	4
图表 11: 中国平安 2016 年按险种划分规模保费	5
图表 12: 中国平安 2015 年按险种划分规模保费	5
图表 13: 代理人渠道新业务价值率较高.....	5
图表 14: 剩余边际摊销与增长率	5
图表 15: 产险业务构成	6
图表 16: 中国汽车保有量及增长率.....	6
图表 17: 财险行业 ROE 对比	7
图表 18: 财险行业综合成本率对比.....	7
图表 19: 平安银行净利润	7
图表 20: 平安银行拨备覆盖率	7
图表 21: 中国平安按业务分部估值.....	9
图 22: 资产负债表	10
图 23: 利润表	11
图 24: 现金流量表	11

一、保险主驱动，其他金融业务协同的世界级金控集团

中国平安 8 月 18 日发布了半年度报告。2017 年上半年，公司实现归属于母公司股东的净利润 434.27 亿元，同比增长 6.5%；总资产约 5.98 万亿元，较年初增长 7.2%；核心金融公司个人客户总量 1.43 亿，较年初增长 9.3%。截至 2017 年 6 月 30 日，平安市值位居全球保险集团第一名。

中国平安是国内为数不多的具有金融全牌照的大型金控集团，其业务覆盖保险、银行、证券、信托、基金以及互联网金融等。从中国平安客户数量和利润构成来看，保险还是当之无愧的核心业务。根据 2017 年半年报公布的数据，中国平安人寿保险和产险的客户比例之和达到了 60%，利润贡献同样也为 60%左右；位居第二位的是银行零售业务，客户比例约为 30%，利润贡献约为 25%。公司作为金融创新领域的引导者，大力投入科研资金用于金融创新，通过人工智能等技术改变传统金融服务模式，逐步从资本驱动型公司转变为科技驱动型公司，提升客户体验，创造企业价值。依托品牌优势，中国平安个人业务风生水起，利润贡献同比大幅提升。总之，中国平安已经成为以保险、银行等传统金融业务为核心，以科技创新为导向，以为客户创造价值为诉求，多点开花、马太效应明显的世界级金控集团。

图表 1：中国平安总资产规模



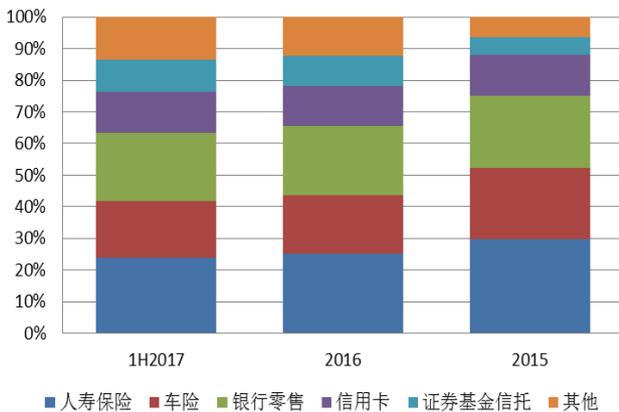
数据来源：中国平安 2017 半年报、各年年报

图表 2：中国平安归母净利润 (2017 仅为上半年)



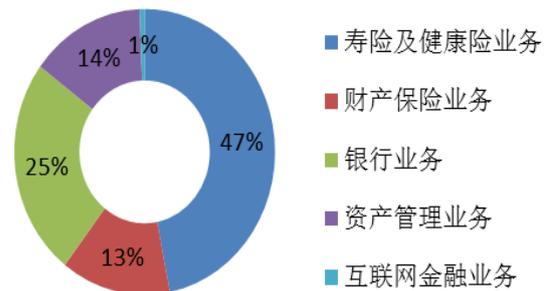
数据来源：中国平安 2017 半年报、各年年报

图表 3：中国平安客户数量构成



数据来源：中国平安 2017 半年报、各年年报

图表 4：中国平安各业务对净利润贡献



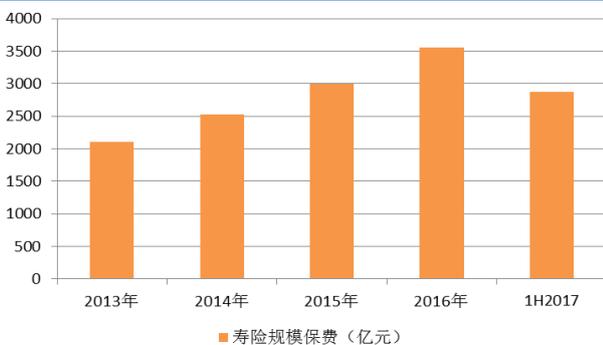
数据来源：中国平安 2017 半年报

二、寿险业务：龙头地位凸显

2.1. 代理人渠道为核心竞争力，带动寿险新业务价值增长

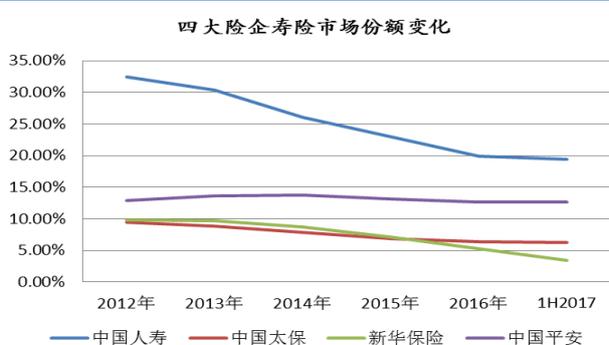
2017 年上半年，中国平安代理人规模达 132.5 万，较年初增长 19.3%，代理人数量上升的同时质量也在不断提高，具体表现在代理人产能上。2017 年上半年，代理人产能达到 12438 元/人均每月，相比较 2016 年增幅达到 18.21%。同时，公司寿险及健康险业务的新业务价值 90%以上来源于代理人渠道的贡献，代理人规模加质量已经成为中国平安的核心竞争力，直接影响着新业务价值的增长。虽然小型寿险公司进入抢占市场份额，但由于代理人渠道前期铺设耗费巨大成本，而且产出往往在几年之后，周期较长，现金流压力较大，所以代理人渠道的铺设完善成为了大型寿险公司的竞争壁垒。

图表 5：中国平安寿险规模保费（2017 仅为上半年）



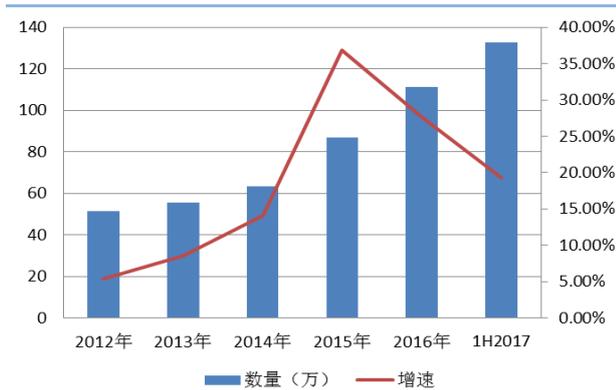
数据来源：中国平安 2017 半年报、各年年报

图表 6：四大险企平安寿险市场份额最为稳定



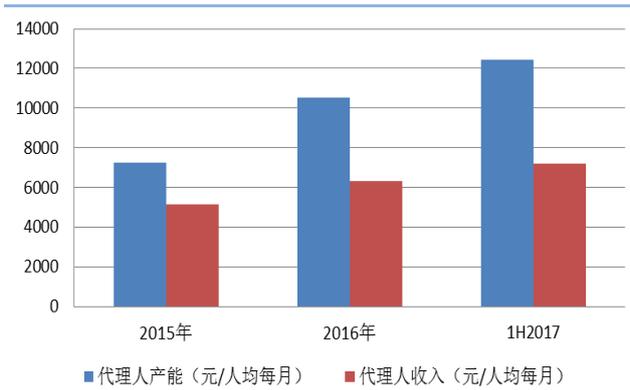
数据来源：保监会，山西证券研究所

图表 7: 中国平安代理人规模及增速



数据来源: 中国平安 2017 半年报、各年年报

图表 8: 中国平安代理人产能及代理人收入

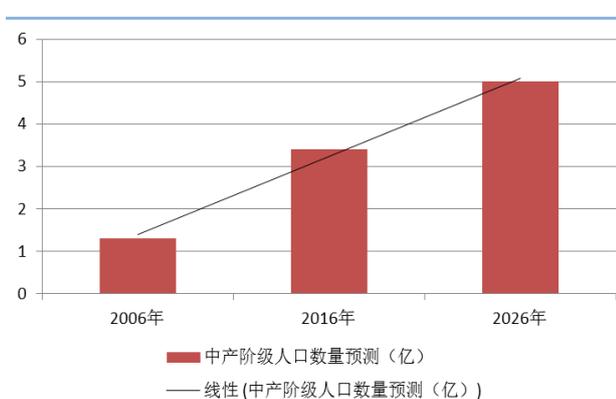


数据来源: 中国平安 2017 半年报、各年年报

2.2. 保险从投资属性向消费属性过度, 平安顺势而为

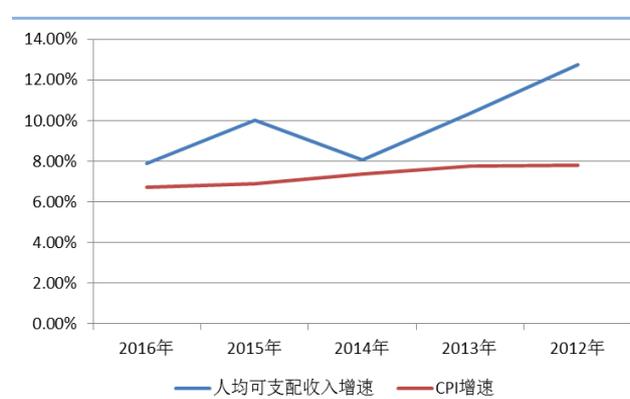
发展中国家向发达国家迈进的一个重要标志就是中产阶级规模的增加, 而中产阶级是一个国家内需最主要的带动者, 无论是商品消费还是金融资产消费。同时, 过去几年, 我国人均可支配收入增速领先于 CPI 增速, 当人们基本需求满足之后, 会向上寻找更高级别的需求, 也就是消费升级。所以说中产阶级规模的膨胀加之消费升级会带动整个保障需求的大幅提升, 保险公司保障功能的重要性就会凸显出来。

图表 9: 中国中产阶级人口数量预测



数据来源: 国务院发展研究中心

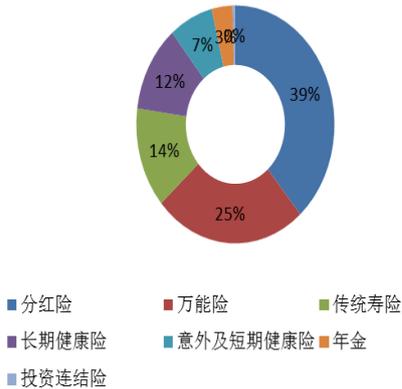
图表 10: 人均可支配收入增速大于 CPI 增速



数据来源: 中国统计年鉴, 山西证券研究所

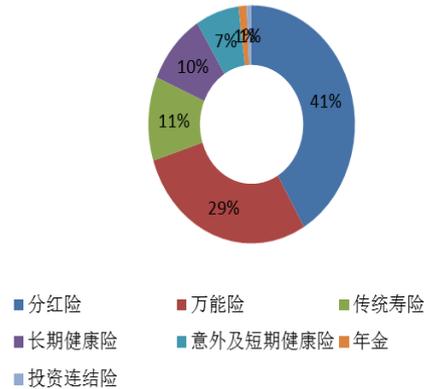
同时, 近两年来, 保监会一直在强调保险应该回归其本质保障功能, 所以相关的红利政策也支持着长期保障型保险产品的发展。伴随着个人税收递延型商业养老保险政策试点的开展, 未来保障型保险的市场需求会空前盛大。中国平安借助政策红利顺水推舟, 改善其寿险业务结构, 压缩万能险业务, 大力开展传统寿险以及长期健康险业务, 符合市场监管要求, 也顺应了保险市场未来发展的潮流。

图表 11: 中国平安 2016 年按险种划分规模保费



数据来源: 中国平安 2016 年报

图表 12: 中国平安 2015 年按险种划分规模保费

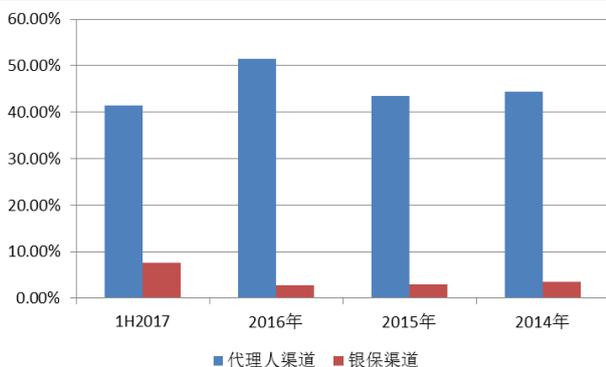


数据来源: 中国平安 2015 年报

2.3.新业务为剩余边际持续注入血液, 未来利润稳定释放可期

2017 年上半年, 公司寿险及健康险业务的新业务价值为 385.51 亿元, 同比增长 46.2%。注重渠道铺设以及持续优化的产品结构助力中国平安新业务价值的快速增长。之前提到, 公司大力铺设代理人渠道, 而代理人渠道的新业务价值率要远远高于银保渠道新业务价值率; 同时, 公司压缩万能险业务, 注重发展传统寿险和长期健康险, 而长期保障型产品的新业务价值率要高于中短存续期保险产品的新业务价值率。新业务价值的强劲增长不但增加了公司整体评估价值, 提升公司估值, 而且驱动了寿险剩余边际, 而剩余边际的摊销又是会计利润的主要来源, 不受资本市场波动影响, 所以说公司未来利润的稳定快速增长是有保证的。

图表 13: 代理人渠道新业务价值率较高



数据来源: 中国平安各年年报

图表 14: 剩余边际摊销与增长率



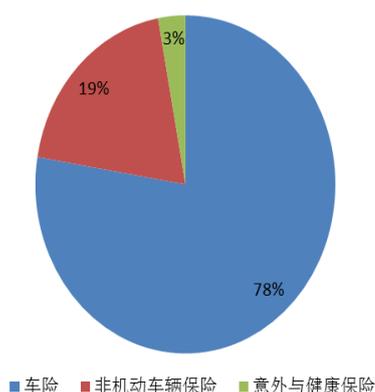
数据来源: 中国平安各年年报

三、财险业务：成本竞争优势明显

3.1.汽车保有量呈增长态势，市场前景开阔

2017年上半年，中国平安产险保费同比增加23.5%，市场份额提升1.5%，其市场占有率已经接近20%。如果把保费收入按照险种划分，车险业务收入占据了绝对主导地位。我国在过去几年，汽车保有量呈现大幅增长的态势，相关部门估计，到2020年底，我国汽车保有量预计会超过2万亿。汽车行业的高度景气带动了相关行业的发展，车险需求也会逐步走高。中国平安作为市场占有率很高的产险企业，加之人们对中国平安品牌的粘性较高，车险未来会带动整个产险业务向前不断迈进。

图表 15：产险业务构成



数据来源：中国平安 2017 半年报

图表 16：中国汽车保有量及增长率

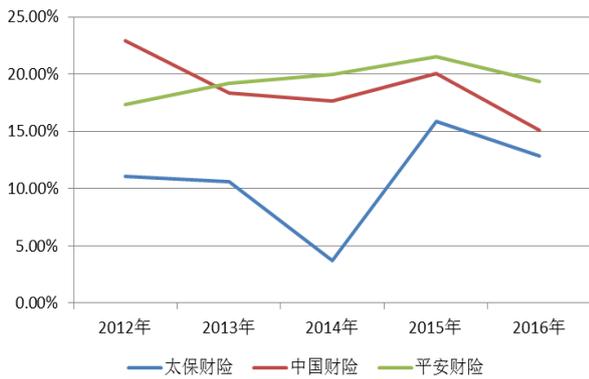


数据来源：中国汽车工业年鉴

3.2.财险综合成本率行业领先，规模效应显现

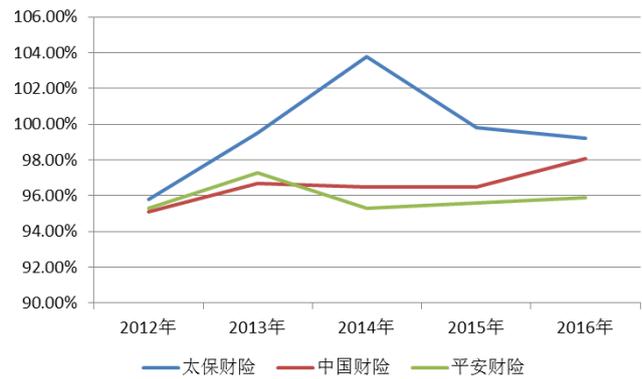
2017年上半年，中国平安财险综合成本率为96.1%，同比上升0.8%，在行业处于领先地位，ROE为10.5%，承保利润稳定。在财险保费同比大幅增长的情况下，财险综合成本率还可以维持行业相对低位，规模效应显现，竞争优势明显。还有一点值得注意的是，2017年上半年，平安费用率同比下降3.1%，赔付率同比上升3.9%。赔付率没有激进增长，说明平安认为在风险可控的情况下，通过数据分析，适当降低部分高风险客户的保险费率有利于抢占市场份额，提升整体财险承保利润水平。

图表 17: 财险行业 ROE 对比



数据来源: 各公司年报

图表 18: 财险行业综合成本率对比



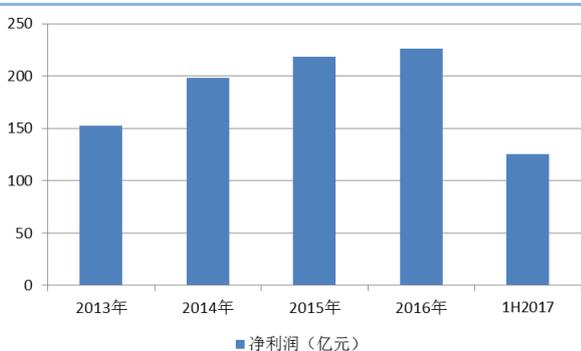
数据来源: 各公司年报

四、银行业务: 加速转型, 稳健经营

2017 上半年, 平安银行实现净利润 125.54 亿元, 同比增长 2.1%, 成本收入比 24.76%, 同比优化 4.04%。公司高度重视科技创新和技术运用, 全面推进智能化零售银行模式。线上采用 APP 整合, 线下打造“不排队网点”, 线上线下无缝对接, 提升客户综合体验。上半年, 零售业务客户数量达到 5843 万, 同比增长 11.5%, 管理零售客户资产 9509.70 亿元, 同比增长 19.2%。在加速零售转型的过程中, 成效显著。

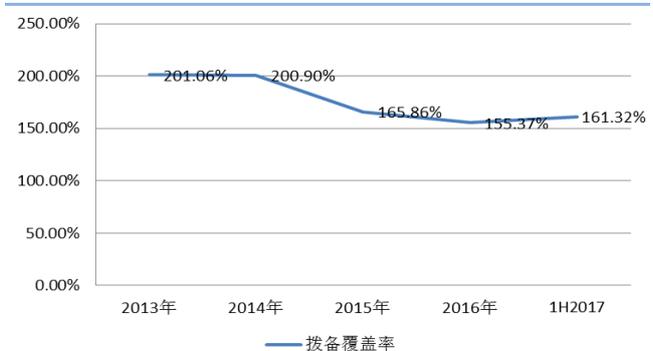
2017 年上半年, 受部分授信客户经营管理能力等等速影响, 部分企业经营困难, 出现贷款逾期的情况, 公司不良贷款有所增长。平安积极应对, 加大拨备力度, 拨备覆盖率有所提升。同时加大不良资产清收处置力度, 上半年收回不良资产总额 44.01 亿元, 同比增长 66.5%。平安的一系列风险管理举措, 旨在遏制资产质量下滑趋势, 保持资产质量相对稳定。

图表 19: 平安银行净利润 (2017 仅为上半年)



数据来源: 中国平安 2017 半年报, 各年年报

图表 20: 平安银行拨备覆盖率



数据来源: 中国平安 2017 半年报, 各年年报

五、平安的绝对优势-创新科技

2017年7月14日，中国平安在香港举行“解密平安科技变革”开放日活动，首次全面披露了公司的五大创新科技。五大创新科技聚焦平安集团的大金融资产、大医疗健康两大行业，服务于平安四大生态圈。其中，人脸识别技术广泛运用于多个金融场景，提升客户体验，提高办事效率；声纹识别技术有效地比对了客户身份，准确率极高；预测 AI 技术已经在车辆定损方面有所突破。平安打造科技引领的模式，真正做到“一个客户、多种产品、一站式服务”的综合金融经营模式，强调资源整合、数据分析，为客户带来最大化的效用。科技创新带动差异化服务已经把平安推到了金融行业的最前端，成为平安在如此激烈的竞争环境中最强有力的堡垒。

华尔街上的摩根大通和高盛已经宣称自己是一家科技公司。摩根大通 2016 年 7 月投入使用了一款软件 COIN，在几秒内就能将原先律师和贷款人员每年需要 36 万小时做完的工作完成，在大大降低错误率的同时保证全年无休。高盛入股的分析处理引擎 Kensho 构建的一些投资模型可以将外部事件量化，从而重新定义了量化投资的维度。世界上大的金融公司都在抢滩登陆，拥抱金融科技，未来人工智能很有可能取代人力成为大企业新的增长点。走在科技前端的中国平安紧跟金融业发展潮流，这是竞争中的绝对优势。

六、盈利预测、估值与投资建议

中国平安作为全牌照金控集团，业务渗透广泛，我们采取拆分的方法对公司估值。寿险业务，我们预计 2017 年内含价值增速大约在 20%，考虑到平安寿险业务的龙头地位，给予 1.4 倍 PEV；财险业务，我们预计 2017 年平安财险净资产增速大约在 11%，给予 1.5 倍 PB，和港股中国财险相同；银行业务，我们预计 2017 年平安银行净资产增速大约在 20%，由于平安银行的智能化零售银行的创新成效显现，所以给予平安银行一些溢价，即 1.2 倍 PB；券商业务，我们预计 2017 年平安证券净资产增速大约在 6%，给予 1.8 倍 PB，基本和行业可比公司相同；信托业务，2017 年上半年，信托业务净利润基本已经和 2016 年持平，考虑到下半年信托行业相对比上半年景气，但是公司可能会预留部分业务为来年冲关，我们预计 2017 年平安信托净利润增速高达 85%，给予 18 倍 PE；其他业务，给予 1 倍 PB。目标价 61.26，给予“增持”评级。



图表 21：中国平安按业务分部估值

单位：百万元	科目	2017 年预测值
寿险	内含价值	432374
	PEV 倍数	1.4
	持股比例	100%
	寿险估值	605324
财险	净资产	70650
	PB 倍数	1.5
	持股比例	100%
	财险估值	105975
银行	净资产	242605
	PB 倍数	1.2
	持股比例	58%
	银行估值	168853
券商	净资产	27244
	PB 倍数	1.8
	持股比例	97%
	券商估值	47568
信托	归母净利润	4298
	PE 倍数	18
	持股比例	100%
	信托估值	77364
其他	净资产	114671
	PB 倍数	1
	持股比例	100%
	其他估值	114671
整体估值		1119755
股本（亿）		182.8
目标价		61.26

数据来源：中国平安各年年报，山西证券研究所

七、风险提示

利率下行，宏观经济基本面变差，科技创新转型缓慢

图表 22：资产负债表

单位：百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
资产：				
货币及拆除资金	764,583	902,208	1,064,605	1,256,234
金融资产	765,697	903,522	1,066,157	1,258,065
应收资产	859,882	1,014,661	1,197,300	1,412,814
保户质押贷款	64,634	76,268	89,996	106,196
持有至到期投资	1,009,714	1,191,463	1,405,926	1,658,992
长期股权投资	48,955	57,767	68,165	80,435
存出资本保证金	12,098	14,276	16,845	19,877
固定资产	36,147	42,653	50,331	59,391
无形资产	36,550	43,129	50,892	60,053
商誉	20,639	24,354	28,738	33,911
独立账户资产	43,790	51,672	60,973	71,948
递延所得税资产	28,292	33,385	39,394	46,485
投资性房地产	42,396	50,027	59,032	69,658
定期存款	189,950	224,141	264,486	312,094
其他资产	182,588	215,454	254,236	299,998
资产差额(特殊报表科目)	1,568,438	1,850,757	2,183,893	2,576,994
资产总计	5,576,903	6,580,746	7,765,280	9,163,030
负债：				
短期借款	56,904	66,578	77,896	91,138
拆入资金	52,586	61,526	71,985	84,222
金融负债	123,764	144,804	169,421	198,222
预收保费	52,239	61,120	71,510	83,667
应付账户	534,511	625,378	731,692	856,080
保户储金及投资款	472,557	552,892	646,883	756,853
责任准备金	1,154,056	1,350,246	1,579,787	1,848,351
长期借款	71,258	83,372	97,545	114,128
独立账户负债	43,790	51,234	59,944	70,135
递延所得税负债	11,274	13,191	15,433	18,057
其他负债	203,933	238,602	279,164	326,622
负债差额(特殊报表科目)	2,313,570	2,706,877	3,167,046	3,705,444
负债合计	5,090,442	5,955,817	6,968,306	8,152,918
所有者权益(或股东权益)：				
股本	18,280	2,048	2,612	3,311
资本公积金	122,510	13,728	17,507	22,190
其它综合收益	18,562	2,080	2,653	3,362
盈余公积金	11,366	1,274	1,624	2,059
未分配利润	175,932	19,714	25,142	31,866
一般风险准备	36,799	4,124	5,259	6,665
归属于母公司所有者权益合计	383,449	42,968	54,797	69,452

少数股东权益	103,012	11,543	14,721	18,658
所有者权益合计	486,461	54,511	69,518	88,110
负债及股东权益总计	5,576,903	624,928	796,974	1,010,112

数据来源：山西证券研究所

图表 23：利润表

单位：百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	712,453	854,943	1,051,580	1,346,023
已赚保费	441,620	495,867	609,916	780,693
银行业务利息净收入	78,138	94,044	115,674	148,063
非保险业务手续费及佣金净收入	35,467	42,747	52,579	67,301
投资净收益	109,678	128,241	157,737	201,903
公允价值变动净收益	3,831	41,445	51,339	65,777
汇兑净收益	1,401	1,302	1,240	1,524
其他业务收入	42,318	51,297	63,095	80,761
营业支出	619,085	1,241,161	956,117	767,018
退保金	16,050	37,235	28,684	23,011
赔付支出	140,236	279,261	215,126	172,579
提取保险责任准备金	149,613	285,467	219,907	176,414
保户红利支出	11,236	24,823	19,122	15,340
税金及附加	9,268	12,412	9,561	7,670
手续费及佣金支出	78,742	161,351	124,295	99,712
管理费用	129,997	285,467	219,907	176,414
其他业务成本	51,076	124,116	95,612	76,702
资产减值损失	48,894	31,029	23,903	19,175
营业利润	93,368	104,862	95,463	87,925
加：营业外收入	1,402	6,298	3,817	2,313
减：营业外支出	359	530	520	500
利润总额	94,411	110,630	98,760	89,738
减：所得税	22,043	25,445	22,715	20,640
净利润	72,368	85,185	76,045	69,098
每股收益	3.49	4.66	4.16	3.78

数据来源：山西证券研究所

图表 24：现金流量表

单位：百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	227,821	229,081	309,456	335,678
投资活动现金流	-330,616	-272,654	-245,693	-274,901
筹资活动现金流	133,004	152,308	187,592	210,346

数据来源：山西证券研究所

投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20%以上

增持: 相对强于市场表现 5~20%

中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持: 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现

中性: 行业与整体市场表现基本持平

看淡: 行业弱于整体市场表现

特别声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。