

中国平安 (601318): 2017 年三季度报点评

2017 年 10 月 29 日

价值高速增长，金融科技引路

买入 (维持)

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 年三季度报, 前三季度实现归属于母公司股东净利润 663.2 亿元, 同比增长 17.4%, 对应 EPS 为 3.72 元/股; 归属于母公司股东净资产 4482.8 亿元, 较年初增长 16.9%, 对应 BVPS 为 24.52 元/股; 前三季度寿险及健康险新业务价值 537.38 亿元, 同比增长 35.5%。

投资要点:

■ **业绩加速高增长源于客户规模提升, 金融科技开启想象空间:** 公司前三季度业绩同比增长 17.4%, 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 41.1%, 业绩增速较上半年进一步提升。我们判断公司靓丽业绩源于三大核心驱动力: 1) **零售金融之王优势尽显**, 个人客户数增至 1.53 亿, 较年初增长约 17%, 互联网用户数增至 4.3 亿, 预计个人业务净利润、客均利润、客均合同数等零售金融指标均表现强劲。2) **保险主业秉承“价值经营”理念**, 深耕长期保障型产品, **新业务实现强劲增长, 且三季度准备金计提影响边际改善**, 推动寿险业务板块净利润同比增长 57%至 369.3 亿元。3) **坚定推进金融科技创新与应用**, 主要集中在大数据、人工智能、云等领域, 人工智能作为集团研发核心, 人脸识别、声纹识别等技术已成功服务于集团内外部客户。作为最早拥抱“Fintech”的金融集团, 未来公司将致力于打造科技驱动型的综合金控平台。

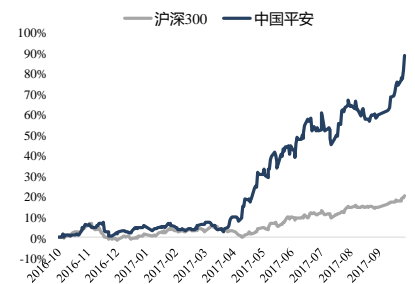
■ **代理人量质齐升保障 NBV 高增长, 新旧产品切换后前景可期:** 公司前三季度寿险及健康险 NBV 约 537.4 亿, 同比增长 35.5%, 主要源于个险代理人渠道新单保费同比高增长 38.4%至 1146.8 亿元。**代理人渠道近年来增速持续提升并创新高, 充分体现公司代理人沉淀优势稳固**, 期末代理人数量较年初增长 29%至 143 万人 (侧面印证寿险需求拐点), 且人均产能达到 9702 元, 同比增长 10%。此外, 中产消费升级驱动的保障性需求爆发, 推动寿险高景气周期持续, 未来保费规模有望持续高增长。产品方面, 为顺应保监会 134 号文要求, 公司于 2017 年 10 月上市一批符合监管要求的升级产品 (产品替换对单季度规模保费造成一定影响, 预计是 NBV 增速趋缓的主因), **公司四季度将做好新旧产品切换, 我们判断产品替换无碍公司价值增长, 预计新业务价值率仍持续提升, 内含价值仍将稳健增长。**

■ **产险品质优良, 总投资收益率迎拐点, 账面浮盈可观:** 1) 公司前三季度产险保费 1575.1 亿元, 同比增长 23.6%, 其中, 车险保费收入 1224.2 亿元, 同比增长 16.1%, 非机动车辆保险保费收入同比大幅增长 66.4%至 302.9 亿元, 主要系 2016 年调整信用保证保险产品结构后, 增速恢复。公司产险整体业务品质优良, 前三季度综合成本率 96.1%, 持续优于行业。2) 投资方面, 公司投资资产规模较年初增长 16.9%至 2.3 万亿元, 前三季度净投资收益率为 5.5%, **总投资收益率升至 5.4%, 预计价差收益增长推动总投资收益率确立拐点。**考虑 9 月末公司账面其他综合收益余额 359.4 亿元, 较年初大幅增长 93.6%, 预计未来逐步释放将支撑公司业绩增长。

■ **盈利预测与投资评级:** 公司作为保险价值龙头, 未来寿险、产险强者恒强, 且前瞻性布局金融科技, 以科技驱动未来发展。上调公司盈利预测, 预计 17/18/19 年 EPS 分别为 4.11、5.02、5.76 元/股, 目前市值约 1.48 倍 2017PEV、1.21 倍 2018PEV, 我们判断公司合理估值将维持至少 1.6 倍 PEV (港股保险价值龙头友邦保险估值约 1.8 倍 PEV), 考虑内生增长+价值释放, 估值仍有提升空间, 坚定看好发展前景, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 1) 长端利率触顶后快速下行; 2) 车险费改加剧市场竞争。

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	63.93
一年最低/最高价	33.43/63.93
市净率 (倍)	2.61
流通 A 股市值 (百万元)	692,532

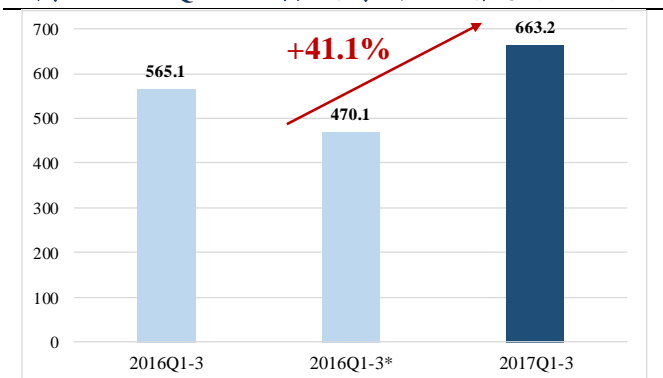
基础数据

每股净资产 (元)	24.52
资本负债率 (%)	90.94
总股本 (百万股)	18,280
流通 A 股 (百万股)	10,833

相关研究

1. 中国平安: 2017 年中报点评-价值强劲增长, 龙头不负众望 -20170818
2. 中国平安: 价值龙头, 王者归来 -20170608
3. 中国平安: 2017 年一季报点评-寿险 NBV 增长 60%超预期 -20170428

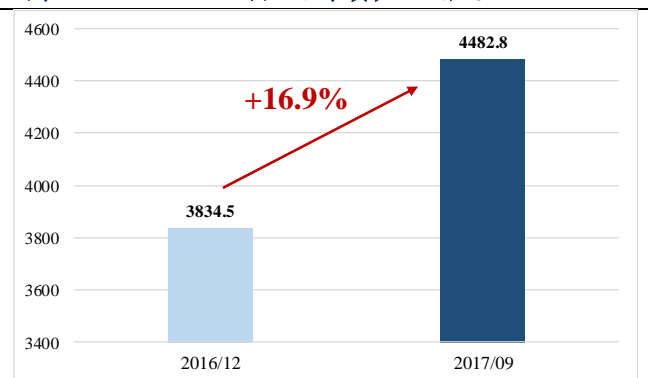
图表1: 2017Q1-3 公司归母净利润及增速 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

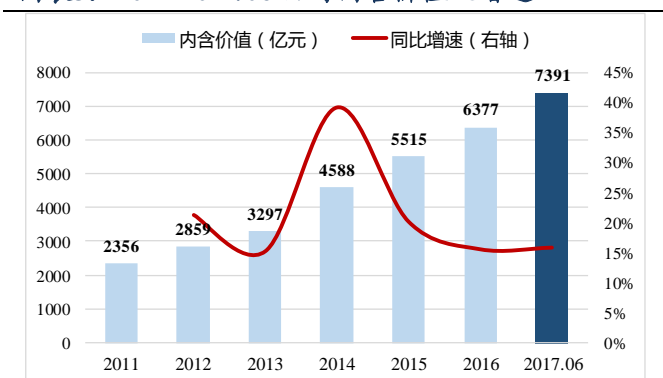
注释: 2016Q1-3*表示剔除 2016 年上半年普惠重组利润 94.97 亿元影响以后的同期可比归母净利润

图表2: 2017/09 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

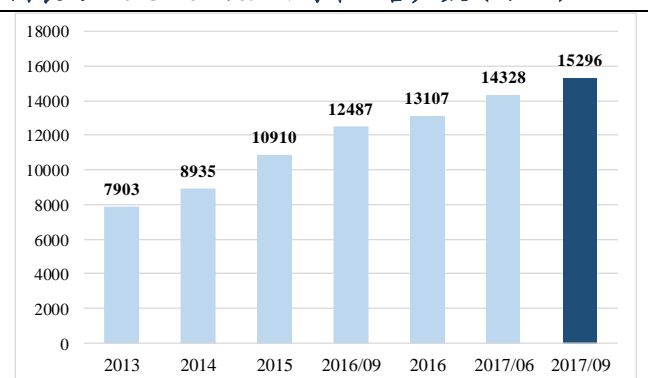
图表3: 2011-2017/06 公司内含价值及增速



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: 2013-2017/09 公司个人客户数 (万人)



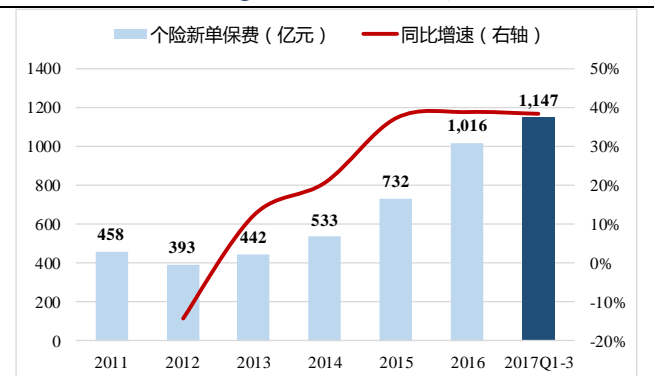
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表5: 2017Q1-3 公司分部净利润、占比及同比增速

单位: 亿元	分部归母净利润			分部净利润占比		
	2016Q1-3	2017Q1-3	同比增速	2016Q1-3	2017Q1-3	YoY
寿险	235.18	369.26	57%	41.6%	55.7%	+14.1 pct.
财险	104.56	103.59	-0.9%	18.5%	15.6%	-2.9 pct.
银行	108.57	111.09	2.3%	19.2%	16.8%	-2.5 pct.
资产管理	73.85	101.05	36.8%	13.1%	15.2%	+2.2 pct.
金融科技	75.69	6.75	-91.1%	13.4%	1.0%	-12.4 pct.
其他业务及合并抵消	-32.77	-28.56	-12.8%	-5.8%	-4.3%	-1.5 pct.
合计	565.08	663.18	6.5%	100.0%	100.0%	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

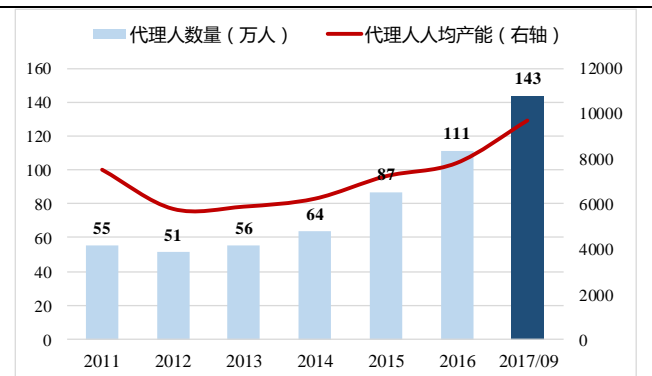
图表6: 2011-2017Q1-3 公司个险新单保费及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注释: 数据为规模保费

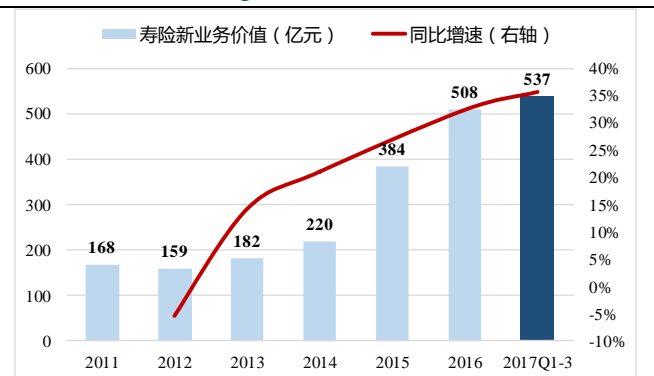
图表7: 2011-2017/09 公司代理人数量及人均产能



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)

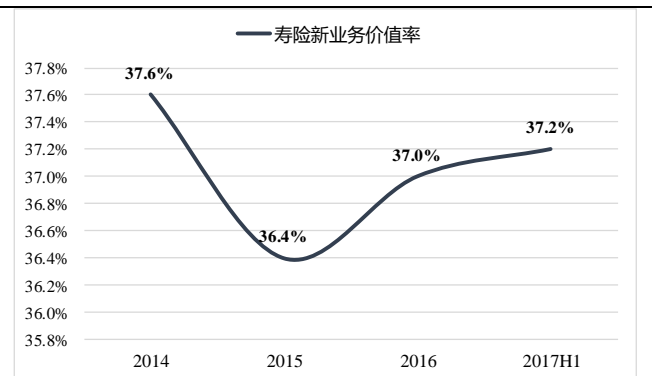
图表8: 2011-2017Q1-3 公司寿险新业务价值及增速



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, 因此对 2015 年同比增速数据采取平滑处理

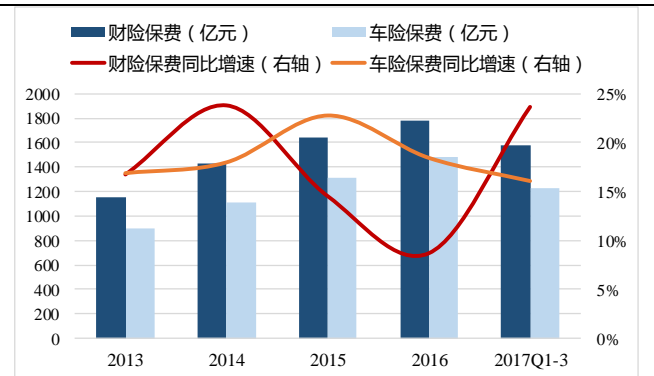
图表9: 2011-2017H1 公司寿险新业务价值率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

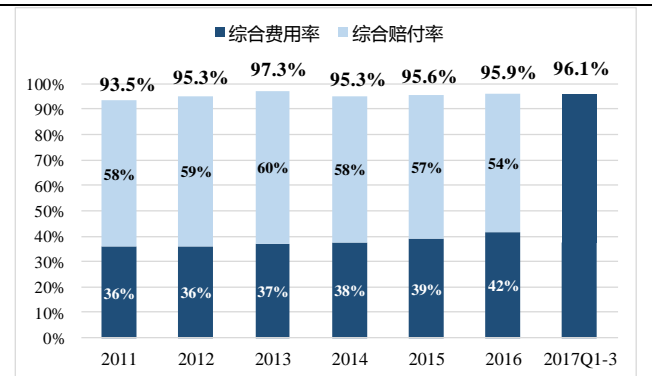
注释: 数据为寿险及健康险按标准保费计算的新业务价值率

图表10: 2013-2017Q1-3 公司财险、车险保费及增速



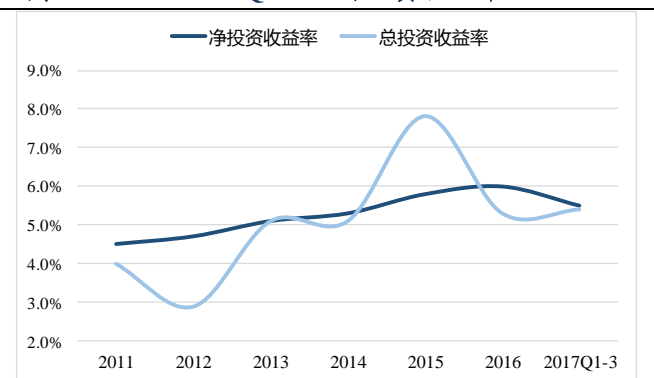
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表11: 2012-2017Q1-3 公司财险综合成本率



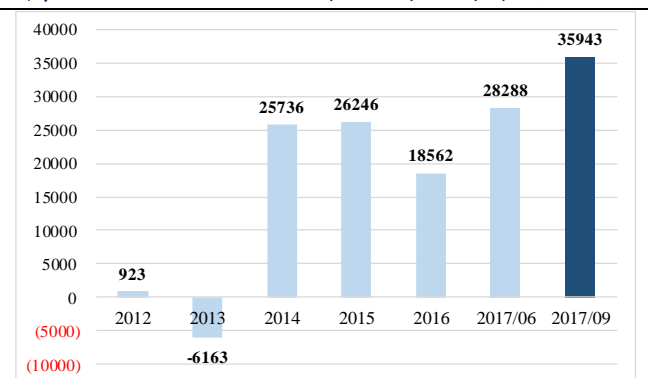
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表12: 2011-2017Q1-3 公司投资收益率



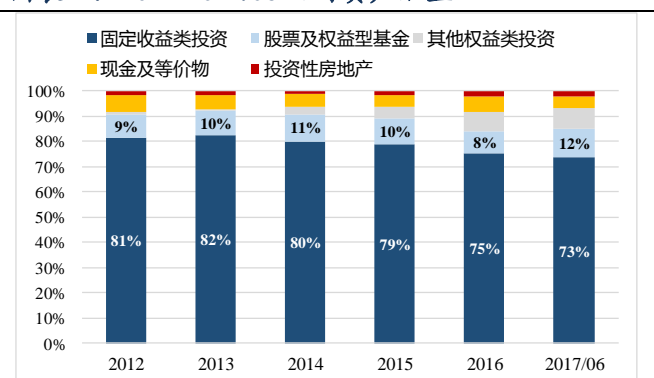
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表13: 2012-2017/09 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 (上调)

单位: 百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	462,882	619,990	712,453	788,735	872,761	950,173
归属母公司净利润	39,279	54,203	62,394	75,188	91,688	105,351
归属母公司净资产	289,564	334,248	383,449	455,222	532,573	621,596
内含价值	458,812	552,853	637,703	787,466	963,357	1,175,133
EPS	2.15	2.97	3.41	4.11	5.02	5.76
BVPS	15.84	18.28	20.98	24.90	29.13	34.00
EVPS	25.10	30.24	34.88	43.08	52.70	64.28
P/E	29.75	21.56	18.73	15.54	12.75	11.09
P/B	4.04	3.50	3.05	2.57	2.19	1.88
P/EV	2.55	2.11	1.83	1.48	1.21	0.99
营业收入增速	27.6%	33.9%	14.9%	10.7%	10.7%	8.9%
归属母公司净利润增速	39.5%	38.0%	15.1%	20.5%	21.9%	14.9%
归属母公司净资产增速	58.5%	15.4%	14.7%	18.7%	17.0%	16.7%
内含价值增速	39.2%	20.5%	15.3%	23.5%	22.3%	22.0%

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>

