

中国平安 (601318.SH)

业绩增长强劲，价值成长坚实

核心观点:

● 核心业绩增长强劲，股息回报良好

公司公布 2017 年业绩，当期实现归属于母公司股东净利润 890.88 亿元、同比增长 42.8%，净资产 4,733.51 亿元、较 2016 年末增长 23.4%，总资产 64,930.75 亿元、较 2016 年末增长 16.4%；新业务价值为 673.57 亿元、同比增长 32.6%，内含价值 8,251.73 亿元、较 2016 年末增长 29.4%。

此外，由于外部环境变化、精算假设变更，公司 2017 年度增加寿险及长期健康险责任准备金 321.93 亿元，减少 2017 年度税前利润人民币 321.93 亿元。

● 寿险业务结构优化，产险综合成本率良好

寿险保费结构良好，代理人渠道占绝对主体、银保渠道积极转型期交、电销及互联网等渠道也有不俗表现；代理人渠道质量齐升，新单保费及整体保费保持快速增长，且增速在 2017 年都高于代理人数量增速。公司近年来更侧重向保障型业务的转变传统和长期健康险产品的占比保持提升。

非车险业务增速有显著提升，综合成本率为 96.2%，保持行业领先。

● 投资稳健进取，收益回报优于行业

有效把握权益市场机会及港股价值洼地的投资机会，增配优质蓝筹龙头，加大港股配置，综合投资收益率上升 3.3 个百分点至 7.7%。公司股票投资占比 11.1%、同比提升 4.3 个百分点。

● 新业务价值增长良好，运营利润价值贡献稳定

寿险及健康险新业务价值保持高速增长，总体来看新业务价值增速 (32.6%) 高于相应首年保费增速 (26.4%)；总体新业务价值率保持在较高水平 (39.3%)，代理人渠道为 49.9%、其中长期保障型产品可达 87.6%。

公司归属于母公司股东的运营利润为 947.08 亿元、同比增长 38.76%。集团、寿险及健康险业务内含价值营运回报率分别为 26.7%和 35.5%。

● 盈利预测与投资评级

假设公司各项业务平稳增长，人寿保险剩余边际长期摊销稳定贡献利润，采用保险评估价值和分部估值结合的方法，预计 2018 至 2020 年 EPS 分别为 5.94、7.44、9.47 元，对应报告股价 PE 分别为 12.5、10.0、7.8 倍，相应 P/EV 估值 1.32、1.11、0.93 倍，维持买入评级。

● 风险提示

外部金融环境发生重大变化带来系统性风险的传导，保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等，以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。

公司评级

买入

当前价格

74.09 元

前次评级

买入

报告日期

2018-03-21

相对市场表现



分析师：陈 福 S0260517050001



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师：鲍 淼 S0260518020001



010-59136635



baomiao@gf.com.cn

相关研究:

中国平安 (601318.SH): NBV 2017-10-27

稳健增长，综合金融持续优化

【广发非银&海外】中国平安 2017-08-17

(601318.SH) (2318.HK):

业绩靓丽，价值持续增长

【广发非银&海外】中国平安 2017-08-09

(601318.SH) (2318.HK):

保险行业的领跑者，价值有望持续高增长

目录索引

一、传统业务稳健发展，多元化贡献更加显著	4
二、寿险业务渠道优势明显，产品结构优化	4
三、产险综合成本率行业领先，非车险业务有较快发展	6
四、投资稳健进取，收益回报优于行业	7
五、新业务价值增长良好，运营利润价值贡献稳定	7
盈利预测与投资评级	9
风险提示	9

图表索引

图 1: 代理人渠道保费及人力增长情况	4
图 2: 代理人人均首年保费规模及增长情况	5
图 3: 代理人数量及增长情况	5
图 4: 新单保费及代理人渠道规模保费占比情况	6
图 5: 寿险保费险种结构情况	6
表 1: 公司各项业务利润贡献情况	4
表 2: 产险业务同比增长及占比情况	7
表 3: 新业务价值同比增长及占比情况	8
表 4: 估值及盈利预测	9

一、传统业务稳健发展，多元化贡献更加显著

公司保持核心金融业务的稳健发展，利润贡献稳定，其中寿险表现最为突出；同时，依托长期以来综合金融、互联网金融业态的培育，以及持续在金融科技方面的投入，其他资产管理业务、金融科技与医疗科技业务等贡献变得更加突出。

表 1：公司各项业务利润贡献情况

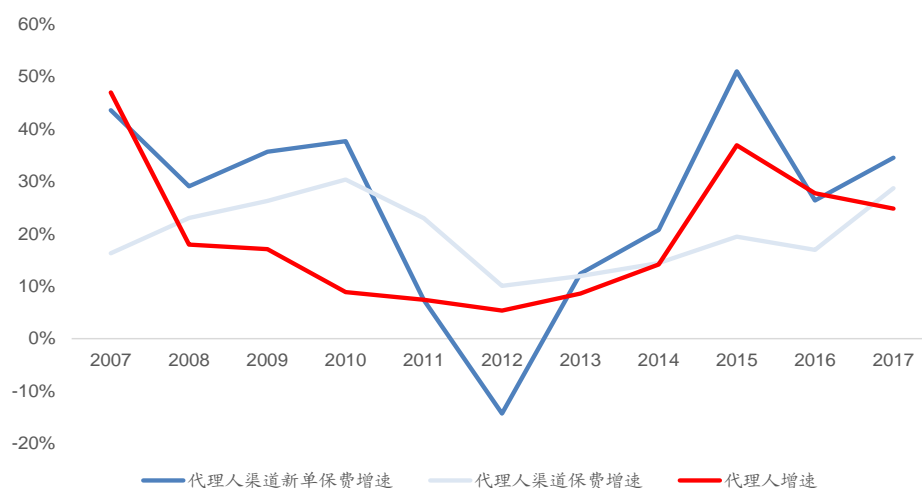
归属于母公司股东净利润	2017 (百万元)	2016 年 (百万元)	增速 (%)	2017 年占比	2016 年占比	变动 (%)
寿险及健康险业务	35,658	24,851	43.5	40.03%	39.83%	0.20
财产保险业务	13,307	12,638	5.3	14.94%	20.26%	(5.3)
银行业务	13,449	13,108	2.6	15.10%	21.01%	(5.9)
信托业务	3,953	2,319	70.5	4.44%	3.72%	0.72
证券业务	2,043	2,137	(4.4)	2.29%	3.43%	(1.1)
其他资产管理业务	9,928	4,956	100.3	11.14%	7.94%	3.20
金融科技与医疗科技业务	14,621	6,188	136.3	16.41%	9.92%	6.49
其他业务及合并抵消	(3,871)	(3,803)	1.8	-4.35%	-6.10%	1.75
集团合并	89,088	62,394	42.8	100.00%	100.00%	-

数据来源：上市公司财报、广发证券发展研究中心

二、寿险业务渠道优势明显，产品结构优化

代理人渠道新单保费及整体保费保持快速增长，且增速在2017年都高于代理人数量增速。

图1：代理人渠道保费及人力增长情况

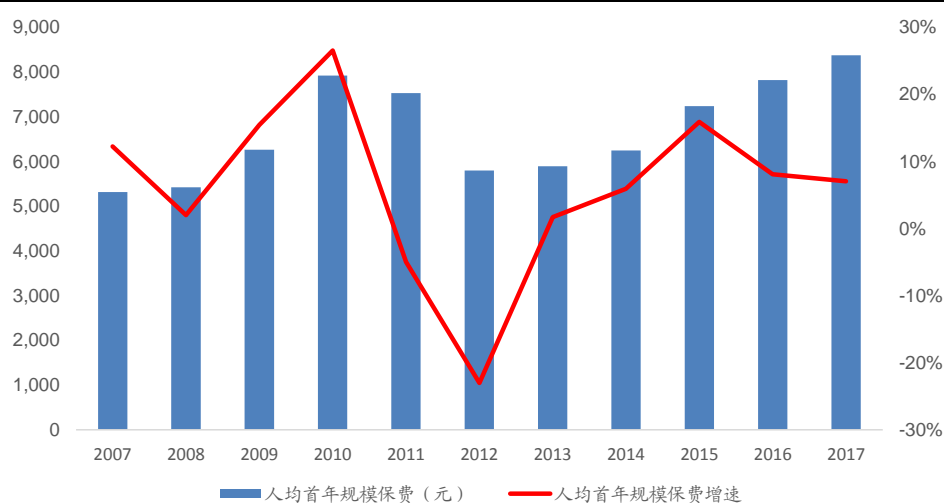


数据来源：上市公司财报、广发证券发展研究中心

产生上述现象的原因，主要是代理人队伍在数量增长的同时，保持了产能的提

升。

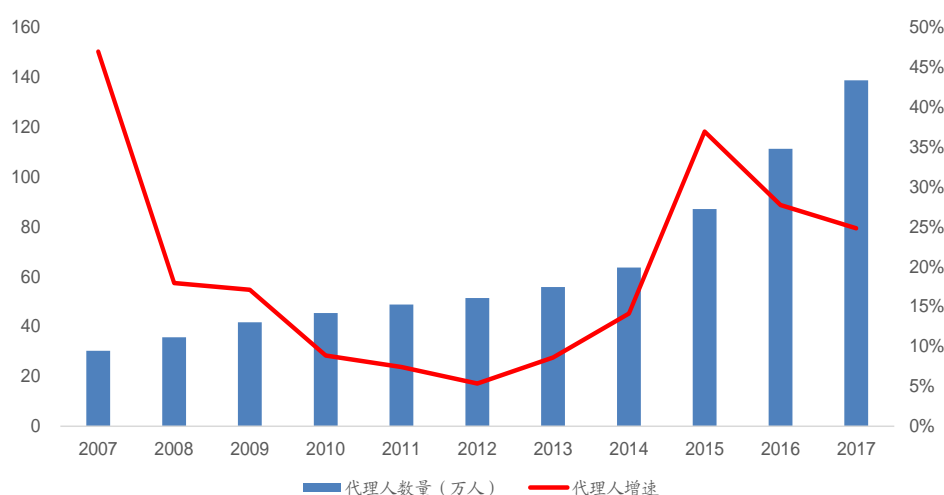
图2：代理人人均首年保费规模及增长情况



数据来源：上市公司财报、广发证券发展研究中心

但同时，在当前行业环境下，代理人队伍的稳定和增长面临一定考验。公司寿险代理人数量近三年大幅增长，截至2017年末约为138.60万人，增速较前期有所回落，与2017年中期的132.55万人相比并无明显增长，较2017年3季度末的143.4万人有所下降；主要原因一是监管政策限制简单理财型产品带来保险产品销售难度的加大、并伴随佣金收入的减少，二是前期行业人力扩张有一定的粗放成分。

图3：代理人数量及增长情况



数据来源：上市公司财报、广发证券发展研究中心

总体来看，平安寿险保费结构良好，代理人渠道占绝对主体、同时银保渠道也在积极转型期交、电销及互联网等新兴渠道也在进行更加有力的支持；在保费增长情况下的新单业务占比提升，将为后期带来更多的续期保费，有助于克服保费增长

的外部不利环境。

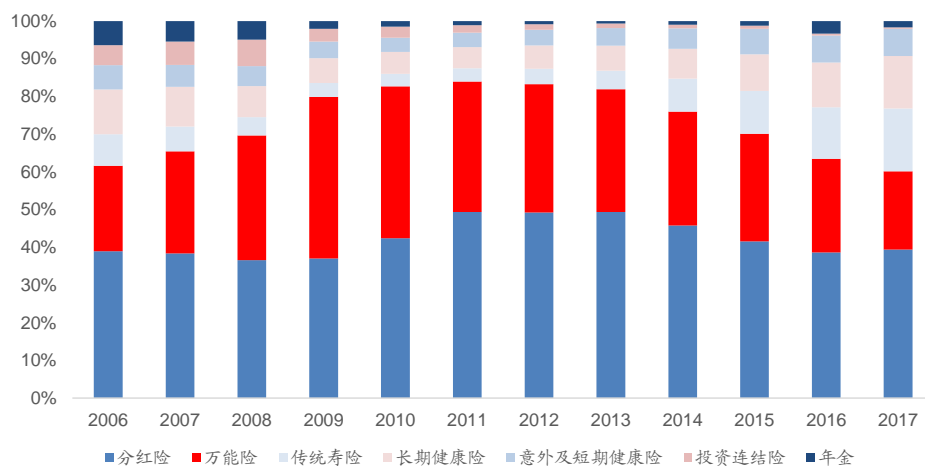
图4：新单保费及代理人渠道规模保费占比情况



数据来源：上市公司财报、广发证券发展研究中心

从险种结构来看，公司近年来更侧重向保障型业务的转变，分红和万能型产品的占比有较明显下降，传统和长期健康险产品的占比保持提升。

图5：寿险保费险种结构情况



数据来源：上市公司财报、广发证券发展研究中心

三、产险综合成本率行业领先，非车险业务有较快发展

公司产险业务实现较快速增长，非车险业务增速有显著提升，保证保险、特殊风险保险、责任险、家庭财产保险原保费收入同比增长144.35%、45.6%、21.3%、50.0%。

表 2: 产险业务同比增长及占比情况

产险原保费收入	2017 年 (百万元)	2016 年 (百万元)	增速 (%)	2017 年占比	2016 年占比	变动 (%)
车险	170,508	148,501	14.8	78.94%	83.47%	(4.5)
非机动车辆保险	38,929	24,452	59.2	18.02%	13.74%	4.3
意外与健康保险	6,547	4,955	32.1	3.03%	2.79%	0.2
合计	215,984	177,908	21.4	100.00%	100.00%	-

数据来源: 上市公司财报、广发证券发展研究中心

综合成本率为96.2%，保持行业领先，同比上升0.3个百分点；其中综合费用率39.6%、同比下降1.9个百分点，综合赔付率56.6%、同比上升2.2个百分点。保证保险(88.6%)、责任保险(91.2%)、意外伤害保险(78.2%)、企业财产保险(82.8%)等综合成本率控制得比较理想。

四、投资稳健进取，收益回报优于行业

公司投资稳健进取，积极把握住资本市场结构化行情，有效把握权益市场机会及港股价值洼地的投资机会，增配优质蓝筹龙头，加大港股配置，综合投资收益率上升3.3个百分点至7.7%；股票、基金买卖差价收益增加，总投资收益同比增长33.0%，总投资收益率为6.0%，同比上升0.7个百分点；净投资收益率为5.8%，同比下降0.2个百分点，主要受投资规模增加、债类资产利息率下降的影响。

在资产配置结构方面，公司权益资产在保险投资资产中占比23.7%、同比上升5.5个百分点；其中，股票投资占比11.1%、同比提升4.3个百分点；非标债权类资产规模为3,359.25亿元，在可投资资产中占比13.7%。

五、新业务价值增长良好，运营利润价值贡献稳定

寿险及健康险新业务价值保持高速增长，总体来看新业务价值增速(32.6%)高于相应首年保费增速(26.4%)；储蓄型产品占比有所提升，但长交储蓄型产品新业务价值率提升较为明显(同比提升6.3个百分点)；总体新业务价值率保持在较高水平(39.3%)，代理人渠道为49.9%、其中长期保障型产品可达87.6%，银保渠道新业务价值率为9.6%、同比提升6.8个百分点。

表 3: 新业务价值同比增长及占比情况

新业务价值	2017 年 (百万元)	2016 年 (百万元)	增速 (%)	2017 年占比	2016 年占比	变动 (%)
个人业务	67,027	50,527	32.7	99.51%	99.45%	0.06
代理人渠道	60,786	46,413	31.0	90.24%	91.36%	(1.11)
长期保障型	46,933	37,848	24.0	69.68%	74.50%	(4.82)
短交储蓄型	8,113	4,905	65.4	12.04%	9.65%	2.39
长交储蓄型	3,431	1,977	73.6	5.09%	3.89%	1.20
短期险	2,309	1,683	37.2	3.43%	3.31%	0.12
电销、互联网及其他渠道	5,524	3,800	45.4	8.20%	7.48%	0.72
银保渠道	716	314	128.4	1.06%	0.62%	0.44
团险业务	330	278	18.6	0.49%	0.55%	(0.06)
寿险及健康险业务合计	67,357	50,805	32.6	100.00%	100.00%	-

数据来源: 上市公司财报、广发证券发展研究中心

集团内含价值为8,251.73亿元,较上年末增长29.4%;寿险及健康险业务内含价值为4,963.81亿元,较上年末增长37.8%。

公司为更好地评估经营业绩表现而引入营运利润指标。该指标以财务报表净利润为基础,剔除短期投资波动、折现率变动影响、以及管理层认为不属于日常营运收支的一次性重大项目。以公司999.78亿元净利润为基础,剔除短期波动因素、以及平安好医生重组交易的利润108.50亿元,公司运营利润为1,058.09亿元;其中归属于母公司股东的运营利润为947.08亿元、同比增长38.76%。

集团、寿险及健康险业务内含价值营运回报率分别为26.7%和35.5%。

盈利预测与投资评级

公司传统金融和互联网金融业务互相依托、良性发展，寿险业务贡献长期稳定利润和价值成长，互联网金融和金融科技提供发展的外延，给公司带来强劲的内生增长和成长空间。此外，综合金融加科技的模式，在寿险行业面临增员瓶颈、从规模进一步向价值转变的发展阶段，更加具备整体竞争力和成长性，看好公司长期发展。

基于传统金融业务模式较为稳定，假设其各项业务平稳增长，人寿保险剩余边际长期摊销稳定贡献利润，采用保险评估价值和分部估值结合的方法，对未来相关指标进行预测。预计2018至2020每年EPS分别为5.94、7.44、9.47元，对应报告股价PE分别为12.5、10.0、7.8倍，相应P/EV估值1.32、1.11、0.93倍，维持买入评级。

表 4：估值及盈利预测

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
内含价值(百万元)	637,703	825,173	1,029,794	1,225,448	1,460,755
新业务价值(百万元)	50,805	67,357	84,020	102,766	116,732
归属于母公司股东净利润(百万元)	62,394	89,088	108,593	135,958	173,187
归属于母公司股东净资产(百万元)	383,449	473,351	593,953	686,841	805,416
EVPS (元)	34.89	45.14	56.33	67.04	79.91
1YrVNBPS (元)	2.78	3.68	4.60	5.62	6.39
BVPS (元)	20.98	25.89	32.49	37.57	44.06
EPS (元)	3.50	4.99	5.94	7.44	9.47
P/EV (倍)	2.12	1.64	1.32	1.11	0.93
PB (倍)	3.5	2.9	2.3	2.0	1.7
PE (倍)	21.7	15.2	12.5	10.0	7.8

数据来源：上市公司财报、广发证券发展研究中心

风险提示

外部金融环境发生重大变化带来系统性风险的传导，保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等，以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。

广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福: 首席分析师, 经济学硕士, 2017 年 3 月进入广发证券研究发展中心。
- 鲍 淼: 分析师, 南开大学精算学硕士, 南开大学学士, 2018 年进入广发证券发展研究中心。
- 商 田: 分析师, 安徽财经大学金融学硕士, 2014 年进入广发证券发展研究中心。
- 文京雄: 分析师, 英国阿伯丁大学 (University of Aberdeen) 金融投资管理硕士, 武汉大学双学士, 2015 年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉: 研究助理, 英国布里斯托大学 (University of Bristol) 金融投资专业硕士, 2017 年进入广发证券发展研究中心。
- 陈韵扬: 研究助理, 香港中文大学经济学硕士, 中山大学学士, 2017 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15% 以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号 太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号 国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司 (以下简称“广发证券”) 具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布, 只有接收客户才可以使用, 且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况, 不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。