

中国平安 (601318)

证券研究报告
2018 年 03 月 28 日

价值利润数据表现良好，2018 年基础管理优势将体现

集团净利润略超预期，分红率大幅提升至 30%。

中国平安 2017 年归母净利润为 891 亿元，其中包含平安好医生重组交易的 108.5 亿元，净利润增速为 42.8%，主要由寿险 (Yoy 43.5%) 和资产管理业务 (yoy 69.2%) 驱动。为了剔除短期波动和会计准则变动影响，**年报首次披露公司营运利润**，寿险，资管，银行，财险和科技业务分别贡献当期母公司运营利润的 55.0%，16.8%，14.2%，14.1% 和 4.0%，资管和科技业务的营运利润贡献占比较之 2016 年分别提升 3.02% 和 8.03%，科技业务首次获取正的营运利润。

由于净利润和营运利润的增长，以及偿二代下监管指标远超标准，平安 2017 年全年每股股利达到 1.5 元，较之 2016 年翻番，分红率大幅提升至 30.78%。

寿险内含价值超预期，高利率保单基本消化完毕

寿险全年归母净利润增速达到 43.5%，为 356.58 亿元，但四季度单季净利润增速为-12.7%，原因是公司主动调整存量高利率保单的溢价，使得单季度准备金多计提 140 亿元，占全年多计提准备金规模的 43%。本次溢价调整完毕后，高利率保单的负面因素基本消化完毕。

长期保障新单增速下降 26.56pct 至 17.42%，而长期储蓄新单增速则由 8.93% 提升至 44.49%，我们认为这是平安在不同年度和监管环境下的灵活产品策略的体现。

寿险和集团的 EV 增速分别达到 37.8% 和 29.4%，大超市场预期。主要原因是平安的综合投资收益率达到了 7.7%，远高于 5% 的精算假设，对 EV 的正偏差贡献为 8.4%；此外分散效应和运营正偏差分别贡献 5.76% 和 2.47%。

保证保险业务架构重新梳理，费改影响使得所得税率大幅提升

平安财险综合成本率上升 0.3 至 96.2%，其中保证保险的综合成本率近一年变化较大。商车费改后在优质业务的获取上投入了较多资源，费率超过了 15% 的税前扣除标准，所得税率因此大幅上升 12.1pct 至 29.2%。

科技板块进入资本市场收获期，估值可能达到 2100 余亿元

平安好医生，平安医保科技，金融一账通和陆金所能够把控上游流量入口，具有较高行业门槛，大的市场规模，强价值和可复制性的特点。平安的金融科技和健康医疗业务迎来了资本市场的收获期。根据本次年报披露的信息，平安科技业务估值可能达到 2100 余亿元。

行业调整期平安基础管理能力将体现，预计 2018 年价值和利润表现稳定

在今年行业性的结构调整背景下，平安成熟，制式化和精细化的个险队伍管理体制优势将得以体现。预计全年 Nbv 增速为 14.3%，寿险 ev 增速 26.9%，集团 ev 增速 21.6%，净利润增速在 25% 以上，维持买入评级。

风险提示：新保单销售大幅低于预期，股票和利率市场大幅波动

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (亿元)	7125	8909	10108	11939	13995
Yoy	34.94%	25.04%	13.46%	18.11%	17.22%
净利润 (亿元)	623.94	890.88	1124	1438	1864
Yoy	38.00%	42.78%	26.17%	27.96%	29.61%
内含价值 (亿元)	6377	8252	10043	12227	14849
新业务价值 (亿元)	508	674	770	924	1109
PEV	1.95	1.51	1.24	1.02	0.84

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	非银金融/保险
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	68.16 元
目标价格	85.89 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	10,832.66
流通 A 股股本(百万股)	10,832.66
A 股总市值(百万元)	738,354.41
流通 A 股市值(百万元)	738,354.41
每股净资产(元)	25.89
资产负债率(%)	90.95
一年内最高/最低(元)	81.28/34.90

作者

陆韵婷 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517060004
luyunting@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《中国平安-公司点评:健康医疗科技公司业务全解读和对平安市值影响测算》 2018-02-01
- 2 《中国平安-季报点评:新业务价值增速微低于预期，净利润上升通道确定》 2017-11-03
- 3 《中国平安-首次覆盖报告:价值可持续增长的综合金融典范:中国平安》 2017-11-01

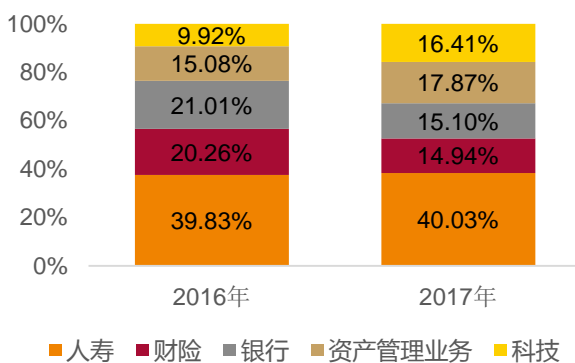
1. 集团净利润略超预期，分红率大幅提升至 30%。

中国平安 2017 年归母净利润为 891 亿元，其中确认平安好医生重组交易的净利润 108.5 亿元，但考虑到到平安 2016 年也确认普惠重组交易的 95 亿元净利润，因此同比 42.8% 的净利润增速能够基本反映公司实际营运情况，该数据略超市场预期。

中国平安归母净利润 42.8% 的增速主要由寿险业务和资产管理业务驱动，寿险的归母净利润为 356.6 亿元，同比增速为 43.5%，而资产管理主要由信托，证券，资管公司，融资租赁和海外控股构成，2017 年净利润达到 159 亿元，同比增速为 69.2%。

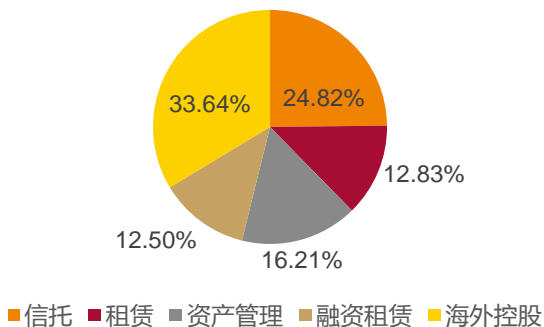
为了剔除短期波动和会计准则变动影响对当期业绩的影响，本次年报平安首次披露公司营运利润。其中寿险，资管，银行，财险和科技业务分别贡献当期母公司运营利润的 55.0%，16.8%，14.2%，14.1% 和 4.0%，资管和科技业务的营运利润贡献占比较之 2016 年分别提升 3.02% 和 8.03%，科技业务扣除一次性因素首次获取正的营运利润。

图 1：业务板块占归母净利润比例：%



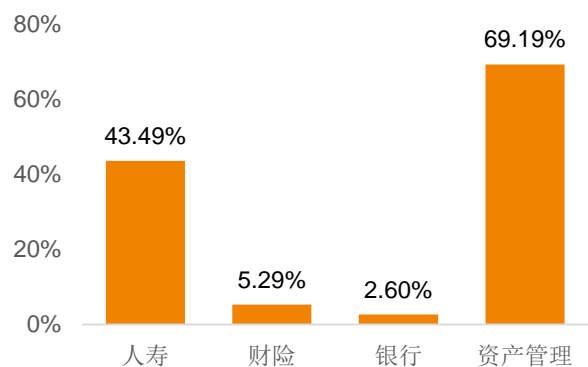
资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 3：资产管理业务归母净利润构成：%



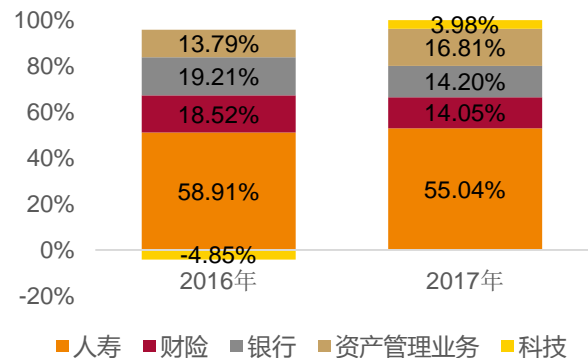
资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 2：业务板块归母净利润同比增速：%



资料来源：公司年报，天风证券研究所

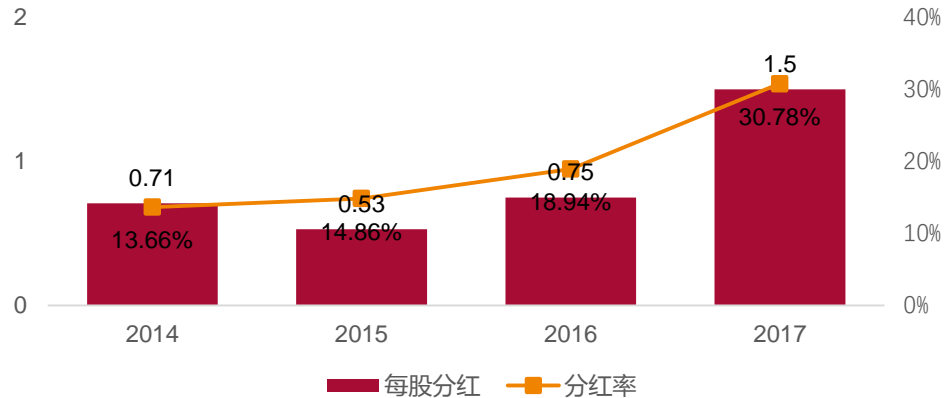
图 4：业务板块占归母营运利润比例：%



资料来源：公司年报，天风证券研究所

随着平安集团净利润和营运利润的增长，以及偿二代下监管指标远超标准，平安 2017 年全年每股股利达到 1.5 元，较之 2016 年翻番，分红率大幅提升至 30.78%。

图 5：中国平安每股股利和分红率情况：元



资料来源：wind, 天风证券研究所

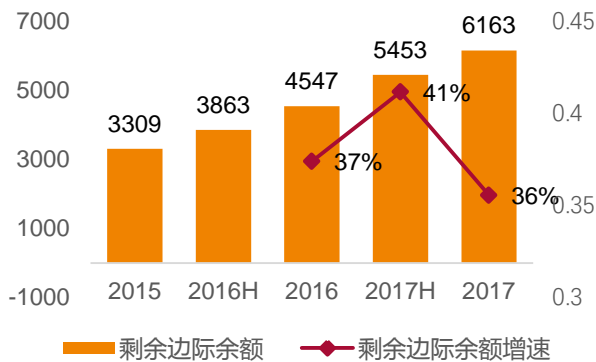
2. 寿险内含价值超预期，高利率保单基本消化完毕

2.1. 寿险营运利润表现良好，单季度主动多计提准备金

平安寿险全年归母净利润增速达到 43.5%，为 356.58 亿元，但四季度单季净利润为 -12.7%，主要原因是在折现率下移压力较小的背景下，公司主动调整存量高利率保单的溢价，使得单季度准备金多计提 140 亿元，占全年多计提准备金规模的 43%。本次溢价调整完毕后，高利率保单的负面因素基本消化完毕。

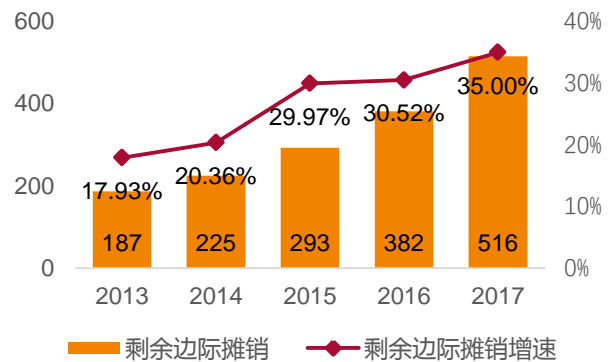
在同比 30.4% 增速的剩余边际摊销和 51.7% 增速的息差（假设投资收益-准备金要求回报）因素推动下，寿险税后营运利润达到了 521 亿元，同比劲增 30.4%。

图 6：平安寿险剩余边际余额及其增速：亿元，%



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 7：平安寿险剩余边际摊销及其增速：亿元，%



资料来源：公司年报，天风证券研究所

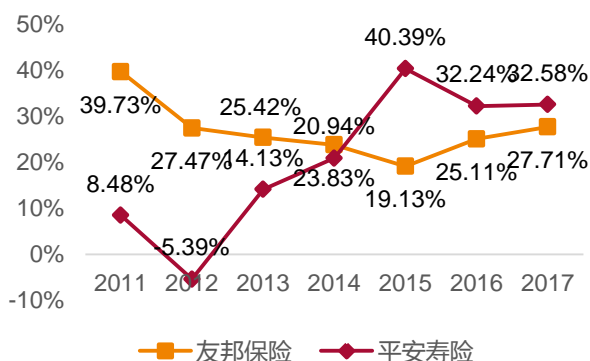
2.2. 新业务价值持续高速增长，长期保障和储蓄保费增速此消彼长

2017 年平安寿险 NBV 增速为 32.6%，符合预期。新业务价值增速主要来自于件均保费（yoy 6.5%）提升和代理人数量（yoy 27.3%）增加，两者对 NBV 增速的解释度分别达到 23% 和 89%。自 2013 年以来，平安寿险 NBV 增速已经连续 5 年保持在 10% 以上，向自上市以来连续 7 年 NBV 增速 2 位数的友邦看齐。

代理人渠道新业务价值率微幅下降 1.46pct 至 49.9%，主要原因是短期储蓄险的占比由 2016 年的 35.6% 提升至 2017 年的 42.6%。但各险种的 margin 均有所上升，长期保障和长期储蓄的 margin 分别上升 4.65pct 和 6.24pct 至 87.6% 和 37.3%。由于 2018 年不存在停售效应，预计随着短期储蓄占比的下降，个险新业务价值率将有所提升；

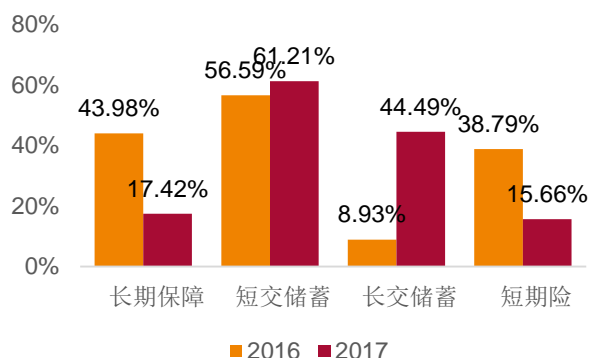
在新保费增速上，长期保障和长期储蓄增速出现此消彼长现象，长期保障新单增速下降 26.56pct 至 17.42%，而长期储蓄新单增速则由 8.93% 提升至 44.49%，我们认为这是平安在不同年度和监管环境下的灵活产品策略的体现。

图 8：平安和友邦新业务价值增速：%



资料来源：wind, 天风证券研究所

图 9：平安个险各品种新保费增速：%



资料来源：公司年报，天风证券研究所

2.3. 高投资收益使平安内含价值超市场预期

平安寿险和集团的 EV 增速分别达到 37.8% 和 29.4%，大超市场预期。EV 增速超预期主要原因是平安的综合投资收益达到了 7.7%，远高于 5% 的精算假设，对 EV 的正偏差贡献为 8.4%；此外分散效应和运营正偏差分别对 EV 正贡献了 5.76% 和 2.47%。

在新业务价值，运营正偏差和分散效应的共同推动下，平安寿险的 ROEV 达到 35.5%，在行业内遥遥领先。

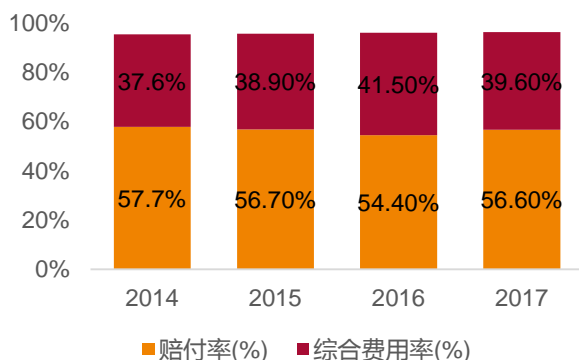
3. 保证保险业务架构重新梳理，费改影响使得所得税率大幅提升

平安财险 2017 年费用率下降 1.9%，赔付率上升 2.2%，综合成本率上升 0.3 至 96.2%，其中车险，企财险，责任险的综合成本率分别下降 0.68pct，18.06pct 和 1.55pct 至 97.5%，82.8% 和 91.2%，但保证保险的综合成本率近一年变化较大，年中上升 24.61pct 至 91.47%，下半年下降 2.87% 至 88.60%，财险和普惠合作模式值得关注；

2017 电销和网销的销售占比下滑 8.26pct 至 27.28%，和二次费改后各渠道保费趋同有关，但仍然是当前平安财险最重要的销售渠道，交叉销售占比提升 1.47pct 至 18.15%，协同效应继续发酵，代理渠道发展迅速，保费达到 320 亿元，同比增速为 88.4%。

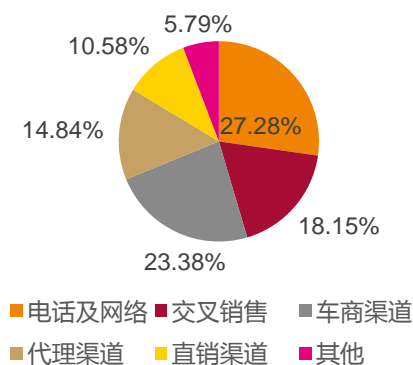
商车费改后平安在优质业务的获取上投入了较多资源，费率超过了 15% 的税前扣除标准，所得税率因此由 2016 年的 17.1% 大幅升至 2017 年的 29.2%。

图 10：平安财险费用率和赔付率情况



资料来源：wind, 天风证券研究所

图 11：平安财险 2017 年渠道销售占比：%



资料来源：wind, 天风证券研究所

4. 科技板块进入资本市场收获期，估值可能达到 2100 余亿元

除了帮助公司获取客户流量，提高内部运营效率外，平安好医生，平安医保科技，金融一账通和陆金所具有能够把控上游流量入口，具有较高行业门槛，大的市场规模，强价值和可复制性的特点。平安的金融科技和健康医疗业务迎来了资本市场的收获期。

2018 年 1 月平安好医生已经率先向香港联交所递交上市申请，其他子版块也将择机启动上市流程。本次年报平安首次披露三大科技子公司当前的估值，其中平安好医生估值 54 亿美元，医保科技价值 88 亿美元，金融壹账通估值 74 亿美元。如果参照用 1 月 20 日《香港经济日报》报道的陆金所估值和各板块拟筹资规模进行计算，在四大子公司全部上市的前提下，平安科技业务的估值可能将达到 2172 亿元人民币，当前其净资产为 378 亿元。

表 1：平安科技子版块估值情况：百万元

科技子版块	平安持股比例	预计估值	备注
平安好医生	46.20%	12834	年报披露估值其估值为 54 亿美元,新闻报道筹资规模 78 亿港币
医保科技	70.00%	34440	年报披露其估值为 88 亿美元，新闻报道筹资规模 78 亿港币
金融一账通	44.30%	18167	年报披露其估值为 74 亿美元，新闻报道筹资规模 78 亿港币
陆金所	43.76%	151760	新闻报道其估值可能达到 600 亿美元，其中筹资 390 亿港币
合计估值		217201	

资料来源：：公司年报，香港经济日报，天风证券研究所

5. 行业调整期平安的基础管理能力将得以体现，预计 2018 年价值和利润指标表现稳定

2017 年 4 月 1 日对中短存续产品进行限制的 260 号文正式生效，同年 10 月 1 日 134 号文也正式落地，快返产品自此停售。受上述产品停售效应的影响，2017 年全年新单保费的基数很高，再叠加利率上升中后期阶段储蓄类保险收益率吸引力下降等因素，2018 年行业新单保费增速放缓将不可避免。在这种行业性的结构调整背景下，公司过往的积累和基础将是关键因素，平安成熟，制式化和精细化的个险队伍管理体制优势将得以体现。

我们认为长期保障产品具有“刚需”属性，2017 年平安的增速有望达到 25%，并保持 88% 左右的高新业务价值率；储蓄类产品受返还时间延长以及期交比例提升的影响，价值率将略有小幅上升，如果假设储蓄产品新单增速下降至 -15%，全年平安新业务价值增速仍然可以达到 14.3%，保持两位数以上增长。

寿险 ROEV 增速=期初预期回报占比+新业务占期初内含价值比例+分散效应贡献+营运偏差贡献=9%+15.23%+5%+1%=30.23%，扣除分红等因素，预计 2018 年寿险 ev 增速为 26.9%，集团内含价值增速为 21.7%。

表 2：平安 2018 年 NBV 测算：百万元

首年保费	2016	2017	2018	2016YOY	2017YOY	2018 YOY
长期保障	45,637	53,588	66985	43.98%	17.42%	25%
其余产品	90,085	117,959	100265	33.63%	30.94%	-15%
总和	135,722	171,547	167250	36.94%	26.40%	-2.50%
新业务价值率	2016	2017	2018			
长期保障	82.93%	87.58%	88%			
其余产品	14.38%	17.31%	18%			
新业务价值	2016	2017	2018E			
长期保障	37848	46933	58947			
其余产品	12957	20424	18048			
总和	50805	67357	76995			

资料来源：公司年报，天风证券研究所

在净利润上，我们看好在准备金释放下寿险 2018 年净利润 50%以上的正增长，但考虑到好医生重组交易的 108.5 亿元基数原因，我们预计 2018 年平安净利润能保持 25%以上的正增长。当前对应 2018 年 PEV 估值 1.24 倍，维持买入评级。

财务预测摘要

人民币亿元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	人民币元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
利润表						每股指标					
营业收入	712453	890882	1010834	1193898	1399525	每股收益	3.41	4.87	6.15	7.87	10.20
已赚保费	441620	572786	676977	811409	956384	每股净资产	20.98	25.59	31.79	40.23	51.23
银行业务利息净收入	78138	74885	79741	87628	96980	每股内含价值	34.89	45.14	54.94	66.89	81.23
非保险业务手续费及佣金	35467	37808	41759	45286	49504	每股新业务价值	2.78	3.68	4.21	5.05	6.07
投资收益	137844	109678	109679	109680	109681	估值指标					
其他业务收入	42318	46138	59271	67447	82058	P/E	19.97	13.99	11.08	8.66	6.68
营业支出	619085	756124	842612	978722	1120831	P/B	3.25	2.66	2.14	1.69	1.33
退保金	16050	20519	22103	25483	35382	P/EV	1.95	1.51	1.24	1.02	0.84
赔款支出	140236	159290	189597	212437	248264	VNBX	11.97	6.25	3.14	0.25	-2.16
提取保险责任准备金	149613	220034	205109	245521	278795	盈利能力					
保单红利支出	11236	13129	16837	19412	22516	ROE	16.27%	19.04%	19.34%	19.56%	19.91%
营业税金及附加	9268	114559	136215	163536	178766	ROA	1.12%	1.10%	1.20%	1.32%	1.47%
手续费及佣金支出	78742	114559	136215	163536	178766	ROAE	17.39%	20.93%	21.43%	21.85%	22.30%
业务及管理费用	129997	139688	167513	193146	226814	ROAA	0.91%	0.87%	1.02%	1.22%	1.47%
资产减值损失	48894	48844	43684	43684	43759						
利润总额	93368	134758	168222	215175	278693						
净利润	72368	99978	126142	161408	209199						
减：少数股东权益	9974	10890	13740	17581	22787						
所属公司股东净利润	62394	89088	112402	143827	186412						
资产	5576903	8120358	9373986	10898153	12661808						
货币资金	569683	829498	957557	1113251	1293409						
定期存款	189950	276580	319279	371192	431263						
交易类金融资产	153963	224181	258790	300868	349558						
可供出售	537241	782260	903026	1049854	1219753						
持有到期	1009714	1470214	1697187	1973141	2292456						
其他可投资资产	142389	207328	239336	278251	323280						
投资资产	2602940	3790061	4375174	5086558	5909718						
非投资资产	2973963	4330297	4998811	5811595	6752089						
负债	5090442	7526874	8636702	9965196	11473732						
准备金负债	1154056	1391054	1596163	1841684	2120479						
应付保单红利	39216	47269	54239	62582	72056						
保户储金及投资款	472557	569602	653589	754124	868283						
其他负债	3424613	4127895	4736548	5465121	6292434						
股本	18280	18280	18280	18280	18280						
资本公积	122510	127836	138837	159302	184039						
其他综合收益	18562	18562	18562	18562	18562						
盈余公积	11366	20275	31515	45898	64539						
归属于母公司股东权益	383449	467809	581158	735396	936491						
少数股东权益	103012	125675	156126	197561	251585						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com