

2017 年 10 月 30 日

中国平安 (601318.SH)

金融科技双轮驱动，量能双升浮盈大增

■事件：根据三季报，中国平安 2017 年前三季度实现归属于母公司净利润 663 亿元，同比增长 17%，剔除 2016 年上半年普惠重组利润 94 亿元影响，同比大幅增长 41%，新业务价值达到 537 亿元，同比增速达到 35%。前三季度代理人量能双升、投资端表现突出带来的业绩快速增长是公司利润增长的主要驱动力。我们认为公司 2017 年前三季度核心边际变化包括：(1) 代理人规模同比提升 27%，人均每月首年规模保费同比提升 10%，推动个险保费同比增速 38%，承保端结构持续优化带动寿险业务净利润同比大增 55%；(2) 总投资收益率及净投资收益率较之上半年均提升 0.5 个百分点，其他综合收益达到 178 亿元，浮盈大幅增加；(3) “金融+科技”双轮驱动，客户迁徙提升价值。

■代理人量能双升，新业务价值高速增长。2017 年前三季度公司寿险业务实现净利润 356 亿元（占比 47%，YoY+55%），实现规模保费 3819 亿元（YoY+29%）。前三季度公司寿险新业务价值达到 537 亿元，同比增速达到 35%，我们认为新业务价值主要驱动因素为个险渠道代理人量能双升，截至三季度末公司营销员规模达到 143 万人（YoY+27%），人均每月首年规模保费 9702 元，同比增长 10%，推动个险新单保费同比增速达到 38%。我们认为产能提高将带动营销员收入增长，继而进一步催化营销员数量提升，预计 2017 年营销员数量同比增速将在 30% 左右，全年新业务价值同比增速 40% 左右。

■产险综合成本率优于行业。2017 年前三季度公司产险业务实现净利润 103 亿元（占比 15%），实现保费收入 1575 亿元（YoY+23.6%，太保 YoY+9%），其中车险保费收入同比提升 16%（占比 77%），为产险保费主要驱动力，与此同时公司产险业务综合成本率为 96.1%，盈利能力优于行业，预计 2017 年全年公司综合成本率将在 96% 左右。

■投资端表现突出，浮盈大幅提升。2017 年前三季度公司投资资产达到 2.3 万亿元，较年初增长 17%，实现投资收益 992 亿元（YoY+18%，国寿 YoY+17%/太保 YoY+9%/新华 YoY+7%），总投资收益率 5.4%（QoQ+0.5pt，国寿 5.12%/新华 5.2%），净投资收益率 5.5%（QoQ+0.5pt），投资端表现突出。

(1) 蓝筹股及国债配置提升投资端业绩。我们认为 2017 年前三季度公司投资端表现较好的主要原因为三季度市场环境较好（上证综指+6%，深证成指+8%），蓝筹股表现强劲，以及公司结合利率走势提升国债等优质固收类资产配置等。此外截至 2017 年三季度末公司其他综合收益达到 178 亿元（去年同期-59 亿元，中报 99 亿元），浮盈实现大幅增加，预计 2017 年全年公司净投资收益率将维持在 5.6% 左右，总投资收益率将在 5.8% 左右。

(2) 预计蓝筹股及国债资产配置将进一步提升。一方面，2017 年 9 月平安人寿通过二级市场增持实现对工商银行的举牌，我们预计随着 2017 年 4 月 IFRS9 在中国落地，以及未来新会计准则实施之后，公司或将更加注重分红较高、估值相对便宜的蓝筹股投资；另一方面，2016 年 10 月以来中债国债十年期到期收益率波动上行，2017 年 10 月以来提升了 20bp，预计未来公司将更加注重以国债为代表的固收类资产。

■准备金补提比例下降，预计拐点将在四季度。2017 年前三季度公司补提寿险及长期健康险责任准备金 182 亿元（国寿补提 177 亿元），在利润总额中的占比为 18%（YoY-2pt）。预计中债国债十年期到期收益率 750 日移动平均将在 2017 年四季度迎来 3.11% 左右的拐点，寿险利润未来将逐步释放。

■综合金融布局零售，金融科技百花齐放。

(1) 平安银行零售业务大增，转型成效显著。2017 年前三季度公司银行业务贡献净利润 111 亿元（占比 16%，YoY+2%）。平安银行零售业务实现净利润 125 亿元，同比大增 94%，占比达到 65%（YoY+30pt），管理个人客户资产突破万亿元（YoY+28%）。

(2) “金融+科技”双轮驱动，各业务快速发展。平安致力于“金融+科技”双轮驱动，2017 年前三季度公司金融科技业务贡献净利润 6.7 亿元。陆金所控股持续快速增长，财富管理业务资产管理规模达到 4762 亿元（YoY+21%）；金融壹账通搭建金融生态圈，新增同业交易规模 6.64 万亿元；平安好医生用户数超 1.7 亿，月活跃用户数峰值超 2000 万。

(3) 个人客户规模稳增，客户迁徙提升价值。2017 年前三季度公司平安集团个人客户总量达到 1.5 亿（YoY+22%），其中持有多家子公司合同客户数超过 4000 万（YoY+44%），占比达到 27%（YoY+4pt），与此同时互联网用户规模达到 4.3 亿（YoY+27%），客户迁徙与转化是推动集团整体发展的关键因素之一，未来随着客户迁徙不断深入，以及个人客户与互联网用户的不断增加，公司价值将持续提升。

■投资建议：增持-A 投资评级。预计中国平安 2017-2019 年归母净利润同比增速达到 18%、25%、22%，EPS 分别为 4.04 元、5.03 元、6.12 元，根据分拆上市估值法计算，6 个月目标价为 70 元。

■风险提示：政策风险/市场风险/利率风险

摘要(百万元)	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
寿险保费收入	252,730	303,276	355,274	461,856	577,320	692,784
财险保费收入	143,150	177,152	177,908	213,490	249,783	294,744
归属于母公司净利润	39,279	54,203	62,394	73,766	91,939	111,921
每股收益(元)	4.93	2.98	3.41	4.04	5.03	6.12
每股净资产(元)	31.68	18.28	20.98	24.86	28.60	33.75
市盈率	12.97	21.45	18.73	15.84	12.71	10.44
市净率	2.02	3.50	3.05	2.57	2.24	1.89

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

保险

投资评级 增持-A

调低评级

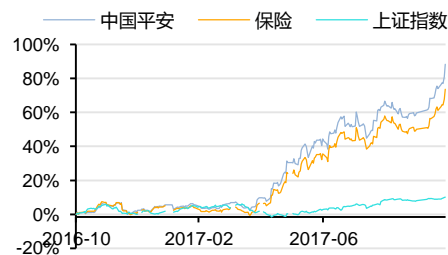
6 个月目标价：70 元

股价 (2017-10-27) 63.93 元

交易数据

总市值(百万元)	1,168,655.83
流通市值(百万元)	692,532.24
总股本(百万股)	18,280.24
流通股本(百万股)	10,832.66
12 个月价格区间	34.61/63.93 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	17.25	18.17	79.37
绝对收益	19.27	23.19	89.44

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004

zhaoxh3@essence.com.cn

021-35082987

贺明之

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517060001

hemz@essence.com.cn

021-35082968

马琦

报告联系人

maqi@essence.com.cn

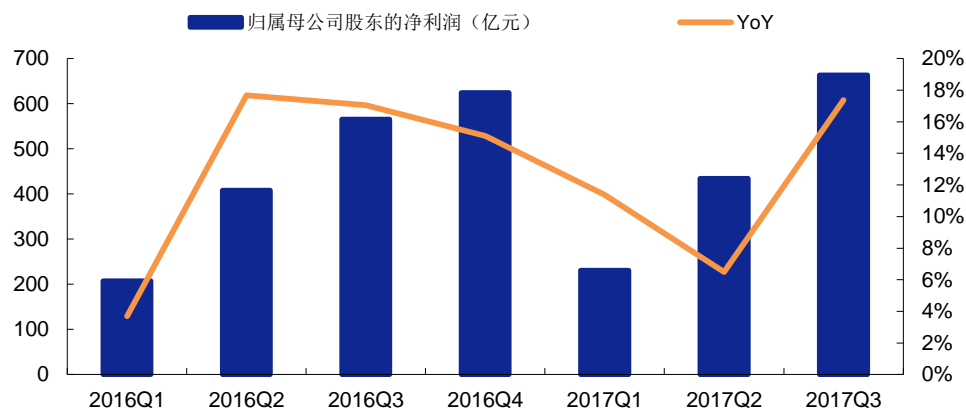
021-35082773

相关报告

中国平安：零售客户量价齐升，科技金融价值聚变/赵湘怀	2017-08-18
中国平安：消费金融时代的零售金融王者/赵湘怀	2017-07-12
中国平安：互联网提升质与量，成就零售金融之王/赵湘怀	2017-03-23
中国平安：寿险新业务价值保持高增长/赵湘怀	2016-10-30
中国平安：个险增长引领	

事件：根据三季报，中国平安 2017 年前三季度实现归属于母公司净利润 663 亿元，同比增长 17%，剔除 2016 年上半年普惠重组利润 94 亿元影响，同比大幅增长 41%，新业务价值达到 537 亿元，同比增速达到 35%。前三季度代理人量能双升、投资端表现突出带来的业绩快速增长是公司利润增长的主要驱动力。

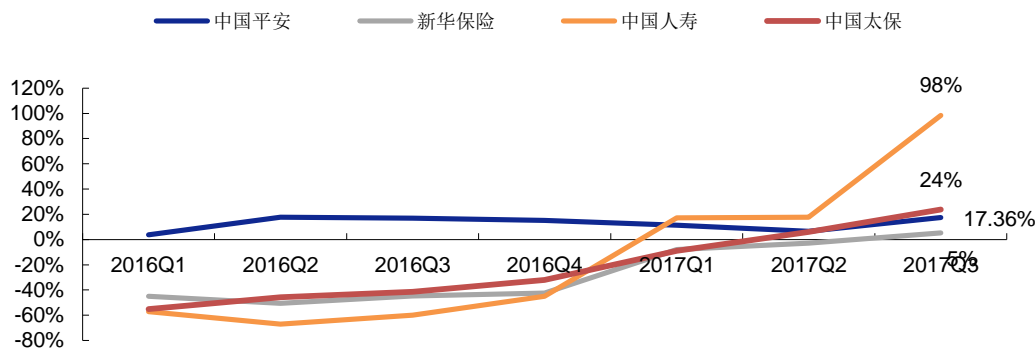
图 1：归母净利润同比高增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

从三季度上市险企利润同比增速对比来看，三季度上市险企均有不同程度回暖，我们认为主要原因在于投资收益增加、承保端业务结构优化等。

图 2：2017 年 Q3 上市险企归母净利润均回暖



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1. 代理人量能双升，新业务价值高速增长

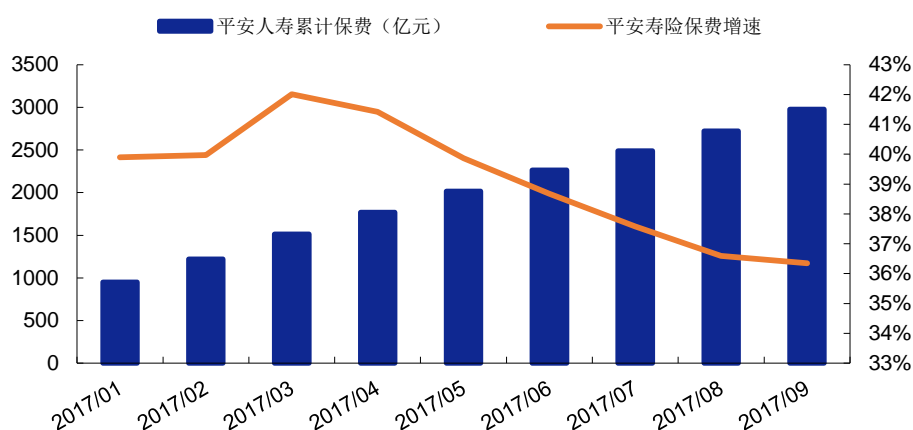
2017 年前三季度寿险及健康险业务净利润贡献占比达到 56%，是推动净利润同比稳定增长的主要因素。

表 1：2017 年前三季度分版块利润

单位：亿元	2017 年 1-9 月	占比	2016 年 1-9 月	2017YoY
寿险及健康险业务	369	56%	235	57%
财产保险业务	104	16%	105	-1%
银行业务	111	17%	109	2%
资产管理业务	101	15%	74	37%
金融科技业务	6.75	1%	76	-91%
其他业务及合并抵消	-29	-4%	-33	-13%
集团合并	663	100%	565	17%

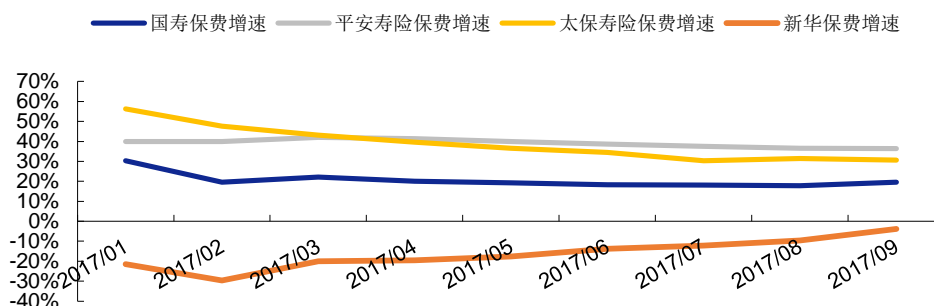
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2017 年前三季度公司实现规模保费 3819 亿元(YoY+29%)，寿险原保险保费增速达到 36%，保费同比增速维持较为稳定态势。

图 3：寿险保费同比高增长


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

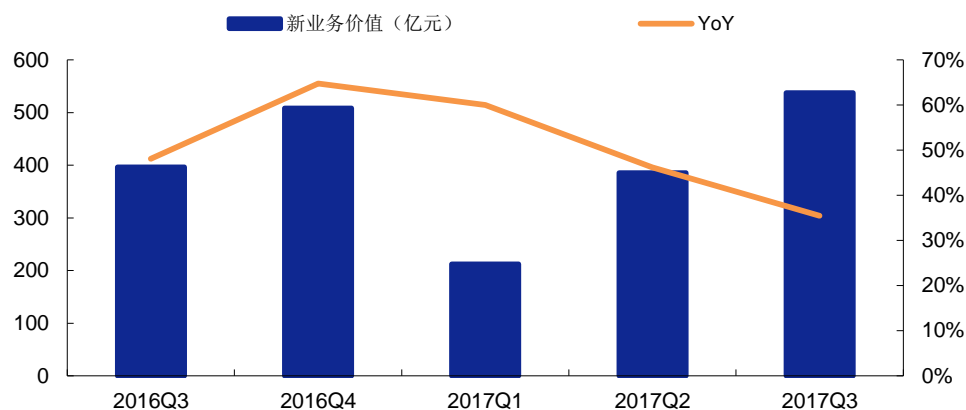
从上市险企寿险保费整体来看，四家上市险企原保险保费收入同比增速均稳中向好。

图 4：上市险企寿险保费同比增速稳中向好


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

前三季度公司寿险新业务价值达到 537 亿元，同比增速达到 35%，我们认为新业务价值主要驱动因素为个险渠道代理人量能双升，截至三季度末公司营销员规模达到 143 万人 (YoY+27%)，人均每月首年规模保费 9702 元，同比增长 10%，推动个险新单保费同比增速达到 38%。我们认为产能提高将带动营销员收入增长，继而进一步催化营销员数量提升，预计 2017 年营销员数量同比增速将在 30% 左右，全年新业务价值同比增速 40% 左右。

图 5：新业务价值同比稳定提升

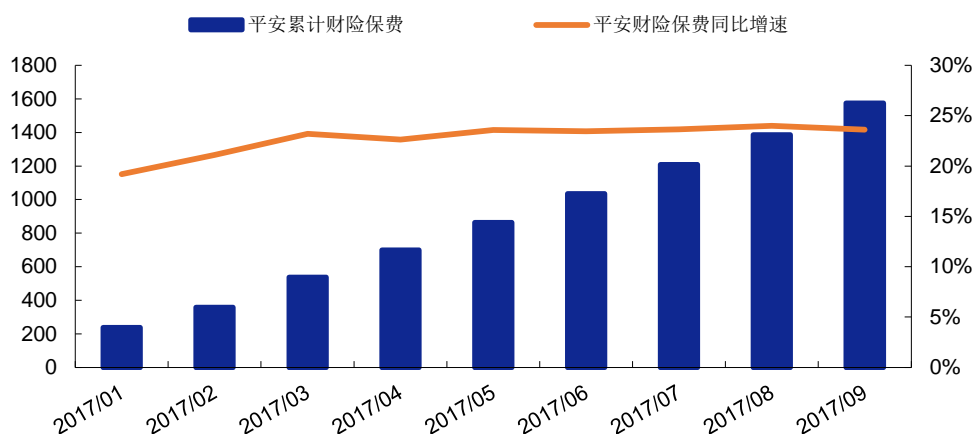


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 产险综合成本率优于行业

2017 年前三季度公司产险业务实现净利润 103 亿元 (占比 15%)，实现保费收入 1575 亿元 (YoY+23.6%)，其中车险保费收入同比提升 16% (占比 77%)，为产险保费主要驱动力。

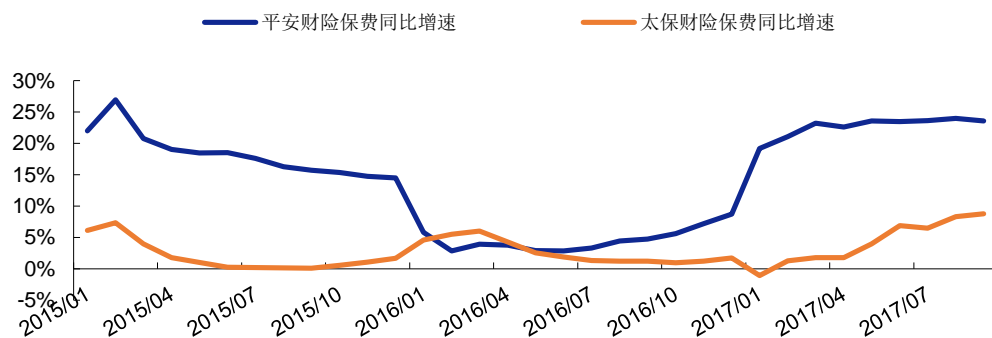
图 6：财险保费同比增速维持稳定



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

从上市险企产险整体表现来看，2017 年以来产险保费同比增速均维持稳中有升态势。

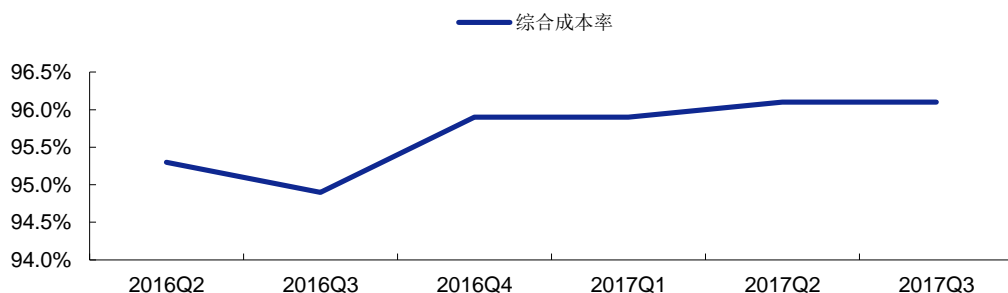
图 7：上市险企产险保费同比增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2017 年前三季度产险业务综合成本率为 96.1%，盈利能力优于行业，预计 2017 年全年公司综合成本率将在 96%左右。

图 8：综合成本率较为稳定

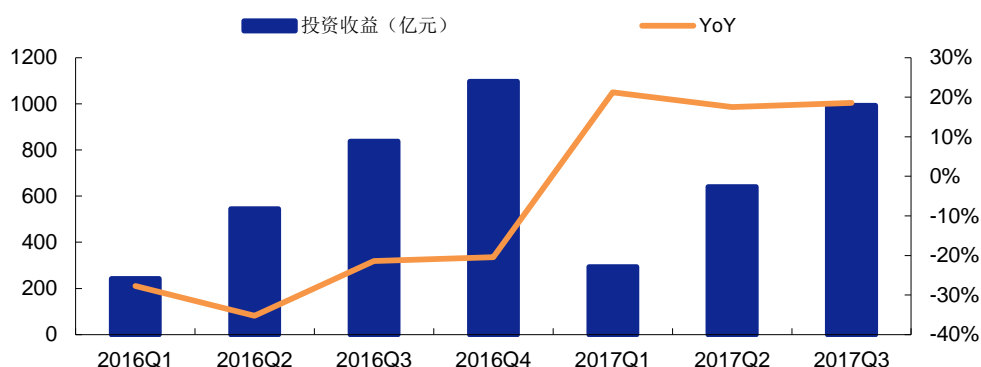


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 投资端表现突出，浮盈大幅提升

2017 年前三季度公司投资资产达到 2.3 万亿元，较年初增长 17%，实现投资收益 992 亿元（YoY+18%），总投资收益率 5.4%（QoQ+0.5pt），净投资收益率 5.5%（QoQ+0.5pt），投资端表现突出。

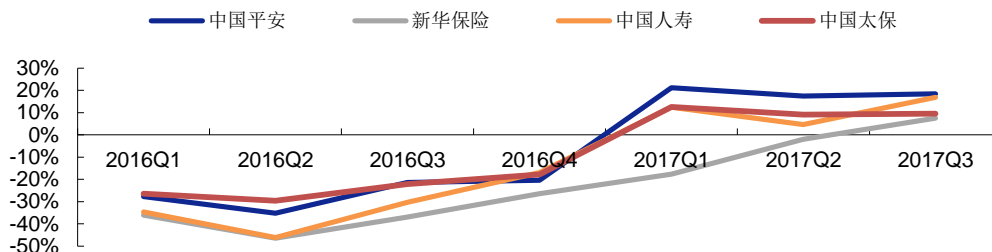
图 9：投资收益维持稳步提升



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2017 年前三季度上市险企投资收益均逐渐回暖，截至三季度末，投资收益同比增速均为正。

图 10：上市险企投资收益同比增速稳升



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 个人客户规模稳增，客户迁徙提升价值

2017 年前三季度公司平安集团个人客户总量达到 1.5 亿 (YoY+22%)，其中持有多家子公司合同客户数超过 4000 万 (YoY+44%)，占比达到 27% (YoY+4pt)，与此同时互联网用户规模达到 4.3 亿 (YoY+27%)，客户迁徙与转化是推动集团整体发展的关键因素之一，未来随着客户迁徙不断深入，以及个人客户与互联网用户的不断增加，公司价值将持续提升。

表 2：客户和用户规模稳步提升（截至 2017 年三季度）

单位：万	2017Q3	2016Q3	YoY
个人客户数	15,296	12,487	23%
其中：			
同时持有多家子公司合同	4,152	2,876	44%
互联网用户数	42,978	33,744	27%
其中：			
APP 用户	31,205	22,225	40%
月活跃用户	6,363	5,254	21%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						资产负债表					
(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	619,990	712,453	823,750	951,011	1,290,105	投资资产					
已赚保费						产-定期存款	283,221	336,955	405,755	490,745	592,436
费	349,846	441,620	589,010	692,387	948,027	投资资产					
提取未到期责任准备金	10,079	10,170	7,945	7,818	12,984	产-债券	1,062,080	1,263,581	1,394,784	1,686,934	2,036,498
投资收益及公允价值变动	137,969	113,509	170,264	165,696	198,318	产-其他固定到期日投资	61,955	73,709	88,759	107,350	129,595
其他收入	122,096	147,154	56,532	85,109	130,776	投资资产					
营业支出	527,043	619,085	695,769	804,665	1,109,407	产-权益投资	265,520	315,895	380,396	460,073	555,409
退保金	16,578	16,050	30,052	36,062	32,588	产-基建投资	17,701	21,060	25,360	30,672	37,027
赔付支出	118,125	140,236	182,593	228,488	331,809	投资资产					
提取保险责任准备金	140,108	149,613	179,648	214,640	312,849	产-现金及其他等价物	79,656	94,769	240,917	291,380	351,759
保单红利支出	8,455	11,236	16,475	13,314	18,061	产-其他资产	70,805	84,239	101,439	122,686	148,109
保险业务手续费及佣金支出	50,633	78,742	60,103	57,699	79,002	投资资产					
业务及管理费	112,737	129,997	138,237	151,460	207,381	产-其他资产	70,805	84,239	101,439	122,686	148,109
资产减值损失	36,548	48,894	36,170	39,536	55,454	投资资产					
其他支出	43,859	44,317	52,492	63,467	72,262	产-其他资产	70,805	84,239	101,439	122,686	148,109
营业利润	92,947	93,368	127,981	146,345	180,698	发放贷款及垫款	52,092	64,634	65,250	76,342	89,320
营业外收支	393	359	415	507	609	其他资产	3,185,163	3,406,301	3,923,757	4,490,727	5,139,995
利润总额	93,413	94,411	129,178	147,693	182,222	资产合计	5,007,389	5,576,903	6,524,977	7,634,223	8,932,040
所得税费用	28,235	22,043	40,304	36,923	47,378	准备金	915,566	1,058,844	1,261,287	1,475,643	1,725,602
净利润	65,178	72,368	88,875	110,770	134,844	保户储金及投资款	410,365	472,557	585,701	689,631	804,598
每股数据	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	其他负债	3,267,887	3,559,041	4,123,423	4,831,199	5,649,295
每股净资产	18.3	21.0	24.9	28.6	33.7	负债合计	4,593,818	5,090,442	5,970,411	6,996,472	8,179,495
每股盈利	3.0	3.4	4.0	5.0	6.1	归属母公司所有者权益	334,248	383,449	454,448	522,842	616,909
每股内涵价值	30.2	34.9	39.4	45.9	54.6	少数股东权益	79,323	103,012	100,117	114,908	135,636
估值水平						股东权益合计	413,571	486,461	554,566	637,750	752,545
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	内含价值					
P/B	3.50	3.05	2.57	2.24	1.89	期末内涵价值	551,514	637,702	719,575	839,851	997,398
P/E	21.45	18.73	15.84	12.71	10.44	经调整净资产	318,194	407,340	448,253	517,995	614,490
P/EVPS	2.12	1.83	1.62	1.39	1.17	有效业务价值	206,485	230,362	271,322	321,856	382,908
						一年新业务价值	30,838	50,805	81,288	110,552	147,034

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵湘怀、贺明之声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	巢莫雯		

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034