

2018年03月21日

中国平安 (601318.SH)

保险龙头聚焦零售，金融科技提升价值

■事件：中国平安 2018 年实现归属于母公司净利润约 890 亿元，同比增长约 42%，新业务价值同比增长约 32%，公司 2017 年全年每股股息 1.5 元 (YoY+100%)。我们认为公司 2017 年核心边际变化包括：(1) 承保端持续改善，代理人规模同比提升 25%，人均每月首单规模保费同比提升 7%，推动个险新单同比增速 34%；(2) 股票投资收益大增推动总投资收益率达到 6%；(3) 2017 年每股股息 1.5 元，较之去年同期翻番，且公司高比例分红有望持续；(4) 金融科技发展迅速，对外融资提升公司价值；(5) 聚焦零售业务，集团个人业务净利润达 589 亿元，同比增长 44%，占公司归属于母公司股东的净利润 66.2%。

■个险业务高速增长，回归保障死差稳增。2017 年公司寿险及健康险业务贡献归母净利润 356 亿元 (占比 40%，YoY+43%)，平安寿险实现保费收入 3689 亿元 (YoY+34%，市场份额 14%，较之 2016 年+1.5 个百分点)。公司寿险新业务价值达到 673 亿元，同比增速达到 32%，我们认为新业务价值增长的主要驱动因素是个险高速增长和产品结构持续优化。

(1) 营销员规模稳增长，产能提升优势凸显。2017 年公司营销员数量同比增长 25%，达到 138 万人，营销员首单规模保费达到 8373 元，同比增长 7%，使得全年个险新单保费增速达到 34%。产能的提高带动营销员收入增长，2017 年营销员收入达到 6250 元/人均每月，同比增长 4%。受到保监会 134 号文等因素的影响，2018 年保险业开门红新单保费增速承压会使得营销员收入下滑，进而使得脱落率提高，倒逼保险公司个险业务更加依赖营销员产能提高而非人数增长，中国平安人均产能更高，将更具竞争优势。预计 2018 年公司营销员规模增速能够达到 10%，个险新单同比增速约 13%，新业务价值同比增速约 5%。

(2) 产品回归保障，剩余边际释放。2017 年公司个险渠道长期保障产品新业务价值率 87.6%，显著高于其他类型产品，新业务价值中长期保障型业务占比达到 31%，推动整体新业务价值率 39.3%，同比提高约 2 个百分点。在新业务价值的推动下 (1684 亿元) 寿险及健康险业务剩余边际余额达到 6163 亿元，未来剩余边际长期稳定释放。

■产险市场份额提升，盈利能力维持稳定。2017 年公司实现保费收入 2159 亿元 (YoY+21%，市场份额 20.5%，较之 2016 年+1.3 个百分点)，其中车险保费收入同比提升 14% (占比 78%)。产险业务综合成本率为 96.2%，盈利能力维持稳定。商用车费改会带来车险市场向龙头集中，预计 2018 年公司综合成本率 96%左右。

■股票投资收益大增是投资收益率改善的主因。2017 年公司投资资产达到 2.4 万亿元 (YoY+22%)，总投资收益率 6% (YoY+0.7 百分点)，净投资收益率 5.8%。我们认为 2017 年公司投资收益率改善的主要原因是股票投资收益增加，而不是利率上行带来的协议存款和债券收益增加。2017 年公司可供出售金融资产公允价值变动达 376 亿，较之去年同期 158 亿的亏损大幅好转。

■内含价值增长主要由新业务价值和投资收益贡献。2017 年平安寿险及健康险内含价值同比提升 37%，其中新业务价值在内含价值增量中占比 49%，投资回报差异则占比 22%，是内含价值大幅提升的主要原因。与新业务价值相比，预期回报等因素增长具有相对确定性，因此内含价值增速的边际变化主要受到新业务价值增速边际变化的影响。考虑到 2018 年开门红销售承压，我们预计公司 2018 年内含价值增速维持在 15%左右。

■聚焦零售业务，客户价值持续提升。公司持续聚焦零售业务，2017 年个人业务实现净利润 589 亿元，同比增长 44%，占集团归母净利润的 66%。一是公司个人客户数量持续增长，截至 2017 年底集团整体客户数 1.66 亿，较年初增长约 26%；二是客户结构持续优化，2017 年客户中中产及以上的占比达到 65%，个人客户在经济发达地区占比达到 70%，公司客户平均年龄为 37.8 岁 (2016 年为 38.1 岁)，未来价值增长潜力较大；三是客户价值持续提升，在交叉销售和客户迁徙的推动下，客均合同数较年初增长 5%，客均利润同比增长约 14%。

■综合金融全面布局，经营稳健。平安银行零售业务净利润同比大增 68%，APP 月活跃客户数达到 1482 万，在股份制银行中排名前列。信托公司虽然管理规模微降至 6527 亿元，但管理费率的提升和投资收益的增长使得归属于母公司股东净利润同比增长 70%。证券公司 ROE 达行业均值的 1.3 倍，表现优于行业，经纪客户规模与活跃度持续提升，互联网经纪客户数同比提升 29%。

■金融科技构建生态圈，对外融资增长价值。公司依托人工智能、云技术等五大领先技术打造金融、医疗健康等五大生态圈。2017 年公司金融科技业务贡献净利润 146 亿元 (占比 16%，YoY+136%)，主要原因为陆金所 2017 年实现盈利，且公司确认平安好医生重组交易利润 108 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 4616 亿元 (YoY+5%)；金融壹账通完成首次融资，融资规模 6.5 亿美元，投后估值达到 74 亿美元；平安好医生完成首次公开发行股票前融资，融资规模 4 亿美元，投后估值达到 54 亿美元，平安好医生累计为超过 1.9 亿用户提供医疗服务；而平安医保科技也已完成首次融资，融资规模 11 亿美元，投后估值达到 88 亿美元。

■2018 年准备金释放将使寿险公司利润持续增长。2017 年公司补提寿险及长期健康险责任准备金约 321 亿元，我们预计 750 日移动平均国债收益率曲线将在 2018 年一季度迎来 3.25%左右的拐点，准备金将进入释放周期。2018 年保险公司开门红负增长会对全年保费增长形成压力，但准备金的释放将使得净利润仍持续增长。

■投资建议：维持-A 投资评级。预计中国平安 2018-2020 年归母净利润同比增速达到 25%、20%、16%，EPS 分别为 6.09 元、7.33 元、8.51 元，根据分拆上市估值法计算，6 个月目标价为 98 元。

■风险提示：保障型产品销售不佳/营销员产能下滑/股票投资大幅亏损/金融科技发展缓慢

摘要(百万元)	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
寿险保费收入	303,276	355,274	475,895	594,869	713,843	856,611
财险保费收入	177,152	177,908	215,984	252,701	298,188	348,879
归属于母公司净利润	54,203	62,394	89,088	111,381	134,042	155,631
每股收益(元)	2.98	3.41	4.87	6.09	7.33	8.51
每股净资产(元)	18.28	20.98	25.89	30.32	34.87	40.09
市盈率	24.86	21.71	15.20	12.16	10.10	8.70
市净率	4.05	3.53	2.86	2.44	2.12	1.85

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

保险

投资评级 买入-A

调高评级

6 个月目标价：98 元

股价 (2018-03-20) 74.09 元

交易数据

总市值(百万元)	1,354,383.09
流通市值(百万元)	802,592.11
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	35.51/78.76 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.69	0.11	110.15
绝对收益	7.55	0.2	111.38

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

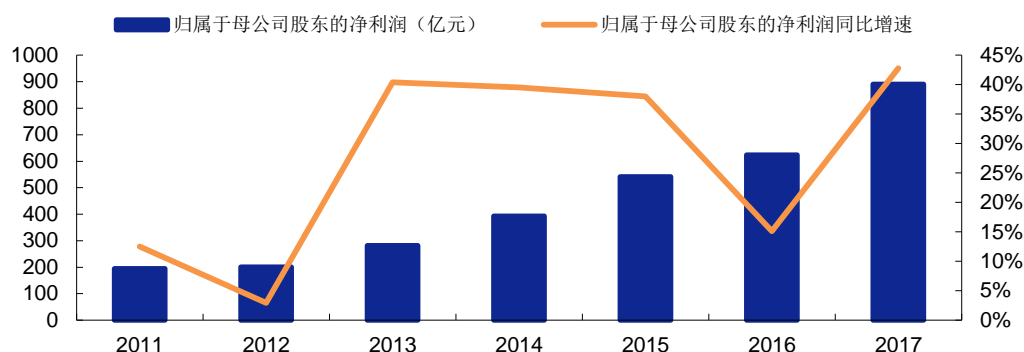
maqi@essence.com.cn
021-35082773

相关报告

中国平安：科技提升金融价值，输出四大生态圈/赵湘怀	2017-11-21
中国平安：金融科技双轮驱动，量能双升浮盈大增/赵湘怀	2017-10-30
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

事件：中国平安 2018 年实现归属于母公司净利润约 890 亿元，同比增长约 42%，新业务价值同比增长约 32%，公司 2017 年全年每股股息 1.5 元 (YoY+100%)。我们认为公司 2017 年核心边际变化包括：(1) 承保端持续改善，代理人规模同比提升 25%，人均每月首年规模保费同比提升 7%，推动个险新单同比增速 34%；(2) 股票投资收益大增推动总投资收益率达到 6%；(3) 2017 年每股股息 1.5 元，较之去年同期翻番，且公司高比例分红有望持续；(4) 金融科技发展迅速，对外融资提升公司价值；(5) 聚焦零售业务，集团个人业务净利润达 589 亿元，同比增长 44%，占公司归属于母公司股东的净利润 66.2%。

图 1：归母净利润同比高增长



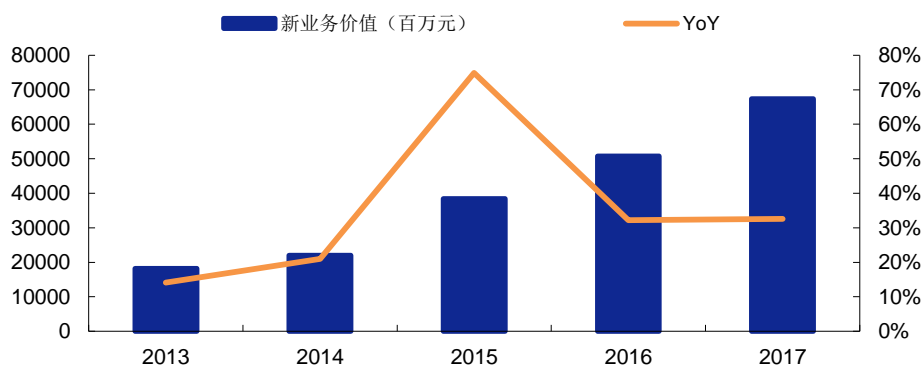
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司高比例分红有望持续。根据公司发布的《未来三年股东回报规划》，未来三年中（2018-2020 年度）公司每一盈利年度，在公司当年实现的年度可分配利润为正值并且符合届时法律法规和监管机构对偿付能力充足率规定的前提下，公司每年现金分红金额原则上为相关年度经审计后归属于母公司股东的净利润的 20%-40%。

1. 个险业务高速增长，回归保障死差稳增

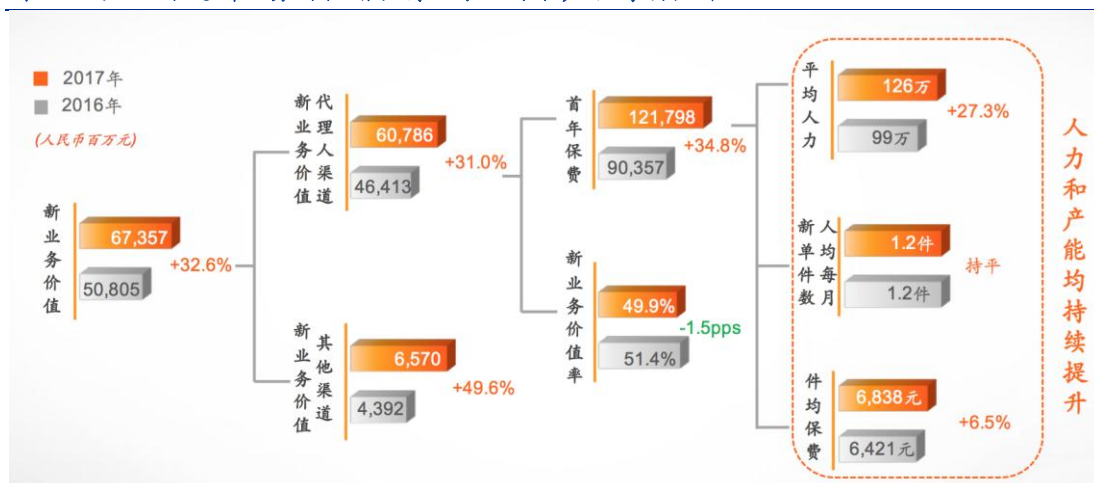
2017 年公司寿险及健康险业务贡献归母净利润 356 亿元（占比 40%，YoY+43%），平安寿险实现保费收入 3689 亿元（YoY+34%，市场份额 14%，较之 2016 年+1.5 个百分点）。公司寿险新业务价值达到 673 亿元，同比增速达到 32%，我们认为新业务价值增长的主要驱动因素是个险高速增长和产品结构持续优化。

图 2：新业务价值维持较高增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3：代理人渠道新业务价值增长得益于人力和产能持续提升

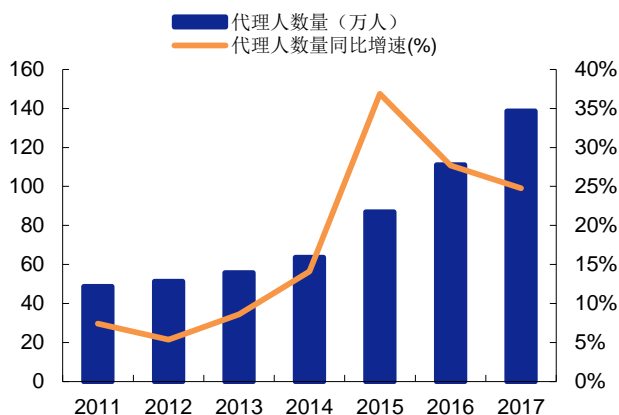


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.1. 营销员规模稳增长，产能提升优势凸显

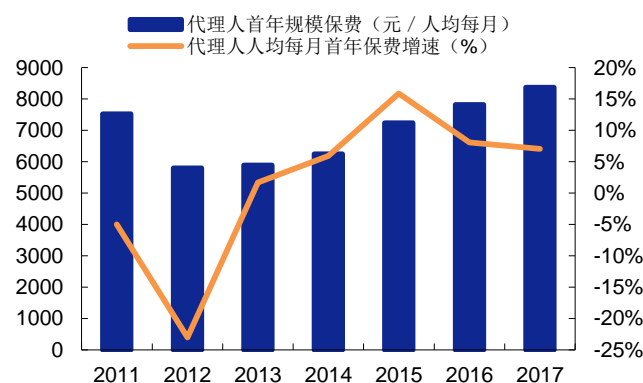
2017 年公司营销员数量同比增长 25%，达到 138 万人，营销员首年规模保费达到 8373 元，同比增长 7%，使得全年个险新单保费增速达到 34%。产能的提高带动营销员收入增长，2017 年营销员收入达到 6250 元/人均每月，同比增长 4%。受到保监会 134 号文等因素的影响，2018 年保险业开门红新单保费增速承压会使得营销员收入下滑，进而使得脱落率提高，倒逼保险公司个险业务更加依赖营销员产能提高而非人数增长，中国平安人均产能更高，将更具竞争优势。预计 2018 年公司营销员规模增速能够达到 10%，个险新单同比增速约 13%，新业务价值同比增速约 5%。

图 4：个险代理人规模同比稳增长



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5：人均产能逐步提高

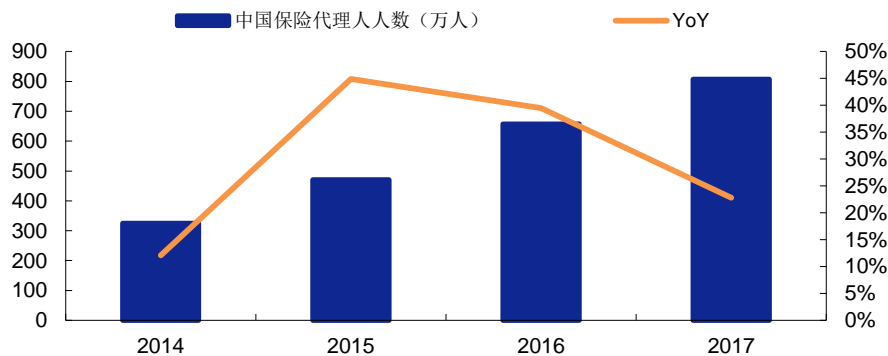


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

寿险营销员渠道人海模式面临终结。2015 年以来上市险企营销员规模维持 19% 以上同比增速，营销员规模稳增长是寿险保费维持高增速的主要驱动力之一，不过通过对标美国，我们认为营销员规模已到达较高水平，营销员增长拐点可能将显现，近年来随着营销员成本逐年攀升，预计保费收入增长模式将迎来重要拐点。

我国寿险营销员人数居全球第一。2011 年以来寿险业加强银保监管，营销员规模持续提升，带动个险渠道发展，也带来了寿险业繁荣背后的隐忧，通过与发达国家和地区比较，我们认为国内营销员规模已处于较高水平，预计营销员规模同比增速可能到达拐点。

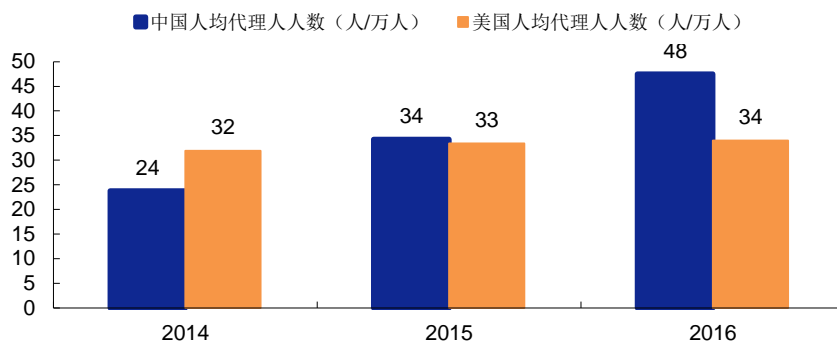
图 6：我国保险营销员人数规模逐年提升



资料来源：保监会，安信证券研究中心

对标美国，我国营销员规模已处于较高水平。我们可以通过人均营销员的中美对比来大致判断我国营销员规模发展水平，自 2015 年起，我国保险人均营销员人数达到 34 人/万人（每一万人中的营销员人数），超过同期美国的 33 人/万人水平，到 2016 年我国保险人均营销员大幅提升 39% 至 48 人/万人，远超过同期美国 34 人/万人的人均营销员水平。

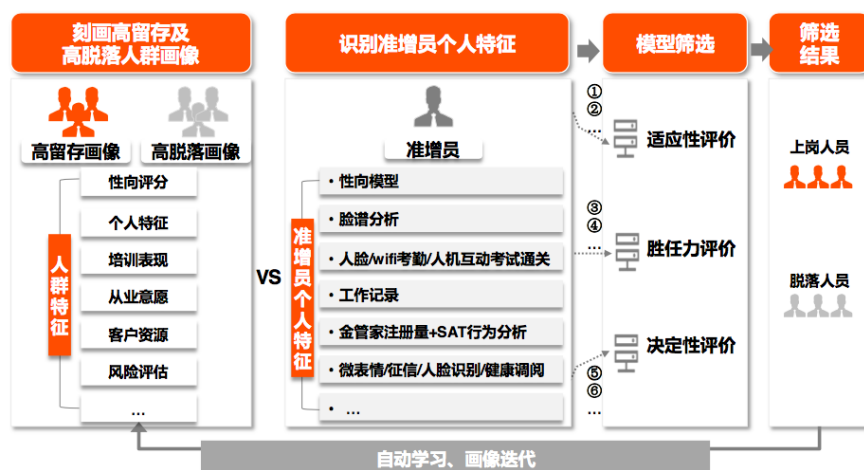
图 7：中美人均营销员人数对比（人/万人）



资料来源：国家统计局，世界银行公开数据，保监会，statista，安信证券研究中心

公司通过刻画高留存及高脱落人群的画像，构建起动态的代理人筛选体系，智能化识别准增员个人特征，严格把关代理人准入门槛。

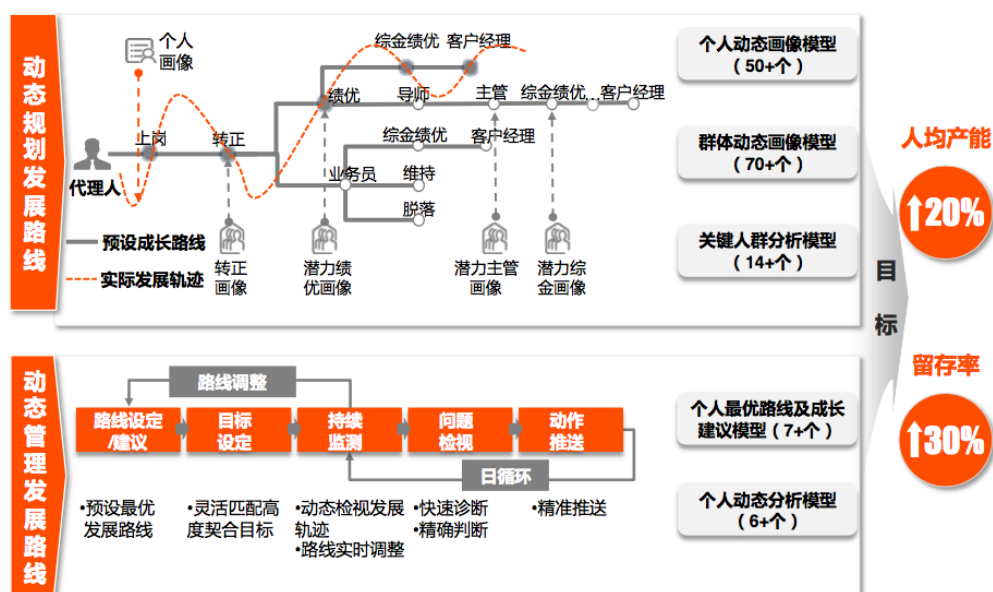
图 8：智能化严格筛选代理人



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司为代理人提供动态规划发展路线，提高人均产能约 20%，留存率提高 30%。并且公司重视代理人的后期培训，如提供远程个性化课程等等。

图 9：代理人智能动态规划



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 10：为代理人提供个性化培训



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 产品回归保障，剩余边际释放

寿险业务盈利核心来源是稳定的剩余边际释放，剩余边际摊销=精算边际利润率*个险新单，其中精算边际利润率主要取决于产品结构，长期保障型产品精算边际利润率高于短交储蓄型产品。

2017 年公司个险渠道长期保障产品新业务价值率达到 87.6%，显著高于其他类型产品，新业务价值中长期保障型业务占比达到 31%，推动整体新业务价值率达到 39.3%，同比提高约 2 个百分点。

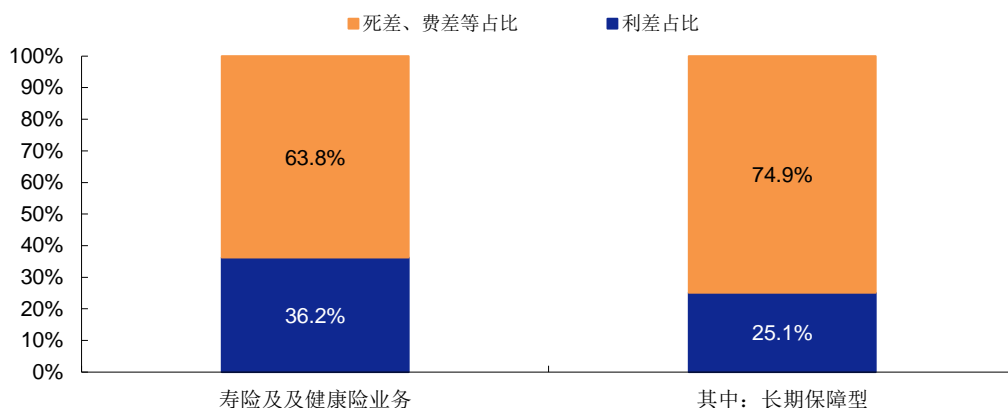
表 1：平安 2017 年新业务价值率（按首年保费）

	2016	2017
代理人渠道	51.4%	49.9%
-长期保障型	82.9%	87.6%
-短交储蓄型	15.3%	15.6%
-长交储蓄型	31.0%	37.3%
-短期险	27.2%	32.2%
电销、互联网及其他渠道	43.0%	42.3%
银保渠道	2.8%	9.6%
团险业务	1.10%	1.10%
寿险及健康险业务合计	37.40%	39.30%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

寿险及健康险新业务价值中死差和费差占比超过利差。2017 年平安寿险及健康险业务中，死差和费差占比约为 63%，而利差占比 36%，其中长期保障型产品新业务价值的死差与费差占比高达 74%。

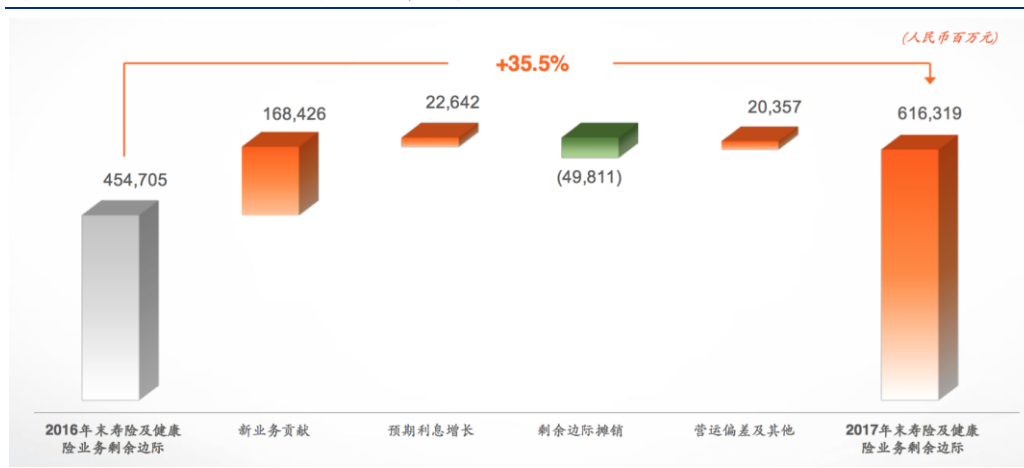
图 11：平安寿险及健康险业务 2017 年死差、费差及利差占比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

在新业务贡献的推动下（1684 亿元）寿险及健康险业务剩余边际余额达到 6163 亿元，未来剩余边际长期稳定释放。

图 12：剩余边际增长主要来源于新业务的贡献

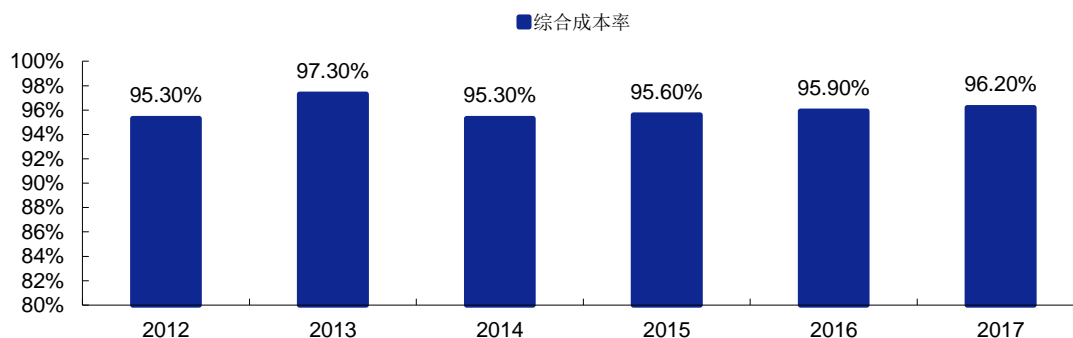


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 产险市场份额提升，盈利能力维持稳定

2017 年公司实现保费收入 2159 亿元 (YoY+21%，市场份额 20.5%，较之 2016 年+1.3 个百分点)，其中车险保费收入同比提升 14% (占比 78%)。产险业务综合成本率为 96.2%，盈利能力维持稳定。商车费改会带来车险市场向龙头集中，预计 2018 年公司综合成本率 96% 左右。

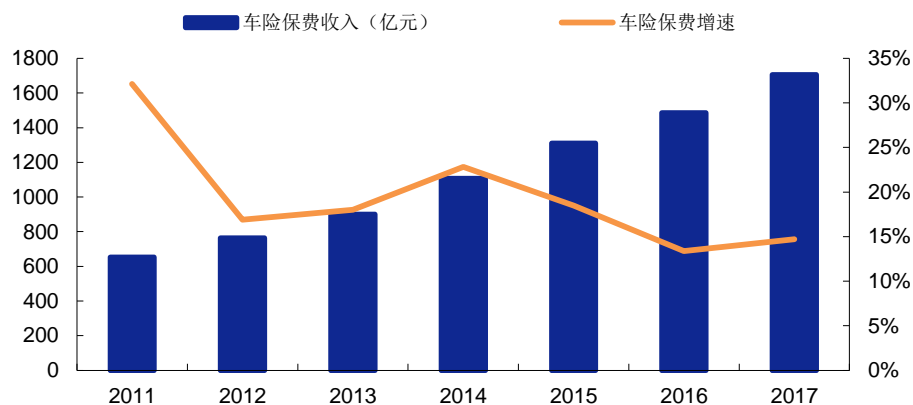
图 13：平安产险综合成本率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

科技及交叉销售推动车险保费同比高速增长。一方面，公司创新科技提供良好客服，另一方面，交叉销售以及车商渠道的保费维持稳定提升，带动车险保费同比增速优于同业。

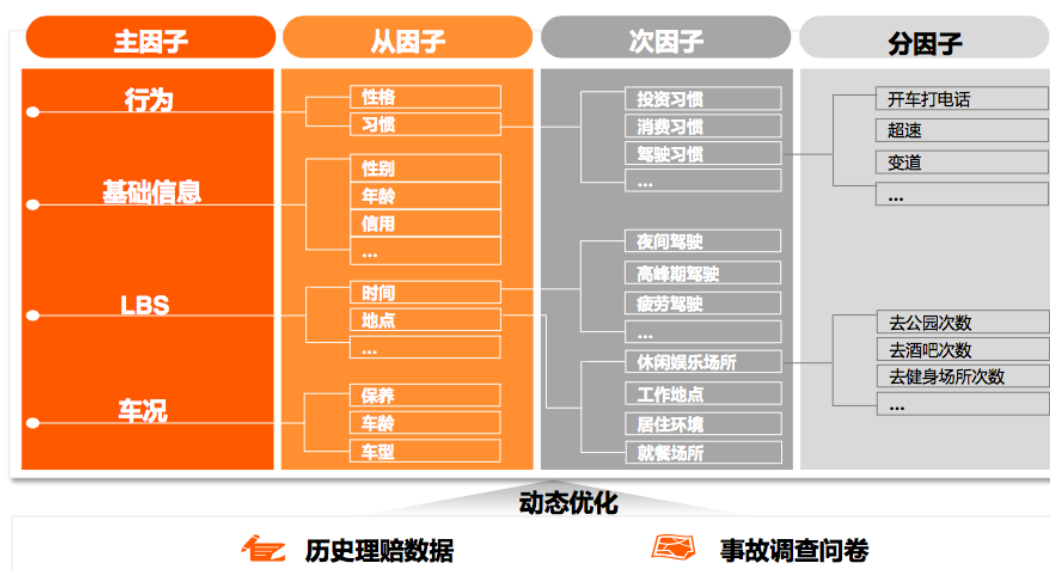
图 14：车险保费同比维持较高增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

车险定价方面，公司构建了驾驶风险因子体系，体系中风险评估因子数量超过 180 个，并且不断进行动态优化。

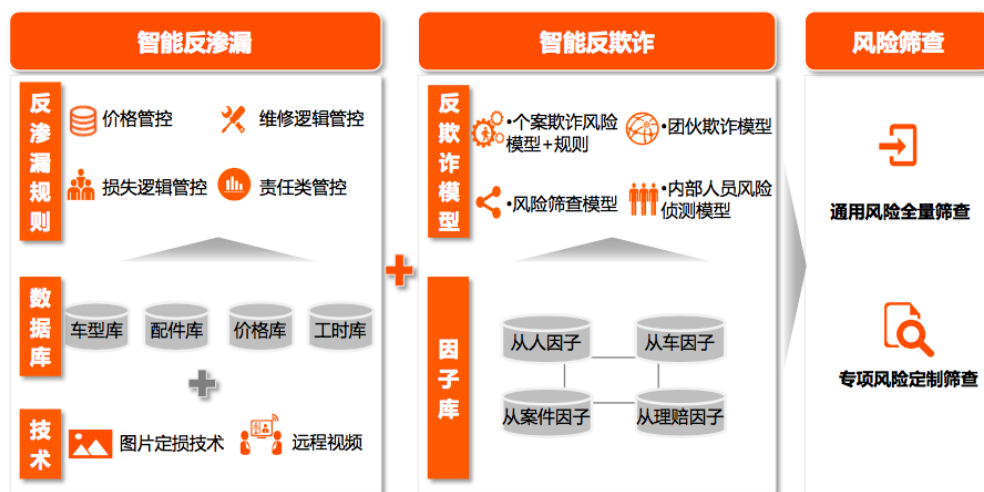
图 15：构建驾驶风险因子体系



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

车险理赔方面，公司建立起智能反渗透、智能反欺诈和风险筛查模型，其中图片定损技术已经向 7 家保险公司输出。

图 16：精准化风控管理



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 17：图片定损技术领先

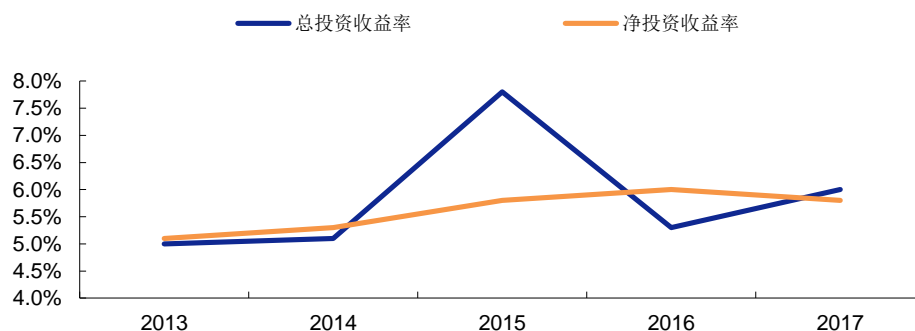


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 股票投资收益大增是投资收益率改善的主因

2017 年公司投资资产达到 2.4 万亿元 (YoY+22%)，总投资收益率 6% (YoY+0.7 百分点)，净投资收益率 5.8%。

图 18：投资端投资收益率维持稳定



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

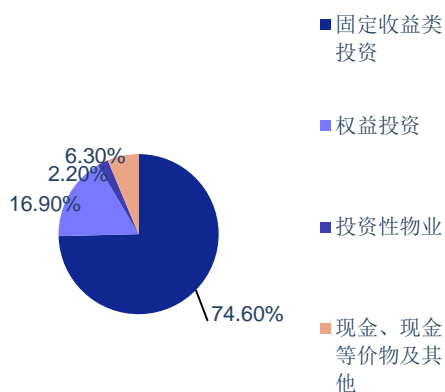
我们认为 2017 年公司投资收益率改善的主要原因是股票投资收益增加，而不是利率上行带来的协议存款和债券收益增加。2017 年公司可供出售金融资产公允价值变动达 376 亿，较之去年同期 158 亿的亏损大幅好转。

表 2：2017 年平安保险资金投资收益及投资收益率情况（百万元）

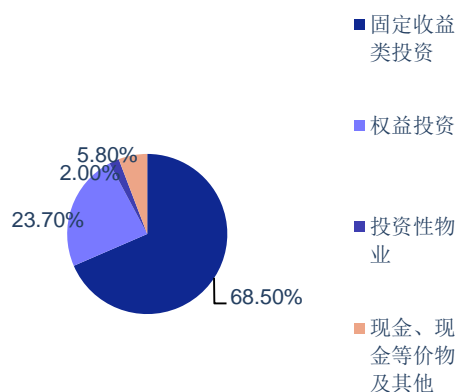
	2016	2017
净投资收益	108069	121340
已实现的收益	-15332	4118
公允价值变动损益	2612	648
投资资产减值损失	-495	44
总投资收益	94854	126150
可供出售金融资产公允价值变动损益	-15860	37675
综合投资收益	78994	163825
净投资收益率	6%	5.8%
总投资收益率	5.3%	6%
综合投资收益率	4.4%	7.7%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

权益类投资占比有所提升。2017 年平安投资资产中权益类投资占比达到 23%，较之 2016 年的 16%有所提升，同时固收类投资资产占比由 2016 年的 74%降至 68%。

图 19：2016 年投资资产结构


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 20：2017 年投资资产结构


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

非标债权类资产风险把控严格。截至 2017 年末，平安非标债权类资产规模达到 3359 亿元，在可投资资产中占比 13%，公司主要从三大方面对非标债权类资产风险进行管理。

(1) 资产配置：平安建立资产配置模型，根据保险资金风险偏好，在整体风险严格控制在公司既定的风险偏好范围内的基础上，分账户制定战略资产配置方案，以及非标债权类资产配置比例的上下限；

(2) 品种选择：主要偏好经济发达地区的项目和符合国家产业政策导向的行业，优选行业龙头；

(3) 投后管理：投后团队会对项目开展持续监测，建立了包括投资领域、品种和工具的多维度风险预警体系，确保投资资产风险可控。

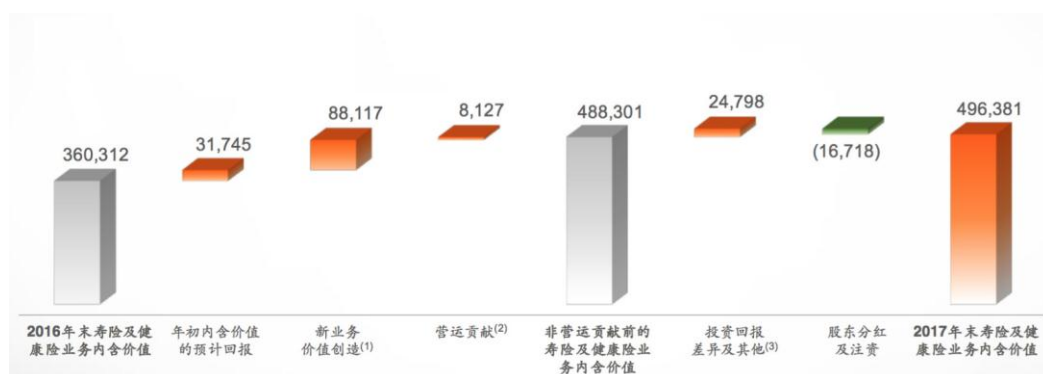
表 3：平安 2017 年非标投资情况

非标投资	投资占比 (%)	名义投资收益率 (%)	期限 (年)	剩余到期期限 (年)
基建	37.05%	5.81%	8.56	5.25
-高速公路	17.63%	5.97%	9.85	6.29
-电力	6.72%	5.56%	7.38	3.31
-基建设施及园区开发	4.78%	5.72%	6.93	4.83
-其他(水务、环保、铁路投资等)	7.92%	5.71%	7.68	4.82
非银金融	31.57%	6.20%	7.26	4.73
不动产	17.94%	6.06%	5.72	3.17
煤炭开采	3.28%	6.04%	7.43	2.62
其他	10.16%	5.93%	7.25	4.49
总计	100%	6.00%	7.47	4.55

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 内含价值增长主要由新业务价值和投资收益贡献

2017 年平安寿险及健康险内含价值同比提升 37%，其中新业务价值在内含价值增量中占比 49%，投资回报差异则占比 22%，是内含价值大幅提升的主要原因。与新业务价值相比，预期回报等因素增长具有相对确定性，因此内含价值增速的边际变化主要受到新业务价值增速边际变化的影响。考虑到 2018 年开门红销售承压，我们预计公司 2018 年内含价值增速维持在 15% 左右。

图 21：寿险及健康险内含价值变动分析


资料来源：安信证券研究中心

5. 聚焦零售业务，客户价值持续提升

公司持续聚焦零售业务，2017 年个人业务实现净利润 589 亿元，同比增长 44%，占集团归母净利润的 66%。平安集团聚焦零售主要体现在三大方面：

一是公司个人客户数量持续增长，截至 2017 年底集团整体客户数 1.66 亿，较年初增长约 26%。

表 4：平安 2017 年客户经营情况

	2015	2016	2017
个人客户数 (万人)	10910	13107	16573
YoY	22%	20%	26%
客均合同 (个)	2.03	2.21	2.32
YoY	5%	9%	5%
客均利润 (元)	289.07	311.51	355.85
YoY	5%	8%	14%
持有多家子公司合同的客户数占比 (%)	19%	24%	28.50%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

二是客户结构持续优化，2017 年客户中中产及以上的占比达到 65%，个人客户在经济发达地区占比达到 70%，公司客户平均年龄为 37.8 岁（2016 年为 38.1 岁），未来价值增长潜力较大。

表 5：平安 2017 年客均合同及客户量情况

客均合同数 (万人)	客户量 (万人)	占比	客均合同数 (个)
高净值	15	0.1%	10.48
富裕	3675	22.2%	3.61
中产	7091	42.8%	2.14
大众	5792	34.9%	1.71
集团合计	16573	100.0%	2.32

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司在经济发达地区的业务价值相对更高，主要原因包括：

- (1) 经济发达地区营销员受教育水平相对较高，整体素质也较高；
- (2) 经济发达地区一般均为大型都市，人口密度较高，如 2016 年深圳人口密度达 5689 人/平方公里，上海人口密度达 3833 人/平方公里，营销员展业相对更为容易。
- (3) 经济发达地区人们收入水平更高，带来件均保费要高于其他区域，也更容易接受较为复杂的长期保障型产品，使得保险公司在经济发达地区的业务利润率要高于其他区域。

表 6：平安 2017 年客户分布情况

客户地域分布	平安客户分布	社会平均人口分布
华东	29.5%	26.1%
华南	29.2%	12.1%
华北	11.9%	12.6%
东北	6.8%	7.9%
西南	9.3%	14.5%
华中	8.9%	19.4%
西北	4.4%	7.4%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

三是客户价值持续提升，在交叉销售和客户迁徙的推动下，客均合同数较年初增长 5%，客均利润同比增长约 14%。

表 7：平安 2017 年线上客户情况

	2016		2017	
线上客户规模 (万人)	人数	占比	人数	占比
同时是互联网用户的客户数	9873	75.30%	13585	82%
同时是 APP 用户的客户数	7157	54.60%	12738	76.90%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 8：平安 2017 年交叉销售情况

	2016		2017	
通过交叉销售获得新业务	人数	占比	人数	占比
平安产险保费收入	28792	16.20%	35828	16.60%
养老险团体短期险	5489	44.40%	6728	45.70%
平安健康险	113	14.30%	754	35.10%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

6. 综合金融全面布局，经营稳健

平安银行零售业务净利润同比大增 68%，APP 月活跃客户数达到 1482 万，在股份制银行中排名前列。信托公司虽然管理规模微降至 6527 亿元，但管理费率的提升和投资收益的增长使得归属于母公司股东净利润同比增长 70%。证券公司 ROE 达行业均值的 1.3 倍，表现优于行业，经纪客户规模与活跃度持续提升，互联网经纪客户数同比提升 29%。

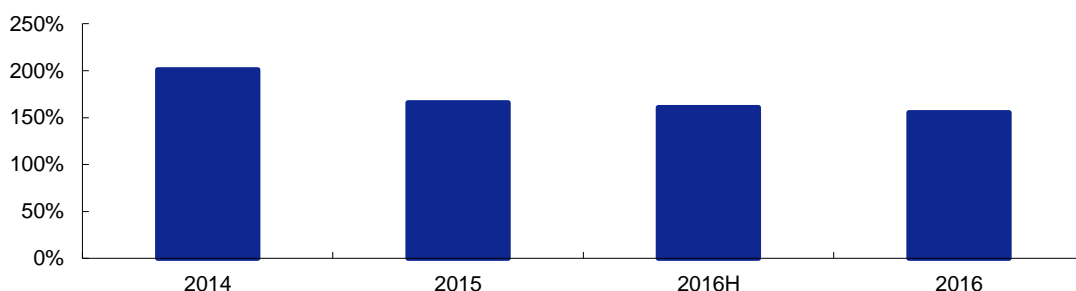
6.1. 平安银行零售业务大增，转型成效显著

2017 年公司银行业务贡献净利润 134 亿元（占比 15%，YoY+2.6%）。平安银行零售业务实现净利润 156 亿元，占比达到 67%（YoY+26 个百分点），对公业务结构持续优化，科技引领智能服务，APP 月活跃客户数达到 1482 万，在股份制银行中排名前列。

零售转型打造智能化零售银行。平安银行零售转型继续推进，打造以“SAT（社交+移动+远程服务）”为核心的智能化零售银行，通过线上“平安口袋银行”APP+线下零售新门店，提升零售效率。2017 年平安银行全年零售业务营业收入 467 亿元，同比大增 41%，占比达到 44%（YoY+13.5 个百分点）。

平安银行资产质量风险可控。2017 年公司调整业务结构，维持资产质量稳定，不良贷款率和关注贷款占比分别 1.7%和 3.7%，较年初均有所下降。与此同时，平安银行收回不良资产总额达到 95 亿元，同比提升 81%。

图 22：平安银行不良贷款拨备覆盖率保持稳定

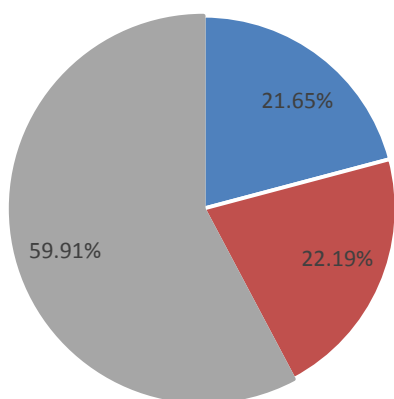


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

6.2. 信托、证券稳健发展

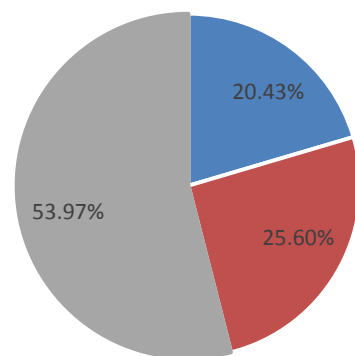
信托业务稳健发展，2016 年信托业务贡献归母净利润 39 亿元，资产管理规模达到 6527 亿元 (YoY-3.6%)；证券业务业绩表现优于行业，2017 年平安证券贡献归母净利润 20 亿元 (YoY-4%)，公司经纪客户规模与活跃度持续提升，互联网经纪客户数同比提升 29%。

图 23：平安信托 2016 年业务结构



■ 投资类 ■ 融资类 ■ 事务管理类

图 24：平安信托 2017 年业务结构



■ 投资类 ■ 融资类 ■ 事务管理类

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

7. 金融科技构建生态圈，对外融资增长价值

公司依托人工智能、云技术等五大领先技术打造金融、医疗健康等五大生态圈。2017 年公司金融科技业务贡献净利润 146 亿元 (占比 16%, YoY+136%)，主要原因为陆金所 2017 年实现盈利，且公司确认平安好医生重组交易利润 108 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 4616 亿元 (YoY+5%)；金融壹账通完成首次融资，融资规模 6.5 亿美元，投后估值达到 74 亿美元；平安好医生完成首次公开发行股票前融资，融资规模 4 亿美元，投后估值达到 54 亿美元，平安好医生累计为超过 1.9 亿用户提供服务。

7.1. 平安坐拥五大领先技术

平安借助人工智能、区块链、云技术、大数据和安全五大核心技术推动传统金融业务快速增长，目前五大核心技术已广泛应用于核心金融业务的客户经营、渠道管理、客户服务和风险管控等场景中，且部分核心技术已对外输出服务。

平安建立贯穿人工智能主要环节的应用场景。平安的人工智能应用场景包括智能认知（如保险的智能双录）、智能预测（如医疗的疾病预测）、智能风控（如个人贷款）和智能服务（如产险的智能查勘）。在各生态圈的应用效果显著，目前平安人脸识别技术准确率达 99.8%。

图 25：人工智能被用于多个场景



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

平安区块链提供安全高效的交易记录方式。平安的壹账链具有高性能、领先加密和高安全性的特点。在金融领域，截至 2017 年末，平安为中小型企业建立了超过 1.7 万个区块链节点。

图 26：区块链技术用于实际场景



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

大数据和金融云技术发展较快。中国平安大数据应用于金融、医疗、房产和汽车四大生态圈，在各个生态圈都积累了充足的数据。平安云提供可靠、快捷、安全的实施方案。

图 27：中国平安大数据应用于多个生态圈



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

平安已构建攻防一体、全天候、全方位、主动感知的安全体系。平安通过建立完善的信息安全治理及管控架构，实现安全管理水平的提升，目前平安已建立业界首家金融安全研究院，致力打造金融安全新生态。

7.2. 四大场景助力构建生态圈

中国平安的科技平台主要服务于五大生态圈：金融服务、房产服务、汽车服务、医疗健康和智慧城市。四大生态圈未来市场规模预计高达 550 万亿。目前中国平安的金融和医疗健康生态圈在业内占据领先的地位。

金融服务生态圈致力于发挥金融科技优势。中国平安的金融生态圈主要由陆金所和金融壹账通组成。陆金所控股在财富管理、消费金融及机构间交易等业务领域保持快速发展，截至 2017 年末，资产管理规模达 4616 亿元，较年初增长 5%；而金融壹账通截至 2017 年末已为 468 家银行、1890 家非银金融机构提供一站式金融科技解决方案。

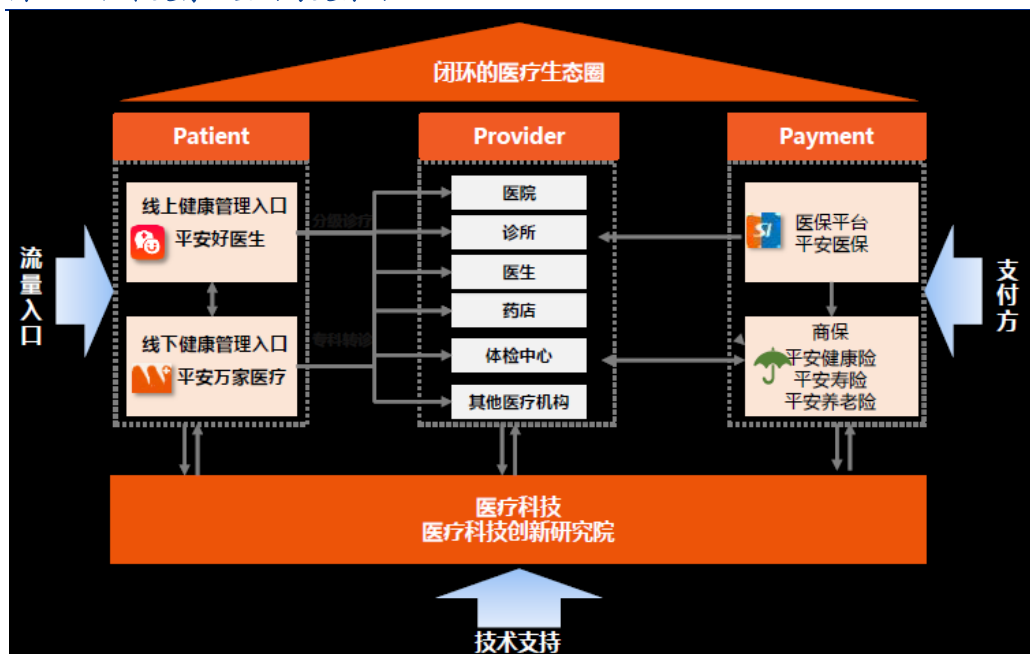
图 28：金融壹账通涵盖银行、保险、智能投资业务



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

医疗健康生态圈从流量端和支付端切入。平安好医生建立了覆盖全国的医疗健康服务网络，连接医生、医院、第三方健康管理机构及药房。截至 2017 年末，公司打造了一个由 888 名医疗人员组成的自有医疗团队，同时与约 2100 名外部医生签约提供优质在线医疗咨询服务。

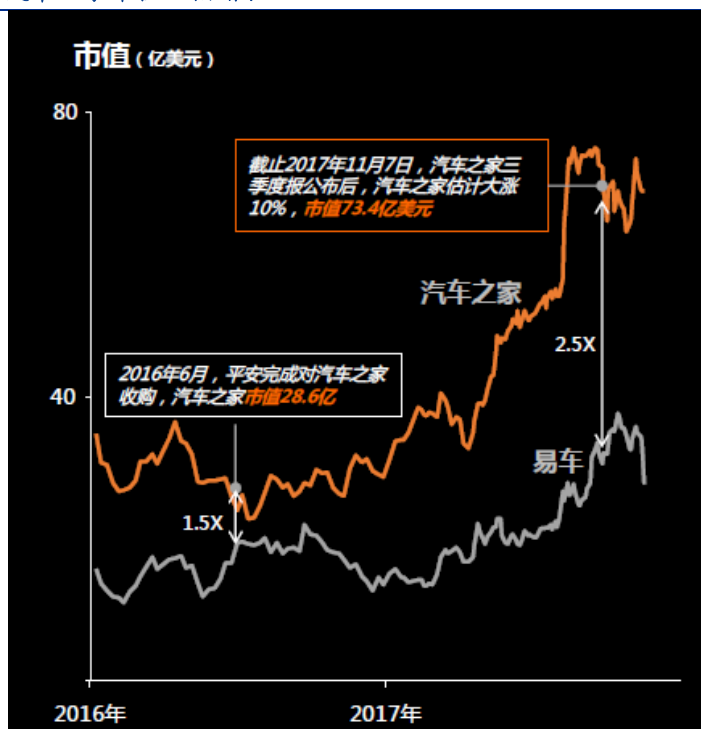
图 29：技术支持流量端与支付端



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

汽车服务生态圈业绩增长显著。我国汽车生态圈买车、卖车、用车、养车等场景均有广阔的市场空间，预计 2020 年将成为 10 万亿级市场。

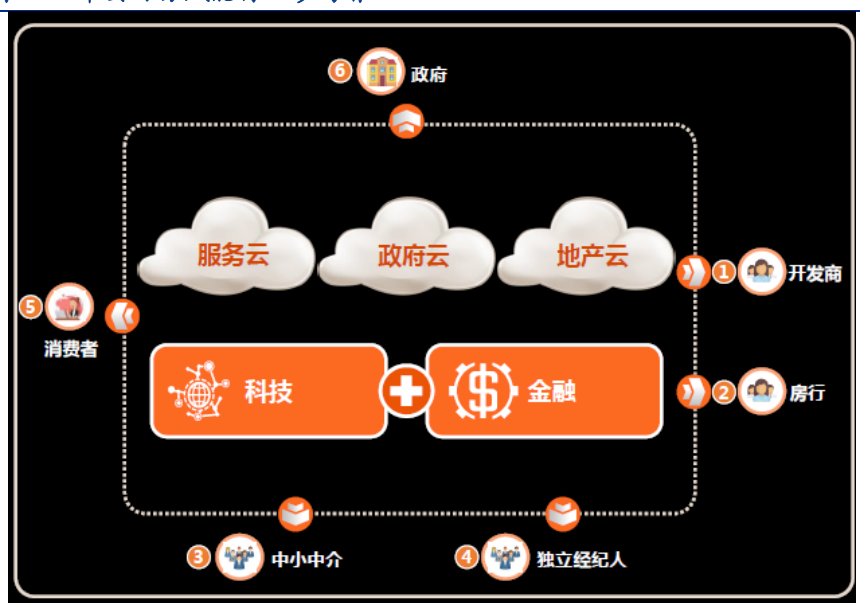
图 30：汽车之家市值大幅增长



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

房产服务生态圈赋能行业参与者。平安好房由服务云、政府云和地产云组成，提供线上线下结合的消费者服务，全面提升行业的效率与体验。

图 31：平安好房赋能行业参与者



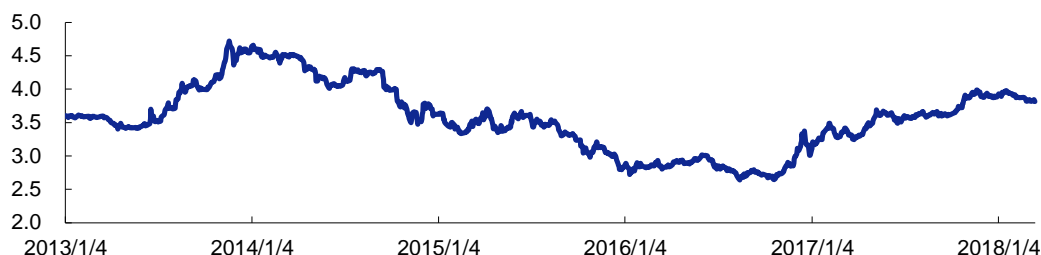
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

智慧城市生态圈致力于“三个服务”。平安紧密围绕党和政府,以服务国家、服务实体、服务大众“三个服务”为核心，通过科技为城市赋能，在政务、财政、安防、医疗、教育、房产、环保、生活八个关键领域布局“智慧城市云”。在智慧医疗领域，平安医保科技服务全国超过200个城市。

8. 2018 年准备金释放将使寿险公司利润持续增长

2017 年公司补提寿险及长期健康险责任准备金约 321 亿元，我们预计 750 日移动平均国债收益率曲线将在 2018 年一季度迎来 3.25% 左右的拐点，准备金将进入释放周期。2018 年保险公司开门红负增长会对全年保费增长形成压力，但准备金的释放将使得净利润仍持续增长。

图 32：中债国债十年期到期收益率（%）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

9. 保险深度报告列表

行业报告

- 《保险集团的估值框架和趋势研究》
- 《保费开门红点评：无可奈何花落去》
- 《保险灰犀牛系列之一：保费开门红负增长解析》
- 《保险灰犀牛系列之二：负债端死差而非投资端利差是保险股价值变动的主因》
- 《保险灰犀牛系列之三：寿险公司保费收入的增长模式分析》
- 《保险灰犀牛系列之四：中国寿险公司的利润释放原理及影响》

公司报告

- 《中国平安：消费金融时代的零售金融王者》
- 《中国平安：科技提升金融价值，输出四大生态圈》
- 《新华保险：转型聚焦健康险，死差益催生价值》
- 《中国太保：深耕保险全产业链，转型实现价值增长》
- 《中国人寿：寿险龙头蓄势待发，产能增长投资上行》

湘怀聊金融之保险篇

- 《第 1 期：谁是金融白马——保险股涨 Vs. 银行股跌》
- 《第 2 期：保险股与贵州茅台大涨之谜》
- 《第 3 期：死差益和利差益，谁在推动保险价值增长？》
- 《第 4 期：估值奇谈：保险 A 股和友邦港股孰贵？》
- 《第 5 期：保费收入增长空间几何？》
- 《第 6 期：10 年期国债利率跌了，保险股还能涨吗？》
- 《第 7 期：中国版 IFRS9 实施在即，经营稳健保险姓保》

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						资产负债表					
(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	712,453	890,882	927,176	1,270,241	727,971	投资资产-定期存款	336,955	407,610	494,906	599,362	724,179
已赚保费	441,620	572,990	697,000	971,549	334,924	投资资产-债券	1,263,581	1,401,159	1,701,239	2,060,307	2,489,367
提取未到期责任准备金	10,170	7,945	7,818	12,984	10,958	投资资产-其他固定到期日投资	73,709	89,165	108,261	131,110	158,414
投资收益及公允价值变动	113,509	159,190	164,546	197,160	236,268	投资资产-权益投资	315,895	382,134	463,974	561,902	678,918
其他收入	147,154	150,757	57,813	88,548	145,820	投资资产-基建投资	21,060	25,476	30,932	37,460	45,261
营业支出	619,085	756,124	748,204	1,051,924	474,471	投资资产-现金及其他等价物	94,769	242,018	293,850	355,871	429,982
退保金	16,050	20,519	36,302	33,397	11,513	投资资产-其他资产	84,239	101,903	123,726	149,840	181,045
赔付支出	140,236	159,113	230,010	340,042	117,223	投资资产	2,105,968	2,547,563	3,093,162	3,746,012	4,526,122
提取保险责任准备金	149,613	220,024	195,160	273,977	110,525	发放贷款及垫款	64,634	83,203	75,969	88,884	103,994
保单红利支出	11,236	13,129	12,980	17,783	10,192	其他资产	3,406,301	3,862,309	4,427,766	5,053,475	5,769,278
保险业务手续费及佣金支出	78,742	114,559	58,083	80,962	27,910	资产合计	5,576,903	6,493,075	7,596,898	8,888,370	10,399,393
业务及管理费	129,997	139,688	130,688	202,406	73,265	准备金	1,058,844	-	1,459,681	1,711,121	2,006,036
资产减值损失	48,894	45,251	28,533	39,469	27,910	保户储金及投资款	472,557	548,846	682,171	797,845	934,798
其他支出	44,317	43,841	56,447	63,888	95,933	其他负债	3,559,041	5,356,312	4,778,941	5,601,884	6,564,410
营业利润	93,368	134,758	178,972	218,316	253,500	负债合计	5,090,442	5,905,158	6,920,793	8,110,850	9,505,245
营业外收支	359	372	454	546	651	归属母公司所有者权益	383,449	473,351	554,286	637,383	732,919
利润总额	94,411	134,740	178,925	218,239	253,388	少数股东权益	103,012	114,566	121,819	140,138	161,229
所得税费用	22,043	34,762	44,731	56,742	65,881	股东权益合计	486,461	587,917	676,105	777,520	894,148
净利润	72,368	99,978	134,194	161,497	187,507	内含价值					
每股数据	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
每股净资产	21.0	25.9	30.3	34.9	40.1	期末内涵价值	637,702	825,172	946,019	1,107,344	1,290,486
每股盈利	3.4	4.9	6.1	7.3	8.5	经调整净资产	407,340	512,713	549,147	634,883	726,902
每股内涵价值	34.9	45.1	51.8	60.6	70.6	有效业务价值	230,362	312,459	396,871	472,461	563,584
估值水平						一年新业务价值	50,805	67,357	70,725	77,797	85,577
P/B	3.53	2.86	2.44	2.12	1.85						
P/E	21.71	15.20	12.16	10.10	8.70						
P/EVPS	2.12	1.64	1.43	1.22	1.05						

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	021-35082963	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
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
深圳联系人	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

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