

## 保险龙头强者恒强，内含价值稳步提升

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 随着人口老龄化加深和社会消费升级，保险产品作为能有效抵御风险的金融工具，自身消费属性提升，增长通道打开。中国平安作为国内领先的保险行业龙头和牌照齐全的金控集团，不仅受益于保险行业周期上行带来的市场红利，而且有望在板块协同的作用下通过提高获客效率和品牌价值进一步放大红利效应，迎来业绩和估值的全面提升。公司未来三年归母净利润有望实现年化 18% 的复合增长，当前股价对应 PEV 倍数为 1.3X，虽然处于历史中值上方，但考虑到公司的高成长性，股价仍具有较高的安全边际，上涨空间较大。
- **行业背景: 内外环境回暖，助力板块腾飞。** 在强监管政策背景下，以万能险产品为主的中小险企面临巨大的转型压力，而上市大型险企则依靠自身渠道和品牌优势巩固了市场份额，牢牢占据市场主导地位。随着 2017 年税优健康险全面推广，税后递延养老保险加快推进，商业车险二次费率改革实施，未来行业政策红利仍将不断释放，为行业景气度和业绩提升提供持续的催化剂。此外，在利率上升作用下，以国债利率为基准的保险准备金折现率也将在 2017 年底迎来自上拐点，从而使保险企业的传统险准备金计提压力明显减轻，释放企业利润。
- **主营业务分析: 质地优良的综合性保险集团。** 公司寿险业务 2017 年依托个险渠道代理人数量和产能双提升实现了保费收入和新业务价值的高速增长，拉动公司内含价值延续 15% 以上的增速；产险业务在强化成本控制后依靠渠道和品牌效应占据行业领先地位，2017 年至今产险保费增速维持在 20% 左右的高水平；资产管理业务通过提前布局另类资产实现风险分散，提高投资收益；银行业务盈利能力较强，净息差排名股份制银行第一，近年不断通过提高拨备覆盖率，增强抗风险能力，同时加大不良贷款清收力度，有效控制不良率的抬升；互联网金融业务通过搭建金融生态圈形成闭环链条，估值提升明显。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 4.04 元、4.79 元、5.67 元，未来三年公司归母净利润有望实现年化 18% 的复合增长，给予公司 2017 年 1.5 倍估值，对应目标价 67.63 元，上调至“买入”评级。
- **风险提示:** 保险政策改革落地速度或不及预期，资本市场环境恶化或使公司业务和估值面临双重压力。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	712,453	862,982	1,005,141	1,147,884
增长率	14.91%	21.13%	16.47%	14.20%
归属母公司净利润 (百万元)	62,394	73,791	87,505	103,570
增长率	15.11%	18.27%	18.59%	18.36%
每股收益 EPS (元)	3.41	4.04	4.79	5.67
净资产收益率 ROE	14.88%	15.30%	15.33%	15.32%
PE	15.88	13.41	11.31	9.55
PB	1.42	1.74	1.48	1.25

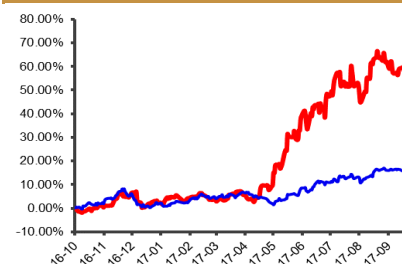
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘嘉玮  
 执业证号: S1250517090005  
 电话: 010-57758570  
 邮箱: jiwei@swsc.com.cn

分析师: 郎达群  
 执业证号: S1250517070003  
 电话: 010-57758623  
 邮箱: ldqun@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	182.80
流通 A 股(亿股)	108.33
52 周内股价区间(元)	33.94-57.06
总市值(亿元)	9,900.58
总资产(亿元)	59,786.88
每股净资产(元)	23.29

### 相关研究

1. 中国平安(601318): 保险向上通道开启，行业龙头乘风而起 (2017-06-29)

## 目 录

1 公司概况：牌照齐全的金控集团+业绩领先的保险龙头.....	1
2 行业分析：内外环境回暖，助力板块腾飞.....	2
2.1 消费市场升级打开保险需求上升空间 .....	2
2.2 强化监管防风险，政策红利助腾飞 .....	3
2.3 利率上行减少险企准备金计提压力 .....	4
3 公司主营业务分析：质地优良的综合性保险集团 .....	5
3.1 代理人产能双升延续寿险业务价值高增长 .....	5
3.2 产险成本控制能力行业领先，客源和品牌优势明显.....	7
3.3 资产端提前布局另类资产&稳定收益资产，风险管理体系完善.....	8
3.4 银行业务稳健盈利，拨备清收力度加大 .....	9
3.5 资产管理业务稳健增长，巩固差异化竞争优势 .....	9
3.6 互联网金融业务快速发展抬升估值 .....	10
4 盈利预测与估值.....	10
5 风险提示 .....	12

## 图 目 录

图 1：中国平安集团产业经营结构图 .....	1
图 2：公司资产规模增长稳健 .....	2
图 3：2017H 公司利润贡献占比情况 .....	2
图 4：2012-2017H 公司营业收入及增长趋势 .....	2
图 5：2012-2017H 公司归母净利润及增长趋势 .....	2
图 6：2014 年后社会消费升级趋势明显 .....	3
图 7：我国中产阶级人数及资产保持快速增长趋势 .....	3
图 8：10 年期国债收益率 750 日移动平均值曲线 .....	5
图 9：上市险企寿险保费增速对比 .....	6
图 10：中国平安营销员规模及产能变化 .....	6
图 11：中国平安近三年险种结构 .....	6
图 12：中国平安近三年分业务新业务价值率 .....	6
图 13：平安产险保费收入增速行业领先 .....	7
图 14：平安产险综合成本率缓慢下降 .....	7
图 15：平安产险保费收入险种结构 .....	7
图 16：平安产险最近两年承保利润情况（单位：亿元） .....	7
图 17：上市险企资产配置结构对比 .....	8
图 18：中国平安资产投资收益水平变化 .....	8
图 19：2017 年上半年平安银行净息差领先同业 .....	9
图 20：平安银行不良贷款率及拨备覆盖率情况 .....	9
图 21：2017 年上半年平安信托业务结构 .....	10
图 22：平安证券 2017 年上半年业务营收结构 .....	10

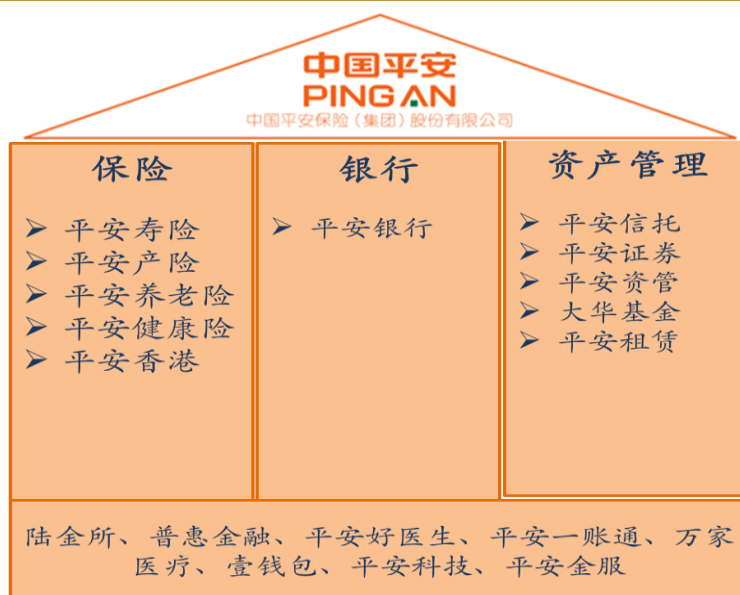
## 表 目 录

表 1：保监会近期出台的部分行业监管政策 .....	4
表 2：折现率下调对险企内含价值影响分析(单位：百万元) .....	5
表 3：中国平安资产配置情况 .....	8
表 4：中国平安估值情况表（单位：百万元） .....	11
附表：财务预测与估值 .....	13

## 1 公司概况：牌照齐全的金控集团+业绩领先的保险龙头

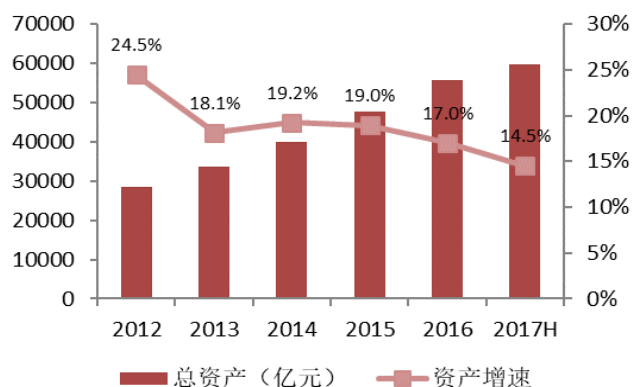
中国平安保险（集团）股份有限公司（简称“中国平安”）1988年成立于深圳蛇口，是中国第一家股份制保险公司。经过近三十年的发展，公司逐渐成长为融保险、银行、投资三大主营业务为一体、核心金融和互联网金融业务并行发展的多元化金融服务平台，也成为国内为数不多的拥有金融全牌照的金融控股集团。旗下子公司包括平安寿险、平安产险、平安养老险、平安健康险、平安银行、平安证券、平安信托、平安大华基金等，涵盖金融业各个领域。此外，公司还在互联网金融业务方面先后布局了陆金所、万里通、车市、房市、支付、移动社交金融门户等业务，为核心金融业务创造新的增长空间。2017年中报最新数据显示，中国平安集团总资产规模达到6.0万亿元，同比增长14.5%；营业收入4637.7亿元，同比增长23.1%。无论是从资产规模还是营业收入上来说，中国平安都已经无愧于保险行业的龙头。

图1：中国平安集团产业经营结构图

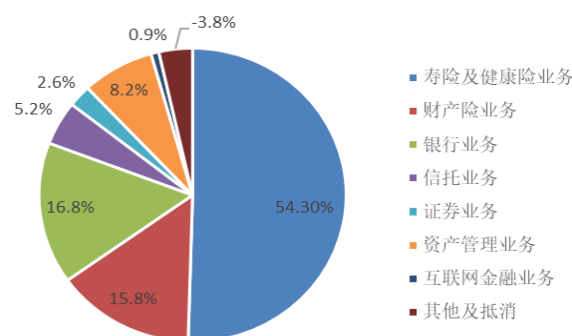


数据来源：公司公告、西南证券整理

**公司主营业务结构：**作为综合性金融控股集团，中国平安主营业务范围虽然涵盖了银行、证券、信托、租赁以及互联网金融等多个领域，但其最为倚重的还是传统的保险业务。2017年上半年集团按照扣除抵消的子板块利润来划分，寿险业务占比最高，达到54.3%；银行业务和产险业务利润贡献基本相当，占比分别达到16.8%和15.8%；资管、证券、信托等其他金融业务合计贡献利润占比约16%；互联网金融业务虽然利润贡献占比相对较小，仅有0.9%左右，但已经开始由投入阶段转向盈利阶段。在传统的优势领域保险业务上，中国平安凭借庞大的资产规模和品牌优势牢牢占据着市场主导地位。按照2017年上半年最新的保费收入来衡量，平安人寿市场份额12.7%，平安产险市场份额19.6%，均排名市场第二。

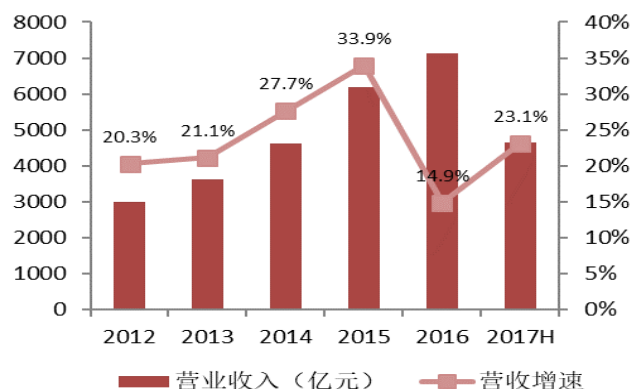
**图 2：公司资产规模增长稳健**


数据来源：wind，西南证券整理

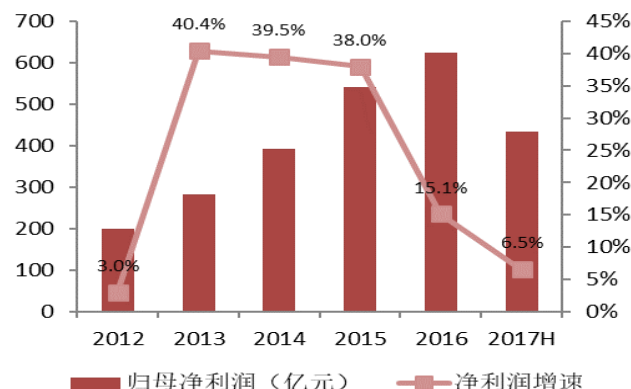
**图 3：2017H 公司利润贡献占比情况**


数据来源：wind，西南证券整理

**公司业绩状况：**在 2012-2017 年期间，公司积极推进“一个客户、一个账户、多个产品、一站式服务”的综合经营模式，取得了优异的经营业绩。公司 5 年间营业收入的复合增长率达到 24.2%。归母净利润复合增长率高达 32.8%。2017 年以来，集团主要业绩指标继续保持稳健的增长趋势，上半年累计实现营业收入 4637.6 亿元，同比增长 14.9%；实现归属于母公司净利润 434.3 亿元，同比增长 15.1%。

**图 4：2012-2017H 公司营业收入及增长趋势**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 5：2012-2017H 公司归母净利润及增长趋势**


数据来源：公司公告，西南证券整理

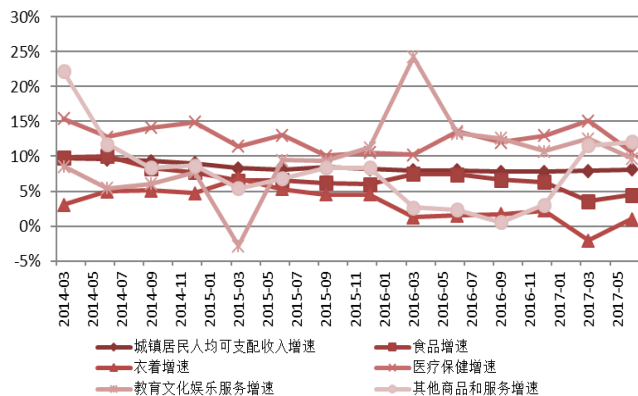
## 2 行业分析：内外环境回暖，助力板块腾飞

### 2.1 消费市场升级打开保险需求上升空间

从保险行业发展的外部环境看，随着近年经济持续较快增长，居民可支配收入水平不断提高，我国已进入到大众消费的新时代，大众需求、平民消费成为这个时代最为突出的特点。与过去消费结构相比，城乡居民消费结构正在由生存型消费向发展型消费升级、由物质型消费向服务型消费升级、由传统消费向新型消费升级，并且这一升级的趋势愈发明显，速度不断加快。2014-2016 年三年间，我国人均可支配收入平均增速为 8.47%，基本保持稳健增长态势。从消费支出结构来看，2017 年上半年，以食品和衣物为代表的物质型消费增速仅为

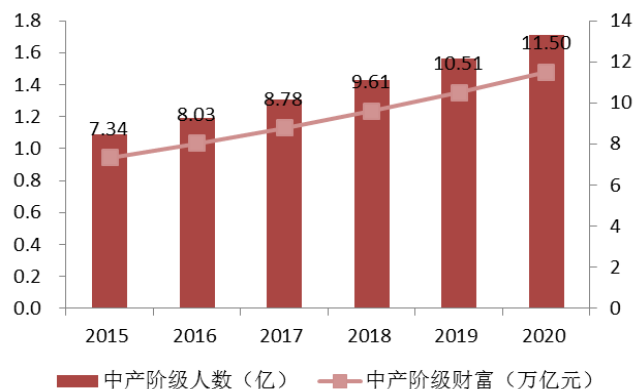
4.5%和1.0%;而以医疗保健和娱乐教育为代表的服务型消费增速分别达到10.6%和9.7%,远高于物质型消费,一定程度表明我国已正式进入消费升级时代。

**图 6: 2014 年后社会消费升级趋势明显**



数据来源: wind, 西南证券整理

**图 7: 我国中产阶级人数及资产保持快速增长趋势**



数据来源: 瑞信研究院, 西南证券整理

在消费升级的过程当中,保险产品作为提供风险保障和资产增值的金融产品,其社会需求主要取决于社会结构中中产阶级的人口规模和资产规模。瑞信(Credit Suisse)研究院发布的全球《2015 年度财富报告》显示,中国中等收入群体的人数达到 1.09 亿人,财富规模达到 7.34 万亿美元。报告还预计,未来 5 年,中国财富仍将继续以 9.4% 的速度逐年递增。按此类推到 2020 年我国中产阶级人数将达到 1.71 亿人,中产阶级财富将达到 11.5 万亿元。中产阶级人数和规模的持续提升为保险产品的市场销售打开了广阔增长空间。对照国际保险市场的发展水平,虽然我国是目前全球发展最快的寿险市场之一,然而直到 2016 年底,我国保险市场的保险密度和保险深度仍仅为 329 美元和 4.2%,距离全球保险市场 2016 年的 689 美元的保险密度和 6.2% 的保险深度还存在着不小差距。从行业发展角度来看,我国保险市场仍有巨大的增长潜力。从政策层面来看,2014 年 8 月份国务院专门发布了《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》,即新“国十条”,要求通过一系列改革政策推动保险业完成到 2020 年保险深度达到 5%,保险密度达到 3500 元/人的发展目标。此后,关于商业保险费率改革、健康险税收优惠等一系列利好政策密集落地,后续的养老税收优惠政策也在持续酝酿当中。在市场需求增加和政策大力支持的推动下,保险行业迎来了发展的黄金期。

## 2.2 强化监管防风险,政策红利助腾飞

随着金融行业去杠杆政策的深化,保险监管层对于行业监管力度加强,在产品端、投资端和公司治理方面都出台了一系列政策法规规范保险公司的经营活动。产品端:自 2016 年 3 月份出台了对中短存续期产品的限制措施之后,2017 年 5 月份又出台了规范两全、年金保险等快速返还款产品设计行为的相关规定。投资端:通过推行新的第二代偿付能力监管体系对保险企业的投资风险进行引导控制,对部分险企的激进举牌和跨界并购行为强化监管,引导险资支持实体经济建设。在一系列监管法规的约束引导下,保险行业的经营重点逐渐回归主业,“保险姓保”,行业风险因素明显下降。



表 1：保监会近期出台的部分行业监管政策

发布时间	发布政策	政策内容
2016.06.01	《关于清理规范保险资产管理公司通道类业务有关事项的通知》	开展保险资产管理公司银行存款通道等业务清理规范工作
2016.08.30	《保险公司股权管理办法（修订版）》	拟抬高险企股东准入门槛设 1 至 3 年股权禁售期，对控制类股东提出资产负债率和财务杠杆率不得显著高于行业平均水平
2016.09.06	中国保监会关于强化人身保险产品监管工作的通知	建立人身保险产品退出机制、问责机制、回溯机制、信息披露机制，加强人身险新型产品销售管理，对万能险建立单独核算制度，单独管理万能账户。
2016.09.06	中国保监会关于进一步完善人身保险精算制度有关事项的通知	提升保险产品的风险保障水平，万能保险责任准备金的评估利率上限调整为年复利 3%，保单贷款比例不得高于保单现金价值或账户价值的 80%，限制中短存续期产品规模，给予保险公司 5 年过渡期限。
2016.12.31	保险公司股权管理办法征求意见稿	将保险公司股东分为财务类(<10%)、战略类(≥10%且<20%)、控制类(≥20%)三种类型,分别设立严格的约束标准
2017.05.11	关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知	两全保险产品、年金保险产品，首次生存保险金给付应在保单生效满 5 年之后，且每年给付或部分领取比例不得超过已交保险费的 20%。保险公司不得以附加险形式设计万能型保险产品或投资连结型保险产品。

数据来源：保监会、西南证券整理

除了在风险管控方面加大力度外，监管层在推进保险行业发展的政策制定上同样不遗余力。在过去三年当中先后推进了人身险三大险种的费率改革和商业车险费率改革，使人身险保费增速空间得到释放，财产险费率拟定更加科学。在促进保险产品回归保障主业的思路指引下，监管层去年出台了健康险税收优惠政策，并于今年 7 月 1 日由试点地区向全国铺开。6 月 21 日国务院常务会议上又确定了加快发展商业养老保险的措施，措施三个层面出发，一是支持商业保险机构为个人和家庭提供差异化养老保障，发展老年人意外伤害、长期护理等养老保险，建立医养结合等养老服务保障体系；二是确保商业养老保险资金安全可靠运营，鼓励商业养老保险资金兴办养老机构；三是落实国家支持保险和养老服务业发展的相关财税政策，加快个人税收递延型商业养老保险试点，支持商业养老保险机构参与基本养老保险基金管理。商业养老保险制度的建设完善，尤其是税收递延养老保险的推广实施，有望在未来五年给保险行业带来千亿级别的保费增量，给保险机构的产品结构和盈利方式带来一定程度的改变。

## 2.3 利率上行减少险企准备金计提压力

计提准备金是保险公司营业支出中最重要的一项，而折现率是决定保险公司计提风险准备金的直接影响因素。折现率越高，保险公司对保险合同负债所需要的准备金越少。反之，折现率越低，保险公司需要更多的准备金计提才能满足对保险合同的负债需要，而准备金计提的越多，对保险公司的会计报表利润侵蚀就越大。根据 2009 年保险公司制定执行的新会计准则，险企传统险准备金折现率=10 年期国债到期收益率（750 日移动平均）+（<120bps 的溢价）。在 2017 年保监会下发的《关于优化保险合同负债评估所适用折现率曲线有关事项的通知》中，新规对保险合同负债评估所使用的折现率曲线组成部分，基础利率曲线和综合溢价，分别作出了优化和调整，将基础利率由 750 日移动平均国债收益率曲线，变更为按不同时间期限划定的三段曲线：750 日移动平均国债收益率曲线(20 年以内)、终极过渡曲线(20 年至 40 年)和终极利率(40 年以上)。综合溢价的确定可以考虑税收、流动性效应和逆周期等

因素，溢价幅度最高不得超过 120 个基点。三段式折现率曲线的划分将在一定程度上提高折现率，减少准备金提取，释放利润空间。

在近年利率下行过程中，由于对险企折现率的影响有一定滞后性，保险公司的传统险准备金折算率在 2016 年才开始出现缓慢下滑。根据最新年报数据显示，四家上市险企 2016 年均小幅下调了长期险和健康险合同的折现率假设区间，由此带来的准备金计提增加给各家险企的税前利润均造成不同程度的侵蚀。此外，折现率假设对于险企内含价值的影响也不容忽视。经测算，在其他变量保持不变的情况下，如果折现率假设减少 50 个基点，将对险企的内含价值构成约 8% 的负面影响。自 2016 年 10 月份以来，10 年期国债利率迎来向上拐点，如果按照当前 3.67% 的收益水平不变进行推算，预计准备金折现率将在 2017 年三季度后迎来向上拐点，险企年底和 2018 年的准备金计提数额将有所下降，利好险企释放利润。

**图 8：10 年期国债收益率 750 日移动平均值曲线**



数据来源：wind，西南证券整理

**表 2：折现率下调对险企内含价值影响分析(单位：百万元)**

	折现率	EV	NBV	敏感分析
中国平安	-50BP	-30849	-4829	-8.56%
新华保险	-50BP	-9523	-1629	-7.36%
中国人寿	-50BP	-50970	-8413	-7.82%
中国太保	-50BP	-16207	-2681	-8.92%

数据来源：公司公告，西南证券整理

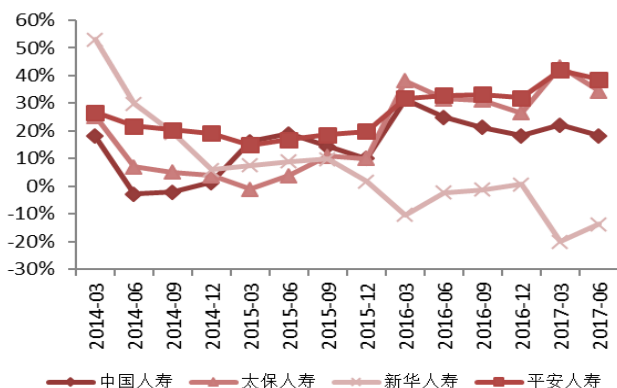
## 3 公司主营业务分析：质地优良的综合性保险集团

### 3.1 代理人产能双升延续寿险业务价值高增长

中国平安的寿险业务主要依靠代理人渠道进行销售，大力扩充寿险代理人队伍一直是公司的发展重心，在 2017 年上半年的新业务规模保费收入中，代理人渠道的保费新单贡献超过 87.3%。在近年保险业务快速发展和代理人资格考试取消的背景下，公司寿险代理人的数量和产能都取得了飞速的发展。2017 年公司中报最新数据显示，平安寿险代理人数量已经达到 132.5 万人，相较于 2013 年的队伍规模已翻倍。而代理人的产能也随着人数规模同步提升，在 2017 年上半年达到 1.2 万亿元，同比增长 18.2%。保险代理人数量和产能的双双提升，为公司寿险保单提升市场占有率提供了强有力的销售支持，拉动公司 2017 年上半年寿险保费收入持续高增长，同比增速超过 37.5%，高于行业平均水平。

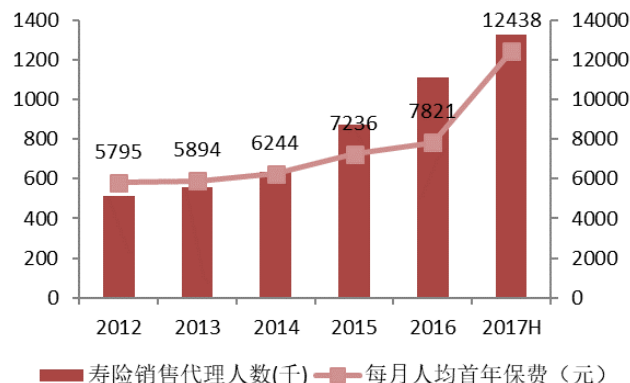


图 9：上市险企寿险保费增速对比



数据来源：wind，西南证券整理

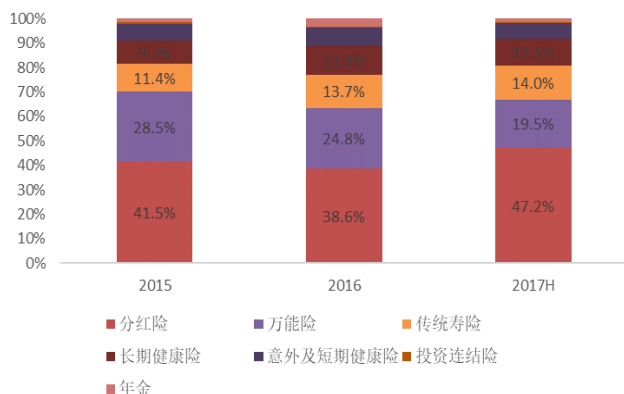
图 10：中国平安营销员规模及产能变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

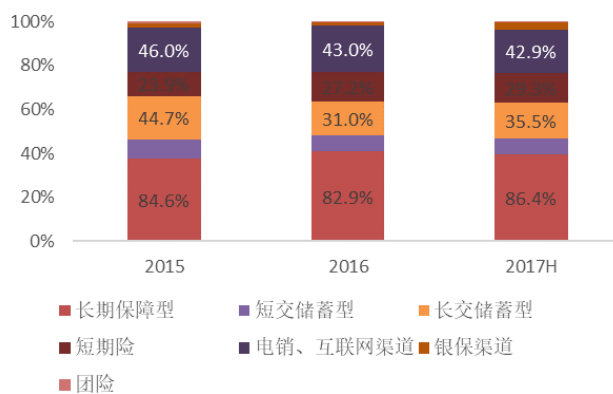
在保费收入快速增长的背景下，平安寿险的产品新业务价值增速也在不断提升，2017年上半年寿险产品新业务价值达到 385.5 亿元，同比增长 46.2%，延续高增长。新业务价值的快速提升，既是保单首年保费收入的快速增长的结果，也是公司近年来积极优化保费险种及缴费结构的成果。从平安寿险各渠道险种的新业务价值率来看，代理人渠道销售的长期保障型产品的新业务价值率最高，而银保渠道的保单新业务价值率较低，这也可以解释公司为何要在近年来大力发展代理人渠道的保单销售。从险种结构来看，由于大部分的万能险和分红险保单产品的投资属性较强，对于保险公司自身来说利润率较低，一般是公司作为冲击市场规模的开门红险种在年初进行主推，而随着保单销售的持续增长，后续为了提升产品整体利润率，保险公司则更需要推出更多利润率高的传统寿险和长期健康险产品来提升业务盈利能力。从近几年平安寿险的产品险种结构发展趋势来看，分红险和万能险产品的保费收入占比正在逐渐收缩，而以传统寿险和长期健康险为代表的长期保障型保险产品销售占比逐年提升，反映出公司逐步优化保单期限和险种结构，提升保单新业务价值的意愿比较强烈。

图 11：中国平安近三年险种结构



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 12：中国平安近三年分业务新业务价值率



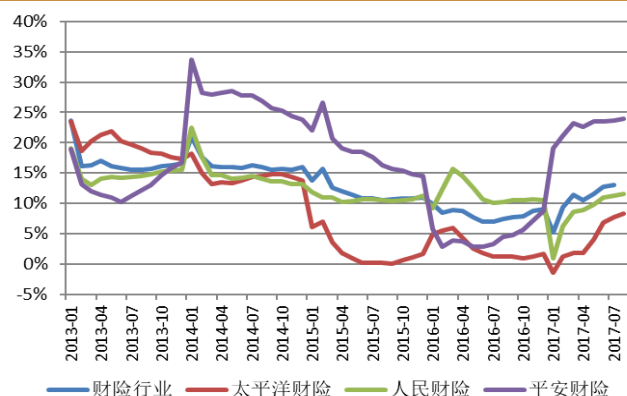
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 3.2 产险成本控制能力行业领先，客源和品牌优势明显

### 3.2.1 产险综合成本率低于行业平均水平

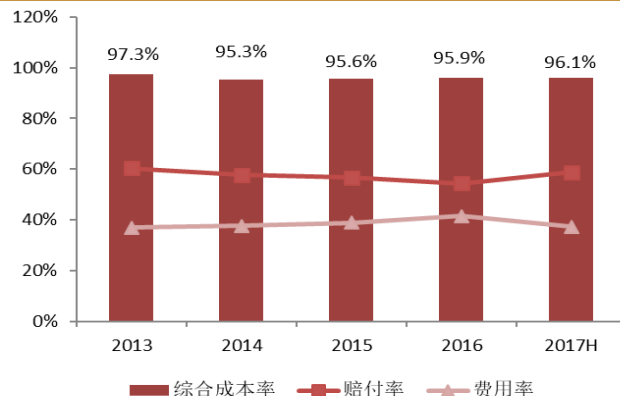
近年来，随着产险市场参与主体增多，市场竞争日趋激烈，产险企业围绕客户资源和销售渠道大打价格战来维持市场份额。在这样的背景下，平安产险通过应用新科技和大数据，强化风险筛选能力，提高资源使用效率，不仅使 2017 年上半年保费收入同比增速维持在 23.5% 的行业领先水平，还使 2017 年上半年的产险业务综合成本率维持在 96.1% 的行业低位，展现了突出的质控能力。

图 13：平安产险保费收入增速行业领先



数据来源：wind，西南证券整理

图 14：平安产险综合成本率缓慢下降

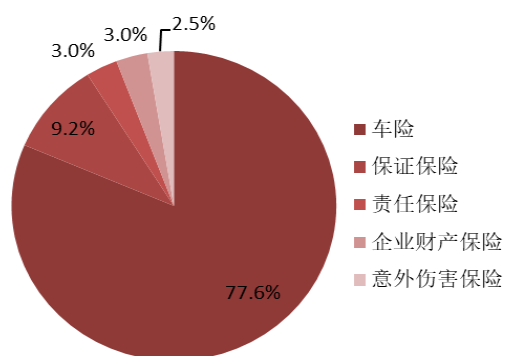


数据来源：wind，西南证券整理

### 3.2.2 车险继续占据主导，保证保险异军突起

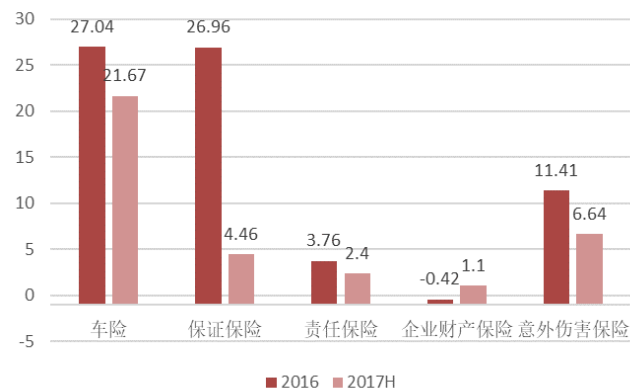
平安产险的各商业保险产品中，保费收入排名前五的分别是车险、保证保险、责任保险、企业财产保险和意外伤害保险。其中，2017 上半年车险业务保费收入占比高达 77.6%，在产险业务中占据主导地位。而从各险种的保费收入增速看，车险业务整体增速保持稳健，这主要得益于平安产险在交叉销售、电话及网络渠道等方面占据的市场领先地位。非机动车辆保险保费收入同比增长 89.7%，这主要是受保证保险的线上运营模式快速推进的影响，保费收入大幅增长逾 6 倍。

图 15：平安产险保费收入险种结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 16：平安产险最近两年承保利润情况（单位：亿元）



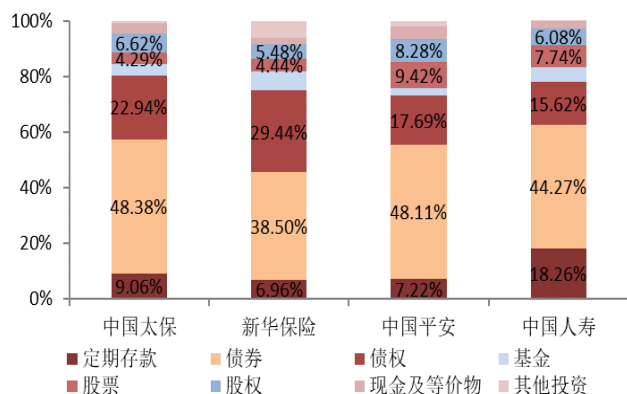
数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3.3 资产端提前布局另类资产&稳定收益资产，风险管理体系完善

中国平安早在 2013 年就开始积极布局优质、高收益的另类资产，并且在经济增速放缓、结构转型阶段，逐步将重点放在安全性高、收益稳定的政府债、铁道债、银行优先股等品种，通过多渠道提升投资收益，有效应对低利率的挑战。在四家上市大型保险公司当中，中国平安的股票投资比重和股权投资比例最高，最近三年的保险资产的总投资收益也保持着 23% 以上的复合增长率，平均总投资收益率在 5% 以上，展现了突出的投资能力。

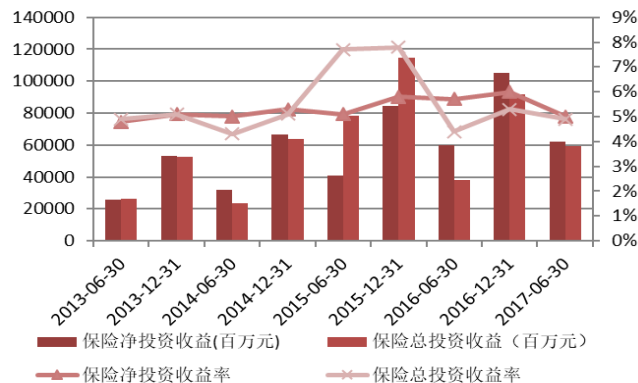
2016 年下半年以来，资本市场股债行情剧烈波动，市场信用风险事件频出。公司通过持续完善投资风险管理内控机制，不断提高对市场风险和信用风险的防范能力。积极推动建立标准化内部信评工具，完善信用评级制度与交易对手管理制度，持续进行跟踪评级，定期按行业对持仓进行拉网式筛查，强化事前、事中、事后层层把关的投资风控流程，以保障保险资金的安全性 & 收益性。截止 2017 年上半年，中国平安所投资的另类非标资产当中，未出现一起信用风险事件，展现了公司良好的风控管理能力。

图 17：上市险企资产配置结构对比



数据来源：wind，西南证券整理

图 18：中国平安资产投资收益水平变化



数据来源：wind，西南证券整理

表 3：中国平安资产配置情况

资产类别		2015 年	2016 年	2017H
定期存款		11.16%	10.48%	7.22%
固定收益类		66.56%	64.12%	65.79%
债券		47.89%	46.20%	48.11%
其他固收类		18.67%	17.92%	17.69%
权益投资类		16.19%	16.93%	20.41%
基金		3.95%	2.16%	2.71%
股票		7.18%	6.92%	9.42%
其他权益类		5.07%	7.86%	8.28%
现金及等价物		4.63%	6.27%	4.41%
投资性房地产		1.46%	2.20%	2.17%

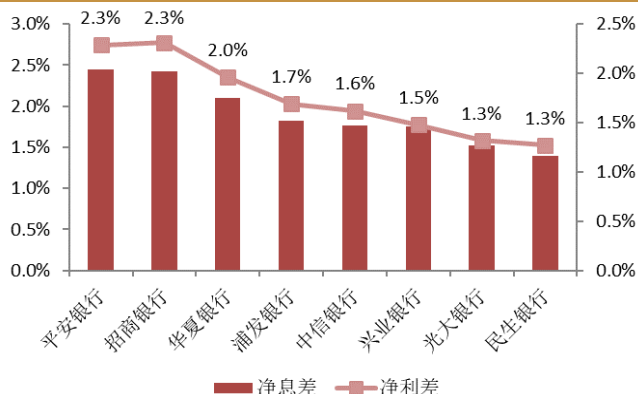
数据来源：公司年报，西南证券整理

### 3.4 银行业务稳健盈利，拨备清收力度加大

平安银行近年来为适应外部经济形势，制定了全面向零售银行转型的战略目标，在保持盈利和规模平稳增长的情况下贯彻“科技引领”、“零售突破”和“对公做精”三大关键策略；坚持“三化两轻：行业化、专业化、投行化、轻资产、轻资本”的大对公业务经营思路，促进公司和同业业务协同发展。在 2017 年上半年，受营改增政策影响，平安银行营业收入增幅较小，但仍实现净利润 125.5 亿元，同比增长 2.1%，维持了稳健盈利的增长趋势。其中，中间业务中的信用卡和理财手续费增长带来的非利息收入达到 167.1 亿元，同比下滑 2.7%。经营效率进一步提升，成本收入比降至 24.8%，同比下降 4.04 个百分点。虽然受营改增政策影响，2017 年上半年平安银行净利差和净息差同比下降至 2.29% 和 2.45%，但净息差在股份制商业银行中仍排名首位，显示了其较好的盈利能力。

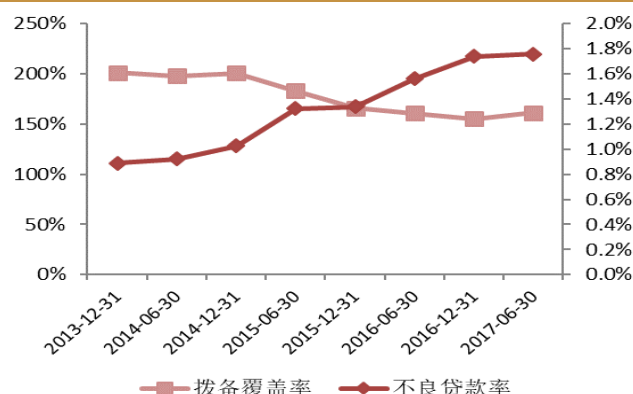
2016 年以来，受宏观经济影响，部分企业经营困难，融资能力下降，出现贷款逾期、欠息情况，银行业不良和关注类贷款均有所增长。受此影响，平安银行 2017 年上半年不良贷款余额较 2016 年底增长 9.1%，达到 280.4 亿元。对此，平安银行积极采取应对措施，多措并举，管好存量，加大拨备计提和清收力度，2017 年上半年末计提贷款减值准备余额 452.3 亿元，同比增长 13.3%，拨备覆盖率同比上升 0.5 个百分点至 161.3%。同时严控不良贷款增量，遏制资产质量下滑，保持资产质量相对稳定。2017 年上半年公司不良贷款率 1.76%，与去年末基本持平，有效遏制住了不良贷款率的上升势头。

图 19：2017 年上半年平安银行净息差领先同业



数据来源：wind，西南证券整理

图 20：平安银行不良贷款率及拨备覆盖率情况



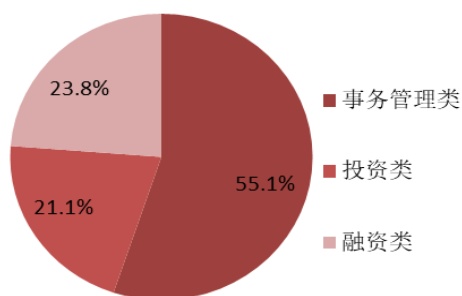
数据来源：wind，西南证券整理

### 3.5 资产管理业务稳健增长，巩固差异化竞争优势

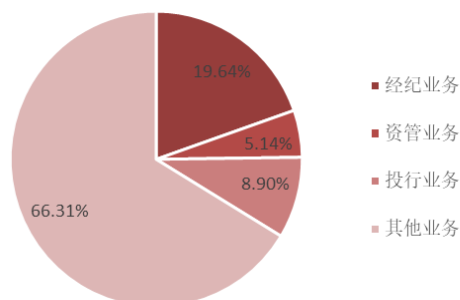
平安信托深化“财富+基金”业务模式，以积累客户和资产为目标，聚焦基础产业、房地产、新兴行业、并购与资本市场等领域。同时，加强业务风险管控，保证各项业务安全、稳健发展。2017 年上半年，平安信托资产管理规模较年初小幅回落 6.6% 至 6326.4 亿元。其中，投资类信托资产管理规模受市场行情低迷因素影响，继续下滑 5.6% 至 1333.9 亿元；而融资类信托资产规模在企业融资需求持续旺盛的背景下较年初增长 3.9% 至 1504.8 亿元。

平安证券在 2017 年的市场行情波动中，通过持续推进战略转型，打造差异化竞争优势。取得了相对行业 39% 的净利润增长。其各主要经营指标的行业排名持续提升，营业收入、净利润排名较上年底分别提升 3 名、8 名至第 15 名、14 名。公司经纪业务利用平安集团高速

扩张的互联网金融生态系统提升获客能力和客户活跃度，2017 年上半年经纪客户较 2016 年末增长 11.1%，达到 1121 万人。公司投行业务在固定收益方面业绩突出，2017 年上半年债券承销规模排名行业第五；债券做市、利率互换做市业务排名均保持券商第一。

**图 21：2017 年上半年平安信托业务结构**


数据来源：wind，西南证券整理

**图 22：平安证券 2017 年上半年业务营收结构**


数据来源：wind，西南证券整理

### 3.6 互联网金融业务快速发展抬升估值

相对于其他互联网金融企业，中国平安的互联网金融业务起步较早，发展至今已经初步形成了较为清晰的盈利模式，即以增加客户交易量为基础，通过先提供服务后进行销售的形式搭建交易平台，实现由流量向频率，最后再到价值的转换。借助平安集团庞大的客户资源和雄厚的财力，公司的互联网金融业务在发展初期取得了客户规模和交易量的突破性进展，将诸多竞争对手甩在身后。在经历了几年的高速发展之后，平安互联网金融业务的客户规模和交易量显著提升，相关板块的市场估值也随之上涨，业务价值实现跨越式增长。其中，旗下的陆金所控股于 2016 年完成了对普惠金融业务和重金所业务的重组，形成涵盖陆金所、重金所、前交所、普惠金融“三所一惠”的战略布局。陆金所控股在 2016 年初完成 B 轮 12.16 亿美元的融资后，估值已经达到 185 亿美元，逼近集团旗下的上市公司平安银行。而平安好医生致力于打造一站式、全流程、O2O 的健康医疗服务平台，以在线诊疗服务作为切入口，配合健康大数据的挖掘和应用，为用户提供全方位的医疗及健康管理服务。在 2016 年完成 A 轮 5 亿美元的融资后，平安好医生估值已经达到 30 亿美元，截至 2017 年上半年，已累计超过 1.6 亿用户提供服务，月活跃用户数峰值 2000 万。

## 4 盈利预测与估值

公司未来营业收入增长的驱动力主要来源于以下几个方面：第一，负债端寿险业务代理人数及产能的双双提升带来的保费收入快速增长。在社会消费升级的背景下，保险产品的社会需求空间被逐渐打开，而保险营销代理人队伍的发展壮大，使保险公司的产品能够迅速打入消费市场，提升公司保费规模，为公司投资活动提供低成本且长久期的资金来源。第二，投资端出现积极变化，虽然 2017 年资本市场行情低迷影响到保险公司的整体投资收益水平，但在中性货币政策环境下，市场短期利率上行改善了险企的资产再配置压力，而保险资金的投资日趋多元化也在一定程度上分散了市场投资风险，提升了投资收益的稳定性。在保险投资资产规模不断扩大的背景下，保险投资收益将保持稳中向上的增长趋势。第三，随着市场



利率上行，保险公司的传统险准备金折现率临近向上拐点，在一定程度上减轻了寿险公司的准备金计提压力，释放寿险业务利润。最后，中国平安作为国内金融牌照最为齐全的金融控股集团，旗下各金融板块之间的客户共享和资源互补可以有效提升公司整体获客能力和运营效率，使企业在综合金融的生态闭环中实现内生正向增长。

根据内含价值估值体系，我们将中国平安公司业务分为寿险业务和非寿险业务进行分别估值。假设条件如下：(1) 2017-2019 年寿险业务经调整的净资产增速保持 16% 的年化复合增长速度；(2) 2017-2019 年寿险有效业务价值增速保持 20% 的年化复合增长速度；(3) 非寿险业务资产对照市场同行业上市公司的 PB 倍数进行估值，给予财险业务 1.5 倍 PB，银行 1.1 倍 PB，证券 2 倍 PB，信托 3.5 倍 PB，其他业务 1.5 倍 PB。(4) 寿险业务部分采用内含价值估计法，给予 1.5 倍 PEV 倍数。

**表 4：中国平安估值情况表（单位：百万元）**

		2016A	2017E	2018E	2019E
寿险业务	经调整的净资产	129949	168934	185827	204410
	有效业务价值	265898	332373	398847	458674
	持有偿付能力额度的成本	-35535	-44419	-51082	-56190
	内含价值	360312	456887	533593	606894
	PEV 倍数	1.25	1.5	1.5	1.5
	寿险估值	450390	685331	800389	910341
平安财险	净资产	63649	70014	77015	84717
	PB	1.50	1.50	1.50	1.50
	财险估值	95474	105021	115523	127075
平安银行	净资产	202171	222388	244627	269090
	PB	0.85	1.20	1.20	1.20
	持股比例	0.58	0.58	0.58	0.58
	银行估值	99670	154782	170260	187286
平安证券	净资产	25649	28214	31035	34139
	PB	1.8	2	2	2
	证券估值	46168	56428	62071	68278
平安信托	净资产	22511	23637	24818	26059
	PB	2.5	2.5	2.5	2.5
	信托估值	56278	59091	62046	65148
其他业务	净资产	49092	70266	94647	122566
	PB	1.2	2.5	2.5	2.5
	其他业务估值	58911	175664	236618	306416
合计	集团净资产	407340	488808	586570	703884
	公司估值	806890	1236317	1446907	1664545
	总股本	18280	18280	18280	18280
	每股估值	44.14	67.63	79.15	91.06

数据来源：公司公告，西南证券

过去平安集团主要受制于旗下金融子板块众多，各板块之间的估值水平差异较大，在分部估值体系下难以发挥保险业务和金控概念的估值优势。而今年初以来，市场投资风格转而青睐低估值业绩白马股，金融板块中的保险、银行、信托等子行业凭借稳定的业绩受到资金追捧，整体估值水涨船高。而中国平安作为国内金融牌照最为齐全的金控集团，在子板块估值整体水平抬升的背景下受益最为明显。未来随着保险行业政策红利陆续兑现，社会消费升级持续推进，中国平安作为行业龙头和金控巨头的市场景气度亦将持续提升。我们预计公司2017-2019年每股收益为4.04元、4.79元、5.67元，未来三年集团内含价值保持20%以上的复合增长速度，对应1.5倍PEV倍数，目标价格67.63元，上调至“买入”评级。

## 5 风险提示

保险政策改革落地速度或不及预期，资本市场环境恶化或使公司业绩和估值面临双重压力。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	712453.00	862981.88	1005141.11	1147884.47	货币资金	569683.00	598167.15	657983.87	690883.06
已赚保费	441620.00	574106.00	688927.20	792266.28	拆出资金	97450.00	77960.00	84015.33	86475.11
银行利息净收入	78138.00	80482.14	84506.25	90421.68	交易性金融资产	153963.00	200151.90	250189.88	300227.85
非保险手续费佣金净收入	35467.00	35821.67	37612.75	39493.39	衍生金融资产	8836.00	4859.80	7322.60	7006.13
加：投资净收益	109678.00	126129.70	145049.16	174058.99	买入返售金融资产	65657.00	74192.41	83837.42	94736.29
加：公允价值变动净收益	3831.00	1519.80	1674.93	1787.46	应收保费	35325.00	42390.00	37262.33	38325.78
加：汇兑净收益	1401.00	488.67	715.22	868.30	应收利息	44950.00	50344.00	56385.28	63151.51
其他业务收入	42318.00	44433.90	46655.60	48988.37	应收代位追偿款	0.00	0.00	0.00	0.00
减：退保金	16050.00	20865.00	25038.00	30045.60	应收分保账款	12348.00	18522.00	22226.40	26671.68
减：赔付支出	140236.00	157064.32	180623.97	213136.28	应收分保未到期责任准备金	6058.00	6574.33	6496.33	6449.28
加：摊回赔付支出	11208.00	8966.40	11063.47	10412.62	应收分保未决赔款准备金	7933.00	8120.83	8195.58	8126.90
减：保险责任准备金	149613.00	200937.10	227345.98	237679.88	应收分保寿险责任准备金	616.00	690.83	687.42	676.65
加：摊回保险责任准备金	-1522.00	1081.75	820.69	626.86	应收分保长期健康险责任准备金	662.00	803.67	783.83	770.14
减：保单红利支出	11236.00	13483.20	16179.84	19415.81	保户质押贷款	64634.00	77560.80	93072.96	111687.55
减：分保费用	40.00	33.00	34.33	35.78	可供出售金融资产	537241.00	623575.63	723784.23	840096.36
减：营业税金及附加	9268.00	8629.82	10051.41	11478.84	持有至到期投资	1009714.00	1161171.10	1335346.77	1535648.78
减：手续费及佣金支出	78742.00	102363.10	120562.26	139954.18	长期股权投资	48955.00	68537.00	89098.10	106917.72
减：业务管理费用	129997.00	136496.85	156971.38	180517.08	存出资本保证金	12098.00	12339.96	12586.76	12838.49
加：摊回分保费用	6353.00	7821.33	7774.11	7316.15	应收款项类投资	751990.00	902388.00	1037746.20	1141520.82
减：其他业务成本	51076.00	63757.67	74347.36	84001.45	固定资产	36147.00	39761.70	43737.87	48111.66
减：资产减值损失	48894.00	63562.20	79452.75	91370.66	无形资产	36550.00	43860.00	52632.00	63158.40
营业利润	93368.00	113659.11	134192.10	158604.52	商誉	20639.00	26830.70	33538.38	38569.13
加：营业外收入	1402.00	700.80	775.76	849.91	独立账户资产	43790.00	42038.40	44140.32	46347.34
减：营业外支出	359.00	418.00	415.00	407.33	递延所得税资产	28292.00	36779.60	47813.48	62157.52
加：其他	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性房地产	42396.00	55114.80	71649.24	93144.01
利润总额	94411.00	113941.91	134552.86	159047.10	定期存款	189950.00	199447.50	209419.88	219890.87
减：所得税	22043.00	26603.06	31415.29	37134.18	其他资产	182588.00	292140.80	467425.28	747880.45
/所得税税率 (%)	0.23	0.23	0.23	0.23	资产差额	1568438.00	1803703.70	2074259.26	2385398.14
净利润	72368.00	87338.85	103137.57	121912.92	资产总计	5576903.00	6468026.62	7551636.99	8776867.63
减：少数股东损益	9974.00	13548.18	15632.18	18343.15	短期借款	56904.00	68284.80	81941.76	98330.11
归属母公司净利润	62394.00	73790.66	87505.39	103569.77	拆入资金	52586.00	68361.80	82034.16	90237.58
EPS(预测股本摊薄)	3.41	4.04	4.79	5.67	交易性金融负债	25883.00	22000.55	44001.10	88002.20
现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	衍生金融负债	8715.00	6100.50	10370.85	17630.45
收到原保险合同保费取得的现金	493939.00	617423.75	740908.50	852044.78	卖出回购金融资产款	89166.00	95407.62	102086.15	109232.18
收到其他与经营活动有关的现金	103003.00	149354.35	216563.81	314017.52	预收保费	52239.00	88806.30	124328.82	174060.35
保户储金净增加额	46121.00	59957.30	71948.76	79143.64	应付手续费及佣金	9283.00	13460.35	18171.47	22714.34
经营活动现金流入差额	526899.00	579588.90	637547.79	701302.57	应付分保账款	14177.00	21265.50	29771.70	35726.04
经营活动现金流入小计	1169962.00	1406324.30	1666968.86	1946508.50	应付职工薪酬	30892.00	33981.20	44175.56	57428.23
支付原保险合同赔付款项的现金	134298.00	161157.60	193389.12	232066.94	应交税费	28848.00	43272.00	64908.00	97362.00
支付给职工以及为职工支付的现金	54128.00	64953.60	77944.32	93533.18	应付利息	24582.00	23352.90	28023.48	33628.18
支付手续费的现金	116759.00	140110.80	168132.96	201759.55	应付赔付款	37688.00	45225.60	54270.72	65124.86
支付的各项税费	48042.00	49483.26	50967.76	52496.79	应付保单红利	39216.00	45098.40	51863.16	59642.63
支付其他与经营活动有关的现金	201898.00	282657.20	367454.36	440945.23	保户储金及投资款	472557.00	543440.55	624956.63	718700.13
支付保单红利的现金	6336.00	7920.00	9900.00	12375.00	未到期责任准备金	95509.00	111745.53	130742.27	152968.46
经营活动现金流出差额	380680.00	456816.00	548179.20	657815.04	未决赔款准备金	67810.00	82050.10	99280.62	120129.55
经营活动现金流出小计	942141.00	1163098.46	1415967.72	1690991.74	寿险责任准备金	895525.00	1047764.25	1225884.17	1434284.48
经营活动产生的现金流量净额	227821.00	243225.84	251001.14	255516.76	长期健康险责任准备金	95212.00	107589.56	121576.20	137381.11
收回投资收到的现金	2820783.00	3730512.37	4933638.12	6524783.38	长期借款	71258.00	89072.50	111340.63	139175.78
取得投资收益收到的现金	154498.00	198302.12	254525.82	326690.37	应付债券	349825.00	454772.50	591204.25	768565.53
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	376.00	582.74	903.16	1399.76	递延所得税负债	11274.00	19165.80	22998.96	27598.75
收到其他与投资活动有关的现金	7179.00	12950.20	23360.87	42140.67	其他负债	203933.00	234522.95	269701.39	310156.60
投资活动现金流入差额					负债差额	2313570.00	2591198.40	2902142.21	3177845.72
投资活动现金流入小计	2982836.00	3942347.43	5212427.97	6895014.18	负债合计	5090442.00	5897102.26	6878995.00	7981307.02
投资支付的现金	3266503.00	4223078.03	5490001.44	7137001.87	股本	18280.00	18280.00	18280.00	18280.00
现金及现金等价物净增加额	34227.00	40891.67	48161.22	41093.30	毛利率	79.00%	76.72%	77.38%	79.29%
期初现金及现金等价物余额	333325.00	367552.00	432808.55	589627.20	净利率	10.16%	10.12%	10.26%	10.62%
期末现金及现金等价物余额	367552.00	423571.04	494736.50	676176.11	ROE	14.88%	15.30%	15.33%	15.32%

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn