

2017年03月28日

中国平安 (601318.SH)

动态分析

综合金融领跑者

公司动态：公司发布 2016 年年报，全年营收 7124.5 亿元，同比增长 14.9%，净利润 623.9 亿元，同比增长 15.1%，EPS 3.50 元，总资产约 5.58 万亿元，较年初增长 17.0%；全年每股股息 0.75 元（含中期派息）。

◆ **全年业绩领先同业：**公司 2016 年营收实现 7125 亿元，同比增长 14.9%，归母净利润为 624 亿元，同比增长 15.1%，其中 Q4 净利润 59 亿元，同比下滑 0.7%，业绩增速不及前三季主要源于投资收益的拖累（Q4 下滑 16%）；不过就全年来看业绩表现仍远超出同业（国寿-44.9%，新华-45.0%），业绩逆势增长固然有业外因素（转让锦联有限股权确认 95 亿元利润），但不可否认的是其优秀的业务质量及出色的投资能力仍然是主导因素。

◆ **净投资收益率逆势提升：**平安 2016 年末投资资产 1.97 万亿元，同比增长 13.9%，其中净投资收益率为 6.0%，较上半年及去年同期分别提升 0.3、0.2 个百分点，在债券类收益率中枢下移背景下，NI 提升主要来自于公司资产配置优化，优先股配置比例显著提升。总投资收益率 5.3%，同比下滑 2.5pct，主要受权益类买卖价差减少影响，不过我们判断 2017 年资本市场整体机遇大于风险，这将有利于总投资收益率的改善，并且报表 AFS 账面仍有 186 亿元浮盈，未来业绩仍有保障。

◆ **寿险业务质量位居榜首：**优秀的业务质量是公司业绩领先的基础，尽管平安寿险结构已显著优于同业（个险渠道占比近 90%），不过其在 2016 年再次取得了边际提升，一年新业务价值同比增长 32%至 508 亿元（偿二代口径），若剔除收益率假设下调影响（由 5.5%下调至 5.0%），NBV 增速高达 49%，一方面公司个险代理人增长 27.7%至 110 万人，另一方面人均产能亦提升 8.1%至 7821 元。

◆ **产险成本率持续维持低位：**平安产险延续稳健，全年实现保费 1779.1 亿元，同比增长 8.7%，综合成本率 95.9%，持续保持绝对低位，车险依旧为主要收入来源，公司市场占有率达到 21.7%，同比增加 0.6 个百分点，车险费改背景下具备定价能力、成本控制能力的险企有望进一步提升集中度。

◆ **互金业务构建综合金融领跑者：**公司互联网金融战略成效日趋显著，陆金所控股整合“三所一惠”，全面布局财富管理、机构间交易和消费金融领域，目前完成 B 轮融资，截止 2016 年年底，陆金所累计注册用户达到 2838 万，同比增长 55%，平安好医生也完成 A 轮 5 亿美元融资，估值达 30 亿美元。另外平安银行推进零售战略，转型思路坚决。2016 年实现营业收入 1,077.15 亿元，同比增长 12.01%，实现净利润 225.99 亿元，同比增长 3.36%。

◆ **精算假设调整提升估值可信度：**如上所述，公司 2016 年末进行了精算假设的调整，将投资回报率假设由 5.5%下调至 5.0%（风险贴现率维持 11%不变），即使如此，公司年末内含价值同比仍增长 16%至 6377 亿元（偿二代口径，偿二代方法对内含价值影响不大），投资收益率的下调增加了公司资产可信度，也提高市场对于公司股价估值的认可程度。

非银行金融 | 保险 III

投资评级

买入-A(首次)

6 个月目标价

45.01 元

股价(2017-03-27)

36.74 元

交易数据

总市值 (百万元)

671,616.07

流通市值 (百万元)

397,992.09

总股本 (百万股)

18,280.24

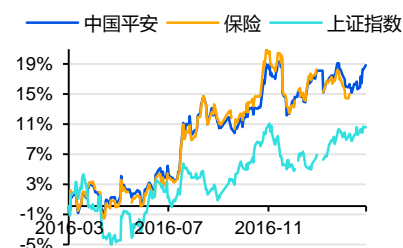
流通股本 (百万股)

10,832.66

12 个月价格区间

30.95/37.76 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%

1M

3M

12M

相对收益

-0.69

-0.69

7.21

绝对收益

0.49

4.2

16.86

分析师

王刚

SAC 执业证书编号：S0910515070001

wanggang@huajinsc.cn

021-20655693

报告联系人

郑春明

zhengchunming@huajinsc.cn

021-20655654

相关报告

◆ **投资建议：**中国平安在 2016 年稳健发展，产寿险业务质量均保持优异，净投资收益率稳步回升，互联网板块贯穿了公司综合金融版图，我们同样看好 2017 年保险尤其是寿险在利率回升背景下的表现，预计公司 2017-2019 年每股收益分别为 4.14/4.80/5.59 元，对应 2017 年 P/EV 为 0.90X，首次覆盖，给予“买入-A”评级，6 个月目标价 45.01 元，对应 2017 年 P/EV 1.1X。

◆ **风险提示：**资本市场大幅下挫；保费增长不及预期

财务数据与估值

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
寿险保费	373,781	485,915	607,394	728,873
产险保费	178,291	209,832	246,806	290,354
归属于母公司净利润	62,394	75,664	87,692	102,215
同比增长(%)	15.11%	21.27%	15.90%	16.56%
每股收益(元)	3.50	4.14	4.80	5.59
每股净资产(元)	20.98	27.54	32.95	40.36
市盈率	10.76	8.88	7.66	6.57
市净率	1.75	1.33	1.11	0.91

数据来源：Wind、华金证券研究所

内容目录

一、全年业绩领先同业.....	4
二、寿险业务质量位居榜首	4
三、互金业务构建综合金融领跑者.....	6
四、精算假设调整提升估值可信度.....	7
五、投资建议.....	7
六、风险提示.....	7

图表目录

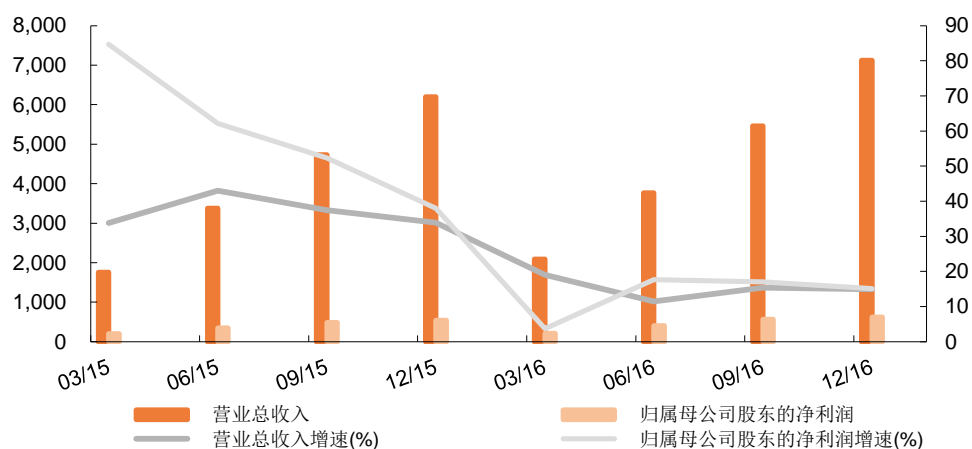
图 1：公司营收、归母净利润及其增速（亿元；%）	4
图 2：代理人人数变化情况（万；%）	5
图 3：代理人首年规模保费变化情况（元；%）	5
图 4：寿险保费变化情况（亿元；%）	6
图 5：产险保费变化情况（亿元；%）	6

一、全年业绩领先同业

公司 2016 年营收实现 7125 亿元, 同比增长 14.9%, 归母净利润为 624 亿元, 同比增长 15.1%, 单季度实现归母净利润 59 亿元, 略低于 Q3 归母净利润的增长, 第四季度整体业绩低于预期, 但是就全年来看业绩表现仍远好于同行 (国寿-44.9%, 新华-45.0%)。

全年业绩的高速增长主要的原因有两个方面: 一是业外因素 (转让锦联有限股权确认 95 亿元利润), 但更重要的是拥有优秀的业务质量及出色的投资能力。公司 2016 年全年每股股息 0.75 元, 同比增长 41.5%, 股息支付率创历史新高, 预计未来股息派发政策会保持稳定, 股息支付率持续保持高位。

图 1: 公司营收、归母净利润及其增速 (亿元; %)



资料来源: Wind、华金证券研究所

净投资收益率方面, 平安 2016 年末投资资产 1.97 万亿元, 同比增长 13.9%, 其中净投资收益率为 6.0%, 较上半年及去年同期分别提升 0.3、0.2 个百分点, 在债券类收益率中枢下移背景下, NI 提升主要来自于公司资产配置优化, 优先股配置比例显著提升。总投资收益率 5.3%, 同比下滑 2.5pct, 主要受权益类买卖价差减少影响, 不过我们判断 2017 年资本市场整体机遇大于风险, 这有利于总投资收益率的改善, 并且报表 AFS 账面仍有 186 亿元浮盈, 未来业绩仍有保障。

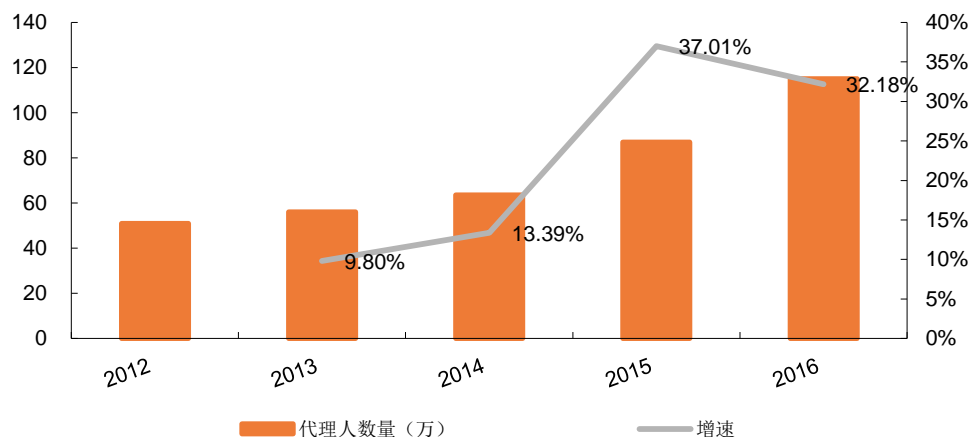
目前平安目标定位是领先的个人金融服务商, 拥有 1.3 亿的个人客户, 同比增长 20%; 2016 年公司 400 亿的利润来自个人业务, 占比 2/3, 个人客户黏性很高, 未来业绩有保障, 公司一个客户, 多个产品的一站式服务也使得客户流失率较低, 忠诚度较高, 为公司的零售发展营造了良好的环境。

二、寿险业务质量位居榜首

优秀的业务质量是公司业绩领先的基础。随着代理人限制放开, 2016 年平安代理人人数超过 110 万人, 创历史新高, 预计未来代理人数量以后可以保持两位数的增长。若剔除收益率假设下调影响 (由 5.5% 下调至 5.0%), NBV 增速高达 49%。究其原因, 一方面公司个险代理人增长

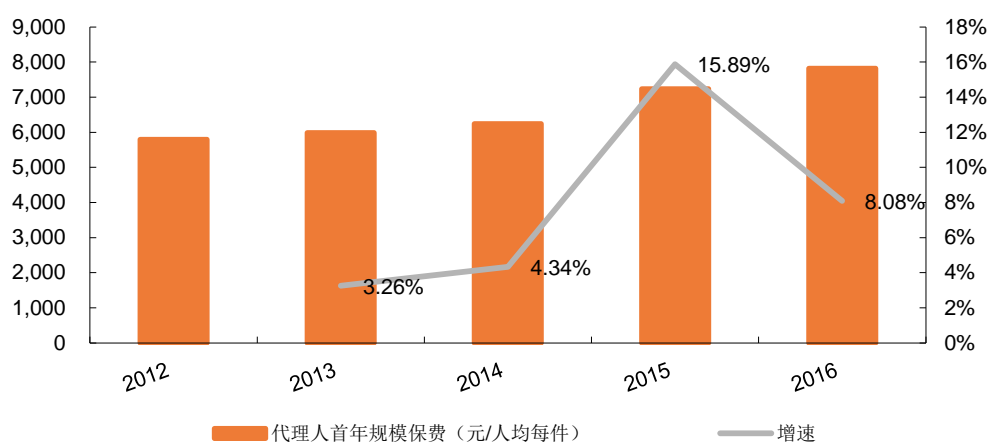
27.7%至110万人,另一方面人均产能亦提升8.1%至7821元。代理人渠道保费贡献率高达87%,寿险结构已显著优于同业,个险新单的增长实现寿险新业务价值508.1亿元(偿二代口径),同比增长32.2%,其中,代理人渠道新业务价值为464.1亿元,同比增长34.9%。另一方面,银保渠道规模保费实现113亿元,同比增加47.1%。

图2：代理人人数变化情况（万；%）



资料来源：Wind、华金证券研究所

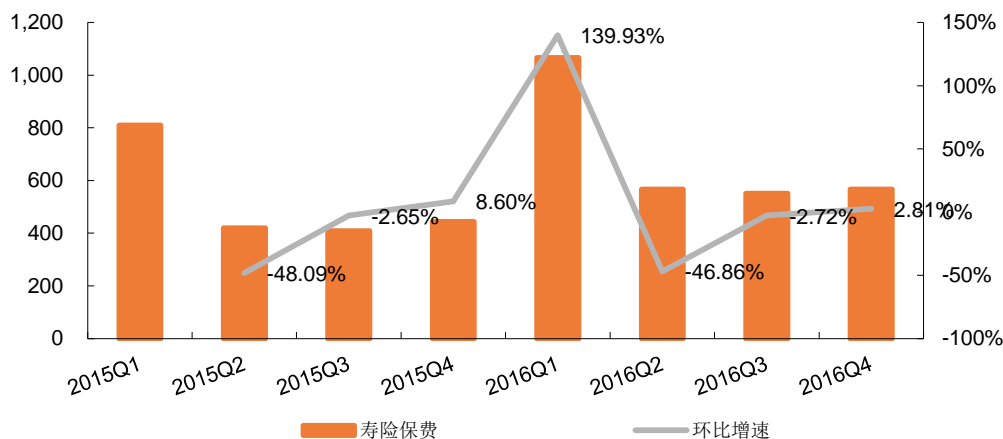
图3：代理人首年规模保费变化情况（元；%）



资料来源：Wind、华金证券研究所

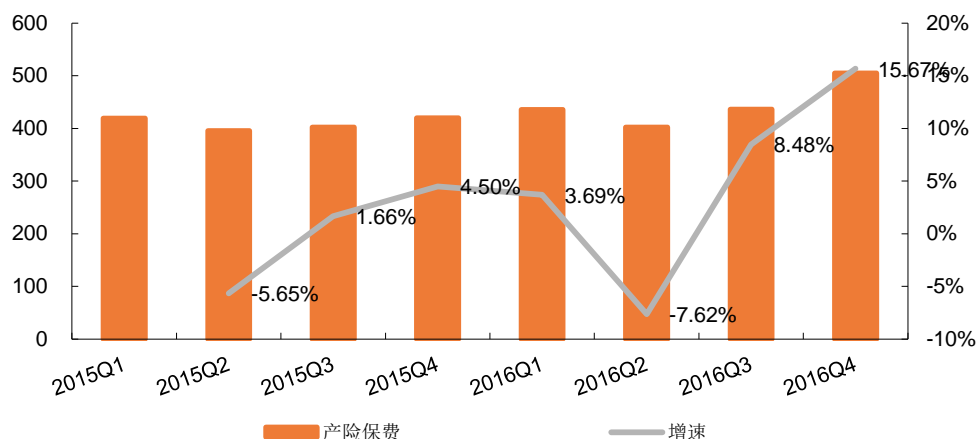
寿险方面，2016年实现规模保费3552.7亿元，同比增长25.3%，单季度来看，2016年第一季度寿险保费增加较快，环比增加140%，后三季度增速放缓并且趋于稳定。产险方面，实现保费1779.1亿元，同比增长8.7%，车险依旧为主要收入来源，公司市场占有率达到21.7%，同比增加0.6个百分点，综合成本率95.9%，持续保持绝对的低位，在保险业有着强大的竞争优势。寿险业务退保率为1.4%，同比下降0.4个百分点；产险的赔付率为54.4%，同比下降2.3个百分点，总体来看业务质量优良，行业领先。我们认为车险费改背景下具备定价能力、成本控制能力的险企有望进一步提升集中度。

图 4：寿险保费变化情况（亿元；%）



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 5：产险保费变化情况（亿元；%）



资料来源：Wind、华金证券研究所

三、互金业务构建综合金融领跑者

公司互联网金融战略成效日趋显著，陆金所控股整合“三所一惠”，全面布局财富管理、机构间交易和消费金融领域，目前完成 B 轮融资，截止 2016 年年底，陆金所累计注册用户达到 2838 万，同比增长 55%，平安好医生也完成 A 轮 5 亿美元融资，估值达 30 亿美元。

此外，平安银行推进零售战略，转型思路坚决。2016 年实现营业收入 1,077.15 亿元，同比增长 12.01% 实现净利润 225.99 亿元，同比增长 3.36% 经营效率持续优化，成本收入比 25.97%，环比下降 6.2 个百分点。银行加大拨备力度，化解资产风险，大力推进零售战略，转型思路坚决，进一步促进中国平安领先地位。

并且公司证券、信托等业务也呈现出稳步增长的趋势，总体来看，公司综合金融战略已取得卓越承销，而互联网金融正成为链接公司综合金融业务的纽带。

四、精算假设调整提升估值可信度

公司 2016 年末进行了精算假设的调整，将投资回报率假设由 5.5% 下调至 5.0% (风险贴现率维持 11% 不变)，即使如此，公司年末内含价值同比仍增长 16% 至 6377 亿元 (偿二代口径，偿二代方法对内含价值影响不大)，投资收益率的下调增加了公司资产可信度，也提高市场对于公司股价估值的认可程度。

五、投资建议

中国平安在 2016 年稳健发展，产寿险业务质量均保持优异，净投资收益率稳步回升，互联网板块贯穿了公司综合金融版图，我们同样看好 2017 年保险尤其是寿险在利率回升背景下的表现，预计公司 2017-2019 年每股收益分别为 4.14/4.80/5.59 元，对应 2017 年 P/EV 为 0.90X，首次覆盖，给予“买入-A”评级，6 个月目标价 45.01 元，对应 2017 年 P/EV 1.1X。

六、风险提示

资本市场大幅下挫；保费增长不及预期

资产负债表

(百万元)	2016	2017E	2018E
投资资产-定期存款	349,787	397,259	456,853
投资资产-债券	1,311,702	1,365,577	1,570,432
投资资产-其他固定到期			
日投资	76,516	86,900	99,937
投资资产-权益投资	327,926	372,430	428,300
投资资产-基建投资	21,862	24,829	28,553
投资资产-现金及其他等			
价物	98,378	235,872	271,257
投资资产-其他资产	87,447	99,315	114,213
投资资产	2,186,171	2,482,867	2,855,332
发放贷款及垫款	64,634	69,711	87,139
其他资产	3,326,098	4,418,550	5,771,440
资产合计	5,576,903	6,971,129	8,713,911
准备金	1,058,844	1,305,605	1,587,642
吸收存款	472,557	587,564	711,558
其他负债	3,559,041	4,317,170	5,277,413
负债合计	5,090,442	6,210,339	7,576,614
归属母公司所有者权益	383,449	503,509	602,360
少数股东权益	103,012	104,567	145,574
股东权益合计	486,461	608,076	747,934
每股数据	2016	2017E	2018E
每股净资产	20.98	27.54	32.95
每股盈利	3.50	4.14	4.80
每股内涵价值	34.84	36.83	38.65
现金流量表	2016	2017E	2018E
经营活动流量净额	227,821	330,340	462,477
投资活动流量净额	-330,616	-413,270	-516,588
筹资活动流量净额	133,004	119,704	113,718
总额	30,209	36,774	59,608

利润表

(百万元)	2016	2017E	2018E
营业收入	712,453	849,262	924,432
已赚保费	441,620	494,104	629,651
提取未到期责任准备金	1,401	489	715
投资收益及公允价值变动	113,509	157,738	192,396
其他收入	155,923	196,931	101,669
营业支出	619,085	716,053	788,595
退保金	16,050	13,802	17,394
赔付支出	140,236	158,113	188,895
提取保险责任准备金	149,613	172,937	188,895
保单红利支出	11,236	12,739	13,684
保险业务手续费及佣金支	78,742	99,373	90,447
出			
业务及管理费	129,997	160,101	180,894
资产减值损失	48,894	49,000	50,000
其他支出	44,317	49,988	58,385
营业利润	93,368	133,209	135,837
营业外收支	359	337	314
利润总额	94,411	135,115	139,194
所得税费用	22,043	40,534	34,799
净利润	72,368	94,580	104,396

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王刚声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn