

公司研究/年报点评

2018年03月21日

非银行金融/保险 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 74.09
合理价格区间(元): 87.00~92.50

沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

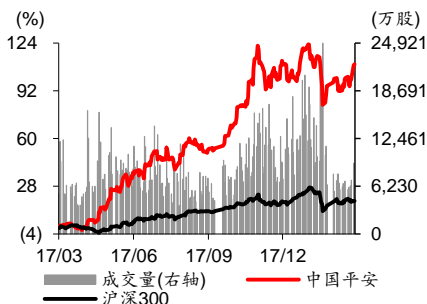
刘雪菲 执业证书编号: S0570517110003
研究员 0755-82713386
liuxuefei@htsc.com

陶圣禹 021-28972217
联系人 taoshengyu@htsc.com

相关研究

- 1《中国平安(601318,买入): 险企龙头领涨, 金融科技新引擎》2017.10
- 2《中国平安(601318,买入): 业绩超预期, 险业龙头当之无愧》2017.08
- 3《中国平安(601318,买入): 风帆饱满, 价值领航》2017.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

业绩再创辉煌, 金融科技引领未来 中国平安(601318)

业绩亮眼, 再创辉煌

公司 2017 年实现归母净利润 891 亿元, YoY+42.8%, 其中, 寿险及健康险、财险、银行、资管、金融科技与医疗科技业务分别实现归母净利润 357 亿元、133 亿元、134 亿元、159 亿元、146 亿元。集团 ROE 为 20.7%, YoY+3.3pct。集团内含价值 8252 亿元, YoY+29%。新业务价值 674 亿元, YoY+32%。ROEV 为 26.7%, YoY+5.7pct。公司不断提升现金分红水平, 全年拟向股东派发股息每股现金 1.5 元, YoY+100%。考虑到公司是综合金融龙头, 正开启科技孵化新模式, 发展前景广阔, 维持买入评级。

科技研发跨越式发展, 科技业务孵化四家独角兽

科技研发涵盖人工智能、区块链、云、大数据和安全等技术领域, 行业领军。陆金所首次实现全年整体盈利。平安好医生已完成首发前融资, 规模 4 亿美元, 投后估值达 54 亿美元, 已向港交所递交上市申请。平安医保科技和金融壹账通于 2018 年初分别完成规模为 11.5 亿美元和 6.5 亿美元的首次融资, 现投后估值分别达 88 亿美元和 74 亿美元。

寿险及健康险价值持续增长, 产险竞争力增强

寿险及健康险业务的新业务价值为 674 亿元, YoY+33%。代理人渠道实现新业务价值 608 亿元, YoY+31%, 其中长期保障型业务新业务价值 469 亿元, 在总新业务价值中占比 69%。寿险及健康险规模保费 4759 亿元, YoY+27%。保费的快速增长得益于代理人队伍的质量齐升。2017 年末代理人规模达 138.6 万, YoY+25%, 人均首年规模保费达 8373 元/月, YoY+7%。产险业务品质及盈利水平保持优良, 综合成本率 96.2%, ROE 为 20%, 市场占有率达 20.5%, YoY+1.3pct。

银行零售转型成效显著, 资管经营指标稳健增长

平安银行经营保持稳健发展, 实现净利润 232 亿元, YoY+2.6%。公司零售业务转型显著, 已经成为公司盈利的核心驱动力, 零售净利润 YoY+68%, 在全行净利润中占比为 68%。不良压力有所释放。2017 年末不良贷款率 1.70%, 已经低于商业银行同期不良贷款率 1.74%。信托净利润同比增长 70.4%, 资管公司管理资产规模 2.67 万亿, 较年初增长 18%。

金融+科技, 综合金融龙头, 维持买入评级

未来十年将深化“金融+科技”、探索“金融+生态”的战略规划, 将创新科技聚焦于大金融资产、大医疗健康两大产业, 并深度应用于“金融服务、医疗健康、汽车服务、房产服务、智慧城市”五大生态圈, 打造价值增长新引擎。结合年报优秀的业绩, 以及考虑金融科技业务开始盈利, 调整业绩预测, 预计 2018-20 年 EVPS 分别为 54.4、65.7 和 79.1 元(前值 2018-19 年分别为 53.2 和 64.4 元), 对应 P/EV 为 1.36x、1.13x 和 0.94x。综合考虑友邦和大陆险企估值倍数, 考虑科技孵化新模式, 给予龙头一定溢价, 给予 2018 年 1.6-1.7xP/EV, 目标价格区间 87.0~92.5 元, 维持买入评级。

风险提示: 市场波动风险、利率与政策风险、技术风险、消费者偏好风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	18,280
流通 A 股 (百万股)	10,833
52 周内股价区间 (元)	35.51-78.76
总市值 (百万元)	1,354,383
总资产 (百万元)	6,168,516
每股净资产 (元)	24.52

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	712,242	890,882	1,023,398	1,200,966	1,401,073
+/-%	14.88	25.08	14.87	17.35	16.66
归属母公司净利润 (百万元)	62,394	89,088	124,903	144,625	168,894
+/-%	15.11	42.78	40.20	15.79	16.78
EPS (元, 最新摊薄)	3.41	4.87	6.83	7.91	9.24
PE (倍)	21.71	15.20	10.84	9.36	8.02

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

业绩亮眼再创辉煌，科技业务跨越发展孵化独角兽企业

业绩亮眼。公司 2017 年实现净利润 999.78 亿元，YoY+38.2%；归母净利润 890.88 亿元，YoY+42.8%。归属于母公司股东的营运利润 947.08 亿元，YoY+38.8%。总资产超 6.49 万亿元，较年初增长 16.4%。集团 ROE 为 20.7%，YoY+3.3pct。集团内含价值 8251.73 亿元，YoY+29%。新业务价值 673.57 亿元，YoY+32%。ROEV 为 26.7%，YoY+5.7pct。公司不断提升现金分红水平，全年向股东派发股息每股现金 1.50 元，YoY+100.0%。

公司科技研发能力实现跨越式发展。截至 2017 年末，平安专利申请数达 3,030 项，较年初增长 262%，涵盖人工智能、区块链、云、大数据和安全等技术领域，拥有人脸识别、声纹识别、疾病预测等多项全球领先技术，多项技术成果在医疗影像研究、生物识别等领域斩获国际大奖。

科技业务孵化四家独角兽。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 4,616.99 亿元，较年初增长 5.3%；管理贷款余额 2,884.34 亿元，较年初增长 96.7%；并首次实现全年整体盈利。平安好医生运营着全国最大规模的互联网医疗平台，累计为超过 1.9 亿用户提供健康管理服务。平安好医生已完成首次公开发行股票前融资，规模 4 亿美元，投后估值达 54 亿美元，已向港交所递交上市申请。平安医保科技和金融壹账通于 2018 年初分别完成规模为 11.5 亿美元和 6.5 亿美元的首次融资，现投后估值分别达 88 亿美元和 74 亿美元。

公司即将迎来三十周年，起承转合，继往开来。未来十年将深化“金融+科技”、探索“金融+生态”的战略规划，以“国际领先的科技型个人金融生活服务集团”为目标，将创新科技聚焦于大金融资产、大医疗健康两大产业，并深度应用于“金融服务、医疗健康、汽车服务、房产服务、智慧城市”五大生态圈，打造价值增长新引擎。

各业务板块经营稳健。分业务板块看，寿险及健康险、财险、银行、资管、金融科技与医疗科技业务分别实现归母净利润 356.58 亿元、133.07 亿元、134.49 亿元、159.24 亿元、146.21 亿元。各业务板块中寿险及健康险、资管、金融科技与医疗科技业务成长较快，分别同比增长 43.5%、69.2%、136.3%。

图表1： 公司分业务归母净利润分布

	2016		2017		同比增长
	金额（百万元）	占比	金额（百万元）	占比	
寿险业务	24,851	39.8%	35,658	40.0%	43.5%
产险业务	12,638	20.3%	13,307	14.9%	5.3%
银行业务	13,108	21.0%	13,449	15.1%	2.6%
证券业务	2,137	3.4%	2,043	2.3%	-4.4%
信托业务	2,319	3.7%	3,953	4.4%	70.5%
其他资管业务	4,956	7.9%	9,928	11.1%	100.3%
互联网金融业务及其他	6,188	9.9%	14,621	16.4%	136.3%
其他业务及合并抵消	-3,803	-6.1%	-3,871	-4.3%	1.8%
合计	62,394	100.0%	89,088	100.0%	42.8%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

个人客户业务价值快速提升

个人业务的利润贡献为 589.75 亿元，YoY+44.4%，占比 66.2%。个人客户量 1.66 亿人，较年初增长 26.4%，客均利润 YoY+14.2%。新增客户 4630 万人，YoY+20.5%，新增中有 40.4%来自于集团互联网用户。集团个人客户中有 4723 万同时持有多家子公司的合同，在整体客户中占比 28.5%，占比较年初提升 4.5pct，一站式综合金融服务协同效应优势凸显。在提升个人客户数量和深挖客户价值双轮驱动下，个人业务已经成为平安价值强劲增长的内生动力。

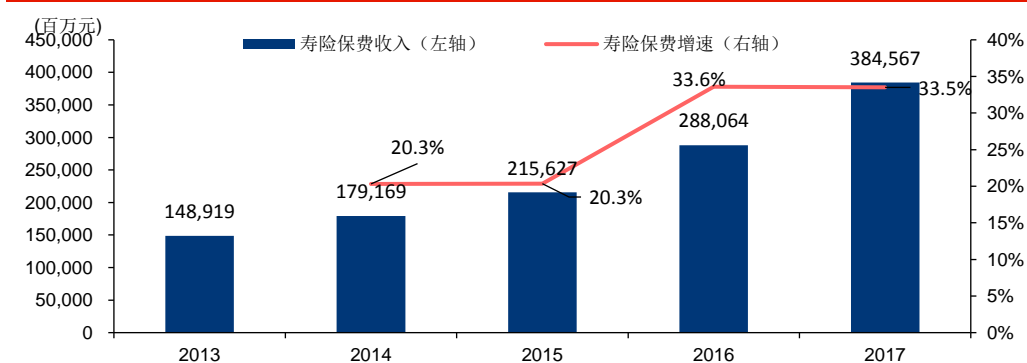
寿险及健康险价值持续成长

寿险及健康险业务剩余边际余额 6163.19 亿元，较 2016 年末增长 35.5%，主要来自于新业务强劲增长的贡献。剩余边际摊销 498 亿元，YoY+30.4%。净利润 361.43 亿元，YoY+44.4%。全年 ROEV 达 35.5%。

寿险及健康险业务的新业务价值为 673.57 亿元，YoY+32.6%。代理人渠道实现新业务价值 607.86 亿元，YoY+31.0%，其中长期保障型业务新业务价值 469.33 亿元，在代理人渠道中占比 77.2%。

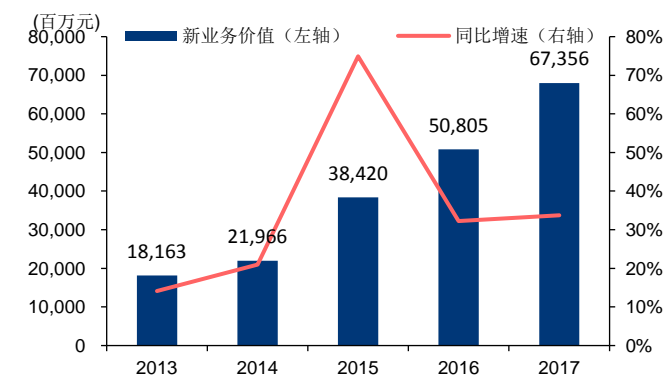
寿险及健康险规模保费 4758.95 亿元，YoY+27.3%。保费收入 3886.42 亿元，YoY+33.4%。保费收入市场占有率 14.2%，YoY+1.5pct。保费的快速增长得益于代理人队伍的量质齐升。2017 年末代理人规模达 138.6 万，YoY+24.8%，人均首年规模保费达 8373 元/月，YoY+7.1%。

图表2： 寿险保费收入实现较快增长



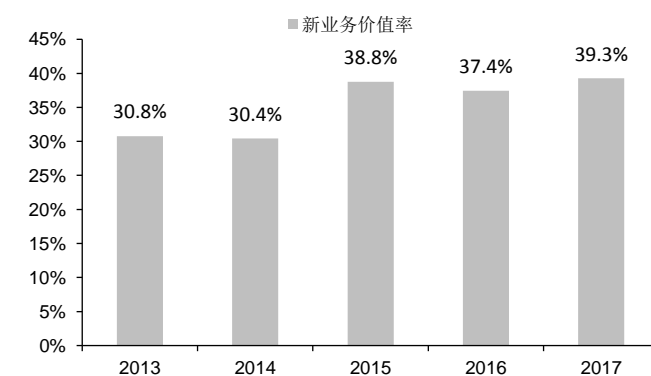
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3： 新业务价值及增速



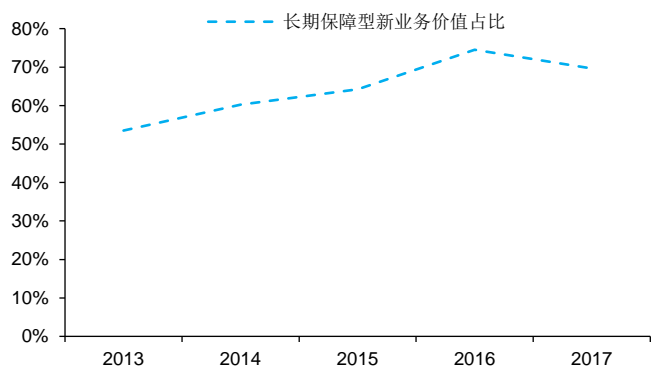
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4： 新业务价值率



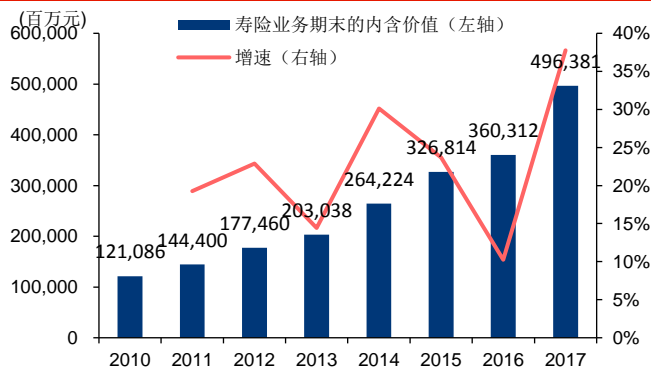
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表5：长期保障型新业务价值占比



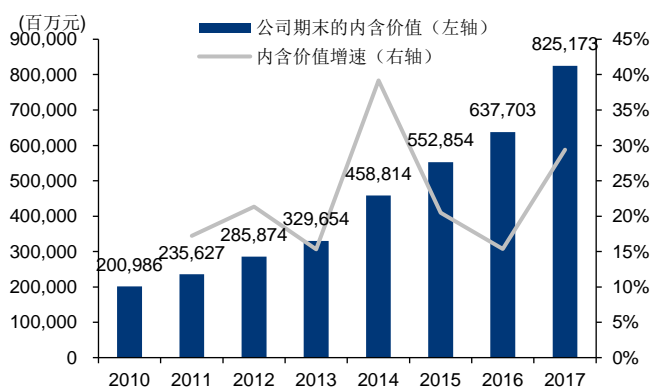
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表6：寿险业务期末内含价值及增速



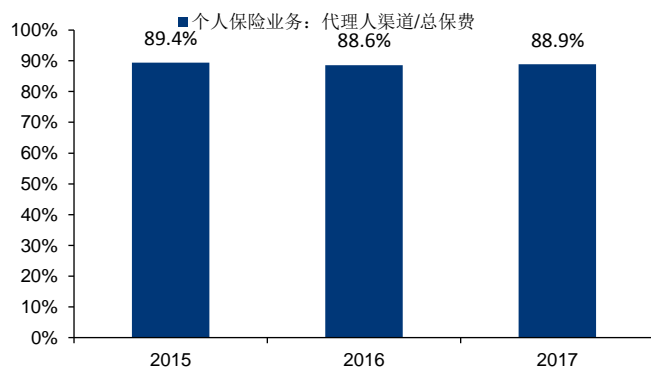
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表7：公司期末的内含价值及增速



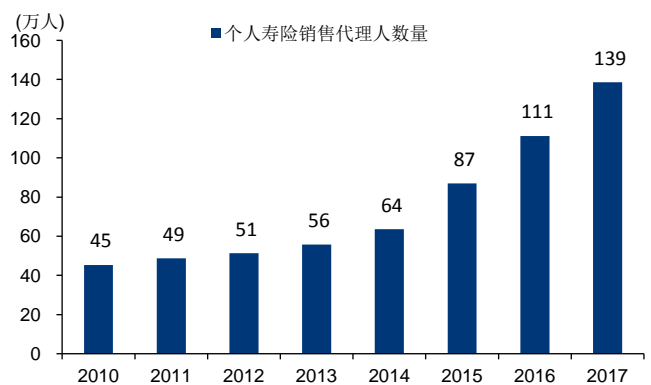
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表8：代理人渠道保费占比



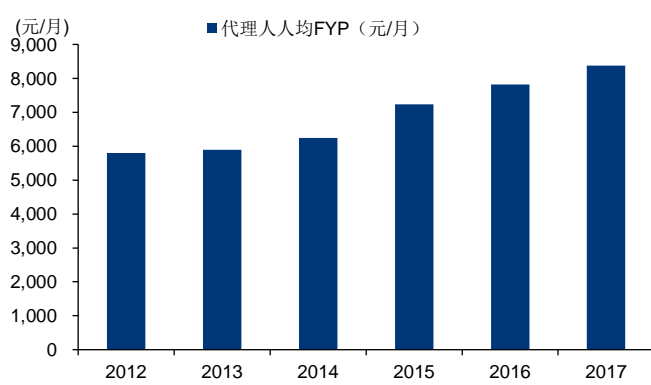
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表9：个人寿险销售代理人数量



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表10：代理人人均 FYP

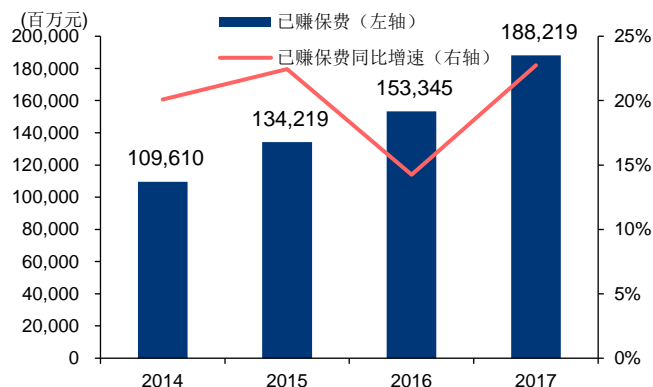


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

产险竞争力增强

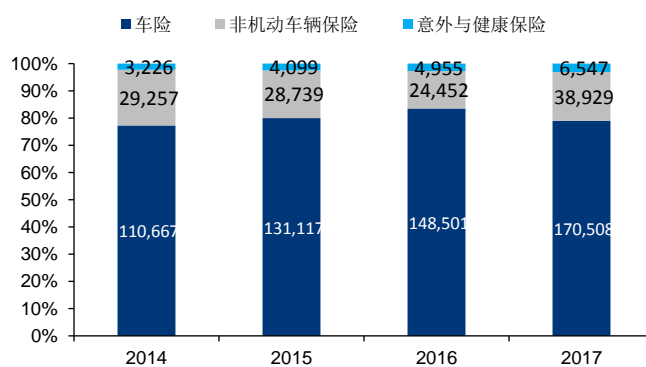
产险业务品质及盈利水平保持优良，综合成本率 96.2%，ROE 为 20%。原保险保费收入 2159.84 亿，YoY+21.4%。市场占有率 YoY+1.3pct，达 20.5%。产险中主要支柱车险的原保险保费收入 1705.08 亿元，YoY+14.8%。产险较快增长的主要原因是公司依托有利的市场环境、公司创新科技提供良好的客户服务，来自交叉销售、车商渠道的保费收入持续稳定增长。

图表11：产险已赚保费



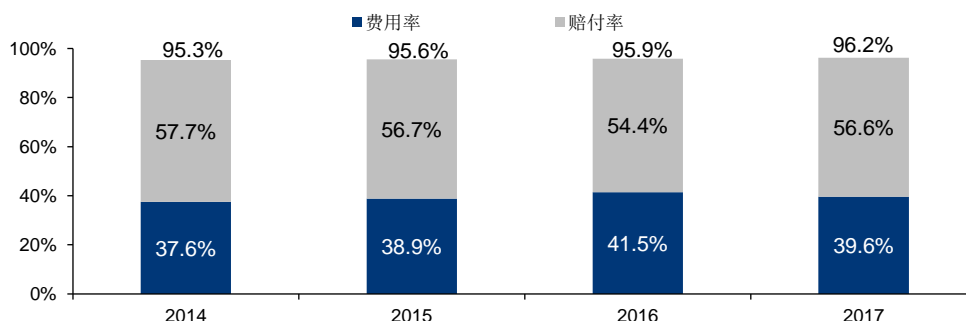
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表12：产险业务结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表13：产险费用率及赔付率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

投资收益表现亮眼

公司把握住 A+H 股行情，提高资金配置效率，在投资策略上一是抓住债券市场调整机会拉长资产久期，进一步优化资产负债匹配；二是适当加大权益资产的配置比例，并有效把握权益市场机会，增配优质蓝筹龙头，获得超额收益；三是通过“港股通”加大港股配置，充分把握港股价值洼地的投资机会。总投资收益率 6.0%，净投资收益率 5.8%，投资收益表现亮眼。

银行零售转型成效显著

平安银行经营保持稳健发展，实现净利润 231.89 亿元，YoY+2.6%。公司零售业务转型显著，已经成为公司盈利的核心驱动力，零售营收 YoY+42%，在全行营收占比为 44%；零售净利润 YoY+68%，在全行净利润中占比为 68%。平安银行资产质量风险可控，不良压力有所释放。2017 年末不良贷款率 1.70%，Q4 环比下降 5bp，已经低于商业银行同期不良贷款率 1.74%。拨备覆盖率 151%。

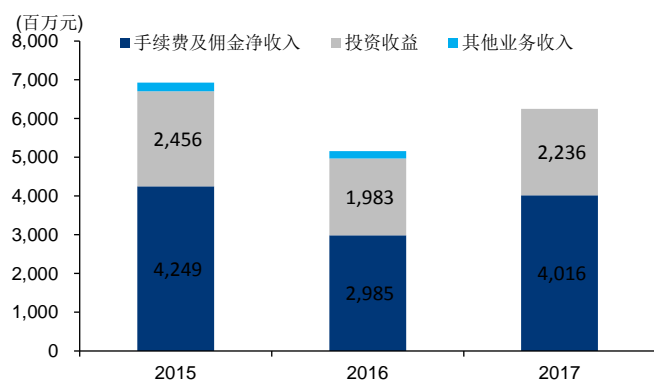
资管经营指标稳健增长

信托全面加强风险管控，深化“财富+基金”转型，月均管理资产规模 6513 亿元，YoY+4.6%。信托主业手续费及佣金净收入及固有业务投资收益分别实现同比 34.5%和 19.4%的较快增长。综合来看，信托实现净利润 39.57 亿元，YoY+70.4%。

证券实现净利润 21.23 亿元，因行业经营环境整体波动原因同比小幅下滑 4.2%，坚持科技转型，打造竞争优势，盈利能力跑赢行业。

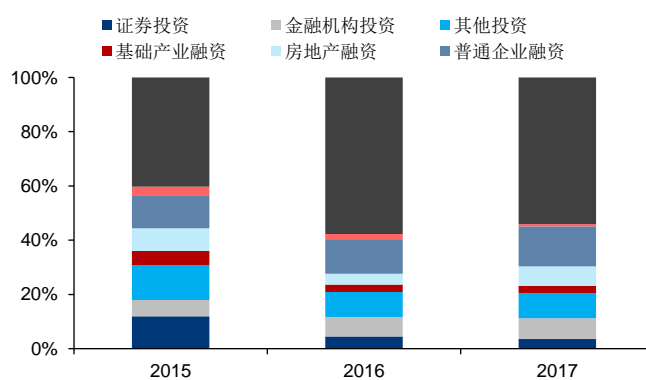
资管公司推动科技建设以提升核心竞争力，通过信息科技、数据科技、智能科技三项能力全面赋能资管业务，保持稳健增长，管理资产规模 2.67 万亿，较年初增长 18.1%。实现净利润 25.81 亿元，YoY+16.2%。

图表14： 信托业务收入结构



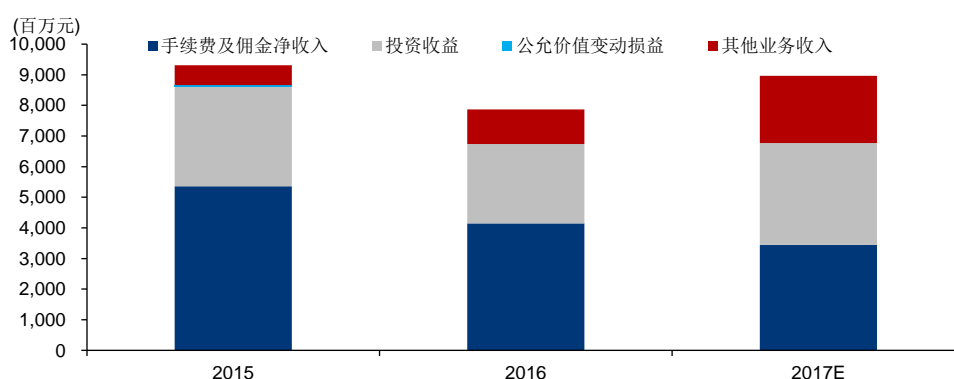
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表15： 信托业务投向结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表16： 证券业务收入结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

盈利预测与估值

图表17： 2018 年核心假设变动

核心假设条件	现值	前值	变动原因
总投资收益率	6.0%	5.5%	投资收益表现亮眼，资产配置效率提升，我们预计未来总投资收益率将继续保持高位
其他收入增速	7%	3%	金融科技业务开始贡献营收。科技业务持续孵化将推动收入增长
提取保险责任准备金增速	-1%	23%	国债收益率保持高位，折现率已逐步提升，将减少准备金计提，未来准备金提取增速放缓
税金及附加增速	-3%	30%	营改增影响，修正税金增速

资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司保障型产品持续发力，业务结构与友邦保险较为相似，而友邦保险一直以来估值保持在 1.9x 动态 P/EV 左右，我们认为在大陆保险市场需求持续攀升下，公司业务有望进一步放量。考虑到金融科技业务开始盈利，且综合金融龙头协同效应持续凸显，给予公司一定溢价，我们给予 2018 年 1.6-1.7xP/EV，目标价格区间为 87.0-92.5 元，维持买入评级。

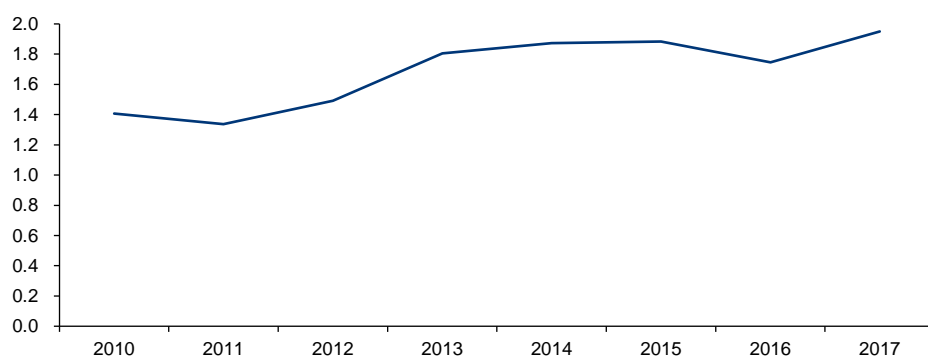
图表18: A股上市险企可比公司估值表(截至2018年3月20日)

公司	2018年 P/EV
中国人寿	0.86
中国太保	1.07
新华保险	0.87

注: 估值倍数来自华泰预测

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表19: 友邦保险历史动态 P/EV 走势图



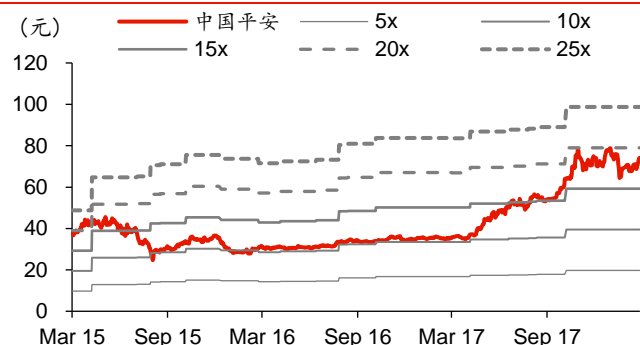
资料来源: Wind, 公司公告, 华泰证券研究所

风险提示

- 1、市场波动风险。公司利差利源主要是保费成本与投资收益差额，资本市场大幅波动可能带来险企投资收益急剧下降，投资端可能出现负增长甚至亏损，进而影响险企利润；
- 2、利率风险。固定利率工具使公司面临公允价值利率风险，浮动利率工具使公司面临现金流利率风险。利率下行可能缩窄利差空间，进而影响会计利润；
- 3、政策风险。保险行业各项业务开展均受到严格的政策规范，未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏；
- 4、技术风险。当前保险行业加速推进金融科技运用，并投入了大量的成本。未来金融科技的发展及回报若低于预期，将会拖累行业整体表现；
- 5、消费者偏好风险。保险产品作为消费品，与需求端关系密切，保费收入若不及预期，可能导致整体行业业绩下滑。

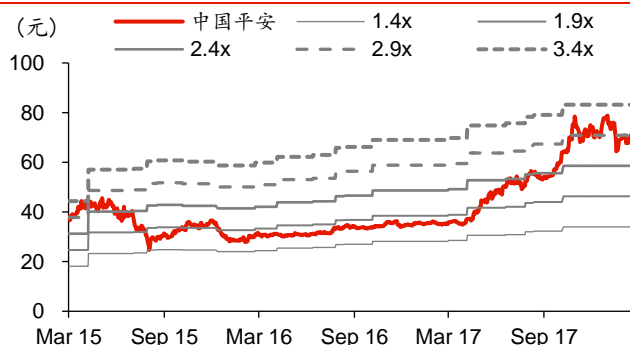
PE/PB - Bands

图表20: 中国平安历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表21: 中国平安历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

利润表（百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E	内含价值表（百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
已赚保费	441,409	572,990	688,847	826,578	982,975	寿险业务：					
净利息收入	78,138	74,885	84,292	96,326	108,201	期初内含价值	325,474	360,312	496,381	603,205	732,852
非保险业务手续费及佣金净收入	35,467	37,808	41,641	45,471	49,653	期初内含价值的预计回报	27,346	31,745	43,733	53,145	64,567
投资收益	109,678	155,919	156,261	174,166	195,748	假设及模型变动	-42,115	-758	100	100	100
公允价值变动损益	3,831	3,271	3,050	4,050	5,050	市场价值调整影响	-1,020	-5,415	-3,000	0	0
汇兑损失	1,401	-128	0	0	0	资本变动前寿险业务内含价值	377,601	513,099	627,539	761,028	920,038
其他收入	42,318	46,137	49,306	54,375	59,446	股东股息	-17,289	-17,356	-24,333	-28,176	-32,904
营业收入合计	712,242	890,882	1,023,398	1,200,966	1,401,073	寿险业务期末的内含价值	360,312	496,381	603,205	732,852	887,135
退保金	16,050	20,519	24,834	30,362	36,487	其他业务：					
赔付支出	140,236	159,113	195,583	229,306	269,691	期初调整净资产	226,040	277,391	328,792	391,499	467,395
提取保险责任准备金净额	149,613	220,024	217,365	269,409	322,755	当年利润	37,550	53,430	60,147	74,784	91,506
保险红利支出	11,236	13,129	15,890	19,427	23,346	市场价值调整影响及其他差异	6,567	447	0	0	0
手续费及佣金支出	78,742	114,559	140,381	168,399	200,227	资本变动前其他业务的期末调整净资产	270,156	331,268	388,939	466,284	558,901
营业税金及附加	9,268	3,735	3,624	4,181	4,824	其他业务期末的调整净资产	277,391	328,792	391,499	467,395	558,695
业务及管理费	129,997	139,688	151,205	172,586	197,728	公司期末的内含价值	637,703	825,173	994,704	1,200,247	1,445,829
资产减值损失	48,894	45,251	51,399	60,375	67,482	公司期末的每股内含价值（元）	34.9	45.1	54.4	65.7	79.1
营业支出合计	619,379	756,124	834,747	986,029	1,151,446	寿险业务每股内含价值（元）	19.7	27.2	33.0	40.1	48.5
所得税	22,043	34,762	47,410	52,560	60,012	每股新业务价值（元）	2.8	3.7	4.1	4.7	5.4
归母净利润	62,394	89,088	124,903	144,625	168,894						
基本每股收益（元）	3.41	4.87	6.83	7.91	9.24						

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com