

公司研究/季报点评

2017年10月30日

非银行金融/保险 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 63.93  
合理价格区间(元): 74.00~80.00

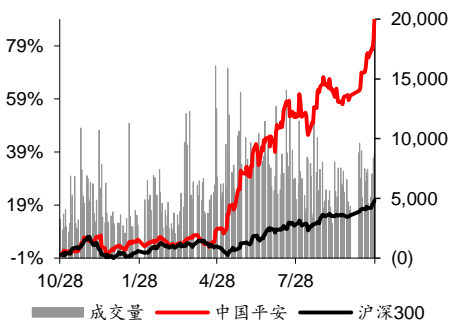
沈娟 执业证书编号: S0570514040002  
研究员 0755-23952763  
shenjuan@htsc.com

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

相关研究

- 1《中国平安(601318,买入): 业绩超预期, 险业龙头当之无愧》2017.08
- 2《中国平安(601318,买入): 风帆饱满, 价值领航》2017.04
- 3《中国平安(601318): 量变到质变, 利润释放持续可期》2017.03

股价走势图



资料来源: Wind

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)	34.53-63.93
总市值 (百万元)	1,168,656
总资产 (百万元)	5,978,688
每股净资产 (元)	23.29

资料来源: 公司公告

## 险企龙头领涨, 金融科技新引擎 中国平安(601318)

### 业绩大幅增长, 价值增长持续, 综合金融效应显著

公司 2017 前三季度归母净利润 663 亿元, 同比增长 17.4%; 剔除 2016H 普惠重组影响, 业绩同比大幅增长 41.1%, 表现超预期; EPS 为 3.72 元, 非年化 ROE 为 15.7%。业绩增长得益于寿险、银行和资管业务的大力推进, 其中寿险代理人量质齐升、产能的持续释放、结构的持续优化带来的新业务价值的抬升, 报告期净利润 357 亿元, YoY+55.3%; 银行零售业务大幅增长, 资产质量保持稳定; 资管推动战略转型与差异化竞争, 净利润 101 亿元, YoY+36.8%。

### 人身险价值持续增长, 代理人队伍量质齐升

代理人队伍增量提质, 推动新业务价值再创新高。新业务价值 537 亿元, YoY+35.5%。新单保费 1341 亿元, YoY+34.4%; 其中代理人渠道 1147 亿元, YoY+38.4%, 贡献 86%, 占比提升 3pct。代理人队伍 143 万人, YoY+27.9%, 人均每月首年规模保费 9702 元, YoY+9.9%。续期业务收入 2328 亿元, YoY+28.6%, 续期拉动规模增长效应显著, 看好未来产能的持续释放。公司积极做好新旧产品切换, 重点推动长期保障型产品, 保证新业务价值和内含价值稳健增长的持续性。

### 产险收入大幅增长, 投资端收益可观

产险量稳增长, 报告期保费收入 1575 亿元, 同比+23.6%; 综合成本率为 96.1%, YoY+1.2pct (信保业务模式调整所致), 优于行业, 保持产险承保盈利。投资资产达 2.3 万亿元, 较年初+16.9%。公司积极调整资产结构, 结合利率走势加大配置国债等优质固收品种, 把握 A+H 权益市场波动机会开展权益资产投资, 报告期年化总投资收益率 5.4%, 较上半年提升 50bp。

### 银行转型渐入佳境, 大资管业绩大幅提升

平安银行充分利用集团资源, 加快零售银行转型, 报告期归母净利润 192 亿元, YoY+2.3%; 其中零售净利润占比 65.3%, YoY+31pct, 战略转型成效显著。不良贷款处置效果已经体现, 新成立特殊资产管理事业部对问题资产进行专业化运作, 资产质量改善预期强, 坚定看好集团支持下的客户资源优势与综合金融优势。信托推动主动管理转型, 证券推动差异化竞争。资产管理共实现净利润 100 亿元, YoY+36%。

### 金融科技持续深化, 维持买入评级

公司正形成包括大数据、人工智能、云等领域的生态链, 打造以客户, 依托科技手段, 实现全金融业务的发展模式。看好寿险业务价值持续增长, 银行战略转型态势强劲, 大资管业务的稳步发展。结合三季度优秀的业绩表现, 调整业绩预测, 预计公司 2017-19 年 EPS 分别为 4.13、5.15 和 6.31 元 (前值分别为 3.82、4.27 和 4.86 元), EVPS 分别为 43.6、53.2 和 64.4 元 (前值分别为 42、52 和 63 元), 对应 P/EV 为 1.44x、1.17x 和 0.96x。结合上市险企可比估值, 给予险企龙头一定溢价, 2018 年 1.4-1.5xP/EV, 目标价格区间为 74-80 元, 维持买入评级。

风险提示: 资本市场大幅波动投资收益急剧下滑, 保费收入不及预期。

### 经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	619,990	712,453	851,576	1,020,539	1,207,463
+/-%	33.94	14.91	19.53	19.84	18.32
归属母公司净利润 (百万元)	54,203	62,394	75,586	94,110	115,398
+/-%	37.99	15.11	21.14	24.51	22.62
EPS (元, 最新摊薄)	2.97	3.41	4.13	5.15	6.31
PE (倍)	21.56	18.73	15.46	12.42	10.13

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

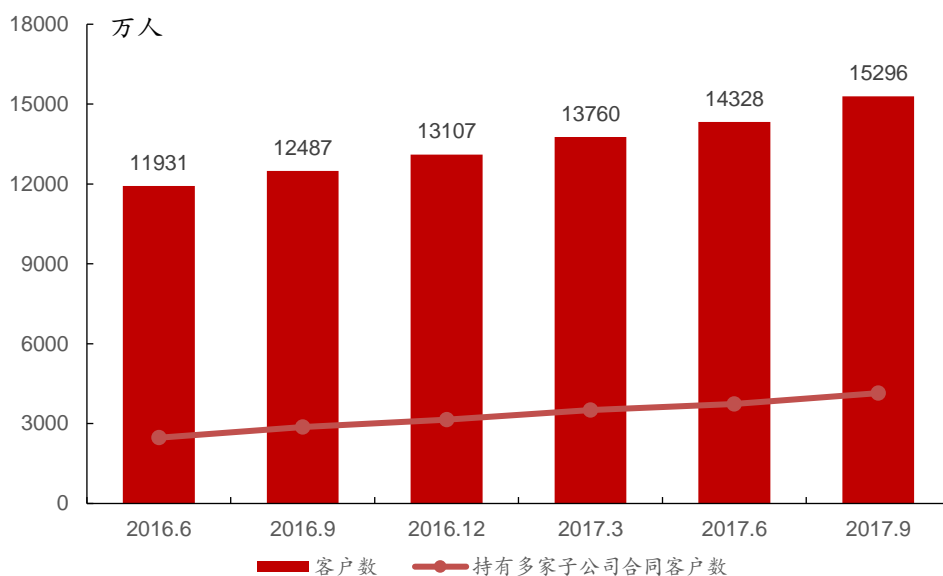
中国平安三季报表现亮眼，在“一个客户、多种产品、一站式服务”的经营理念下，集团各业务板块共同发力。在客户规模持续增加的同时，客户的交叉渗透程度也实现了稳步提升，截至 9 月末平安集团个人客户总量 1.53 亿，YoY+22.5%，其中已有 27.1% 的客户持有集团旗下多家子公司的合同。

图表1：集团各业务板块利润贡献（百万元）

业务板块	2017 年 1-9 月	占比	2016 年 1-9 月	变动
寿险及健康险	36926	55.7%	23518	57.0%
财产保险业务	10359	15.6%	10456	-0.9%
银行业务	11109	16.8%	10857	2.3%
资产管理业务	10105	15.2%	7385	36.8%
金融科技业务	675	1.0%	7569	-91.1%
其他业务及合并抵消	-2856	-4.3%	-3277	-12.8%
集团合并	66318	100.0%	56508	17.4%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：客户交叉渗透程度

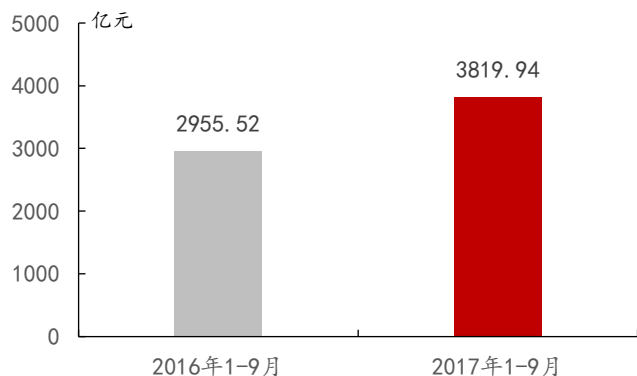


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 寿险及健康险业务：各渠道业务发展齐头并进

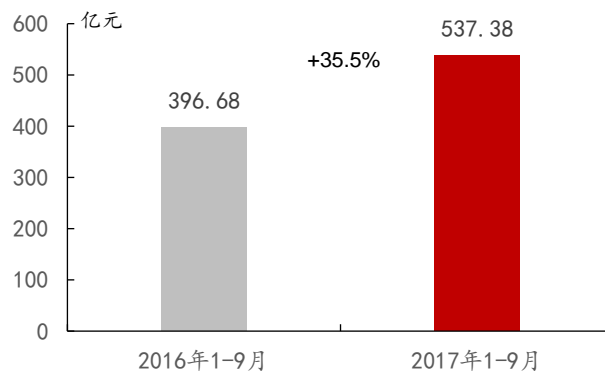
代理人队伍增量提质，推动新业务价值再上新高。寿险报告期实现净利润 357 亿元，同比 +55.3%；新业务价值持续增长，同比增长 35.5% 至 537.38 亿元；规模保费 3820 亿元，YoY+29.2%。个人业务收入 3669 亿元，YoY+30.7%，其中新业务 1341 亿元，YoY+34.4%。新业务中代理人渠道贡献 86%，达 1147 亿元，YoY+38.4%，占比提升 3pct。代理人队伍实现量质齐升，规模同比增长 27.9% 至 143 万人，人均每月首年规模保费 9702 元，同比 +9.9%。续期业务收入 2328 亿元，YoY+28.6%，续期拉动规模增长效应显著。

图表3：寿险及健康险规模保费



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：寿险及健康险新业务价值

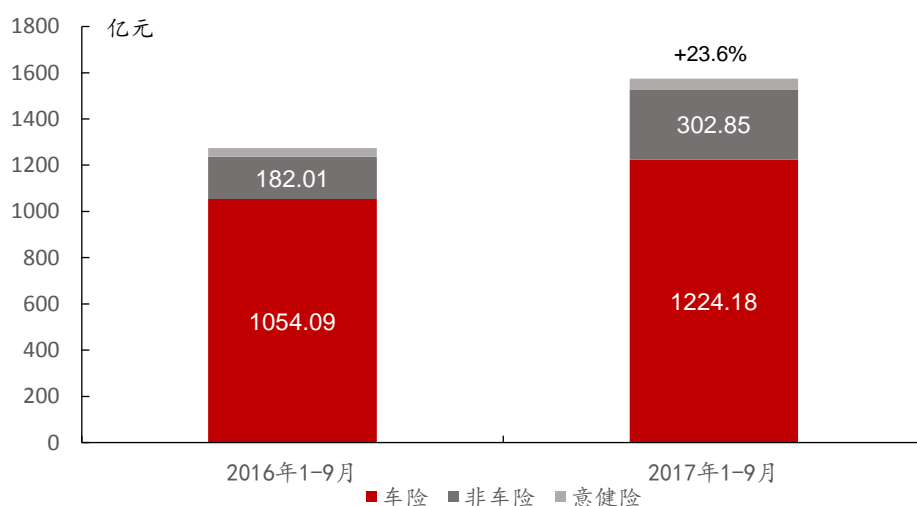


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 产险业务：保费收入稳健增长，综合成本率整体可控

平安产险 2017 年前三季度实现保费收入 1575 亿元，YoY+23.6%。其中非车险业务保费收入 303 亿元，增幅最大，同比增长 66.4%。前三季度平安产险综合成本率 96.1%，YoY+1.2pct，但目前来看，仍优于行业。成本率上行主要在于去年同期信保业务模式调整，剔除此部分影响，整体优化了 0.4pct。

图表5：产险业务保费收入

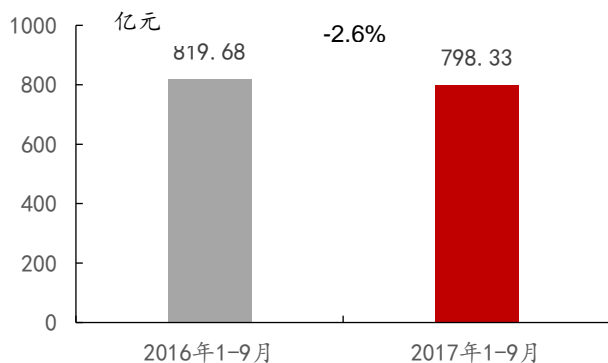


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 银行业务：零售大幅增长，转型渐入佳境

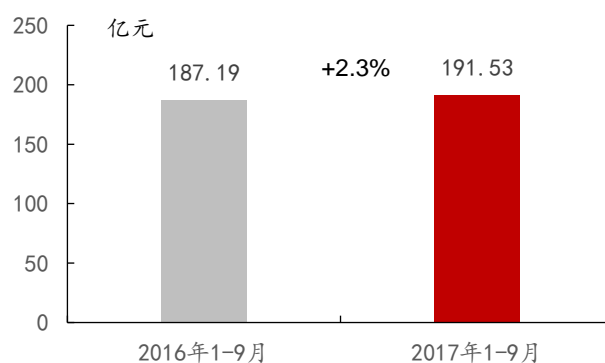
平安银行前三季度归母净利润同比增长 2.3%，营收同比下降 2.6%，业绩基本符合市场预期。Q3 业绩同比增长的主要驱动因素为生息资产扩张、非息收入改善和拨备计提压力缓解；但是净息差的收窄一定程度拖累业绩。前三季度利息净收入同比下降 2.3%，其中 Q3 单季同比下降 5.6%，增速较 Q2 减少 5.5pct。Q3 利息净收入下降主要是受到净息差收缩的影响，Q3 净息差 2.32%，环比收窄 6bps。

图表6：平安银行营业收入



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表7：平安银行净利润



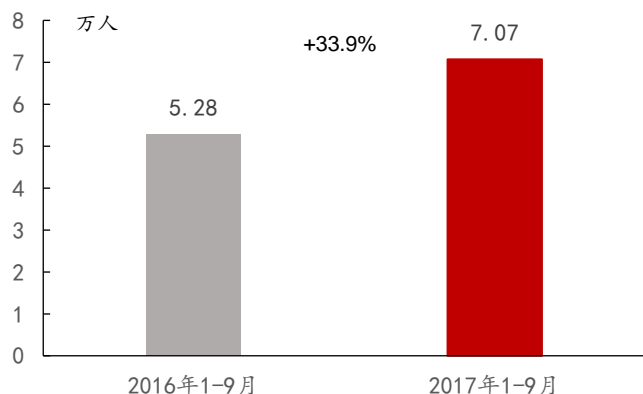
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

前三季度非息净收入同比下降 3.3%，Q3 单季同比下降 4.5%。前三季度净手续费及佣金收入同比增长 5.5%，在营收中的占比为 29.0%；其他非息收入同比下降 63.2%。资金面收紧使票据和债券投资收益减少，导致其他非息收入的下跌。但是公司零售转型效果显现，信用卡发卡量和交易量的快速增长带来手续费净收入的增加，预计将对非息业务形成持续支撑。期末信用卡累计新增发卡量 991 万张，同比增长 55%，其中 Q3 新发卡环比增长 57%。前三季度成本收入比继续优化，同比下降 1.1pct 到 26.6%。

### 资产管理业务：客户数量持续增加，业绩稳健发展

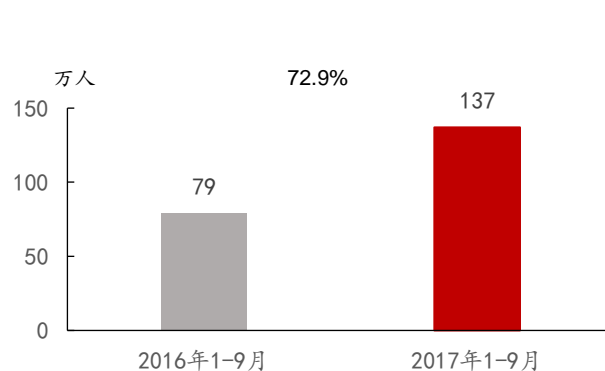
平安信托继续深化“财富+基金”模式，在业绩稳健增加的同时，客户数量也持续增加。截至 2017 年 9 月 30 日，活跃财富客户数 70,697 人，YoY+33.9%。平安证券经纪互联网客户活跃度明显提升，2017 年前三季度日均活跃客户数为 137 万，YoY+72.9%。机构业务、ABS 业务和利率互换做市业务表现突出，其中利率互换做市业务排名保持券商第一。

图表8：信托活跃客户数



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表9：证券活跃客户数



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

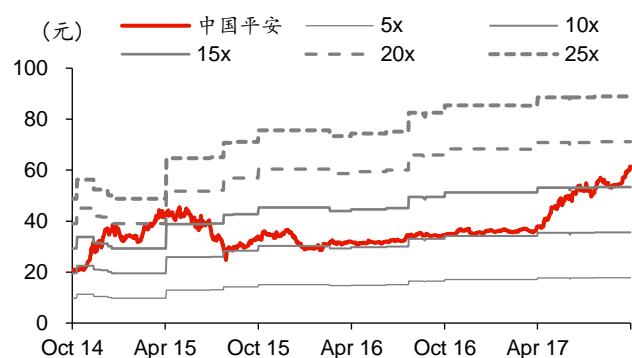
### 金融科技业务：“金融+科技”双轮驱动，各项业务持续发力

陆金所依托领先的科技创新和丰富的金融行业经验，帮大众借钱、帮中产理财、帮政府管财。截至 2017 年 9 月底，陆金所注册用户已达 3236 万，YoY+26.9%，活跃投资用户 769 万，YoY+17.4%。财富管理业务稳健发展，资产管理规模 4762 亿元，YoY+26.9%。消费金融业务凭借产品和渠道优势，贷款管理规模大幅增加，截至 9 月底已达 2692 亿元，YoY+141.1%，同时信贷质量不断优化。

与此同时，平安好医生月活跃用户峰值超过 2000 万，日咨询量峰值 46.2 万。金融壹账通新增同业交易规模 6.64 万亿元，征信业务查询量达 6.44 亿次。在科技创新方面，中国平安已有 2165 项专利申请，超过 70% 布局在大数据、人工智能和云领域，预期未来将持续为集团提供发展的动力。

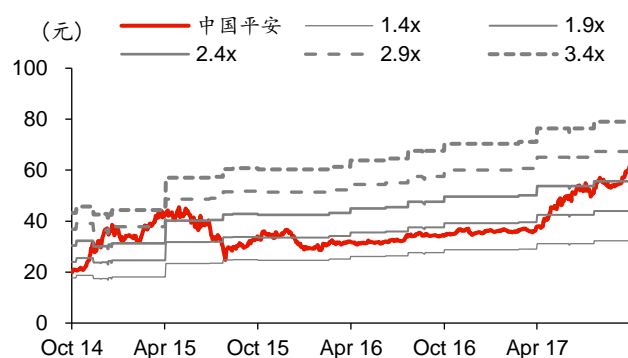
# PE/PB - Bands

图表10: 中国平安历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表11: 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）	2015	2016	2017E	2018E	2019E	内含价值表（百万元）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
已赚保费	349,846	441,620	571,543	711,442	862,400	寿险业务：					
净利息收入	67,404	78,138	78,184	79,490	83,465	期初内含价值	264,224	325,474	360,312	458,245	559,717
非保险业务手续费及佣金净收入	36,932	35,467	36,016	38,587	41,813	期初内含价值的预计回报	24,628	27,346	28,825	36,660	44,777
投资收益	137,844	109,678	119,659	141,168	164,983	一年新业务价值	31,058	50,805	67,953	78,789	92,144
公允价值变动损益	125	3,831	3,315	2,215	2,215	资本变动前寿险业务内含价值	333,142	377,601	479,190	585,794	701,738
汇兑损失	256	1,401	-50	0	0	股东股息	-6,828	-17,289	-20,945	-26,077	-31,976
其他收入	27,583	42,318	44,668	48,845	53,794	寿险业务期末的内含价值	326,814	360,312	458,245	559,717	669,762
营业收入合计	619,990	712,453	851,576	1,020,539	1,207,463	其他业务：					
退保金	16,578	16,050	21,525	24,569	30,426	期初调整净资产	194,590	226,040	277,391	338,475	412,487
赔付支出	118,125	140,236	161,764	195,908	231,196	当年利润	33,070	37,550	55,005	65,698	85,293
提取保险责任准备金净额	140,108	149,613	211,276	270,244	334,690	市场价值调整影响及其他差异	-9,206	6,567	0	0	0
保险红利支出	8,455	11,236	13,521	17,198	21,299	资本变动前其他业务的期末调整净资产	218,454	270,156	332,396	404,172	497,779
手续费及佣金支出	50,633	78,742	110,351	137,658	167,231	其他业务期末的调整净资产	226,040	277,391	338,475	412,487	506,707
营业税金及附加	20,815	9,268	4,117	4,891	5,649	公司期末的内含价值	552,854	637,703	796,720	972,204	1,176,469
业务及管理费	112,737	129,997	115,460	141,612	169,005	公司期末的每股内含价值（元）	30.2	34.9	43.6	53.2	64.4
资产减值损失	36,548	48,894	50,025	60,861	65,115	寿险业务每股内含价值（元）	17.9	19.7	25.1	30.6	36.6
营业支出合计	527,043	619,085	741,691	884,114	1,043,140	每股新业务价值（元）	1.7	2.8	3.7	4.3	5.0
所得税	28,235	22,043	22,541	27,606	30,822						
归母净利润	54,203	62,394	75,586	94,110	115,398						
基本每股收益（元）	2.97	3.41	4.13	5.15	6.31						

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 2017 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