

中国平安 股票代码：601318.SH

瑕不掩瑜，表现堪称完美——中国平安2017中报点评

事项：

中国平安发布2017年半年报，业绩堪称完美。2017上半年，公司收入4,638亿元，同比上升23.13%，实现归母净利润434亿元，同比上升6.50%。公司非年化ROE达10.6%，并实现中期分红91.40亿元，每股税前股息0.50元，较去年同期增长150%。公司内含价值为7,391亿元，较去年年底增15.90%。公司上半年非年化ROE为10.6%，而非年化ROEV为15.4%。总体来看，公司经营稳健，归母净利润和内含价值增长略超预期。

主要观点

1. 寿险业务持续强劲增长，质量全面提升

平安寿险（含养老险和健康险，下同）上半年原保费2,377亿元，同比增37.5%，市占率进一步提升1.2%至12.7%。个险规模2,757亿元，占比达到96.02%，其中新单业务为1,056亿元，同比增长38.6%。年化净投资收益率为4.90%，年化总投资收益率为4.90%。平安寿险剩余边际达到5,453亿元，同比提升19.9%，上半年实现摊销240亿元，同比增38.7%。内含价值则达到4,466亿元，较2016年年底大幅增加23.9%。新业务价值同比强劲增长46.2%（重述口径），达到386亿元，新单利润率为31.4%。受今年上半年750天国债移动平均线下移的影响，导致寿险及长期健康险责任准备金多计提154亿元。

2. 财险依然稳健，车险占比近八成

2017上半年，平安财险实现原保费收入1,034亿元，同比增23.5%，市占率1.5%达到19.6%。其中车险保费803亿元，同比增13.6%，占比为77.59%，下降6.7%，不过仍占近八成保费份额，市占率上升0.8%，达到22.3%。其中车险综合成本率上升0.8%，达到96.1%。

3. 资产配置均衡，非保险业务持续贡献利润

公司目前逐渐平衡各类资产配置，权益有所上升而债权有所下降，资产久期有所拉长。银行、证券、信托和其他资产管理业务持续贡献利润，合计归母净利润为142亿元。另外，互金板块同样开始盈利，上半年合计归母净利润为4.2亿元，预计主要来自于陆金所。

4. 投资建议与风险提示：

在今年监管政策趋严的情况下，平安当期归母利润增长6.5%、寿险内含价值增长23.9%以及集团内含价值增长15.9%，均略微超出预期。我们认为2017全年价值将维持当前的增长速度，结合半年报情况运用静态分部估值法，认为平安合理市值应在11000亿元，对应A股目标价为60元，较目前股价仍有上涨空间。风险提示：保费不及预期，利率曲线下移，合规监管风险以及股票市场其他因素影响。

目标价：60 RMB

当前股价：51.1RMB

投资评级 推荐

评级变动 维持

证券分析师



证券分析师：洪锦屏

执业编号：S0360516110002

电话：0755-82755952

邮箱：hongjinping@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	1,828,024
流通A股/B股(万股)	1,083,266/-
资产负债率(%)	91.0
每股净资产(元)	22.5
市盈率(倍)	14.43
市净率(倍)	2.44
12个月内最高/最低价	55.09/33.17

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《中国平安（601318）：中报点评：传统业务扎实推进，新型业务多点开花》

2016-08-18

《中国平安（601318）：高瞻远瞩综合金融，逆势增长远超同业》

2017-03-23

《中国平安（601318）：保险依旧强势，互金与投资加分》

2017-04-28

2017 上半年，中国平安收入 4,638 亿元，同比上升 23.13%，实现归母净利润 434 亿元，同比上升 6.50%。公司总资产达 59,787 亿元，较 2016 年上升 7.20%，净资产为 5,327 亿元，增 9.50%，归母权益资产为 4,258 亿元，增 11.0%。公司非年化 ROE 达 10.6%，并实现中期分红 91.40 亿元，每股税前股息 0.50 元，较去年同期增长 150%。公司内含价值为 7,391 亿元，较去年年底增 15.90%。公司上半年非年化 ROE 为 10.6%，而非年化 ROEV 为 15.4%。总体来看，公司经营稳健，归母净利润和内含价值增长略超预期。

一、寿险业务持续强劲增长，质量全面提升

平安寿险(含养老险和健康险，下同)上半年规模保费 2,871 亿元，同比增 31.6%，原保费 2,377 亿元，同比增 37.5%，市占率进一步提升 1.2%至 12.7%。其中，除年金险和投连险负增长外，其余各类险种均呈现正增长，尤其是长期健康险增速达到 53.2%，而保单结构持续优化，万能险占比下滑近 4%，而传统寿险和长期健康险合计占比提升 4.82%。

图表 1 保障保险占比持续提升

单位：百万元	2017H1	2017H1 占比	2016H1	2016H1 占比	同比 (%)
分红险	135,567	47.22%	97,129	44.52%	39.6
万能险	56,017	19.51%	51,151	23.44%	9.5
传统寿险	40,203	14.00%	23,463	10.75%	71.3
长期健康险	31,913	11.12%	20,832	9.55%	53.2
意外及短期健康险	18,631	6.49%	14,689	6.73%	26.8
年金	3,822	1.33%	9,835	4.51%	-61.1
投资连结险	963	0.34%	1,093	0.50%	-11.9
规模保费合计	287,116	100.00%	218,192	100.00%	31.6

资料来源：公司中报、华创证券

规模保费中，个险规模 2,757 亿元，占比进一步提升 0.9%达到 96.02%，其中新单业务为 1,056 亿元，同比增长 38.6%，期交占新单业务的 91.59%，较去年同期提升 7.45%，规模达到 967 亿元；续期业务未 1,701 亿元，同比增 29.5%。

规模保费中，个险代理人贡献新单保费 922 亿元，同比增 47.3%，贡献续期保费 1,579 亿元，同比增 28.2%，个险代理人合计保费 2,500 亿元，同比增 34.62%。保费的持续增长和结构的持续优化，得益于保险渠道的良好建设：第一，个险代理人人数进一步增长至 132.5 万人，较 2016 年年底增长 19.3%；第二，个险代理人产能进一步提升，FYP 达到 12,438 元（月），同比增长 18.2%，而个险新保件数也上升到 1.39，提升 5.3%，代理人平均收入突破 7000 元达 7218 元，同比提升 14.0%。

投资方面，平安寿险上半年累计实现净投资收益为 542 亿元，同比提升 2.5%，年化净投资收益率为 4.90%，年化总投资收益率为 4.90%。得益于保费的强劲增长、稳健的投资收益和稳定的退保赔付率，平安寿险上半年实现归母净利润 236 亿元，同比增长 36.7%。

精算方面，平安寿险剩余边际达到 5,453 亿元，同比提升 19.9%，上半年实现摊销 240 亿元，同比增 38.7%。内含价值则达到 4,466 亿元，较 2016 年年底大幅增加 23.9%，原因有二：第一，新业务价值同比强劲增长 46.2%（重述口径），达到 386 亿元，新单利润率为 31.4%（规保口径）和 37.0（标保口径），较 2016 年年底均小幅上升，分散效应再增加 100 亿元；第二，营运和投资均贡献正偏差，分别为 124 亿元和 160 亿元。另外，不同险种和缴费期限下的保单新业务价值率继续提升，其中个险代理人渠道下的长期保障型新单利润达到 86.4%（主要指规保口径，下同），长交储蓄型为 35.5%，短期险为 29.3%，短交储蓄型为 15.4%，均较去年同期有所提升。

另外，受今年上半年 750 天国债移动平均线下移的影响，导致寿险及长期健康险责任准备金多计提 154 亿元，相应减少等额税前利润。

二、财险依然稳健，车险占比近八成

2017 上半年，平安财险实现原保费收入 1,034 亿元，同比增 23.5%，市占率 1.5% 达到 19.6%。其中车险保费 803 亿元，同比增 13.6%，占比为 77.59%，下降 6.7%，不过仍占近八成保费份额，市占率上升 0.8%，达到 22.3%；而非车保费为 202 亿元，同比大幅增长 89.7%，是拉动财险持续增长的主要因素。

车险成本构成方面，综合成本率上升 0.8%，达到 96.1%，主要原因是受二次费改的影响，综合赔付率上升幅度较大，达到 58.8%，同比上升 3.9%，而综合费用率则下降 3.1%，为 37.3%。

投资收益方面，财险实现净投资收益 71 亿元，同比增 11.2%，实现年化净投资收益 5.5%，同比下滑 0.3%，而年化总投资收益率则下滑 0.2%，为 4.7%。

财险承保利润为 34 亿元，同比下降 2.8%，归母净利润则同比上升 0.4%，达到 69 亿元，非年化 ROE 达到 10.5%。

三、保险投资端稳健性高，资产配置体现均衡性

保险资金上半年累计实现净投资收益 618 亿元，同比增 3.5%，主要原因是固定收益类投资利息收入增加。而年化净投资收益率为 5.0%，同比下降 0.7 个百分点，主要原因是基金投资分红收入下降。受国内资本市场回暖影响，股票基金买卖差价亏损减少，2017 年上半年，公司保险资金组合总投资收益同比增长 55.3%，年化总投资收益率为 4.9%，同比上升 0.5 个百分点。另外，公司上半年资产实现浮盈 99 亿元，显著好于去年同期。

另外，公司今年上半年持续调整资产配置比例，权益投资显著上升，为 20.4%。而资产会计科目下，可供出售类和持有至到期类占比有所提升，侧面说明资产久期有所拉长。

图表 2 保险资金资产配置比例趋于均衡

单位：百万元	2017 年 6 月 30 日		2016 年 12 月 31 日	
	账面值	占总额比例(%)	账面值	占总额比例(%)
按投资对象分				
固定收益类投资	1,620,592	73	1,470,798	74.6
定期存款	160,176	7.2	206,548	10.5
债券投资	1,067,771	48.1	910,968	46.2
债权计划投资	133,858	6	135,781	6.9
理财产品投资	156,605	7.1	124,004	6.3
其他固定收益类投资	102,182	4.6	93,497	4.7
权益投资	452,990	20.4	333,894	16.9
股票	209,034	9.5	136,350	6.9
权益型基金	50,984	2.3	30,096	1.5
债券型基金	9,177	0.4	12,544	0.7
优先股	71,751	3.2	74,721	3.8
理财产品投资	69,317	3.1	42,114	2.1
非上市股权投资	42,727	1.9	38,069	1.9
投资性物业	48,276	2.2	43,442	2.2
现金、现金等价物及其他	97,800	4.4	123,664	6.3
投资资产合计	2,219,658	100	1,971,798	100
按投资目的分				

	2017 年 6 月 30 日		2016 年 12 月 31 日	
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	55,311	2.5	64,461	3.3
可供出售金融资产	616,287	27.8	471,914	23.9
持有至到期投资	846,940	38.2	721,527	36.6
贷款和应收款项	640,351	28.8	662,058	33.6
其他	60,769	2.7	51,838	2.6
投资资产合计	2,219,658	100	1,971,798	100

资料来源：华创证券

四、持牌金融业务持续贡献利润

平安银行实现营业收入 540 亿元，同比减 1.3%，贡献净利润 123 亿元，同比增 2.1%，维持稳健。公司大零售战略持续推进，上半年零售业务实现营业收入 217.69 亿元、占比 40%，利润总额 105.97 亿元、占比 64%。其中关键指标年化 NIM 为 2.45%，不良率为 1.76%。

平安信托目前管理信托规模为 6,326 亿元，较去年年底下降 6.6%，实现收入 22 亿元，同比增 5.4%，贡献净利润 23 亿元，同比增 151.9%，改善明显。

平安证券实现营业收入 43 亿元，同比增长 9.8%，实现净利润 12 亿元，同比减 2.6%。

平安融资租赁总资产达 1,403 亿元，较年初增长 23.1%。2017 年上半年实现营业收入 41.53 亿元，同比增长 46.9%，净利润达 8.52 亿元，同比增长 46.1%。同时，平安融资租赁资产质量保持稳定，不良资产率为 0.98%。

资产管理业务方面，上半年资产管理规模为 24,864 亿元，较去年年底增长 10%，实现净利润 13 亿元，同比增长 27.0%。

五、互金业务开始盈利

今年上半年互联网金融板块在没有其他利润注入的情况下，自身实现 4.2 亿元净利润，经营明显好转，开始为集团贡献价值。主要得益于**陆金所控股实现盈利**。2017 年上半年，陆金所控股财富管理、消费金融及机构间交易业务保持高速增长，市场领导地位持续稳固。其中，财富管理交易量同比增长 65.0%至 10,985.39 亿元，机构间交易量同比增长 45.4%至 36,872.31 亿元。

另外**平安好医生**累计为超过 1.6 亿用户提供健康管理服务，月活跃用户数峰值 2,000 万，日咨询量峰值 46 万。平安好医生自建医学团队近 1,000 人，外部签约医生 6 万余人，可提供挂号服务的合作医院近 2,300 家；合作体检机构超过 700 家，覆盖全国 191 座城市。而**金融壹账通**个人用户规模达 2.03 亿，较年初增长 9.7%。2017 年上半年，金融壹账通累计与 406 家银行和 1,493 家非银金融及准金融机构合作；新增同业交易规模 2.62 万亿元，征信业务查询量超 3.56 亿次，成为央行个人信用体系的有效补充。

六、2017 二季度数据测算与分析

财务方面：2017 一季度实现净利润 231 亿元，二季度测算为 203 亿元，抛去季度因素影响，利润增速符合预期。

保险经营：2017 一季度实现寿险原保费 1786 亿元，同比增 37.9%，二季度寿险原保费 804 亿元，同比增 31.59%，增速略有下滑。另外一季度个险新单保费 744 亿元，同比增 45.9%，二季度测算新单保费为 312 亿元，同比增 23.8%，增速下滑幅度较大。另外，一季度保险代理人增加 8.5 万人，测算二季度保险代理人增长 12.9 万人，保险代理人数量环比增长 10.76%，增员情况良好。而人均产能方面，二季度 FYP（月）较一季度有所下降，上半年全年 FYP（月）为 12,438 元，较一季度 19,190 元至少下降 35.18%，主要原因是一季度开门红销售了较多利润率偏低的短期储蓄型的品种（上半年同比增 78%），而二季度该类产品热度降低。车险方面，受二次费改影响，综合成本率 96.1%，

超一季度 0.2%。

精算方面：2017 一季度实现新业务价值 213 亿元，新业务价值同比增长 60%，而二季度测算增加 173 亿元，同比增长 32%，增速有所下滑，与二季度保费增速同比下降有关。另外一季度新业务价值率大致为 28.58%，而上半年新业务价值率为 31.4%，说明二季度保费结构是持续优化的。

七、投资建议

在保险整体转型保障保险的大背景下，平安作为保险龙头，2017 年上半年业绩完美呈现。尤其在监管政策趋严的情况下，平安当期归母净利润增长 6.5%、寿险内含价值增长 23.9%以及集团内含价值增长 15.9%，均略微超出预期。我们认为 2017 全年价值将维持当前的增长速度，结合半年报情况运用静态分部估值法，认为平安合理市值应在 11000 亿元，对应 A 股目标价为 60 元，较目前股价仍有上涨空间。

图表 3 静态分部估值

单位：亿元	估值方法	EV	归母 BV	归母 NI (2017H1)	持股比例	估值
寿险	1.5X PEV	4466	1413	236	99.51%	6666.17
财险	1.6X PB		669	69	99.51%	1070.40
银行	0.93X PB		1226	73	49.56%	1140.18
证券	2X PB		252	11	40.96%	504.00
信托	20X PE		206	23	99.88%	918.90
资管	1X PB		494	36	98.67%	494.00
互金	1X PB		203	4.2	-	-
合计						10793.65

资料来源：华创证券

*因互金业务持股比例未知，故合计数未含互金估值部分。假设持股比例 100%，平安估值合计数为 10997 亿元。

风险提示：1，2017 年下半年及 2018 年保费不及预期；

2，2017 年下半年无风险利率曲线下移；

3，公司其他业务受到合规或监管；

4，其他股票市场因素影响。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E
资产：				
货币资金	475,057	569,683	643,013	771,616
交易性金融资产	73,402	153,963	50,144	56,785
买入返售金融资产	142,050	65,657	414,320	497,184
可供出售金融资产	516,364	537,241	438,431	526,117
持有至到期投资	916,669	1,009,714	1,159,586	1,391,504
定期存款	166,811	189,950	270,984	29,991
其他资产	117,833	182,588	159,493	191,391
资产合计	4,765,159	5,576,903	6,449,881	7,739,857
负债：				
预收保费	34,324	52,239	11,140	12,310
保户储金及投资款	410,365	472,557	555,450	666,539
寿险责任准备金	768,756	895,525	1,040,550	1,248,660
长期健康险责任准备金	82,730	95,212	111,979	134,375
应付债券	264,413	349,825	331,680	371,481
其他负债	162,320	203,933	116,029	139,235
负债合计	4,351,588	5,090,442	5,890,092	7,068,110
所有者权益：				
股本	18,280	18,280	18,280	18,280
少数股东权益	79,323	103,012	93,501	112,201
归属于母公司所有者权益	334,248	383,449	466,288	559,546
所有者权益合计	413,571	486,461	559,789	671,747
负债及所有者权益合计	4,765,159	5,576,903	6,449,881	7,739,857

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E
营业收入	619,990	712,453	805,072	933,884
已赚保费	349,846	441,620	473,534	568,241
投资收益	137,844	109,678	138,947	152,841
公允价值变动损益	125	3,831	245	343
汇兑损益	256	1,401	502	702
其他业务收入	27,583	42,318	38,065	45,677
营业支出	527,043	619,085	698,440	805,617
手续费及佣金	50,633	78,742	64,967	70,331
管理费用	112,737	129,997	165,031	200,376
营业利润	92,947	93,368	106,632	128,267
利润总额	93,413	94,411	107,632	130,590
所得税	28,235	22,043	25,132	30,493
净利润	65,178	72,368	82,500	100,097
归属于母公司净利润	54,203	62,394	71,129	86,647
少数股东损益	10,975	9,974	11,370	13,450
EPS	2.98	3.5000	3.89	4.74
P/E	11	10	9	8

资料来源：公司报表、华创证券

非银组分析师介绍

组长、首席分析师：洪锦屏

华南理工大学管理学硕士。曾任职于招商证券。2016 年加入华创证券研究所。2010 年获得新财富非银行金融最佳分析师第二名（团队），2011-2013 年新财富上榜（前四团队），2015 年金牛奖非银金融第五名。

分析师：徐康

英国纽卡斯尔大学经济学硕士。曾任职于平安银行总行能源金融事业部，撰写过多篇行业发展白皮书。2016 年加入华创证券研究所。

助理分析师：方嘉悦

香港中文大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

助理分析师：翟盛杰

浙江大学经济学硕士。曾任职于浙商证券。2017 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	崔文涛	销售副总监	010-66500827	cuiwentao@hcyjs.com
	刘蕾	销售经理	010-63214683	liulei@hcyjs.com
	申涛	销售经理	010-63214683	shentao@hcyjs.com
	黄旭东	销售助理	010-66500801	huangxudong@hcyjs.com
	杜博雅	销售助理	010-63214683	duboya@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理兼广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	高级销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售助理	0755 83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	朱妍	销售助理	0755-82027731	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	销售副总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-20572582	liyinyin@hcyjs.com
	沈晓瑜	高级销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	陈晨	销售经理	021-20572597	chenchen@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572597	wutianyu@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 3402 室 华创证券
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500