

# 中国平安 (601318)

证券研究报告  
2017 年 11 月 01 日

## 价值可持续增长的综合金融典范：中国平安

### 平安通过多账户增强客户黏性，打造综合金融任意门，寿险盈利能力突出

中国平安综合金融的本质是提供可以连通各个子板块账户的任意门，客户同时拥有集团内 3-4 个账户后将产生高粘性，降低流失率，同时平安制定了由用户至客户，由客均产品至客均利润的盈利模式，并由过去资本驱动转向资本科技双驱动；截止 2017Q3，寿险，产险和银行总计贡献平安净利润的 88%，寿险半年度 roe 达到 18.10%，盈利能力最突出

### 寿险：价值导向的先驱者，2017Q4 起进入利润收获期

价值：代理人和价值率的提升将保证新业务价值增速稳定高增长，新业务价值倍数将提升寿险估值中枢；

净利润：预期 2017 年年末平安的剩余边际余额增速继续保持在 35%以上，可达到 6000 亿元左右，稳定摊销将释放净利润；

偿付能力：偿二代下释放自由现金流，2017H 中期分红率由 2016H 的 7.89% 大幅上行至 18.60%，股息率的吸引力进一步增强；

### 产险保费增速亮眼，ROE 有望持续保持在 20%

2017 年以来平安产险保费增速 24%，远高于行业 and 主要竞争者，尽管由于信用保险合作模式的重新分工使综合成本率略微上行至 96.1%，但 2018 年起净利润将重新回复较高增长；良好的承保利润率将使平安产险的 roe 在未来几年能保持 20%的水准；

### 投资能力行业领先，2018 年率先实行 IFRS9 准则，投资浮盈或提前兑现

平安 2017Q3 总投资收益率达到 5.4%，保持行业领先。平安将于 2018 年起实施 ifrs9 准则，截止 2017H，平安保险资金的可投资资产中股票规模 2090 亿元，占比 9.42%，由于权益类资产大部分计入可供出售金融资产（85%以上），因此需要关注平安 2017 年 4 季度权益资产的处置节奏和方式，浮盈或提前兑现，净利润有望超预期；

### 2017 年 ev 增速预期达到 25%，分部估值法目标价 75.13 元

预计 2017 年全年平安 ev 增速为 25%，2018 年开门红将受 134 号文一定影响，但在保障型产品的带动下全年 nbv 预计仍能保持在 25%以上；

采用分部估值法，给予平安寿险 1.8 倍 pev，产险 1.5 倍 PB，则对应每股股价 75.13 元。当前股价对应 PEV1.48 倍，估值切换后对应 PEV1.20 倍，给予买入评级。

### 风险提示：开门红数据不达预期，利率大幅下降

#### 投资评级

行业	非银金融/保险
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	64.36 元
目标价格	75.13 元

#### 基本数据

A 股总股本(百万股)	10,832.66
流通 A 股股本(百万股)	10,832.66
A 股总市值(百万元)	697,190.29
流通 A 股市值(百万元)	697,190.29
每股净资产(元)	24.52
资产负债率(%)	90.94
一年内最高/最低(元)	65.30/34.33

#### 作者

陆韵婷 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517060004  
luyunting@tfzq.com

#### 股价走势



资料来源：贝格数据

#### 相关报告

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	619990	712453	863033	1038601	1277143
增长率（%）	34.94%	14.91%	21.14%	20.34%	22.97%
归母净利润（百万元）	65178	72368	86372	117525	149286
增长率（%）	38.00%	11.03%	19.35%	36.07%	27.03%
内含价值（百万元）	552852	637702	796893	972442	1183129
新业务价值（百万元）	31058	50805	67311	84138	105173
内含价值倍数 (P/EV)	2.13	1.84	1.48	1.21	0.99

资料来源：wind，天风证券研究所



## 内容目录

1. 中国平安综合金融理念.....	4
1.1. 平安的综合金融布局：2017Q3 寿险盈利能力最强.....	4
1.2. 平安综合金融的目标：打造生态任意门，多账户增加客户粘性.....	4
1.2.1. 连接内部的任意门.....	4
1.2.2. 综合金融的经营模式：通过产品的联系频率加强客户的粘性.....	4
1.3. 从资本驱动到资本和科技双核驱动.....	5
2. 寿险：价值导向的先驱者，2017Q4 起进入利润收获期.....	6
2.1. 价值：代理人和价值率的提升将保证新业务价值增速稳定高增长.....	6
2.1.1. 新业务价值持续稳定增长将带来估值中枢的提升.....	6
2.1.2. 平安新业务价值提升的贡献来源较为多元化：代理人质量行业领先.....	7
2.2. 剩余边际余额增长较快，净利润释放稳定.....	8
2.2.1. 剩余边际余额和摊销的增长是净利润稳定释放的前提.....	9
2.2.2. 2017 年四季度起将迎来准备金的释放，2017 年报净利润数据可期.....	9
2.3. 偿二代下偿付能力的提高创造了自由现金流，分红率逐步上行.....	10
3. 产险保费增速亮眼，ROE 持续行业领先.....	11
3.1. 平安产险稳居双寡头队列，保费增速遥遥领先.....	11
3.2. 综合成本率处于行业领先地位，承保利润多元.....	12
4. 投资能力行业领先，2018 年率先实行 IFRS9 准则.....	13
4.1. 2018 年率先实行 IFRS9，投资浮盈或提前兑现.....	13
4.2. 配置较为灵活，2017 年投资收益表现亮眼.....	13
5. 其他子版块亮点纷呈.....	14
5.1. 银行业务：零售业务渐入佳境.....	15
5.2. 平安证券：净利润增速优于同业.....	15
5.3. 平安信托：融资需求旺盛和牌照优势下价值尽显.....	15
6. 中国平安估值.....	16
6.1. 平安寿险估值：对标友邦给予 1.8 倍 PEV 估值.....	16
6.1.1. 新业务价值预测：.....	16
6.1.2. 内含价值预测：.....	16
6.1.3. 估值水平：给予 1.8 倍 PEV 估值.....	17
6.2. 平安产险估值：对标中国财险，给予 1.5 倍 PB 估值.....	17
6.3. 平安其他子版块分部估值.....	18

## 图表目录

图 1：2017H 平安各版块净资产和 roe：百万元.....	4
图 2：2017H 平安各版块归母净利润占比：%.....	4
图 3：持有多家子公司合同的客户占比：万人.....	5
图 4：平安用户和客户数量：百万人.....	5
图 5：平安 2011-2017H 新业务价值增速持续：百万元.....	6

图 6: 平安寿险代理人情况: 人.....	7
图 7: 平安代理人人均产能情况: 元.....	7
图 8: 平安整体和个人业务价值率齐上升: % .....	7
图 9: 首年保费中代理人渠道占比比较: % .....	8
图 10: 电销渠道首年保费收入大增: 百万元 .....	8
图 11: 平安寿险渠道中期趸交占比变化: % .....	8
图 12: 友邦中国业务的新业务价值率: % .....	8
图 13: 平安寿险剩余边际余额: 百万元 .....	9
图 14: 平安寿险剩余边际余额摊销: 百万元 .....	9
图 15: 2015-2017H 折现率对净利润的影响: 百万元 .....	9
图 16: 10 年期国债 750 均线将于今年 12 月份迎来拐点 .....	9
图 17: 平安寿险偿二代下偿付率上行: % .....	10
图 18: 平安分红率逐步上升: % .....	10
图 19: 中国平安的市场价集中度较高: % .....	11
图 20: 平安产险 2017 年以来保费增速快: % .....	11
图 21: 平安产险的自有渠道控制能力强: 百万元 .....	11
图 22: 平安综合成本率保持稳定 .....	12
图 23: 平安 5 大产险品种贡献承保利润占比: % .....	12
图 24: 2017H 平安 5 大产险品种综合成本率: % .....	12
图 25: 平安大类资产配置情况: % .....	14
图 26: 平安股票和债权类非标的占比: % .....	14
图 27: 上市保险公司总投资收益率表现: % .....	14
图 28: 上市保险公司内含价值对于投资收益的假设: % .....	14
图 29: 友邦保险和平安的估值变动 .....	17
图 30: 中国财险 PB 估值变化 .....	18
表 1: 平安新业务价值倍数测算 .....	7
表 2: 平安产险 2017HROE 敏感度测试: % .....	13
表 3: 中国平安 2018 年新业务价值增速测算: % .....	16
表 4: 平安寿险内含价值测算: 百万元 .....	16
表 5: 平安各子板块分部估值: 百万元 .....	18

## 1. 中国平安综合金融理念

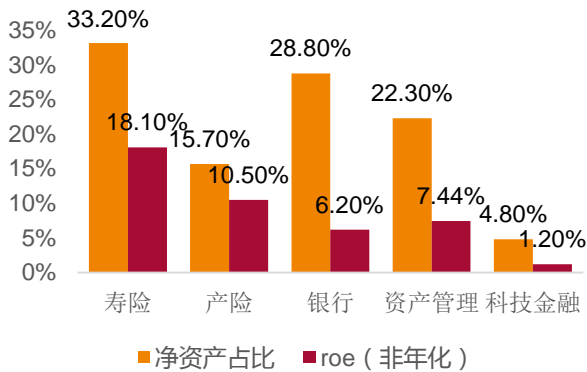
### 1.1. 平安的综合金融布局：2017Q3 寿险盈利能力最强

中国平安致力于打造中国最大的混合所有制综合金融服务集团，提供寿险，产险，银行，信托，证券，互联网金融等金融板块的服务。

从归母净资产角度来看，2017H 时点寿险、银行和产险的规模分别是 1413、1226 和 669 亿元，三者占比总和超过 75%。其他资管，证券，信托和互联网金融的归母净资产占比分别为 11.6%，5.9%，4.8%和 4.8%。

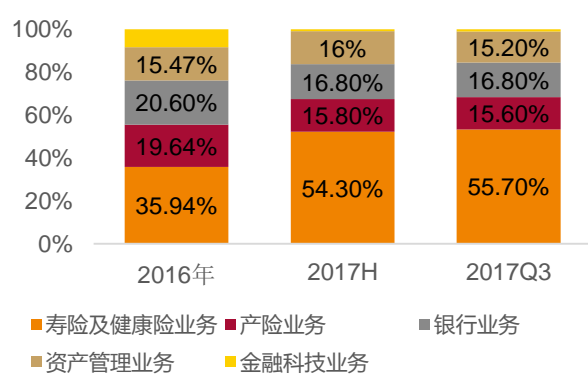
从板块净利润贡献和 roe 来看，2017Q3 寿险业务归母净利润 369 亿元，占比 55.7%，半年度 roe18.1%；产险 103.6 亿元，占总利润的 15.6%，roe 为 10.5%；银行业务归母净利润 110.9 亿元，占比 16.8%，roe 为 6.2%；信托，证券，租赁和资管业务前 3 季度贡献归母净利润 101.1 亿元，占比 15.20%，上半年 roe 为 7.44%。寿险在价值转型，投资收益和准备金释放等多种利好之下，净利润呈现上升态势，是平安各子板块中盈利能力最强的。

图 1：2017H 平安各版块净资产和 roe：百万元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：2017H 平安各版块归母净利润占比：%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.2. 平安综合金融的目标：打造生态任意门，多账户增加客户粘性

#### 1.2.1. 连接内部的任意门

中国平安打造的综合金融本质上是一个可以横跨集团各 APP 间、连接服务与产品的独特通道。当客户拥有任何一个子板块账户后，就可以无障碍连接到和接收到其他子版块的服务，为客户提供方便、快捷、无障碍的用户体验。

#### 1.2.2. 综合金融的经营模式：通过产品的联系频率加强客户的粘性

相对于日用品、食品等行业而言，金融行业产品属于使用频率较低的行业，因此客户黏度和忠诚度也相对较低。平安通过打造综合金融服务平台以增加客户与公司、与产品的联系频率，进而降低客户流失率。

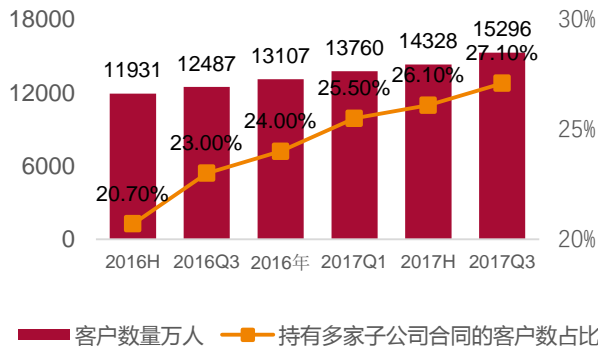
当客户同时使用多个平安账户（如：陆金所、银行信用卡账户），则客户对平安产品的使用频率会成倍数增加，同时多平台账户一账通的便捷与直观也会使客户的体验感提高，客户的心里认可度带动客户黏度的提升，客户与产品的联系频率上升，客户流失率将会下降，

平安认为如果一个客户在同一家公司有 3-4 个账户就会产生高黏度，流失率大比例降低，因此平安制定了由客户端作为起点的盈利模式。公司的运营模式基础是先有用户然后再有客户，先对外开放使用渠道并通过营销策略吸引用户，当用户拥有良好的使用体验并逐渐产生产品依赖性之后才会成为客户，在客户进一步购买公司其他产品的过程中公司实现客均产品数量的增加，并相应的提高客户黏度和客均利润。

截止 2017 年 Q3，平安集团内持有多家子公司合同客户的占比为 27.10%，平安客均合同数已达到 2.28 个，且呈现持续上升趋势，用户数和客户数也分别达到 4.29 亿人和 1.52 亿，

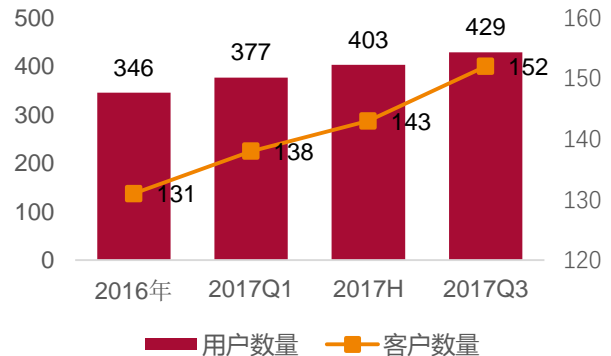
在“用户-客户-客均产品-客均利润”的运营模式的驱动下，公司有望进一步提高客户黏度，通过综合金融布局实现规模化的持续性盈利。

图 3：持有多家子公司合同的客户占比：万人



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：平安用户和客户数量：百万人



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.3. 从资本驱动到资本和科技双核驱动

中国平安聚焦大金融资产及大医疗健康这两大主业，打造金融服务、医疗健康、房产金融、汽车服务四大生态圈，通过场景，数据，速度和人工智能四个核心驱动要素提升科技属性。平安科技属性不仅体现在技术服务和输出能力，更拥有多年以来各版块积累的数据，可以完成生态圈中全版块的拼图。

平安建立了金融业界最大规模的云平台，具有最高的安全级别，为安全、有效实现一站式服务和任意门通道提供了技术支持。平安云具有强大的平台服务能力，从用户场景出发，提供可行的行业云解决方案。平安集团作为拥有全金融牌照的科技公司，为催生一站式客户主账户服务平台和任意门通道提供了场景条件。1 亿多次集团内部累计迁徙次数，4400 万个账户和 1.3 万亿次年交易笔数。公司通过平安金融云连接零售、中小微企业融资以及资产交易服务三大业务平台，利用其中设置的 APP 自助舱、大数据应用舱以及智能企业应用舱帮助机构高效、自助、便捷接入金融科技服务。作为自主掌握的核心技术，目前，平安金融云已链接了 70% 的金融服务生产系统，合作金融机构达到 72 家，拥有 2.5 倍自动化软件开发生命周期速度，产品及系统的更新在 14 天内可达到 59%，在 30 天内可做到 89%。由此可见，平安云为客户提供安全、高效、全面的平台，使得客户得到全方位的服务，并且公司也可以从多渠道获取客户，扩大客户规模。

平安拥有中国金融机构中最大规模的大数据平台。公司的大数据平台数据规模庞大、涉及范围广泛，有利于拓宽业务范围，促进智能化发展。大数据平台规模达到 8.5PB，拥有大数据科学家逾五百名，用户数据项达到两万多项，其中包括消费、金融等各个领域。公司对大数据进行深度挖掘，并将之运用在诸如风险控制、保险定价、欺诈识别、贷款风控、精准营销等很多金融服务场景中。例如，大数据帮助平安在医疗领域精准高效运转。平安通过数据挖掘构建了多种疾病风险预测模型，自动识别医疗欺诈。因此，随着大数据技术的不断发展，平安可以将其应用在更多的业务领域，有效驱动业务决策，帮助集团各金融子公司在营销、风险、运营、创新等领域实现智能化转型。

公司目前具有在金融机构中独树一帜的人工智能系统，有利于优化客户体验，节省人力并提升业务效率。比如，平安具有世界领先的智能认知技术——人脸识别，其技术准确率可达 99.8%，每分钟处理人脸数最高能达到三万人次。目前，该技术已被运用在线上贷款服务中并实现 1000 倍的效率提升。随着人脸识别技术的不断发展，未来会运用在内外部 200 多个应用场景中，提高识别效率和精准度。与此同时，人工智能已从识别技术迈向更复杂的预测和决策技术。其中，预测 AI 技术已经以重庆为试点进行疾病预测，决策 AI 技术基于计算机视觉已应用于车辆定损。从长期看来，人工智能通过智能决策、智能预测、智能认知以及算法推动业务更好的发展，为客户创造更高的价值。

公司自主建立了开放的区块链服务平台，有利于各项业务安全有效的的进行。平安区块链



平台具备五大技术优势，一是拥有先进的密码协议、保护协议方案；二是提供了全球首创的区块链授权式加解密共享方案；三是平台本身的高性能的底层框架；四是多种配置、多种节点；五是实用化的架构设计。平安的区块链目前已经应用于 12 个金融医疗场景，对营业成本的降低、资产交易的及时清算和结算等做出了突出的贡献，为各项业务的发展提供了安全保障。2016 年，公司加入了区块链国际联盟组织 R3，与全球最大的四十多家金融机构合作，共同为金融服务行业开发基于分布式共享分类账技术的开拓性商务应用。未来，区块链技术可能成为公司风控、金融授信等各个领域发展的中心支柱，为公司带来新的业务增长点。

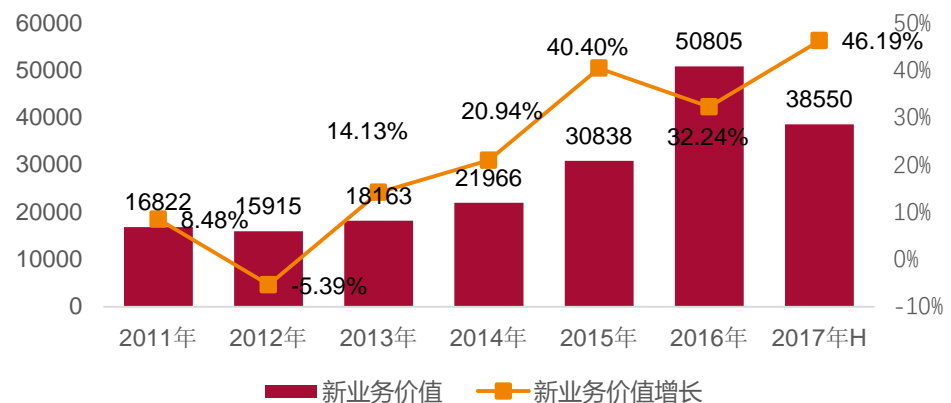
## 2. 寿险：价值导向的先驱者，2017Q4 起进入利润收获期

### 2.1. 价值：代理人和价值率的提升将保证新业务价值增速稳定高增长

#### 2.1.1. 新业务价值持续稳定增长将带来估值中枢的提升

平安寿险业务的新业务价值自 2013 年以来快速增长，两位数增长已经保持 4 年，2015、2016 和 2017Q3 增速更是达到 40.40%，32.24%和 35.5%，预期 2017 年全年增速将超过 30%。

图 5：平安 2011-2017H 新业务价值增速持续：百万元



资料来源：wind, 天风证券研究所

新业务价值持续并且较高速的增长显示了近年来平安寿险业务高价值转型的成功，新业务价值倍数有望进一步提高。由于新业务价值=新业务价值率\*人均产出\*代理人规模，假设前两者不变，根据中期业绩发布会上平安的代理人增速规划，即未来 5 年代理人增速年均 15%，5-10 年复合增速 10%，且简化假设 10 年后 nbv 为 0，则由表 1 可得平安的新业务价值倍数将为 11.38。根据保险评估价值=内含价值+新业务价值\*新业务价值倍数的估值方式，以及当前新业务价值倍数仅为 4，未来平安的估值有提升潜力。

表 1: 平安新业务价值倍数测算

时间点	NBV 增速	新业务价值	折现率	折现调整后新业务价值
1	15%	1.15	90.1%	1.04
2	15%	1.32	81.2%	1.07
3	15%	1.52	73.1%	1.11
4	15%	1.75	65.9%	1.15
5	15%	2.01	59.3%	1.19
6	10%	2.21	53.5%	1.18
7	10%	2.43	48.2%	1.17
8	10%	2.68	43.4%	1.16
9	10%	2.94	39.1%	1.15
10	10%	3.24	35.2%	1.14
新业务价值倍数				11.38

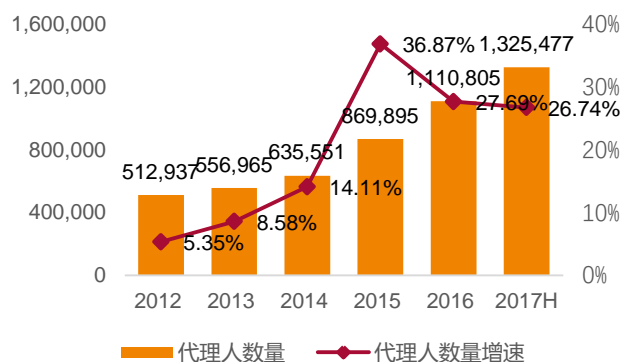
资料来源：天风证券研究所

### 2.1.2. 平安新业务价值提升的贡献来源较为多元化：代理人质量行业领先

由上文可知，新业务价值=新业务价值率\*人均产出\*代理人规模。平安无论是产品策略还是代理人部署都处于市场领先地位。

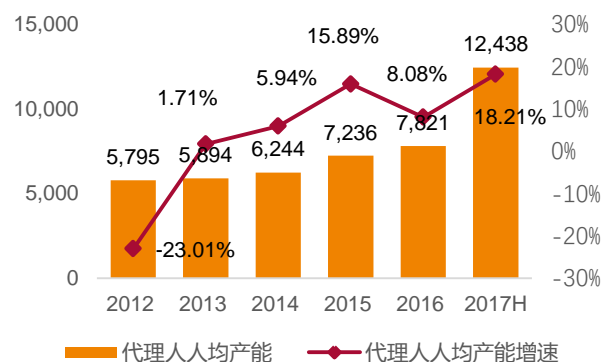
平安代理人增速稳定，人均产能绝对值遥遥领先。2017 年上半年平安是上市保险公司中唯一保持代理人规模增速和人均产能均两位数增长的，分别达到 26.7%和 18.21%，在两者之间达到较好的平衡，其人均 12438 元的人均每月新保保费收入比行业内其他公司高出至少 50%，且其代理人规模的数量未出现大起大落的现象。平安代理人产能的领先一方面和其科技的运用有关，代理人的培训，出单都可以通过其强大的 APP 完成，另一方面其综合金融的模式也功不可没，比如平安福的保费可以使用平安银行的信用卡按月无息支付。我们看好其未来 3-5 年保险代理人的增速仍能保持在 15%以上，人均产出也呈上升态势。

图 6: 平安寿险代理人情况：人



资料来源：公司公告，天风证券研究所

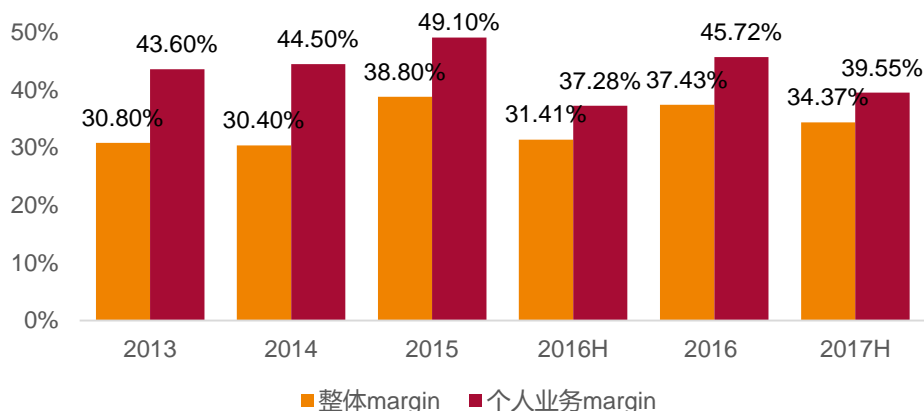
图 7: 平安代理人人均产能情况：元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

得益于较早的价值转型和品牌溢价，平安寿险的新业务价值率处于行业前沿。2017 年半年报整体寿险的新业务价值率提升 2.96pct 至 34.37%，个人业务的新业务价值率也提升 2.27pct 至 39.55%，主要原因是首年保费中代理人渠道占高位提升和高价值率的电销渠道的快速发展。如图 5 所示，2017H 平安首年保费中 87.26%来自于代理人渠道，同比提升 5.17pct；电销渠道方面，2017H 首年保费大增 59.14%至 29 亿元，价值率提升 1.7pct。

图 8: 平安整体和个人业务价值率齐上升：%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：首年保费中代理人渠道占比比较：%

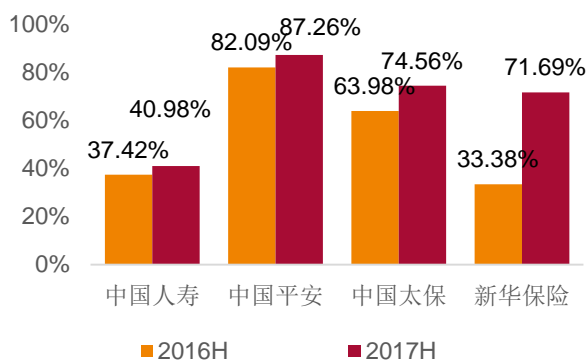


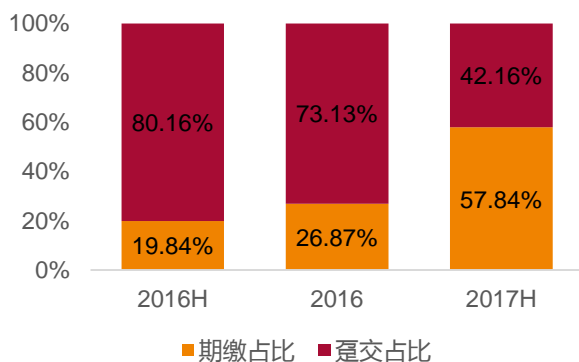
图 10：电销渠道首年保费收入大增：百万元

资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

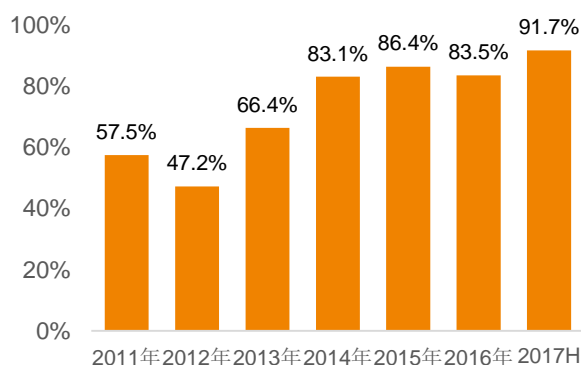
平安新业务价值率仍有提升空间。新业务价值的提升一般取决于保费结构的优化，如提升代理人渠道占总保费的比例，提升各渠道中期交的比例和保单产品的优化。2017H 平安银保渠道的期交占比为 57.84%，较之 2016H 和 2016 大幅提升 38pct 和 31pct，仍处于快速提升阶段。此外，比照友邦中国的新业务价值率，虽然由于精算假设的不同（贴现率，费用率等）无法直接比较两者的价值率，如果把友邦的贴现率上调 150bp 至和平安一致的 11%，则友邦中国的新业务价值率依旧在 65%以上，是平安的参考榜样，平安当前长期保障产品的占首年保费的比重为 30.38%，提升潜力大。因此无论是纵向的结构变化还是横向的同行比较，平安的新业务价值率仍将有提升空间。

图 11：平安寿险渠道中期交趸交占比变化：%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：友邦中国业务的新业务价值率：%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.2. 剩余边际余额增长较快，净利润释放稳定



### 2.2.1. 剩余边际余额和摊销的增长是净利润稳定释放的前提

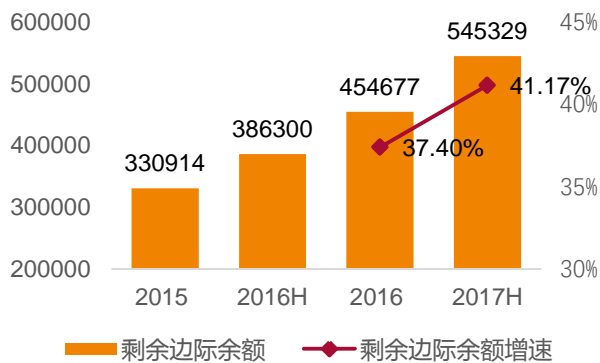
寿险公司的利润主要有剩余边际，风险边际，经营偏差，假设变动组成，由于风险边际的值远小于剩余边际的值，经营偏差基于寿险公司经验数据，假设变动又具有不确定性，因此剩余边际的数值和释放法则决定了净利润。

在偿二代体系下，未来剩余边际的摊销来自于首日的利得，而首日的利得来自于销售长期保障型产品，平安作为最早转型的寿险公司，其剩余边际余额和摊销数据均表现强劲。

2017H 平安的剩余边际余额达到 5453 亿元，同比增长 41.17%，比 2016 年全年的 yoy 提高 3.77pct。由于期末剩余边际余额=期初剩余边际余额+预期利息增长+新业务价值贡献的剩余边际余额-剩余边际摊销，假设预期利率为 4.8%，下半年新业务价值 310 亿元，则预期 2017 年年末平安的剩余边际余额增速继续保持在 35%以上，可达到 6000 亿元左右。

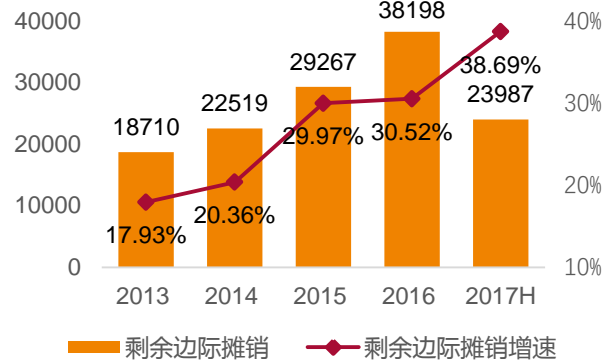
由于摊销载体的稳定（保额或者保单数量），自 2013 年至今，平安每年的摊销增速呈现逐年加快的趋势，2017H 当期摊销 239.87 亿元，同比增长 38.69%。

图 13：平安寿险剩余边际余额：百万元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：平安寿险剩余边际余额摊销：百万元

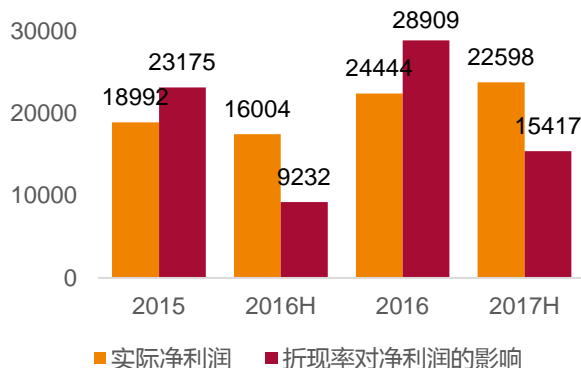


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.2.2. 2017 年四季度起将迎来准备金的释放，2017 年报净利润数据可期

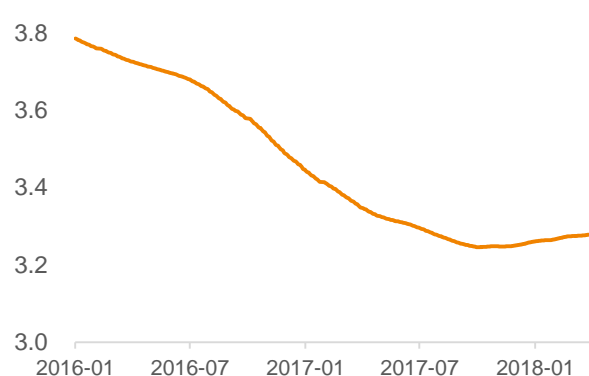
自 2014 年以来 10 年期国债收益率整体向下，对净利润造成损耗。平安 2015 年，2016H，2016，2017H 由于准备金基准利率的下降造成净利润减少的规模分别为 231 亿元，92 亿元，289 亿元和 154 亿元，若是将这部分利润还原，则 2017H 平安寿险业务的净利润同比增长将由 36.3%提升至 46.9%。

图 15：2015-2017H 折现率对净利润的影响：百万元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：10 年期国债 750 均线将于今年 12 月份迎来拐点



资料来源：wind，天风证券研究所

2016 年年底起中国的 10 年期国债收益率进入上升通道，若预期未来的收益率保持在当下

3.60%-3.80%区间，则最早在 2017 年 12 月初准备金基准曲线就将迎来拐点。预计 2017 年 3 季度基准线下降 5bp，四季度上升 1bp，下半年整体下降 4bp。根据 2016 年年报的准备金敏感性测试，预计 2017 下半年多计提准备金 25-30 亿元，远小于 2016 年下半年的 197 亿元，准备金释放的外在利好叠加剩余边际摊销内在增长，预计 2018 年平安寿险净利润增长可观。

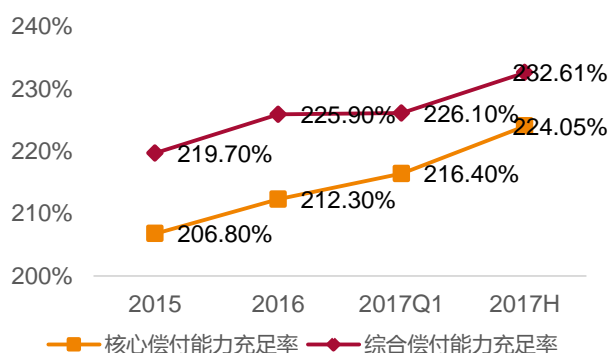
### 2.3. 偿二代下偿付能力的提高创造了自由现金流，分红率逐步上行

2016 年偿二代标准在中国正式实行，偿二代中实际资本和最低资本的计量方式发生重大变化，不仅考量了保险风险，还将信用风险，利率风险等考虑在内，更为重要的是，剩余边际一次性释放在实际资本项里。因此如果新发行保单的剩余边际超出要求资本，则保险公司偿付充足率得到了提升，相当于创造了自由现金流。

实行偿二代以来，平安的偿付充足率呈现逐步上升的趋势。2017H 的核心偿付率由年初的 212.30%上升了 12pct 至 224.05%，综合偿付率也同步上升 6.7pct 至 232.61%。与此同时，平安偿付能力抵御资本市场波动能力较强，权益资产公允价值下降 30%或者利率下行 50bp，核心偿付能力分别只下降 10.2pct 和 11.5pct；

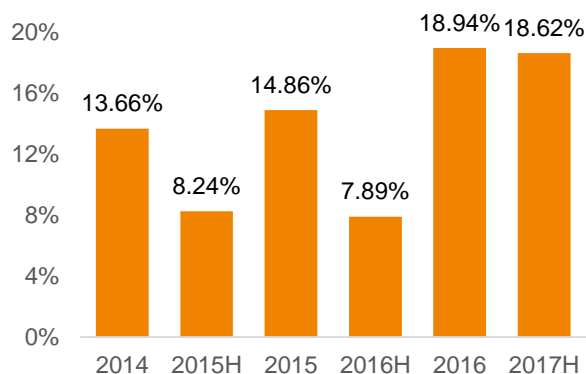
随着偿付能力充足率的稳定上行，平安的分红水平也大幅提升。2017H 中报公布中期每股派发现金股利 0.5 元，共计 91.40 元，同比增长 150%，中期分红率由 2016H 的 7.89%大幅上行至 18.62%，股息率的吸引力进一步增强。

图 17：平安寿险偿二代下偿付率上行：%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 18：平安分红率逐步上升：%



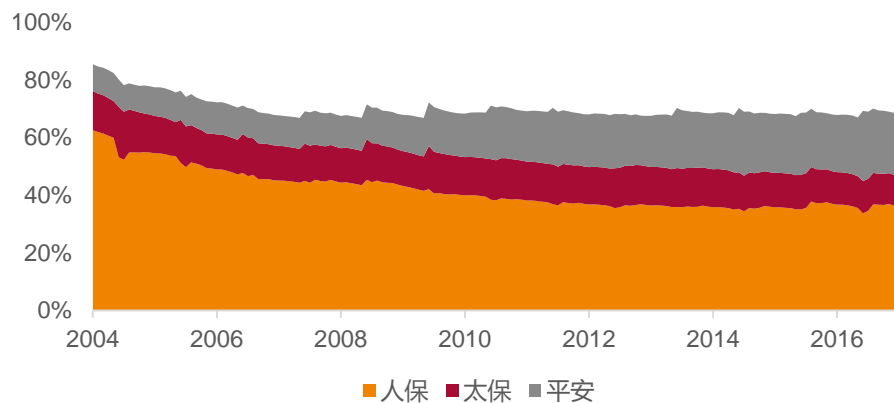
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 产险保费增速亮眼，ROE 持续行业领先

#### 3.1. 平安产险稳居双寡头队列，保费增速遥遥领先

国内产险市场逐渐形成双寡头局面，承保利润率高度集中。由于费率市场化使得监管套利渐趋消亡，大型保险公司有较强的电网销和车商合作的渠道，并且在数据积累，定价能力以及售后服务上占据绝对优势，二次费改后监管部门从综合成本率，费用率和准备金转提差等各个指标进行横纵向监管，使得中国产险的集中度更趋稳定，人保，平安和太保的市场份额之和自 2007 年以来稳定在 68% 左右。2014 年以来由于太保费用率管理不利造成全险种承保亏损，中国产险行业实际上进入双寡头阶段，2017 上半年人保和平安两家的承保利润之和超过全行业。

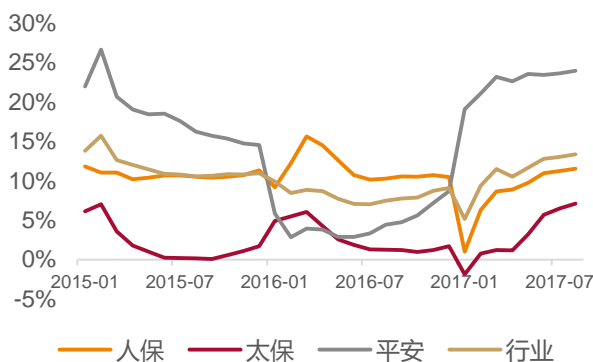
图 19：中国产险的市场集中度较高：%



资料来源：wind, 天风证券研究所

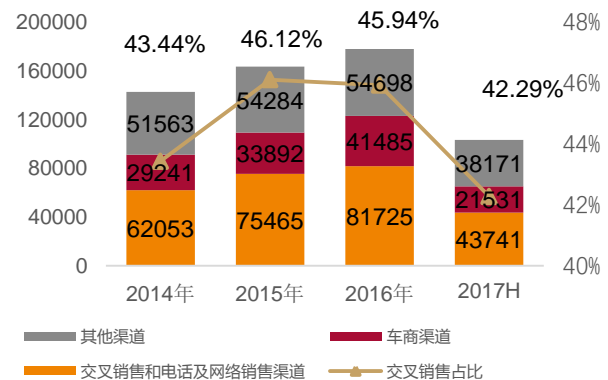
平安产险保费的增速显著快于市场平均和人保增速，市场份额持续上升。受益于综合金融集团模式下交叉销售能力（2014 年至今交叉销售以及电网销占平安产险总保费的比重持续在 40% 以上），平安产险保费的增速较高，2017 年以来保费增速累计同比维持在 23%-24%，远高于行业 13.36% 和人保 11.54% 的增速。

图 20：平安产险 2017 年以来保费增速快：%



资料来源：wind, 天风证券研究所

图 21：平安产险的自有渠道控制能力强：百万元

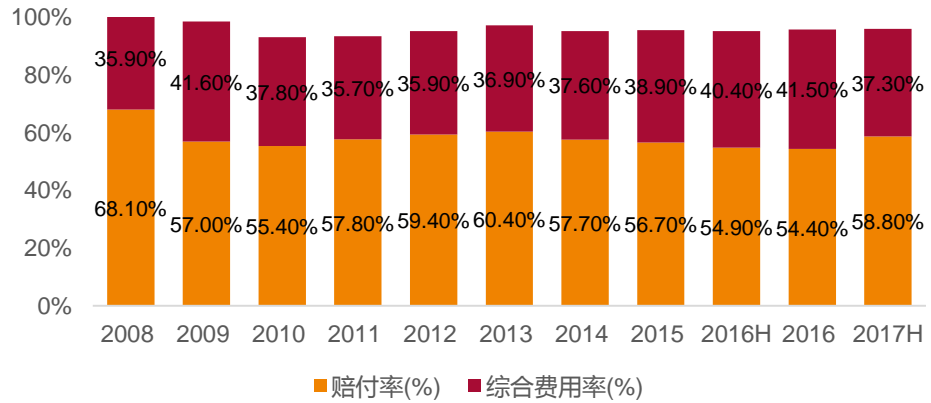


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.2. 综合成本率处于行业领先地位，承保利润多元

平安的综合成本率管控效果较好，2017H 虽然综合成本率略微上行 0.2ct 至 96.1%，但仍然录得正的承保净利润。上半年赔付率上升 4.4pct，费用率下行 4.2pct 的反向走势主要是由于营改增于 2016 年 5 月正式施行，营改增价税分离后保险收入和费用同时下降，使得赔付和费用率间的结构发生了变化。

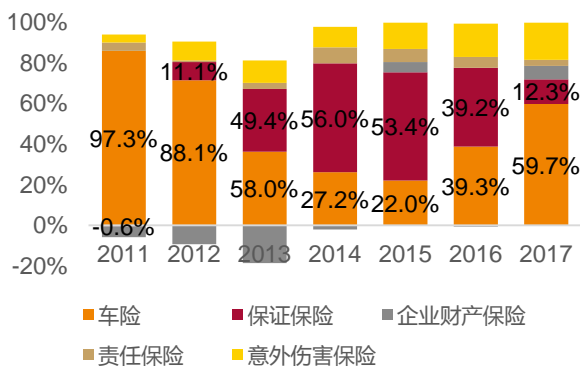
图 22：平安综合成本率保持稳定



资料来源：公司公告，天风证券研究所

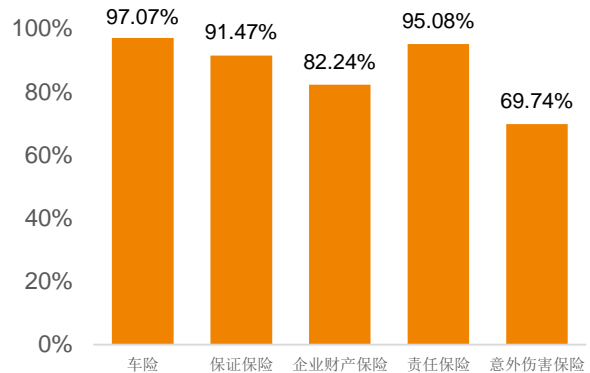
平安产险的五大主要品种分别是车险，保证保险，企财险，责任险和意外伤害险，占总体产险保费的 95% 以上。虽然车险的保费占比持续在 80% 以上，但占承保利润的比重不足 60%，保证保险，意外险和企财险的承保利润贡献也较大。2017 年以来由于将保证保险的部分收入分配至普惠业务，造成保证保险的承保净利润占比由 2016 年年末的 39.2% 的占比大幅下滑，也使得 2017Q3 产险总体综合成本率同比上升 1.2pct，但是高速发展的消费金融以及征信，资产分层和风控能力的提高仍将是保证保险继续发展的背书。预计 2018 年起平安产险净利润增速将恢复至常态。

图 23：平安 5 大产险品种贡献承保利润占比：%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 24：2017H 平安 5 大产险品种综合成本率：%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

预计未来 1-2 年平安产险的 ROE 能够稳定在 20%。由于保险法中规定产险公司每年自留保费不能超过资本金和公积金之和的 4 倍,因此保险公司杠杆能力基本相同,均在 4 倍左右。ROE 更多的取决于 ROA,而 ROA 主要由承保利润率和投资收益率决定。我们对平安产险 2017H 的 ROE 进行敏感性测试,见表 2 所示,当综合成本率控制在 95%-97%,投资收益率维持在 4%-5%区间时,ROE 的变化范围为 16.25%-22.75%。如果随着二次费改的深入,平安的综合成本率管控效果提升,利率上行阶段投资收益率稳步上行,且平安具有将更多所赚保费转化为投资收益的能力(行业为 30%-40%),则平安产险未来 1-2 年的 ROE 将继续保持在 20%左右。平安产险 2013-2016 年的 ROE 分别为 19.73%, 21.11%, 22.83%, 23.12%, 2017H 年化的 ROE 为 20.52%。

表 2: 平安产险 2017HROE 敏感度测试: %

ROE		综合成本率			
投资收益率	94.00%	95.00%	96.00%	97.00%	98.00%
3.50%	20.80%	18.85%	16.90%	14.95%	13.00%
4.00%	22.10%	20.15%	18.20%	16.25%	14.30%
4.50%	23.40%	21.45%	19.50%	17.55%	15.60%
5.00%	24.70%	22.75%	20.80%	18.86%	16.91%
5.50%	26.00%	24.05%	22.11%	20.16%	18.21%
6.00%	27.31%	25.36%	23.41%	21.46%	19.51%

资料来源:公司公告,天风证券研究所

## 4. 投资能力行业领先, 2018 年率先实行 IFRS9 准则

### 4.1. 2018 年率先实行 IFRS9, 投资浮盈或提前兑现

在境内外同时上市的公司将于 2018 年起正式施行 IFRS9 (国内为企业会计准则 22 号), 保险公司可延后至 2021 年实行, 但由于中国平安的上市资产中包含了平安银行, 其必须于 2018 年 1 月 1 日就实行新法则, 因此它也将是保险行业第一家改变报表披露方式的公司。

IFRS9 的 3 个核心内容分别是:

1. 金融资产由四分类调整为按照业务模式和现金流进行三分类;
2. 嵌套金融工具计量方式的谨慎;
3. 资产减值方法的调整;

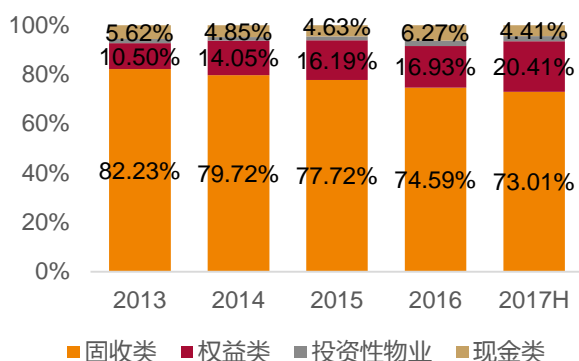
其中当前对非银板块报表影响最显著的是: “金融资产若分类至以公允价值计量且变动计入其他综合收益 (FVOCI), 未来则无法对当期利润产生影响”, 也就是说如果年末金融资产被分类至 FVOCI, 则未来卖出后将无法在损益表中得到体现。截止 2017H, 平安保险资金的可投资资产中权益类规模达到 4530 亿元, 占比 20.41%, 其中股票规模 2090 亿元, 占比 9.42%, 由于权益类资产大部分计入可供出售金融资产 (85%以上), 因此需要关注平安 2017 年 4 季度权益资产的处置节奏和方式, 净利润或超预期。

### 4.2. 配置较为灵活, 2017 年投资收益表现亮眼



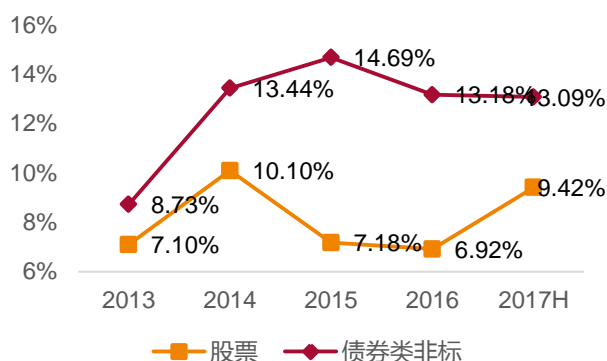
平安资产配置较为灵活，择时能力强。平安的保险资金运用也大部分投资于固定收益类资产，但其大类资产配置时点把握能力更强。2017 上半年为大盘蓝筹股的结构牛市，平安合理增加了核心的权益类资产(股票)的配置比例，由 2016 年年末的 6.92%调整至 2017H 的 9.42%，但 73.01%配比的固定收益配置也保证了其业绩的稳定性和安全性。自 2013 年保监会拓宽保险资金的运用渠道之后，平安的非标投资有个较大幅度的提升，2014 年在 2013 年 8.73%的配置比例基础上升 4.71pct 至 13.44%，2015 年至今债权类非标投资占比一直维持在 13%-14%，2017 年半年末时点债权类非标资产的票息为 5.97%，剩余久期为 5.4 年，56.9%投向基建，27.7%投向非银金融，AA 级评级以上占比达到 99.25%，做到了收益和安全性的较好平衡。

图 25：平安大类资产配置情况：%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

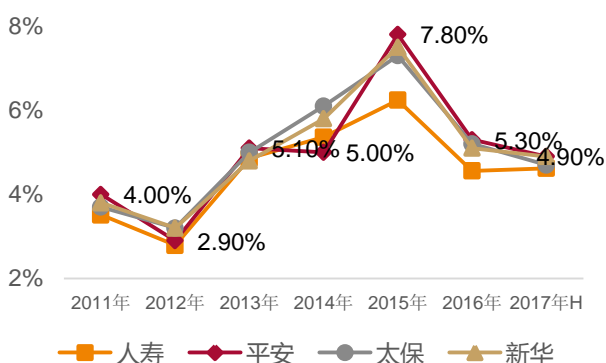
图 26：平安股票和债权类非标的占比：%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

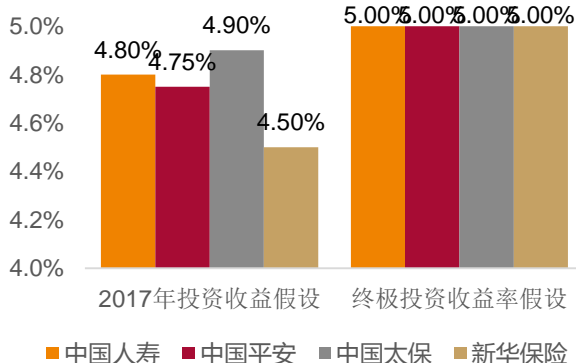
平安前 3 季度投资收益出色，中报时点综合投资收益率超过 4.75%的假设，边际多贡献 4.44% 的内含价值。从内含价值对于投资收益率的假设来看，平安较为谨慎，2017 年的预设目标是 4.75%，仅高于新华保险，终极投资收益率的假设是 5%，而过去 10 年平安的年化综合投资收益率达到了 6.5%。

图 27：上市保险公司总投资收益率表现：%



资料来源：wind,天风证券研究所

图 28：上市保险公司内含价值对于投资收益的假设：%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 5. 其他子版块亮点纷呈

### 5.1. 银行业务：零售业务渐入佳境

平安的银行板块整体趋势上行，零售业务稳步推进。一方面中国经济处于上升期，不良贷款率下降，资产质量好转，17 年 3 季报不良贷款率为 1.75%，较之中报和 2016 年年底下降 1bp，拨备覆盖率略降至 152.11%。另一方面，平安的零售客户数稳步增长，2016 年底到 2017 年中期增幅达到 25%，客户数为 6574 万人，所管理零售客户的资产由 2016 年底的 7976 亿元大幅上涨 28.1%至 3 季度末的 10215 亿元。

### 5.2. 平安证券：净利润增速优于同业

平安证券板块主要分经纪业务、投行承销业务、投资收益业务三个条线发展。在监管趋严的大趋势下，平安证券积极转型应对市场变化，净利润同比略降 2.6%，业绩表现优于行业平均水平。上半年经济业务收入 10.71 亿元，承销业务收入 3.05 亿元，其中截止 2017 年 10 月，平安证券股权承销 7 家，股权承销总金额 41.14 亿元。

### 5.3. 平安信托：融资需求旺盛和牌照优势下价值尽显

信托作为实体经济重要的融资渠道之一（除银行贷款外第二大融资渠道），受益于实体经济旺盛的融资需求，信托贷款在社融规模中的占比持续提升，截止 2017 年 9 月，信托贷款占社融的比例为 11.42%，接近 10 年来的高点。同时信托牌照具备足够的灵活性：信托产品投向横跨货币市场、资本市场、实业领域，投资方式涵盖标准与非标的债权、股权，以及各类资产的收益权，能够整合运用几乎所有的金融工具。

截至 2017 年 9 月 30 日，平安信托活跃财富客户数 70,697 人，同比增长 33.9%。主动管理资产占比持续上升，由 2016 年末的 42.25%提升 2.26pct 至 2017 年中报时点的 44.87%。在信托报酬率提升的带动下半年报净利润同比增速达到 152%，roe 上行 5pct 至 11.5%。

## 6. 中国平安估值

### 6.1. 平安寿险估值：对标友邦给予 1.8 倍 PEV 估值

#### 6.1.1. 新业务价值预测：

由于 10 月 1 日起 134 号文正式施行，因此对于 2018 年以后的新业务价值增长无法线性外推，我们按照短交储蓄和长期保障两个维度进行详细测算：

1. 将平安的产品分为短期储蓄型和长期保障型，2017 年短交储蓄保费增速 73.32%，长期保障类增速 22.64%，但由于长期保障的新业务价值率 76.43% 远高于短交储蓄的 15.21%，因此当前 nbv 中 86% 由长期保障产品贡献，只有 14% 的新业务价值由短交储蓄产品贡献；
2. 受 134 号文影响，预计明年短交储蓄类产品的增速大幅下降，悲观，中性和乐观预期下假设其增长率为 10%，25% 和 40%；根据平安 2018 年开门红望悦人生的定价预设其新业务价值率微升至 16.0%
3. 假设平安福等长期保障类产品明年保费增速较快，悲观，中性和乐观情形下增速分别为 20%，30% 和 40%；价值率维持在当下的 76.23%；

则可得 2018 年新业务价值的中性预期为 26.54%。

表 3：中国平安 2018 年新业务价值增速测算：%

	悲观预期	中性预期	乐观预期
快返型产品	15.56	18.39	19.80
其余产品	103.83	108.16	119.41
新业务价值总和	119.39	126.54	139.21
NBV 同比增速	19.39%	26.54%	39.21%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 6.1.2. 内含价值预测：

内含估计增长主要由以下部分构成：

1. 期初内含价值的预期回报：由于内含价值=调整后净资产+有效业务价值，净资产对应的预期回报率是投资收益率，有效业务价值对应的预期回报率是折现率，因此预期回报 = (期初有效业务价值+期初最低资本)\*折现率+当年新业务价值\*折现率/2 + (期初净资产-期初最低资本)\*投资收益率，预期回报率相对固定，取 17-19 年的预期回报率为前 3 年预期回报率的平均值 9.4%，则 2017-2019 对应可新增内含价值 335 亿，448 亿和 584 亿元；
2. 新业务价值：根据上文所述，预计 2017-2019 年可新增内含价值 673 亿，841 亿和 1051 亿元；
3. 投资回报差异：由于今年平安总和投资收益率预计在 5.5% 以上，将贡献较大的投资正偏差，2018,2019 年暂设无投资回报差异；
4. 其他：假设寿险对集团的分红维持在当前的水平，除 2017 年维持 2017 上半年的投资回报偏差和市场价值调整外，2018,2019 年无营运偏差，投资回报偏差和市场价值调整；则可以估算出平安寿险 2017-2019 年内含价值为 4845，6170 和 7846 亿元；

表 4：平安寿险内含价值测算：百万元

	2017E	2018E	2019E
期初内含价值	360312	484548	621058
年初内含价值预计回报	33509	45063	57758
新业务价值创造	67311	84138	105173

新业务分散效应	13462	16828	21035
内含价值运营利润	114282	146029	183590
经济假设变动	0	0	0
市场价值调整	-2600	0	
投资回报差异	25000	0	0
内含价值利润	136682	146029	183590
寿险公司对集团分红	-12446	-13558	-15968
寿险内含价值	484548	617019	784641

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 6.1.3. 估值水平：给予 1.8 倍 PEV 估值

我们选用友邦保险作为平安寿险估值的横向比较对象。两者分别是香港和内地标杆性的保险公司，两者在新业务的利源结构上已经相差无几，表现为投资收益每下降 1bp，新业务价值变化的幅度在 0.15% 左右。

尽管从 ev 的增速来看，由于新业务价值占比的原因，近 3 年来平安的复合增长率 24.3% 远高于友邦 7.58% 的 ev 复合增速率，但在估值上友邦仍然比平安高出不少，友邦当前 PEV 估值在 1.9-2.0，而平安为 1.3-1.4 区间。

考虑到：

- 1) 市值因素：平安寿险的保费是友邦的 4-5 倍（2017 年上半年分别是 1121 亿元人民币和 31.96 亿美元）；
- 2) 净利润波动因素：虽然新业务的利源结构两者已经趋同，但是存量业务中平安的利差占比还是偏高，造成平安净利润波动较大；
- 3) 新业务价值率：友邦总体有 60% 的 margin，平安接近 40%，但随着长期保障保费占比的上升，未来平安 margin 提升潜力较大；
- 4) 在股息率上面，两者接近；

基于上述理由，并看好中国核心金融资产的吸引力，给与其 1.8 倍 PEV 估值，对应价值 8721 亿元。

图 29：友邦保险和平安的估值变动

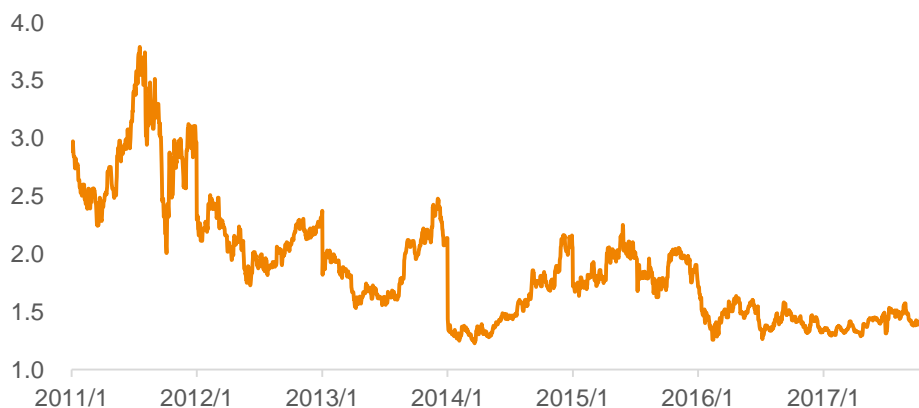


资料来源：wind, 天风证券研究所

### 6.2. 平安产险估值：对标中国财险，给予 1.5 倍 PB 估值

我们选择中国财险作为平安产险的估值参照。在市场份额上,人保和平安占据市场前两位,2017H 时点分别为 31.16%和 21.69%;在综合成本率上,平安略高于人保,2016 年末和 2017H 时点平安的数值分别为 95.9%和 96.1%,人保的对应值为 95.0%和 95.5%;在 ROE 尚,两者接近,均在 20%左右。考虑到二次费改后可能更高的市场集中度以及平安数据和综合金融模式带来的效率优势,参考中国人保的股价,我们给予平安产险 1.5 倍 PB 估值,对应价值 1003 亿元。

图 30: 中国财险 PB 估值变化



资料来源: wind,天风证券研究所

### 6.3. 平安其他子版块分部估值

表 5: 平安各子版块分部估值: 百万元

子版块	估值指标	估值倍数	价值	估值说明
证券业务	市净率估值	2	50420	券商行业资本金排名前 10 的券商的 PB 估值中枢在 1.5-1.8 倍; 中型券商估值中枢为 2-2.3 倍
信托业务	市净率估值	3	61680	当前 A 股纯正信托标的安信信托和陕国投的 PB 估值分别为 1.90 和 3.51, 多元金融板块的 PB 均值为 1.8; 考虑到中国经济韧性犹在, 信托行业景气度的持续, 给与其 3 倍 PB 估值
银行业务	市值法	57.94%	112113.9	平安集团, 平安人寿和其产品在 2017Q3 末共持有平安银行 57.94%的股份
陆金所	IPO 前融资对应市值	43.76%	54240.52	陆金所 2016 年 1 月 B 轮融资是显示其估值达到 185 亿美元
平安好医生	IPO 前融资对应市值	83.22%	72484.62	平安好医生 2016 年 5 月融资显示其估值达到 30 亿美元
其他资产	PB	1	50000	2017 中报披露其他资管业务净资产为 492 亿元

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所正文内容

综上, 算入寿险 8721 亿元, 产险 1003 亿元价值, 可得中国平安 2017 年末的价值为 13734 亿元人民币, 对应每股 75.13 元。



## 财务预测摘要

人民币百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>利润表</b>						<b>每股指标</b>					
营业收入	619990	712453	863033	1038601	1277143	每股收益	2.97	3.41	4.07	5.54	7.04
已赚保费	349846	441620	550514	678020	858628	每股净资产	18.28	20.98	24.46	29.35	35.61
银行业务利息净收入	67404	78138	85000	90023	96637	每股内含价值	30.24	34.89	43.59	53.20	64.72
非保险业务手续费及佣金	36932	35467	44967	56897	72146	每股新业务价值	1.70	2.78	3.68	4.60	5.75
投资收益	137844	109678	140767	163662	194893						
其他业务收入	27583	42318	41784	50000	54839						
营业支出	527043	619085	751184	885089	1079962	<b>估值指标 (倍)</b>					
退保金	16578	16050	19815	23643	28206	P/E	21.71	18.86	15.80	11.61	9.14
赔款支出	118125	140236	162141	189459	221435	P/B	3.52	3.07	2.63	2.19	1.81
提取保险责任准备金	140108	149613	209893	249135	320128	P/EV	2.13	1.84	1.48	1.21	0.99
保单红利支出	8455	11236	14861	16550	19744	VNBX	20.07	10.60	5.64	2.43	-0.06
营业税金及附加	20815	9268	9961	12867	14272						
手续费及佣金支出	50633	78742	112435	136920	171629						
业务及管理费用	112737	129997	136168	163313	199519	<b>盈利能力</b>					
资产减值损失	36548	48894	47731	47731	47731	ROE	16.22%	16.27%	16.66%	18.88%	19.77%
						ROA	1.14%	1.12%	0.94%	1.08%	1.15%
利润总额	93413	94411	111849	153512	197181	ROAE	11.66%	17.39%	17.93%	20.60%	21.68%
净利润	65178	72368	86372	117525	149286	ROAA	1.05%	0.93%	0.78%	0.98%	1.15%
减：少数股东权益	10975	9974	11904	16198	20575						
所属公司股东净利润	54203	62394	74468	101327	128711						
资产	4765159	5576903	7895198	9356780	11234014						
货币资金	475057	569683	806498	955799	1147559						
定期存款	166811	189950	268911	318693	382632						
交易类金融资产	73402	153963	217965	258315	310140						
可供出售	516364	537241	760570	901369	1082209						
持有到期	916669	1009714	1429448	1694071	2033950						
其他可投资资产	206235	142389	201580	238896	286826						
投资资产	2354538	2602940	3684971	4367144	5243316						
非投资资产	2410621	2973963	4210227	4989636	5990698						
负债	4351588	5090442	7327984	8676030	10408216						
准备金负债	998296	1154056	1354297	1603431	1923560						
应付保单红利	33028	39216	46020	54486	65365						
保户储金及投资款	410365	472557	554551	656565	787649						
其他负债	2909899	3424613	4018819	4758116	5708083						
股本	18280	18280	18280	18280	18280						
资本公积	117965	122510	121749	119970	115645						
其他综合收益	26246	18562	18562	18562	18562						
盈余公积	8498	11366	18813	28945	41817						
归属于母公司股东权益	334248	383449	447102	536596	650928						
少数股东权益	79323	103012	120112	144154	174869						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com