

【广发非银&海外】中国平安 (601318.SH) (2318.HK)

业绩靓丽，价值持续增长

核心观点:

● 中报业绩公布

上半年净利润 434.27 亿元，同比上涨 6.5%，EPS2.43 元；归母综合收益 531.53 亿元，同比增长 67.8%；净资产 4,257.80 亿元，较年初增长 11%，BVPS 为 23.3 元。内含价值 7391.44 亿元，每股内含价值 40.43 元，新业务价值 385.5 亿元，同比上升 46.2%，每股新业务价值 2.1 元。总投资收益率 4.9%，综合偿付能力充足率 232.6%。

● 综合金融点面俱到，聚焦个人客户迁徙

上半年集团实现归母净利润 434.27 亿元，不考虑普惠重组 94.97 亿元利润影响，同比高增 38.8%。得益于偿付能力充足，集团决定每股派息 0.5 元，较去年同期增长 150%。集团综合金融布局完善，且针对个人客户不断挖掘寻求客户迁徙，目前个人客户数量 1.43 亿人，较年初增长 9.3%。个人客户对集团贡献归母净利润 346.26 亿元，占上半年的 80%。2017 上半年集团新增客户 1854 万，同比增长 10.6%，其中互联网渠道贡献 667 万。

● 新业务价值持续高增，转型龙头地位不改

上半年新业务价值 385.5 亿元，同比高增 46.2%，维持高增长态势。其中代理人贡献新业务价值 350.84 亿元，同比增长 44%，为新业务价值最大贡献渠道。上半年代理人规模突破 132.5 万人，较年初增长 19.3%，人均首年保费同比增长 18.2%。寿险、养老险、健康险规模保费分别同比增长 32.2%、10.3%和 232.6%。中国平安在行业内率先披露剩余边际，截止 17 年中，剩余边际 5453.3 亿元，剩余边际摊销 239.9 亿元，分别同比增长 19.9%、38.7%，反映集团保障转型稳中有进，未来利源持续释放可期。

● 投资建议

集团上半年业绩整体靓丽，在严监管、保障转型的大背景下，依然实现盈利增长。集团信息披露不断完善，继率先披露剩余边际这一代表性保险核心指标后，又首次公开其非标资产配置详情。在新业务价值的强劲驱动下，公司未来利源释放有望稳中有进。预计 17 年 EPS4.03 元，BVPS24.06 元，维持买入评级。H 股动态 P/EV1.22 倍，维持买入评级。

● 风险提示

利率波动，转型不及预期等。

公司盈利预测:

指标 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	619,990	712,453	818,502	938,126
同比%	14.9%	14.9%	14.6%	15.0%
归母净利润	62,394	71,753	99,737	119,684
同比%	15.1%	15.0%	39.0%	20.0%
每股EV (元)	34.88	41.86	50.14	55.45
P/EV	1.47	1.22	1.02	0.92

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心 (采用 2017 年 8 月 17 日收盘价计算)

公司评级

买入

当前价格

51.10 元

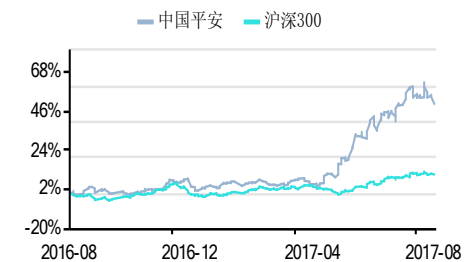
前次评级

买入

报告日期

2017-08-17

相对市场表现



分析师: 陈福 S0260517050001



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师: 文京雄 S0260517060001



020-87572429



wenjingxiong@gf.com.cn

相关研究:

【广发非银&海外】中国平安 2017-08-09

(601318.SH) (2318.HK):

保险行业的领跑者，价值有望持续高增长

【广发非银&海外】中国平安 2017-04-28

(601318.SH) (2318.HK):

长期业务厚积薄发，新业务价值高增

中国平安 (601318.SH): 业 2017-03-23

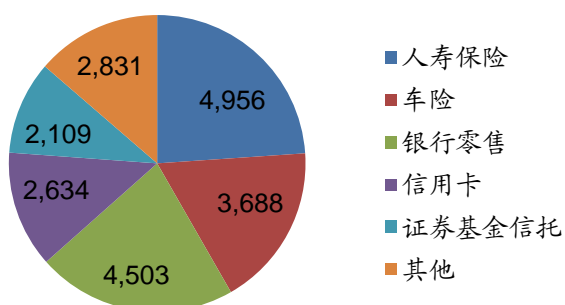
绩保持稳健，风控优势体现

中国平安公布2017中报，其主要内容如下：上半年净利润434.27亿元，同比上涨6.5%，EPS2.43元；归母综合收益531.53亿元，同比增长67.8%；净资产4,257.80亿元，较年初增长11%，BVPS为23.3元。内含价值7391.44亿元，每股内含价值40.43元，新业务价值385.5亿元，同比上升46.2%，每股新业务价值2.1元。总投资收益率4.9%，综合偿付能力充足率232.6%。

综合金融点面俱到，聚焦个人客户迁徙

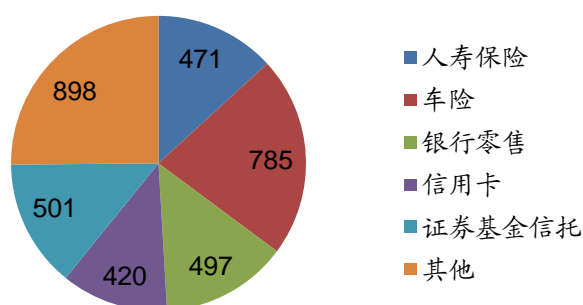
上半年集团实现归母净利润434.27亿元，不考虑普惠重组94.97亿元利润影响，同比高增38.8%。得益于偿付能力充足，集团决定每股派息0.5元，较去年同期增长150%。集团综合金融布局完善，且针对个人客户不断挖掘寻求客户迁徙，目前个人客户数量1.43亿人，较年初增长9.3%。个人客户对集团贡献归母净利润346.26亿元，占上半年的80%。2017上半年集团新增客户1854万，同比增长10.6%，其中互联网渠道贡献667万，已成为平安重要的获客途径。

图1：截止2017H1中国平安累计客户（万人）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图2：2017H1中国平安新增客户（万人）

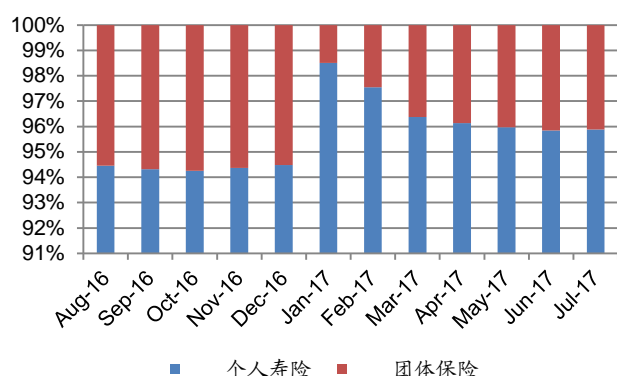


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

新业务价值持续高增，转型龙头地位不改

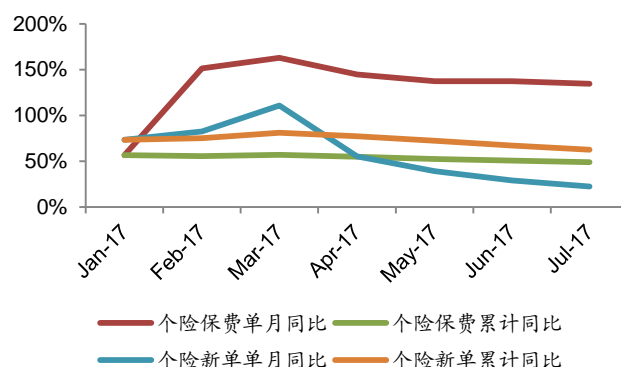
2017上半年中国平安新业务价值385.5亿元，同比高增46.2%，维持高增长态势。其中代理人贡献新业务价值350.84亿元，同比增长44%，为新业务价值最大贡献渠道。上半年代理人规模突破132.5万人，较年初增长19.3%，人均首年保费同比增长18.2%。寿险、养老险、健康险规模保费分别同比增长32.2%、10.3%和232.6%。中国平安在行业内率先披露剩余边际，截止17年中，剩余边际5453.3亿元，剩余边际摊销239.9亿元，分别同比增长19.9%、38.7%，反映集团保障转型稳中有进，未来利源持续释放可期。

图3: 平安寿险保费渠道收入 (亿元)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图4: 平安寿险保费、新单增长



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表1: 四家上市公司保险代理人情况

单位: 人	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
中国人寿	693,000	653,000	743,000	979,000	1,814,000	
中国平安	512,937	556,965	635,551	869,895	1,100,000	1,325,000
新华保险	204,000	201,000	175,000	259,000	328,000	
中国太保	295,000	286,000	344,000	482,000	653,000	
中国人寿	1.17%	-5.77%	13.78%	31.76%	57.1%	
中国平安	5.35%	8.58%	14.11%	36.87%	27.7%	19.3%
新华保险	0.99%	-1.47%	-12.94%	47.6%	9.00%	
中国太保	1.03%	-3.05%	14.29%	40.1%	35.5%	

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

财险维持承保盈利，车险品牌持续发力

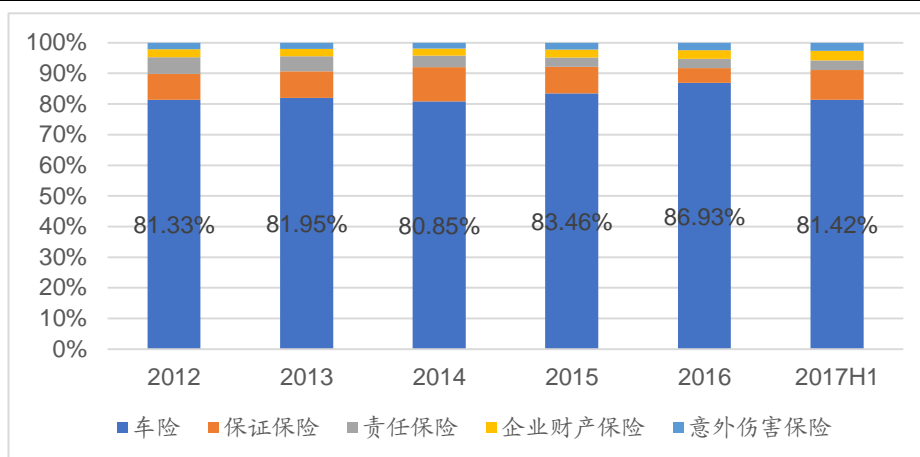
平安财险上半年实现原保费收入1034.4亿元，同比增长23.5%，其中车险贡献802.6亿元，同比增长13.6%。上半年平安财险维持承保盈利，综合成本率96.1%，非年化ROE10.5%，车险市占率上升0.8个百分点至22.3%。2017年平安车险再推510计划，旨在实现90%车险案件5-10分钟内抵达现场，进一步强化第一车险地位。

表2: 同行业历年ROE对比

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
平安产险	22.61%	17.32%	19.18%	19.94%	21.50%	19.35%	10.5%
太保产险	15.92%	11.05%	10.57%	3.71%	15.89%	12.87%	
中国财险	22.83%	22.89%	18.36%	17.62%	20.05%	15.10%	

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图5：平安财险保费收入结构



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

互联网盈利开端，大金融锦上添花

2017上半年陆金所控股实现盈利，且已于2016年完成了对普惠金融业务和重金所业务的重组，从而形成旗下陆金所、重金所、前交所、普惠金融“三所一惠”的战略布局，进一步提升个人消费及第三方机构产品的获取能力。平安好医生与陆金所分别完成AB轮融资，估值高达185亿、30亿美元，已成为平安集团的互联网箭头品牌。截止2017年中，平安好医生累计为1.6亿用户提供健康管理服务，月活跃用户数峰值突破2,000万，日咨询量峰值46万。陆金所控股的机构端总交易量达89,678.36亿元，其中机构间交易同比增长45.4%。

优化港股投资，非标资产首次披露

上半年集团投资通过港股通持续优化，实现总投资收益率4.9%。集团首次披露详尽非标投资情况，17年上半年非标资产2,904.63亿元，占总投资资产的13%。其中基建项目占比最高，为56.9%，其次为非银金融和不动产，分别为27.7%和12.3%。总体来看，平安非标资产规模占比相对行业占比偏低，且风险整体可控，截止目前尚未出现风险情况。

投资建议

集团上半年业绩整体靓丽，在严监管、保障转型的大背景下，依然实现盈利增长。集团信息披露不断完善，继率先披露剩余边际这一代表性保险核心指标后，又首次公开其非标资产配置详情。在新业务价值的强劲驱动下，公司未来利源释放有望稳中有进。预计17年EPS4.03元，BVPS24.06元，维持买入评级。H股动态P/EV1.17倍，维持买入评级。

表 3: 中国平安财务摘要

百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
利润表摘要						
营业总收入	462,882	619,990	712,453	818,502	938,126	1,078,845
			14.9%	14.9%	14.6%	15.0%
营业总成本	400,541	527,043	619,085	704,750	807,824	928,997
营业利润	62,341	92,947	93,368	113,751	130,303	149,848
利润总额	62,353	93,413	94,411	112,757	129,090	129,091
净利润	47,930	65,178	72,368	89,013	106,637	127,965
归属母公司股东的净利润	39,279	54,203	62,394	71,753	99,737	119,684
			15.1%	15.0%	39.0%	20.0%
非经常性损益	64	311	878	500	500	500
扣非后归属母公司股东的净利润	39,215	53,892	61,516	81,236	97,420	117,004
资产负债表摘要						
流动资产						
固定资产	26,408	32,291	36,147	40,463	45,295	50,704
长期股权投资	12,898	26,858	48,955	89,232	162,646	296,461
资产总计	4,005,911	4,765,159	5,576,903	6,526,927	7,638,788	8,940,055
负债合计	3,652,095	4,351,588	5,090,442	5,954,746	6,965,799	8,148,519
股东权益	353,816	413,571	486,461	572,198	673,045	791,666
归属母公司股东的权益	289,564	334,248	383,449	439,816	496,992	561,601
资本公积金	129,374	117,965	122,510	127,230	132,132	137,223
盈余公积金	7,470	8,498	11,366	15,202	20,332	27,194
未分配利润	98,748	135,011	175,932	229,256	298,742	389,289
现金流量表摘要						
销售商品提供劳务收到的现金						
经营活动现金净流量	170,260	135,618	227,821	382,710	642,905	1,079,998
购建固定无形长期资产支付的现金	13,530	16,529	16,624	16,720	16,816	16,912
投资支付的现金	1,071,077	2,042,361	3,266,503	5,224,366	8,355,726	13,363,946
投资活动现金净流量	-236,889	-273,732	-330,616	-399,321	-482,304	-582,531
吸收投资收到的现金	29,181	7,124	14,153	28,117	55,860	110,974
取得借款收到的现金	37,792	69,649				
筹资活动现金净流量	85,368	204,976	133,004	86,303	56,000	36,337
现金净增加额	19,083	69,365	34,227	16,889	8,333	4,112
期末现金余额	263,960	333,325	367,552	405,294	446,911	492,801
折旧与摊销	5,388	6,206	6,805	7,462	8,182	8,972

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

表 4: 保险公司估值表 (元)

证券简称	价格	EV				1YrVNB				P/EV				VNBX			
		2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E
中国人寿	27.44	16.09	23.07	26.30	30.25	0.82	1.74	2.47	3.33	1.70	1.19	1.04	0.91	13.79	2.51	0.46	-0.84
中国平安	51.10	25.80	34.88	41.86	48.13	2.47	2.78	3.89	5.25	1.98	1.47	1.22	1.06	10.24	5.83	2.38	0.56
中国太保	33.65	18.90	27.14	31.21	35.89	0.96	2.10	2.81	3.79	1.78	1.24	1.08	0.94	15.32	3.10	0.87	-0.59
新华保险	59.91	27.33	41.49	47.71	53.91	1.57	3.35	4.36	5.89	2.19	1.44	1.26	1.11	20.70	5.50	2.80	1.02
行业平均										1.91	1.33	1.15	1.00	15.01	4.24	1.63	0.04

证券简称	价格	EPS				BVPS				P/E				P/B			
		2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E
中国人寿	27.44	1.23	0.66	0.76	1.09	11.41	10.74	12.35	13.96	22.35	41.58	36.22	25.20	2.40	2.55	2.22	1.97
中国平安	51.10	2.98	3.50	4.03	5.59	32.56	20.98	24.06	27.19	17.15	14.60	12.70	9.13	1.57	2.44	2.12	1.88
中国太保	33.65	1.96	1.33	1.37	1.85	14.71	14.54	15.19	17.17	17.20	25.30	24.56	18.19	2.29	2.31	2.21	1.96
新华保险	59.91	2.76	1.58	1.64	3.16	18.54	18.95	19.89	22.48	21.73	37.92	36.53	18.96	3.23	3.16	3.01	2.67
行业平均										19.61	29.85	27.50	17.87	2.37	2.62	2.39	2.12

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

注: 股价截止 2017 年 8 月 17 日, 估值结合 WIND 一致预期并根据中报数据略有调整

风险提示

利率波动, 转型不及预期等。

广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福: 首席分析师, 经济学硕士, 2017 年 3 月进入广发证券研究发展中心。
- 曹恒乾: 资深分析师, 英国达勒姆大学 (University of Durham) 金融学硕士, 2008 年进入广发证券发展研究中心。
- 商 田: 分析师, 安徽财经大学金融学硕士, 2014 年进入广发证券发展研究中心。
- 文京雄: 分析师, 英国阿伯丁大学 (University of Aberdeen) 金融投资管理硕士, 武汉大学双学士, 2015 年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉: 研究助理, 英国布里斯托大学 (University of Bristol) 金融投资专业硕士, 2017 年进入广发证券发展研究中心。
- 陈韵扬: 研究助理, 香港中文大学经济学硕士, 中山大学学士, 2017 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15% 以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号 太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号 国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司 (以下简称“广发证券”) 具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布, 只有接收客户才可以使用, 且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况, 不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。