



保险/金融

中国平安 (601318)

## 中国平安, 网罗天下

	赵湘怀 (分析师)	王宇航 (分析师)	孔祥 (研究助理)
	021-38675863	0755-23976861	021-38674744
	zhaoxianghuai@gtjas.com	wangyuhang@gtjas.com	Kongxiang@gtjas.com
证书编号	S0880513010003	S0880514060009	S0880113090014

### 本报告导读:

中国平安综合金融网络下各单元的协同效应正在逐步体现, 上调目标价至 65 元, 维持“增持”评级。

### 投资要点:

- **投资建议: 维持“增持”评级, 目标价由 54 元上调至 65 元。**调高 2014-16 年 EPS 分别至 4.88/6.25/7.50 元, 较上次预测上浮 2%-17%, 上调盈利预测和估值是因为年底投资收益显著提升, 综合金融协同效用预期提高。每股 EV 分别为 50.7/59.0/66.2 元, 目标股价对应 2014/2015 年 PB 2.2/2.0 倍、PE 13.3/10.4 倍。
- **新观点: ①多元金融合并溢价可期: 台湾市场的经验。**台湾股票市场的金融类上市公司 77% 的市值是金控集团, 以同为保险和银行为主的富邦金控为例, 两业务板块通过低成本互持债券扩张、营销员与银行网点互补、银行产品辅助保险开拓、提供统一账务管理等方式; 达到了多元金融协同发展的效果。②**交叉销售网带动保险主业增长。**寿险代理人产能和人员双增长的重要原因, 是占其收入 15% 的综合金融业务带来的收入激励和丰富产品库。产险综合成本率下降的重要原因, 是汽车产业链的延伸带来的风险筛选和成本控制加强, 以及银行业务对信贷险的支持。交叉销售对于保险本业的双向促进作用成为新的增长点。③**创新业务网是尚待实现的价值。**陆金所的 P2P 规模已经跃居国内第一, 万里通注册用户数逼近平安寿险客户数, 线下的客户迁徙加速向线上扩张。预计 2015 年互联网金融投入超过 40 亿, 平安好房、好车、健康险等布局的价值兑现有望复制陆金所模式。④**提高目标价至 65 元。**按照 1 倍 PB 的非寿险业务, 4 倍新业务价值倍数, 提高目标价至 65 元, 对应 2014/2015 年 P/EV 1.3/1.1 倍。
- **风险提示: 客户迁徙不利; 投资收益率下滑; 多元化经营风险。**

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
净利润	20,050	28,154	38,647	49,469	59,362
(+/-)%	3.0%	40.4%	37.3%	28.0%	20.0%
总资产	2,644,999	2,988,849	3,377,399	3,816,461	4,312,601
(+/-)%	15.7%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
净资产	159,617	182,709	228,386	262,644	288,909
(+/-)%	22.0%	14.5%	25.0%	15.0%	10.0%
关键估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
每股内涵价值	36.11	41.64	50.71	58.99	66.21
每股收益	2.53	3.56	4.88	6.25	7.50
每股净资产	20.16	23.08	28.85	33.18	36.50
P/EV	1.79	1.55	1.28	1.10	0.98
市盈率	25.59	18.18	13.26	10.36	8.63
市净率	3.21	2.80	2.24	1.95	1.77

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **65.00**

上次预测: 54.00

当前价格: 49.63

2014.11.30

### 交易数据

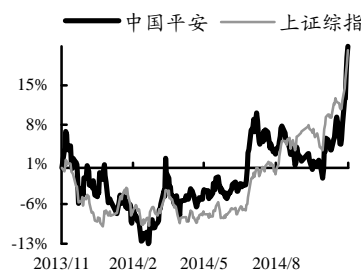
52 周内股价区间 (元)	35.51-49.93
总市值 (百万元)	392,881
总股本/流通 A 股 (百万股)	7,916/4,786
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/3,130
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	59.49
日均成交值 (百万元)	2598.51

### 资产负债表摘要 (13/12)

股东权益 (百万元)	182,709
每股净资产	23.08
杠杆倍数	16.4
净负债率	1344.6%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.93	1.37
Q2	1.33	1.33
Q3	0.69	1.30
Q4	0.61	0.88
全年	3.56	4.88

### 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	22%	19%	21%
相对指数	7%	-4%	1%

### 相关报告

- 《平安的春天来了》2014.10.29
- 《客户迁徙加速, 价值增长无忧》2014.08.20
- 《三位一体: 创新、持续、安全》2014.06.25
- 《推进综合金融, 重估客户价值》2013.12.24
- 《权益配置积极, 净资产弹性高》2012.05.02

模型更新时间: 2014.11.30

**股票研究**

金融  
保险

**中国平安 (601318)**

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 65.00**

上次预测: 54.00

**当前价格: 49.63**

公司网址

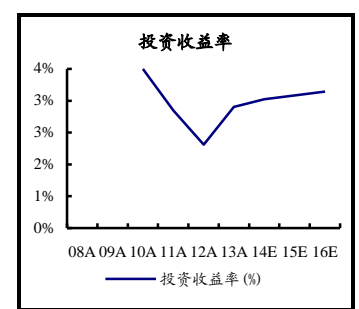
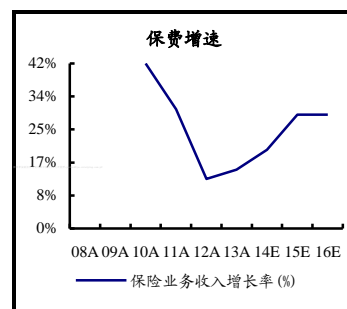
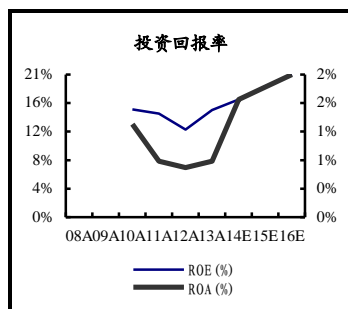
www.pingan.com

**公司简介**

公司是中国第一家股份制保险企业, 至今已发展成为融保险、银行、投资等金融业务为一体的整合、紧密、多元的综合金融服务集团。  
公司运用旗下各专业子公司通过多渠道分销网络, 以统一的品牌向超过6000万客户提供保险、银行、投资等全方位、个性化的金融产品和服务。

52 周价格范围 35.51-49.93

市值 (百万) 392,881



请务必阅读正文之后的免责条款部分

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>损益表</b>									
营业收入	139,803	147,835	189,439	248,915	299,372	362,631	435,157	561,353	724,145
已赚保费	121,790	100,383	141,124	186,662	213,144	240,199	288,239	371,828	479,658
投资收益	28,248	30,380	32,782	32,572	32,996	54,917	69,745	83,694	100,432
营业支出	-142,110	128,254	167,122	219,002	266,997	316,292	371,608	480,010	626,533
提取保险责任准备金	32,984	-40,254	-67,056	-76,888	-73,691	-96,671	-116,005	-149,647	-193,044
赔付支出	37,908	-41,334	-47,277	-67,190	-92,139	-105,184	-135,009	-150,472	-167,961
业务及管理费	29,782	-35,399	-45,910	-64,657	-83,993	-99,929	-114,589	-128,222	-143,260
营业利润	-2,307	276,089	356,561	467,917	566,369	678,923	806,765	1,041,36	1,350,67
利润总额	-2,453	19,919	22,347	30,026	32,338	46,224	63,392	81,141	97,370
所得税	-3,326	-5,437	-4,409	-7,444	-5,588	-10,210	-14,002	-17,923	-21,507
净利润	662	13,883	17,311	19,475	20,050	28,154	38,647	49,469	59,362
<b>资产负债表</b>									
货币资金	52,445	102,775	95,554	242,009	383,223	349,442	394,869	446,202	504,209
交易性金融资产	65,486	29,126	30,664	29,880	27,755	30,253	34,186	38,630	43,652
买入反售金融资产	13,084	14,748	16,759	37,312	190,788	298,080	336,830	380,618	430,099
可供出售金融资产	212,236	241,436	242,884	306,691	295,976	230,806	260,811	294,716	333,029
持有至到期投资	126,502	218,598	339,012	480,005	566,009	744,070	840,799	950,103	1,073.61
资产合计	704,564	935,712	1,171,62	2,285,42	2,644,99	2,988,84	3,377,39	3,816,46	4,312,60
吸收存款		127,052	162,860	827,819	979,325	1,181,47	1,335,06	1,508,62	1,704,74
准备金	420,064	368,287	444,035	529,563	613,926	706,015	811,917	933,705	1,073.76
负债合计	626,171	843,969	1,054,74	2,114,08	2,634,61	2,806,14	3,149,01	3,553,81	4,023,69
股东权益	78,757	84,970	112,030	130,867	159,617	182,709	228,386	262,644	288,909
<b>投资结构</b>									
债券投资	63%	61%	60%	60%	55%	55%	56%	57%	57%
定期存款	18%	16%	17%	20%	22%	18%	17%	16%	15%
股权投资	5%	8%	7%	9%	7%	7%	7%	7%	7%
基金投资	3%	3%	3%	3%	2%	3%	2%	2%	1%
基础设施与非上市股权投资	1%	2%	1%	2%	4%	9%	10%	11%	12%
物业投资	0%	0%	0%	1%	2%	2%	2%	3%	3%
现金及其它	10%	12%	11%	6%	7%	6%	5%	5%	4%
<b>财务指标</b>									
<b>成长性</b>									
1年新业务价值增速			8.5%	14.1%	-5.4%	14.1%	18.0%	10.0%	10.0%
保险业务收入增长率			42.0%	30.4%	12.6%	15.0%	20.0%	29.0%	29.0%
寿险保费增长率			22.3%	13.9%	6.5%	13.0%	14.0%	15.0%	14.0%
产险保费增长率			61.2%	33.9%	18.4%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%
投资收益增长率			7.9%	-0.6%	1.3%	66.4%	27.0%	20.0%	20.0%
营业利润增长率			29.1%	31.2%	21.0%	19.9%	18.8%	29.1%	29.7%
净利润增长率			24.7%	12.5%	3.0%	40.4%	37.3%	28.0%	20.0%
总投资增长率			25.2%	95.1%	15.7%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
<b>盈利及费用指标</b>									
总资产收益率			1.5%	0.9%	0.8%	0.9%	1.9%	2.1%	2.3%
净资产收益率 (ROE)			15.5%	14.9%	12.6%	15.4%	16.9%	18.8%	20.5%
投资收益率			4.2%	3.1%	2.2%	3.2%	3.4%	3.5%	3.6%
退保率			0.9%	0.9%	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
综合赔付率									
综合成本率									
<b>内涵价值估值 (单位: 百万元)</b>									
调整后净资产			123,573	139,446	165,386	189,371	236,714	272,221	299,443
调整后寿险业务净资产			43,673	48,219	56,973	65,235	78,445	90,212	99,233
有效业务价值			77,413	96,181	120,487	140,282	164,681	194,764	224,706
内涵价值			200,986	235,627	285,873	329,653	401,395	466,985	524,149
寿险内涵价值			121,086	144,400	177,460	205,517	243,126	284,976	323,939
1年新业务价值			15,507	16,822	15,915	18,163	21,432	23,576	25,933
调整后每股净资产			16	18	21	24	30	34	38
调整后每股寿险业务净资产			6	6	7	8	10	11	13
每股有效业务价值			10	12	15	18	21	25	28
每股内涵价值			26	30	36	42	51	59	66
寿险业务每股内涵价值			16	18	22	26	31	36	41
每股新业务价值							2.71		
新业务价值倍数							4		
每股新业务估值							12		
每股评估价值 (元)							42		
产险业务每股价值 (元)							5		
银行、证券及总部每股价值							18		
每股价值							65		

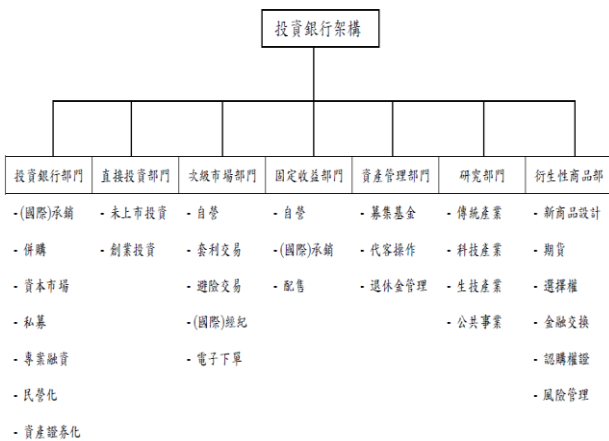
## 1. 综合溢价：借鉴台湾经验

### 1.1. 台湾的综合金控平台估值更高

一般认为多元化企业估值上被资本市场打折，金融集团在台湾却可以获得溢价：企业的组织结构是对本地制度环境适应的结果，在金融市场发展速度较快的东南亚国家，一方面技术进步提高了客户对于金融服务差异化的需要；另一方面企业之间的交易费用大，金融机构之间形成紧密合作关系有利于企业投融资顺利进行。

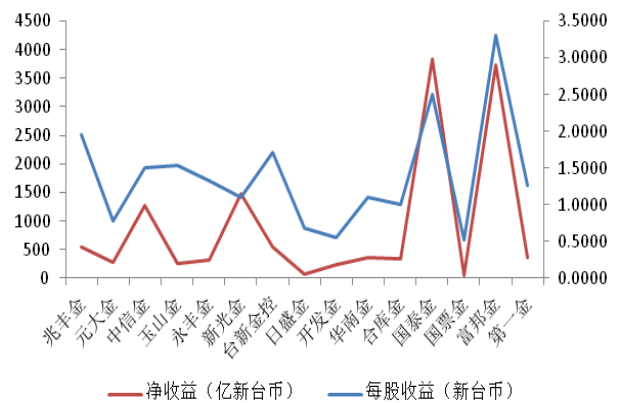
基于混业业务优势，金控集团盈利能力大大高于单一券商。国泰金控、富邦金控 2013 年盈利较高，其净收益分别达到 3828.8 和 3741.2 亿新台币，每股收益达到 2.5 和 3.31 元新台币。台湾股票市场的金融类上市公司 77% 的市值是金控集团，金融业牌照放开趋势下，行业整合加剧，模式会向金融混业化发展，传统金融机构也将更多学习中国平安的综合金融模式进行多元化发展。

图 1：金控集团有可能采用现代投行架构



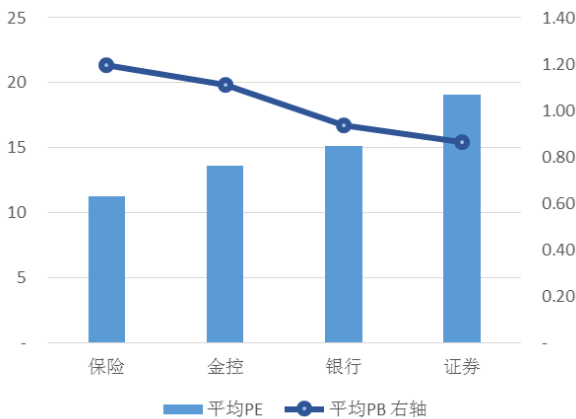
数据来源：台湾现代金融市场系列，朱浩民/彭金隆著。

图 2：台湾金控公司盈利水平高于单一业务券商



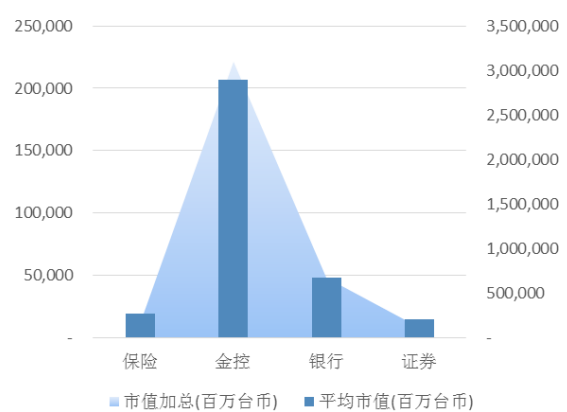
数据来源：wind，国泰君安证券研究。

图 3：台湾金控集团 PB 估值较高



数据来源：wind，国泰君安证券研究。

图 4：台湾金融股平均市值比较：金控为大



数据来源：wind，国泰君安证券研究。

## 1.2. 同样是保险银行协同的富邦金控

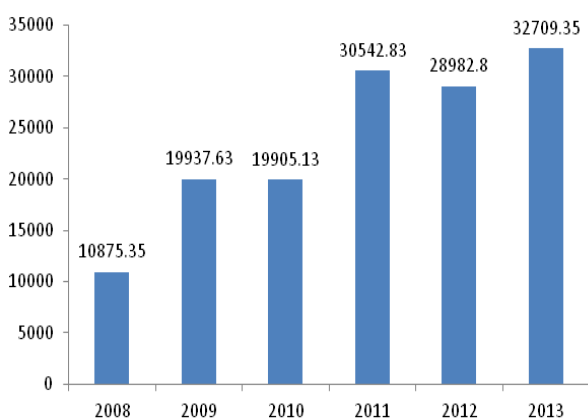
富邦金控是台湾第二大上市金控公司，旗下子公司主要包括富邦产险、富邦人寿、富邦证券、台北富邦银行、富邦金控创投、富邦银行（香港）、富邦行销、富邦资产管理、运彩科技等公司，拥有完整多元的金融产品与服务。

富邦金控核心在于商业银行与保险业务。金控集团兼营保险和银行实现了一下协同效用：

- 1、两者互持次级债等融资工具，可以较低成本实现资本扩张。
- 2、保险营销员地面队伍可以对银行固定网点形成互补。
- 3、银行及其产品具有更高的公信力，实现交叉销售后有助于保险业务开拓。
- 4、银行作为对公会计中心和对私理财中心可以提供一账式财务管理，为保险等其他业务提供后台集中支持。

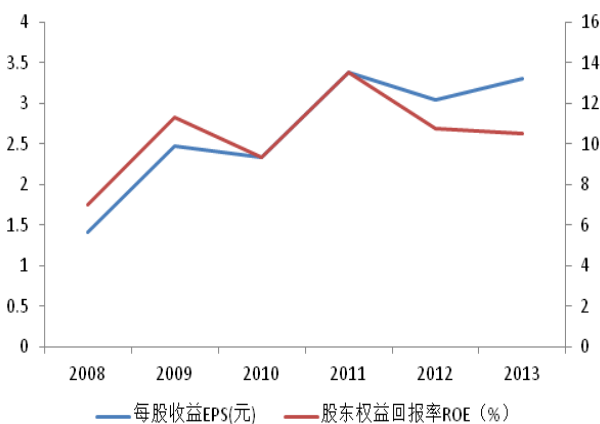
得益于银行和保险的业务和渠道协同作用，富邦金控的净利润增长明显。由2008年的108.75亿新台币增加至2013年的327.09亿新台币，5年内净利润增长了2倍。从EPS和ROE来看，富邦金控的每股收益和股东权益回报率业不断增长，分别由2008年的1.41元和7.03%上升为2013年的3.31元和10.52%，其中ROE在2011年高达13.54%。富邦金控各个子公司中，台北富邦银行、富邦人寿的收益相对贡献较大，富邦证券收益相对较小。

图 5: 富邦金控净利润保持平稳增长



单位：百万新台币，数据来源：wind，国泰君安证券研究。

图 6: 富邦 ROE 等盈利能力指标处于高位



数据来源：wind，国泰君安证券研究。

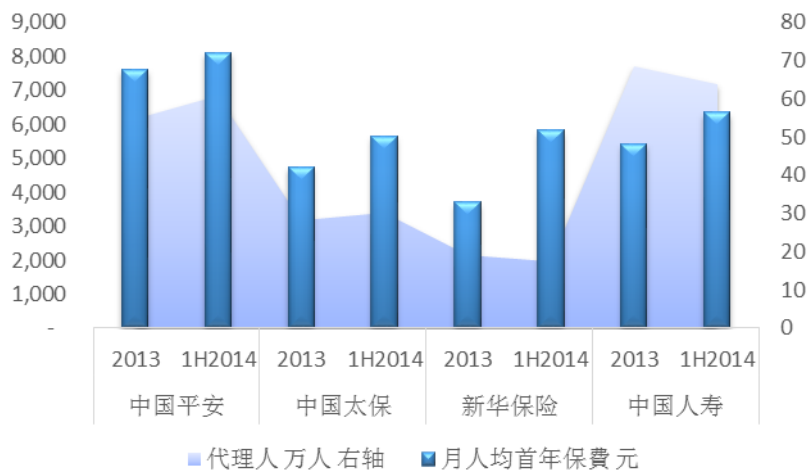
## 2. 保险发展：交叉销售持续领跑行业

### 2.1. 寿险代理人队伍双升

2014年中期，平安寿险代理人数目突破60万人，人均产能提高至8110元每月，两者分别较2014年初和2013年同期提高9%和6%，达到了产

能的新高峰。人力和产能的双增长很大程度上受益于综合金融平台，预计寿险代理人收入中的 15% 来自于交叉销售其他公司的产品，而信用卡、理财产品等代售产品充足又给了代理人更好的敲门砖和客户黏性，预计代理人平均年收入超过 5 万元，更好的产品储备，更高的工资待遇，带来了更高的留存率，形成了良性循环，平安综合金融网将客户和代理人均网罗在内。

图 7: 平安代理人队伍产能领先行业



数据来源: 公司财报、国泰君安证券研究

## 2.2. 产险综合成本率更低

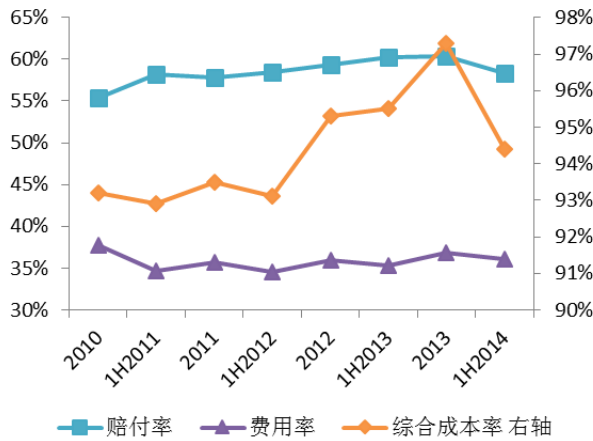
平安产险连续多年保持了 16% 以上的较高增速和低于行业平均的承保盈利水平，其中 2014 年中期的综合成本率更是达到了 94.4% 的优良水平。边际上的改善来自综合赔付率下降 1.9PT。

一方面是更好的风险筛选，使得出险频度有下降，每 100 台车出现事故的频度下降了 2 点多个 PT；并且每次的修理成本也有下降，下降原因是理赔管控和引导客户去合作的修理厂去修车，无论在配件价格和工时的价格都有下降，两者相加，车险的赔付率有下降。

二是信保的业务的赔付率非常理想，因为核保中采用了成熟的模型，有增信，赔付率理想。且信保业务的增长速度快于其他业务，2013 年信保业务在非车险中的占比已经由 2011 年的 26.0% 提升至 37.8%。

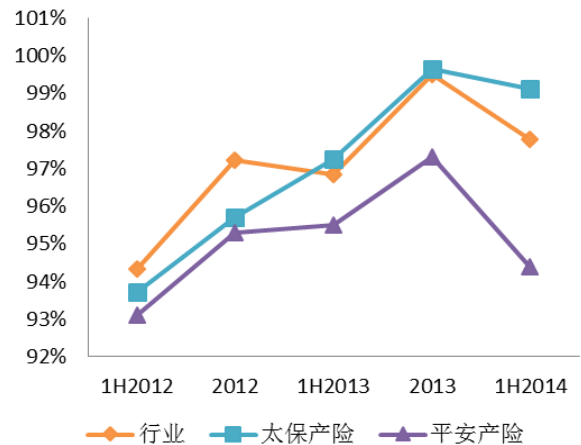
以上两点下降，其实均来自于综合金融平台的支持，商用车费率市场化改革趋势下，在通过低费用率保持较低价格的同时，产品的竞争升级为附加服务的竞争，

图 8: 平安综合成本率保持低位



数据来源: 公司财报、国泰君安证券研究

图 9: 平安综合成本率低于同业和对手



数据来源: 公司财报、国泰君安证券研究

### 3. 创新业务: 新的增长点

**客户迁徙: 车险和零售存款收益程度大幅增加。**2014 年上半年, 公司累计迁徙客户 304 万人次, 集团内各子公司合计新增客户量中 28% 来自客户迁徙。代理人渠道通过交叉销售实现新增保费 115.37 亿元, 新增金融资产 814.22 亿元; 车险保费收入的 53.5% 来自交叉销售和电话销售渠道, 较 2013 年同期的 43.3% 提升 10.2PT; 平安银行新发行信用卡中的 38.0% (上年同期 40.0%)、新增零售存款中的 27.8% 来自交叉销售渠道 (上年同期 15.8%)。

表 1: 迁徙终点 (万人次): 2014 上半年累计迁徙客户约 304 万人次

迁徙起点	平安寿险	平安产险	零售银行	信用卡	其他	合计
平安寿险		71	26	39	6	142
平安产险	10		6	21	1	37
零售银行业务	14	29		25	6	74
信用卡业务	11	18	15		2	46
其他(1)	1	2	1	1		5
合计	35	120	48	86	16	304

数据来源: 公司财报、国泰君安证券研究

**互联网金融业务: 陆金所引领, 生活场景服务跟进。**陆金所已获得超过 200 万注册用户。2014 年上半年, 陆金所金融资产交易规模同比上涨近 10 倍, 其中 P2P 交易规模上涨超过 6 倍, 陆金所二级市场交易规模上涨近 25 倍。预计 2014 年 Lufax 和 Lfex 平台交易规模分别达到 100 亿和 1000 亿元。

积分平台万里通注册用户数达 5,800 万, 合作商户门店数超 50 万家, 上半年积分交易规模同比增长 232.8%; 壹钱包 2.0 版用户数累计达 471.2 万; 平安好车进一步推进全国布局, 签约近千家经销商。

**“老员工股”减持进度跟踪:** 第三季度, 原“员工持股会”的三家公司又有较大的减持动作, 共减持 1.16 亿股, 年内额度在第四季度还有 0.7 亿股左右, 到 2015 年只剩 1.12 亿股, 减持压力正在逐步消除中。

**表 2: 2014 年以来减持压力减小**

单位: 亿	2013 减 持了	3Q2014 减 持了	1+2+3Q2014 减持了	9M2014 持 股数	2014 年四季度减 持压力	2015 年减 持压力
林芝新豪时投资发展 有限公司	1.17	-0.96	-1.17	0.85	0.00	0.85
林芝景傲实业发展有 限公司	1.78	-0.19	-0.29	0.66	0.66	-
工布江达江南实业发 展有限公司	-	-	-0.41	0.98	-	0.26
源信行投资有限公司	3.80					
合计	6.75	-1.16	-1.87	2.50	0.66	1.12

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究。

**表 3: 过去五个单季度的业绩回顾**

单位: 亿	3Q2013	4Q2013	1Q2014	2Q2014	3Q2014
营业收入	850	881	1,312	1,052	1,080
已赚保费	532	560	965	629	630
投资净收益	142	127	160	178	200
银行业务利息净收入	109	120	119	135	144
营业支出	-749	-795	-1,145	-893	-909
资产减值损失	-21	-31	-53	-84	-55
退保金	-19	-20	-25	-26	-25
赔付支出	-226	-250	-253	-255	-251
提取保险责任准备金	-192	-178	-477	-174	-191
保户红利支出	-9	-10	-21	-13	-12
营业税金及附加	-32	-33	-36	-39	-40
手续费及佣金支出	-61	-64	-91	-82	-86
利润总额	102	87	167	160	169
净利润	77	66	130	129	128
归属于母公司的净利润	54	48	108	106	103
全面摊薄每股收益(元)	0.69	0.61	1.37	1.33	1.30
<b>YOY</b>					
收入	27%	21%	27%	22%	27%
归属母公司净利润	155%	21%	46%	0%	90%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		