

**中国：保险**
**2015年3月20日**
**投资建议：**
**买入 (维持评级)**
**目标价隐含涨/跌幅：25.4%**
**日期 2015/03/19**

收盘价	<b>HK\$88.50</b>
十二个月目标价	<b>HK\$111.0</b>
前次目标价	<b>HK\$93.00</b>
香港恒生指数	<b>24,468.9</b>

**信息更新：**

- ▶ 3月19日平安公布2014年财务业绩。
- ▶ 我们重申买入评级，目标价上调至111港元。

**本中心观点：**

- ▶ 平安维持强劲的新业务价值增速，主要因其寿险个人代理队伍不断壮大。未来子公司IPO将进一步提升平安的估值。得益于扶持性政策，平安2015年增长前景向好。

**公司简介：** 中国平安是中国第二大寿险和产险保险公司。

**股价相对香港恒生指数表现**


<b>市值</b>	<b>RMB698,988.9 百万</b>
<b>六个月平均日成交量</b>	<b>RMB1,131.0 百万</b>
<b>股份总数(百万股)</b>	<b>9,140</b>
<b>流通股比例</b>	<b>64.51%</b>
<b>大股东；持股比例</b>	<b>深圳市投资控股有限公司, 6.08%</b>

**财务展望 (每股/元)**

年初至12月	2013A	2014A	2015F	2016F
收益	3.56	4.42	5.62	7.18
增长率(%)	40.4	24.2	27.2	27.8
市盈率(倍)	1.31	1.21	1.09	0.98
拨备前利润	41.64	51.60	64.59	71.75
市价对拨备前利润(倍)	1.31	1.21	1.09	1.07
净值	30.28	39.79	46.35	50.87
市净率(倍)	1.80	1.57	1.51	1.52
股利	0.65	0.57	0.50	0.50
股利收益率(%)	1.19	0.91	0.71	0.71
平均总资产收益率(%)	1.02	1.16	1.27	1.37
平均净资产收益率(%)	8.54	9.43	9.08	10.00

**报告分析师：**
**王佳卉**

+86 21 6187 3821 Nice.Wang521@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

**李梦旸**

+86 21 6187 3836 erinlee1221@yuanta.com

## 中国平安 (2318 HK)

### 2015年估值有望创新高

**2014年平安净利润同比增长39.5%至人民币392.8亿元**，寿险/财险/银行/信托/证券业务的税后利润分别同比增长28.4%/50.3%/30.0%/12.1%/81.2%。

**2014年新业务价值同比增长20.9%**，个人寿险新业务价值（标准保费新业务价值率为44.7%）同比增长23.4%，主要因寿险个人代理队伍大幅扩充，个人寿险销售代理人数量增至历史新高63.5万人（同比增长14.1%）。我们认为2015年平安将保持新业务价值强劲增长。

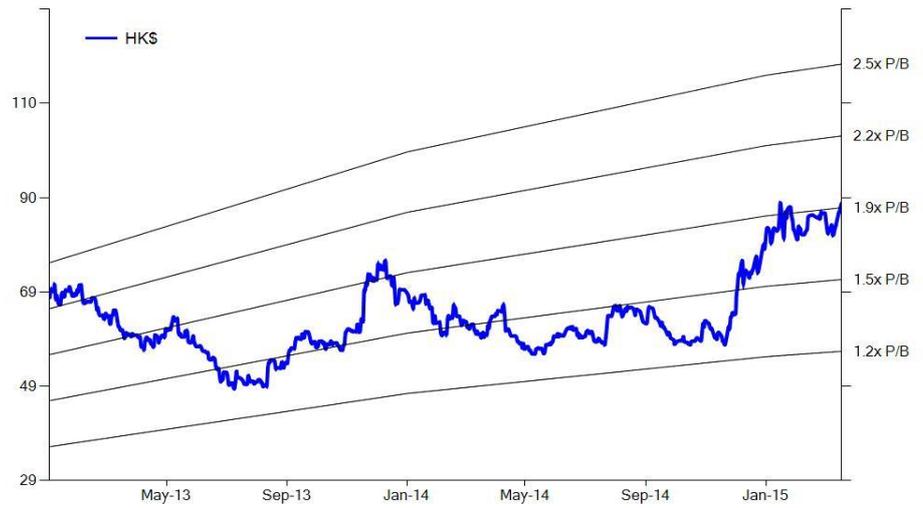
**2014全年保费稳定增长，巩固市场领导地位：**2014年平安寿险和财险保费同比增长15.2%/23.8%。由于2015年监管层或将出台更多扶持政策，例如健康险/养老保险的税收优惠政策，平安有望保持稳健的保费增速。我们注意到受目前A股牛市行情的提振，2014年保险资金净投资收益率升至3年高位5.3%。考虑到政府或将推出更多经济刺激政策，我们预计2015年将保险资金净投资收益率继续上扬。

**重申买入评级：**平安积极发展互联网金融业务。公司将成立普惠金融业务集群，整合1)平安直通贷款业务；2)陆金所辖下的P2P小额信用贷款；及3)平安信用保证保险事业部。这一新的业务集群有望成为寿险及平安银行之后集团第三大利润来源。另外，我们预计平安的子公司陆金所和平安好车(PAHAOCHE.com)可能在2-3年内首发上市，这将进一步提升集团估值。我们将2015/16年税后利润同比增速预估上调至30.7%/27.8%，H股目标价因而调高至111港元（较A股折价5.8%），对应2015年预期股价/内含价值比1.09倍，低于同业均值1.39倍。

**分析师声明及重要披露事项请参见附录A。**

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

图 1:12 个月预期市净率区间



资料来源：公司资料，元大

## 损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
寿险保费收入	134,851	153,377	183,274	215,714	253,387
非寿险保费收入	99,089	115,674	143,150	177,152	207,268
<b>保费收入总计</b>	<b>233,940</b>	<b>269,051</b>	<b>326,424</b>	<b>392,866</b>	<b>460,656</b>
分出保费	(12,851)	(21,034)	(24,660)	(29,448)	(35,303)
未到期责任准备金	(7,945)	(7,818)	(12,985)	(23,379)	(24,546)
<b>净已赚保费</b>	<b>213,144</b>	<b>240,199</b>	<b>288,779</b>	<b>340,039</b>	<b>400,807</b>
寿险赔付支出	(118,985)	(142,852)	(165,154)	(190,938)	(220,747)
非寿险赔付支出	(47,009)	(55,150)	(63,172)	(72,361)	(83,939)
手续及行政费用	(71,757)	(86,157)	(108,059)	(128,561)	(154,536)
<b>承保利润</b>	<b>(24,607)</b>	<b>(43,960)</b>	<b>(47,606)</b>	<b>(51,820)</b>	<b>(58,415)</b>
投资收益	29,124	57,585	73,946	84,606	91,500
银行业务利息净收入	33,243	40,894	53,026	65,619	78,743
其他收入/支出	(5,422)	(8,295)	(17,013)	(18,166)	(14,982)
<b>税前利润</b>	<b>32,338</b>	<b>46,224</b>	<b>62,353</b>	<b>80,239</b>	<b>96,846</b>
所得税费用	(5,588)	(10,210)	(14,423)	(19,371)	(21,233)
<b>税后净利润</b>	<b>26,750</b>	<b>36,014</b>	<b>47,930</b>	<b>60,422</b>	<b>75,161</b>
少数股东权益	(6,700)	(7,860)	(8,651)	(9,084)	(9,538)
<b>归属公司股东净利润</b>	<b>20,050</b>	<b>28,154</b>	<b>39,279</b>	<b>51,338</b>	<b>65,623</b>

资料来源: 公司资料, 元大

## 资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
现金及现金等价物	722,802	624,874	752,893	854,983	920,022
固定收益投资	1,514,139	1,856,525	2,189,081	2,517,531	2,820,696
股权投资	65,219	55,418	42,849	37,107	37,805
其他投资	151,701	174,793	286,054	352,911	391,049
<b>投资资产总额</b>	<b>1,971,669</b>	<b>2,275,908</b>	<b>2,645,113</b>	<b>2,909,404</b>	<b>3,073,819</b>
其他资产	926,331	1,148,241	1,385,075	1,666,888	1,932,444
<b>总资产</b>	<b>2,844,266</b>	<b>3,360,312</b>	<b>4,005,911</b>	<b>4,576,292</b>	<b>5,006,262</b>
<b>总负债</b>	<b>2,634,617</b>	<b>3,120,607</b>	<b>3,652,095</b>	<b>4,152,627</b>	<b>4,541,318</b>
已发行股本	7,916	7,916	7,916	7,916	7,916
保留盈余及准备	1,000,346	1,128,224	1,304,163	1,416,374	1,470,476
<b>公司股东权益</b>	<b>159,617</b>	<b>182,709</b>	<b>293,970</b>	<b>360,827</b>	<b>398,965</b>
少数股东权益	50,032	56,996	59,846	62,838	65,980
<b>总股本</b>	<b>209,649</b>	<b>239,705</b>	<b>353,816</b>	<b>423,665</b>	<b>464,945</b>
<b>总股本及负债</b>	<b>2,844,266</b>	<b>3,360,312</b>	<b>4,005,911</b>	<b>4,576,292</b>	<b>5,006,262</b>

资料来源: 公司资料, 元大

## 内含价值

截至 12 月(RMB 百万元)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
风险折现率	11	11	11	11	11
寿险业务调整净资产	56,973	62,756	89,829	113,433	142,016
有效业务价值	145,629	167,977	208,284	238,854	268,416
<b>寿险内含价值</b>	<b>177,460</b>	<b>203,038</b>	<b>264,223</b>	<b>325,021</b>	<b>450,441</b>
集团内含价值	285,874	329,653	458,812	590,380	655,845
<b>一年新业务价值</b>	<b>16,340</b>	<b>18,540</b>	<b>22,249</b>	<b>28,232</b>	<b>36,654</b>

资料来源: 公司资料, 元大

## 盈利指标

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
新业务利润率 (寿险)	9.2	9.1	8.4	8.7	8.1
内含价值回报率 (寿险)	26.6	24.1	24.7	25.1	29.2
赔付率 (产险)	59.4	60.4	57.6	56.0	55.1
费用率 (产险)	24.3	-25.0	23.1	22.0	22.4
综合成本率 (产险)	83.7	35.4	80.7	78.1	77.5
平均净资产收益率	7.3	8.5	9.4	9.1	10.0
平均总资产收益率	0.9	1.0	1.2	1.3	1.4
总投资收益率	2.9	5.1	5.1	5.1	5.1
净投资收益率	4.7	5.1	5.1	5.1	5.1

资料来源: 公司资料, 元大

## 偿付能力与流动性

年初至 12 月 (%)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
偿付能力充足率 (寿险)	190.60	171.90	175.30	191.92	220.12
偿付能力充足率 (财险)	178.43	167.07	164.49	163.97	166.07
资产负债率	94.39	94.56	92.66	92.12	92.03
现金/保险负债	33.55	24.06	21.27	20.07	19.73

资料来源: 公司资料, 元大

## 重要估值指标

截至 12 月 (%)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
股价/内含价值 (集团)	1.46	1.31	1.21	1.09	1.07
股价隐含的新业务价值倍数	8.00	5.53	4.32	7.76	4.19
市盈率	1.46	1.31	1.21	1.09	1.07
市净率	1.99	1.80	1.57	1.51	1.52
股利收益率	0.64	0.92	0.80	0.71	0.71
股利分配率	17.77	18.28	12.83	10.09	8.68

资料来源: 公司资料, 元大

## 业务同比增长率%

截至 12 月 (%)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
寿险保费收入	6.53	9.96	14.94	9.19	5.92
财险保费收入	18.37	16.00	23.75	23.75	17.00
保费收入总额	12.58	15.01	21.32	20.35	17.26
手续及行政费用	36.52	20.07	25.42	18.97	20.20
净收入	2.95	40.42	39.51	30.70	27.83
投资资产	45.37	15.43	16.22	9.99	5.65
保险合同负债	22.11	13.38	15.74	9.84	5.31
投资合同负债	23.88	(15.03)	(22.68)	(13.40)	1.88
内含价值 (集团)	21.32	15.31	39.18	28.68	11.09
新业务价值 (寿险)	(5.78)	13.46	20.01	26.89	29.83

资料来源: 公司资料, 元大

## 每股数据

截至 12 月 (RMB/RMB 百万元)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
每股收益	2.53	3.56	4.42	5.62	7.18
每股净值	26.48	30.28	39.79	46.35	50.87
每股股利	0.45	0.65	0.57	0.50	0.50
每股内含价值 (寿险)	22.42	25.65	29.71	35.56	49.28
每股内含价值 (集团)	36.11	41.64	51.60	64.59	71.75
每股新业务价值 (寿险)	2.06	2.34	2.50	3.09	4.01
流通在外股数	7,916	7,916	8,892	9,140	9,140

资料来源: 公司资料, 元大

## 附录 A: 重要披露事项

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

### 中国平安 (2318 HK) – 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2013/09/23	60.40	72.00	72.00	买入	王佳卉
2	2013/12/11	72.70	77.00	77.00	持有-超越同业	王佳卉
3	2014/03/14	60.45	72.00	72.00	买入	王佳卉
4	2014/08/08	64.30	87.00	87.00	买入	王佳卉
5	2014/08/20	65.80	89.00	89.00	买入	王佳卉
6	2014/08/21	65.35	89.00	89.00	买入	王佳卉
7	2014/12/23	77.00	93.00	93.00	买入	王佳卉
8	2015/03/20	92.10	111.00	111.00	买入	王佳卉

资料来源: Bloomberg, 元大

注: A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价; B = 未调整之目标价; C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

### 目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	202	49%
持有-超越同业	104	25%
持有-落后同业	44	11%
卖出	9	2%
评估中	46	11%
限制评级	6	1%
总计:	411	100%

资料来源: 元大

### 投资评级说明

**买入:** 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

**持有-超越同业:** 本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

**持有-落后同业:** 本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

**卖出:** 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

**评估中:** 本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

**限制评级:** 为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注: 元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

## 总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀约。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大宝来证券(香港)有限公司发布。元大宝来证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大宝来证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名  
元大证券投资顾问股份有限公司  
台湾台北市 104 南京东路三段  
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大宝来证券(香港)有限公司：

致：研究部  
元大宝来证券(香港)有限公司  
香港夏慤道 18 号  
海富中心 1 座 23 楼