

中国平安 (601318)

个险首日增长一倍，银保业务重拾升势。

“中国平安，网罗天下”系列报告之三

	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:

2014 年平安实现个险首年期交和续期市场第一，2015 年首日个险新单翻倍，人力跃上 70 万平台，银保渠道重拾升势，投资收益超出市场预期，维持“增持”评级。

投资要点:

- **投资建议：维持“增持”评级，重申目标价 101 元。**维持 2014-16 年 EPS 分别为 5.63/7.43/9.66 元。每股 EV 为 50.1/59.7/68.9 元，目标价对应 2014/2015 年 PB 3.4/2.8 倍、PE 17.9/13.5 倍、PEV 1.4/2.0 倍。
- **2014 年实现续期保费市场第一。**2014 年，平安寿险在继续保持个险渠道首年期交保费规模行业第一的同时，首次实现了个险续期保费规模市场第一；个险 FYP 增速达 20% 高于主要同业平均增速 3.4 个百分点。我们预计龙头优势将在 2015 年保持，形成业绩持续增长的推动力，预计新业务价值中长期保持 15% 的高增长。
- **2015 年首日业绩和人力双红。**2015 年首日，个险承保 FYP 150 亿，同比增长 96.8%，已超额达成一月 FYP 计划，月计划达成率 112%。业绩红同时实现人力红：首日增员率达 12%、新增人力 7.6 万，总人力跃上 70 万平台、已达 71.2 万，实现了人力、业务双红。为 2015 年的高增长打下牢固的基础。
- **银保渠道重拾升势：**利率下行趋势下，银保产品的吸引力将会逐步提升。平安寿险正在银保渠道进行保障型产品的转型，2015 年平安寿险一是将加快年金和高额意外险产品的开发；二是要做银保客户的二次开发；三是针对性的推出可在网上销售的保险产品。预计 2015 年全行业和平安寿险的银保渠道增速将实现较大提升。
- **投资收益将超市场预期。**预计三季末平安资管权益配置占比超过 10%，其中 7% 以上为股票，银行股占比大，预计全年投资收益率 2PT 达到 7% 左右，为自 2008 年以来最高。
- **风险提示：**银行不良资产风险；投资收益率下滑；信托风险。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
净利润	20,050	28,154	47,901	63,229	82,197
(+/-)%	3.0%	40.4%	70.1%	32.0%	30.0%
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	252,138	302,566	347,951
(+/-)%	22.0%	14.5%	38.0%	20.0%	15.0%
关键估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
每股内涵价值	36.11	41.64	50.06	59.74	68.78
每股收益	2.53	3.56	5.63	7.43	9.66
每股净资产	20.16	23.08	29.63	35.55	40.89
P/EV	1.97	1.71	1.42	1.19	1.03
市盈率	28.09	19.97	12.63	9.57	7.36
市净率	3.53	3.08	2.40	2.00	1.74

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **101.00**

上次预测: 101.00

当前价格: 71.08

2015.01.09

交易数据

52 周内股价区间 (元)	35.51-78.80
总市值 (百万元)	632,055
总股本/流通 A 股 (百万股)	8,892/5,168
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/3,724
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	139.08
日均成交值 (百万元)	8038.38

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	1.63
全年	3.56	5.63

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	10%	70%	81%
相对指数	1%	32%	18%

相关报告

《称雄综合金融平台，探路互联网保险。》
2014.12.14

《中国平安，网罗天下》2014.11.30

《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

模型更新时间: 2015.01.08

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: 101.00

上次预测: 101.00

当前价格: 71.08

公司网址

www.pingan.com

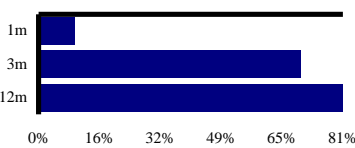
公司简介

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。

财务预测 (单位: 百万元)

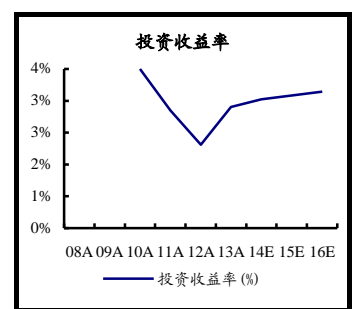
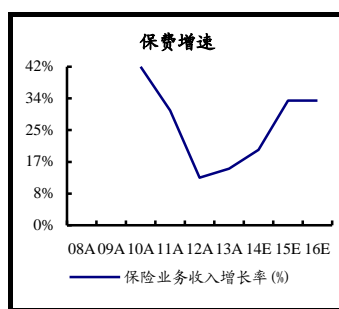
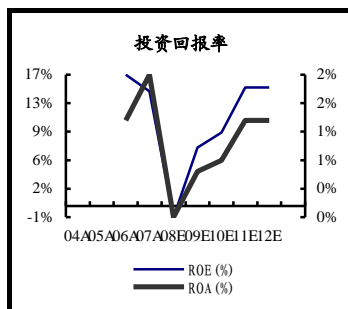
损益表	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	139,803	147,835	189,439	248,915	299,372	362,631	435,157	578,759	769,750
已赚保费	121,790	100,383	141,124	186,662	213,144	240,199	288,239	383,358	509,866
投资收益	28,248	30,380	32,782	32,572	32,996	54,917	69,745	83,694	100,432
营业支出	-142,110	128,254	167,122	219,002	266,997	316,292	361,893	482,050	644,028
提取保险责任准备金	32,984	-40,254	-67,056	-76,888	-73,691	-96,671	-116,005	-154,287	-205,202
赔付支出	37,908	-41,334	-47,277	-67,190	-92,139	-105,184	-135,009	-150,727	-168,629
业务及管理费	29,782	-35,399	-45,910	-64,657	-83,993	-99,929	-114,589	-127,906	-142,432
营业利润	-2,307	276,089	356,561	467,917	566,369	678,923	797,050	1,060,80	1,413,77
利润总额	-2,453	19,919	22,347	30,026	32,338	46,224	73,083	96,469	125,410
所得税	-3,326	-5,437	-4,409	-7,444	-5,588	-10,210	-16,143	-21,308	-27,701
净利润	662	13,883	17,311	19,475	20,050	28,154	47,901	63,229	82,197
资产负债表									
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	3,125,26	3,513,89	3,964,65
股东权益	78,757	84,970	112,030	130,867	159,617	182,709	252,138	302,566	347,951
投资结构									
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%
财务指标									
成长性									
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%	33.0%	33.0%
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%	17.4%	33.1%	33.3%
净利润增长率			24.7%	12.5%	3.0%	40.4%	70.1%	32.0%	30.0%
总投资增长率			25.2%	95.1%	15.7%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
盈利及费用指标									
总资产收益率			1.5%	0.9%	0.8%	0.9%	2.2%	2.5%	2.9%
净资产收益率 (ROE)			15.5%	14.9%	12.6%	15.4%	19.0%	20.9%	23.6%
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									
内涵价值估值 (单位: 百万元)									
调整后净资产			123,573	139,446	165,386	189,371	261,332	313,598	360,638
调整后寿险业务净资产			43,673	48,219	56,973	65,235	86,603	103,924	119,513
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	426,013	508,363	585,344
寿险内涵价值			121,086	144,400	177,460	205,517	251,285	298,688	344,219
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	31	37	42
调整后每股寿险业务净资产			6	6	7	8	10	12	14
每股有效业务价值			10	12	15	18	19	23	26
每股内涵价值			26	30	36	42	50	60	69
寿险业务每股内涵价值			16	18	22	26	30	35	40
每股新业务价值							2.52		
新业务价值倍数							17		
每股新业务估值							43		
每股评估价值 (元)							73		
产险业务每股价值 (元)							4		
银行、证券及总部每股价值							24		
每股价值							101		

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围 35.51-78.80

市值 (百万) 632,055



投资建议: 维持“增持”评级,重申目标价 101 元。维持 2014-16 年 EPS 分别为 5.63/7.43/9.66 元。每股 EV 为 50.1/59.7/68.9 元,目标价对应 2014/2015 年 PB 3.4/2.8 倍、PE 17.9/13.5 倍、PEV 1.4/2.0 倍。

1. 2014 圆满收官, 2015 开门大吉

2014 年实现续期保费市场第一。2014 年,平安寿险在继续保持个险渠道首年期交保费规模行业第一的同时,首次实现了个险续期保费规模市场第一;个险 FYP 增速达 20% 高于主要同业平均增速 3.4 个百分点。我们预计龙头优势将在 2015 年保持,形成业绩持续增长的推动力。

2015 年开门红业绩和人力双红。2015 年首日,个险承保 FYP 150 亿、同比增长 96.8%,已超额达成一月 FYP 计划,月计划达成率 112%。业绩红同时实现人力红:首日增员率达 12%、新增人力 7.6 万,总人力跃上 70 万平台、已达 71.2 万,实现了人力、业务双红。为 2015 年的高速增长打下牢固的基础。(本段及下文中,首日数据的来源为:上海证券报官网“中国证券网”2015 年 1 月 5 日专题报道《牛市预期仍在 坚定看多金融地产》)

人力在 2014 年取得了较快增长。过去几年公司增员速度一直稳定保持在 7% 的水平,2014 年增速加快。主要有四点原因:

- 1、业绩明显提升。2014 年业务增长速度较快,公司可以投入更多进行队伍的扩充。
- 2、业务结构的改善。能支付给业务员的佣金会越来越高,对人才的吸引力加强。深圳分公司业务员平均收入达到 1 万元,以至吸引了部分内勤转做代理人。
- 3、公司历来重视代理人队伍建设并拥有严格的队伍考核制度、队伍素质业内领先。队伍的培养模式规范、投入大。
- 4、公司综合金融平台对队伍增长的促进,过去几年,队伍每年交叉销售收入的生长在 15% 左右。

2. 政策变化将利好寿险业务

万能险费率市场化改革:2015 年将推进的万能险费率市场化改革,将使最低利率突破 2.5% 的上限。首先,此举给保险公司未来万能险业务提供一定的弹性空间;如果公司的最低利率超过 3.5% (或者 3%),公司需要计提额外的风险准备金。其次,伴随改革将带来费用提取额度基数的提升,有利于平安寿险提高件均保费;最后,将会对风险保额做出额外的要求,可能由目前占账余额的 105% 提高到 120% (不包括年金产品和团体险);因为个险保障水平较高,影响有限;但是对很多公司的银保产品将会产生一定的影响,因为大部分银保万能险产品的目的是储蓄,风险保额比较低;但对平安寿险的影响不大。

从“国十条”对保险密度和保险深度的要求进行推算,行业保费年增速会达到 15%-17%,这一预期可以达到。就目前中国保险市场保险密

度和保险深度的角度来看,寿险市场空间比较大,如何在良好前景下保持行业稳定健康增长将会成为重中之重。就目前市场环境来看,保障型产品占比不断提升,2014年平安业务结构就有比较大的改变,以“平安符”“护身符”为代表的终身寿险从4月份起一直保持比较高的,此类产品受市场投资环境波动影响较小,所以未来整体保费的增长是有保障的。

3. 银保转型再崛起: 加保障、二次开发和触网

回顾银保渠道的历史: 最初平安更加注重保障型银保产品的推出,比如信用卡保险和贷款保险。起步阶段手续费在1%-2%左右,相对较低,但是随着其他公司的介入,银行手续费不断抬高,达到4%-5%左右。由于手续费的不断提高,银保产品开始像投资理财型转移。但是随着07、08年银行理财产品的出现以及其具有吸引力的收益率,银保产品受到较大冲击。同时,政策上也对银保产品做出了更加严格监管。在市场和政策双重挤压下,平安寿险在2010年就提出限制银行保险业务的发展。2011年,五年定期存款利率5.5%,而在当时的市场环境下,银保产品不可能将收益率维持在5.5%的水平,因为客户5.5%的收益率需要公司投资收益率达到7.5%,这对保险公司来说是不现实的。因此导致的结果是客户的投诉,现在回头看收窄银保渠道的策略也是正确的。

展望银保渠道的发展: 一方面,在市场利率下行的趋势下,银保产品的吸引力将会逐步提升。另一方面,平安寿险正在进行保障型产品的转型,2014年公司推出“爱无忧”防癌险,最高保额100万,产品上市后市场表现良好。2015年,平安寿险计划加快年金和高额意外险产品的开发。

2015年银保业务重拾升势。2015年,平安寿险将继续做银保客户的二次开发;另外在银行加速发展互联网业务的趋势下,平安寿险将会针对性的推出可在网上销售的保险产品。预计2015年全行业和平安寿险的银保渠道增速将实现较大提升。

4. 投资环境: 多元配置, 利率风险可控

以前平安寿险更多配置国债和银行存款,目前平安寿险正在加大物业、房地产和长期企业债的投资,以获得更高的投资收益。保监会也在不断放款对投资标的要求,随着新型投资工具的开放。平安寿险也在不断提高资产配置的多元性。

我们预计三季末平安资管权益配置占比约10%,其中7%左右为股票,银行股占比大。四季度以来银行指数上涨41%,有望提升全年投资收益率2PT达到7%左右,为自2008年以来最高,我们预计2014年净利润增长70%,将达到479亿。

平安寿险在产品设计和投资上很注重对利率风险的控制，对具体产品来说，定价的投资收益率和产品实际要求投资收益率是两个概念。定价的投资收益率是用来计算保费的，但是产品除了利差之外，还贡献了死差和费差，将死差和费差考虑进来后，实际要求的投资收益率会下降。对于保险平安寿险来说，投资不是唯一的利润来源。对于保障型产品来说，部分利润来自于死差和费差。

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		