

中国平安 (601318)

## 平安的春天来了

### ——2014 年三季报业绩点评

	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:

中国平安前三季度净利润增长 35.8%，单季度净资产增长 6%，预计全年新业务价值增长 18%，设立员工持股计划显示管理层对股价看好的预期，维持“增持”评级。

#### 投资要点:

- **维持“增持”评级，目标价由 50 元上调至 54 元。** 预计 2014-16 年 EPS 分别为 4.76/5.52/6.40 元，均较上次预测上浮 3.6%，调整原因是季报结果超之前预期。每股 EV 分别为 47.1/53.6/60.2 元，当前股价对应 2014 年 P/EV0.9 倍、PB1.5 倍、PE8.6 倍。
- **业绩概述:** 2014 前三季度实现归属净利润 317 亿元，同比增长 35.8%；单季度净资产增长 5.9%，累计增长 19.7%，略超市场预期。险资净投资收益率 5.3%、总投资收益率 4.6%，净投资收益率稳步提升，总投资收益率受三个季度连续计提减值影响较低。
- **新观点:** ①**设立核心人员持股计划:** 鼓励千名骨干员工自愿以其薪酬及业绩奖金增持公司股票；成为首家做股权激励的金融上市公司，有利于新一代管理层的稳定，体现了公司的创新基因和对股价的看好。②**提高新业务价值增长预期:** 个险新单增速较上半年继续提高达到 20%、银保新单增长 40%，提高全年价值增速预测 2PT 至 18%。③**解禁压力逐步消除:** 第三季度解禁股减持 2.5 亿股，预计四季度和 2015 年分别只剩 0.7 和 1.1 亿股。④**产险综合成本率维持低位:** 前三季度综合成本率 94.9%，受盈利周期影响，预计全年综合成本率 95%。⑤**互联网金融提速:** 前三季度，陆金所金融资产交易规模同比增长近 5 倍，其中 P2P 交易规模同比上涨近 5 倍，跃居中国 P2P 市场第一；万里通注册用户数达 6271 万，较年初增长 53%；线下的客户迁徙加速向线上扩张。
- **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	37,657	43,682	50,672
(+/-)%	3.0%	40.4%	33.8%	16.0%	16.0%
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	222,905	249,654	279,612
(+/-)%	22.0%	14.5%	22.0%	12.0%	12.0%
关键估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
每股内涵价值	36.11	41.64	47.12	53.55	60.23
每股收益	2.53	3.56	4.76	5.52	6.40
每股净资产	20.16	23.08	28.16	31.54	35.32
P/EV	1.13	0.98	0.86	0.76	0.68
市盈率	16.09	11.44	8.56	7.38	6.36
市净率	2.02	1.76	1.45	1.29	1.15

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 54.00**

上次预测: 50.00

当前价格: 40.11

2014.10.29

#### 交易数据

52 周内股价区间 (元)	35.35-45.14
总市值 (百万元)	317,519
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)	38.21
日均成交值 (百万元)	1625.85

#### 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	0.75
全年	3.56	4.76

#### 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-4%	-5%	15%
相对指数	-2%	-13%	7%

#### 相关报告

- 《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
- 《中国平安 2011 年业绩发布会议纪要》2012.03.18

模型更新时间: 2014.10.28

**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: 54.00**

上次预测: 49.71

**当前价格: 40.11**

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。

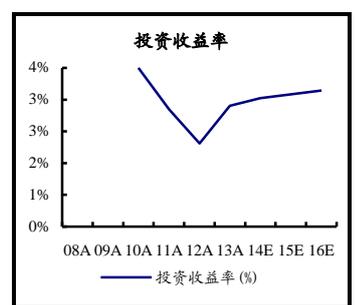
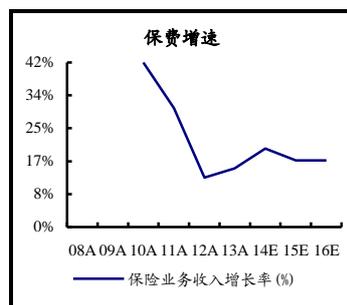
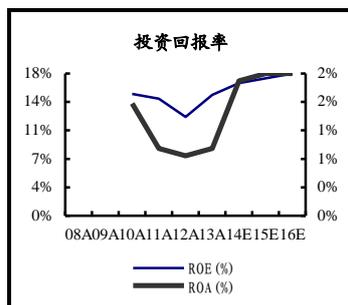
公司运用旗下各专业子公司通过多渠道分销网络,以统一的品牌向超过6000万客户提供保险、银行、投资等全方位、个性化的金融产品和服务。

52 周价格范围

35.35-45.14

市值 (百万)

317,519



**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	509,134	595,687
已赚保费	121,790	100,383	141,124	186,662	213,144	240,199	288,239	337,239	394,570
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	373,236	437,305	512,365
提取保险责任准备金	32,984	-40,254	-67,056	-76,888	-73,691	-96,671	-116,005	-135,726	-158,800
赔付支出	37,908	-41,334	-47,277	-67,190	-92,139	-105,184	-135,009	-149,707	-166,079
业务及管理费	29,782	-35,399	-45,910	-64,657	-83,993	-99,929	-114,589	-129,170	-145,592
营业利润	-2,307	276,089	356,561	467,917	566,369	678,923	808,393	946,439	1,108,05
利润总额	-2,453	19,919	22,347	30,026	32,338	46,224	61,768	71,650	83,114
所得税	-3,326	-5,437	-4,409	-7,444	-5,588	-10,210	-13,643	-15,826	-18,358
净利润	662	13,883	17,311	19,475	20,050	28,154	37,657	43,682	50,672
<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	3,154,49	3,566,80	4,032,98
股东权益	78,757	84,970	112,030	130,867	159,617	182,709	222,905	249,654	279,612
<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%	8.1%	10.0%
保险业务收入增长率			42.0%	30.4%	12.6%	15.0%	20.0%	17.0%	17.0%
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%	19.1%	17.1%	17.1%
净利润增长率			24.7%	12.5%	3.0%	40.4%	33.8%	16.0%	16.0%
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%	1.8%	1.9%	1.9%
净资产收益率 (ROE)			15.5%	14.9%	12.6%	15.4%	16.9%	17.5%	18.1%
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	208,308	229,139	252,053
调整后寿险业务净资产			43,673	48,219	56,973	65,235	69,032	78,935	86,828
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	372,989	423,903	476,759
寿险内涵价值			121,086	144,400	177,460	205,517	233,713	273,699	311,535
1年新业务价值			15,507	16,822	15,915	18,163	21,069	23,176	25,494
调整后每股净资产			16	18	21	24	26	29	32
调整后每股寿险业务净资产			6	6	7	8	9	10	11
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	47	54	60
寿险业务每股内涵价值			16	18	22	26	30	35	39
每股新业务价值							2.66		
新业务价值倍数							2		
每股新业务估值							6		
每股评估价值 (元)							35		
产险业务每股价值 (元)							5		
银行、证券及总部每股价值							14		
每股价值							54		

**表 1: 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。

**“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: 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
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 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
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 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		