

中国平安(601318.SH/02318.HK)

中国平安再认识：金融与科技的双重奏

核心观点：

● 具有先进公司治理模式和员工激励计划的综合金融服务平台

中国平安得到市场认可，原因之一在于治理结构优质、管理层稳定、经营目标明确、核心员工激励到位。中国平安股权结构分散，采用“五会”治理制度和“联席 CEO+矩阵”决策模式，在给予员工最好的培训的同时，通过员工持股计划，构建长效约束和激励机制。基于此，平安以一家大型综合金融公司体量却依然能大象起舞，引领行业发展。

● 以保险为核心的综合金融，打造了平安有别于同行的竞争优势

综合金融是平安区别同行的重要特征，其中，保险更是优势突出：（1）寿险方面，凭借强大的负债端能力，构建了显著竞争优势，具体表现为：聚焦于价值增长优先于规模增长的经营理念，注重代理人收入增长促进代理人团队稳定及产能高效，以及产品结构不断丰富优化，新业务价值及价值率稳健增长。（2）财险方面，平安的独到之处不仅在于综合成本率低于同行，而且保费增速高于同行。

● 科技赋能金融，构筑新的护城河，形成未来的竞争优势

科技是平安正在构建的第二重优势。平安对科技的持续高投入，将赢得更优质的未来船票：一是打造任意门，为平安获取海量的互联网用户，得以多维度接触年轻的消费者，赢取未来的竞争门票；二是通过科技手段，不断给客户画像，从而更为精准地定价和定损，不断降低经营成本。

● 投资建议

凭借金融和科技双重优势，平安实现了内含价值（EV）和新业务价值（NBV）持续领先同行的业绩回报。即便新单保费增速有所放缓，但未来3年依然可以实现 18%-20% 的内含价值增速，预计 2019 至 2021 年 P/EV 估值对应 A 股当前收盘价分别为 1.39、1.17、1.00 倍，维持 A/H 股买入评级。

● 风险提示

外部金融环境发生重大变化带来系统性风险的传导；保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等；平安核心管理层变动；以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。

盈利预测：

币种：人民币	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	890,882	976,832	1,127,61	1,310,31	1,544,55
增长率(%)	25.04	9.65	15.44	16.20	17.88
净利润(百万元)	89,088	107,404	156,747	184,694	221,707
增长率(%)	42.78	20.56	45.94	17.83	20.04
EPS（元/股）	4.99	6.02	8.57	10.10	12.13
市盈率（P/E）	18.12	15.02	10.55	8.95	7.45
市净率（P/B）	3.49	2.97	2.49	2.09	1.76

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

注：采用 9 月 9 日收盘价计算

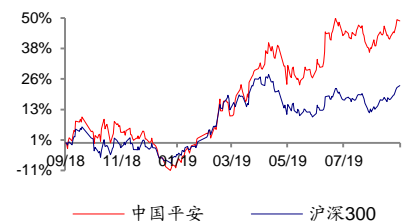
识别风险，发现价值

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	90.4 元/93.8 港元
合理价值	92.65 元/103.21 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2019-09-09

基本数据

股票代码	601318.SH	02318.HK
总股本（百万股）	18280.24	18280.24
流通股本（百万股）	10832.66	7447.58
总市值（百万）	1,652,534 元	1,714,687 港元
一年内最高/低价	91.84-55.18 元	96.70-66.55 港元
30 日日均成交量（百万股）	65.05	26.90
30 日日均成交额（百万）	5,717 元	2,421 港元
近 3 个月涨跌幅（%）	15.27	8.57

相对市场表现



分析师：

文京雄



SAC 执证号：S0260517060001



020-66335139



wenjingxiong@gf.com.cn

分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

请注意，文京雄并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

中国平安:业务综合平稳发展， 2019-08-16

营运利润稳健增长

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

中国平安:综合金融的先行典范	5
综合金融服务平台的形成	5
优质的公司治理结构和到位的员工激励	5
布局新战略: 搭建金融服务平台和生态圈	7
寿险: 保费规模行业领先, 多渠道赋能增长新动力	7
保费规模行业领先, 保费增速远超行业水平	8
内含价值稳健增长, 新业务价值贡献显著	8
业务结构持续优化, 健康险占比提升明显	11
个险渠道造就高新业务价值率, 代理人管理体系愈趋完善	12
发挥集团协同效应, 客户数量稳步增长	16
产险: 综合成本率领先行业, 科技助力车险	17
保费增速第一, 综合成本率领先行业	17
科技助力, 打造差异化优势	19
科技助力金融, 构筑新的护城河	20
三大核心技能助力科技赋能	21
科技赋能金融新业态	23
投资建议	26

图表索引

图 1: 中国平安发展历程	5
图 2: 国际领先的科技型个人金融生活服务集团	7
图 3: 寿险保费收入 (亿元)	8
图 4: 保费收入增速	8
图 5: 平安寿险内含价值 (亿元) 和内含价值增速	9
图 6: 四家上市险企内含价值对比 (百万元)	9
图 7: 上市公司寿险内含价值运营回报率 (ROEV)	9
图 8: 新业务价值持续增长 (亿元)	10
图 9: 新业务价值增速	10
图 10: 同行业新业务价值对内含价值增长贡献率对比	10
图 11: 当新业务价值为 0 时中国平安内含价值增速	11
图 12: 平安寿险结构	11
图 13: 平安健康险对比 (百万元)	12
图 14: 平安人寿规模保费收入 (百万元)	13
图 15: 平安人寿首年新业务价值率 (分渠道)	13
图 16: 上市险企代理人人数 (人)	14
图 17: 平安代理人人均收入 (元) 及件数 (件/月)	14
图 18: 寿险手续费及佣金支出占营业支出的比例	14
图 19: 构建动态的“人员画像+关键特征+筛选流程”循环体系	15
图 20: 代理人动态管理发展路线	15
图 21: SAT 销售模式	16
图 22: 集团协同效应	16
图 23: 中国平安个人客户数量 (亿人)	17
图 24: 中国平安客均合同数 (个)	17
图 25: 平安产险保费收入 (百万) 及增速	18
图 26: 平安产险市场占有率	18
图 27: 主要上市公司财险保费增速	18
图 28: 平安财险险种类别	19
图 29: 同行业产险综合成本率对比	19
图 30: 平安产险综合成本率	19
图 31: “平安好车主”绑车用户 (单位: 万)	20
图 32: 互联网用户	21
图 33: 新增用户来自互联网用户的占比 (%)	21
图 34: AI+金融: 构建基于 AI 的端到端解决方案	22
图 35: 平安区块链	22
图 36: 平安云助力集团完成全渠道商业模式转型	23
图 37: 平安金融服务生态圈架构	23
图 38: 陆金所零售端资产管理规模和管理贷款余额	24
图 39: 陆金所用户 (万)	24

图 40: 金融壹账通合作金融机构 (个)	25
图 41: 2018 年中国第三方移动支付交易规模市场份额	26
图 42: 上市险企股息率	27
图 43: 上市险企年度累计现金分红 (元/股)	27
图 44: 平安寿险剩余边际余额 (百万元)	27
图 45: 平安寿险剩余边际摊销情况 (百万元)	27
表 1: 员工持股计划的实施	6
表 2: 四家上市险企内含价值和新业务价值增速	26
表 3: 估值及盈利预测 (币种: 人民币)	28

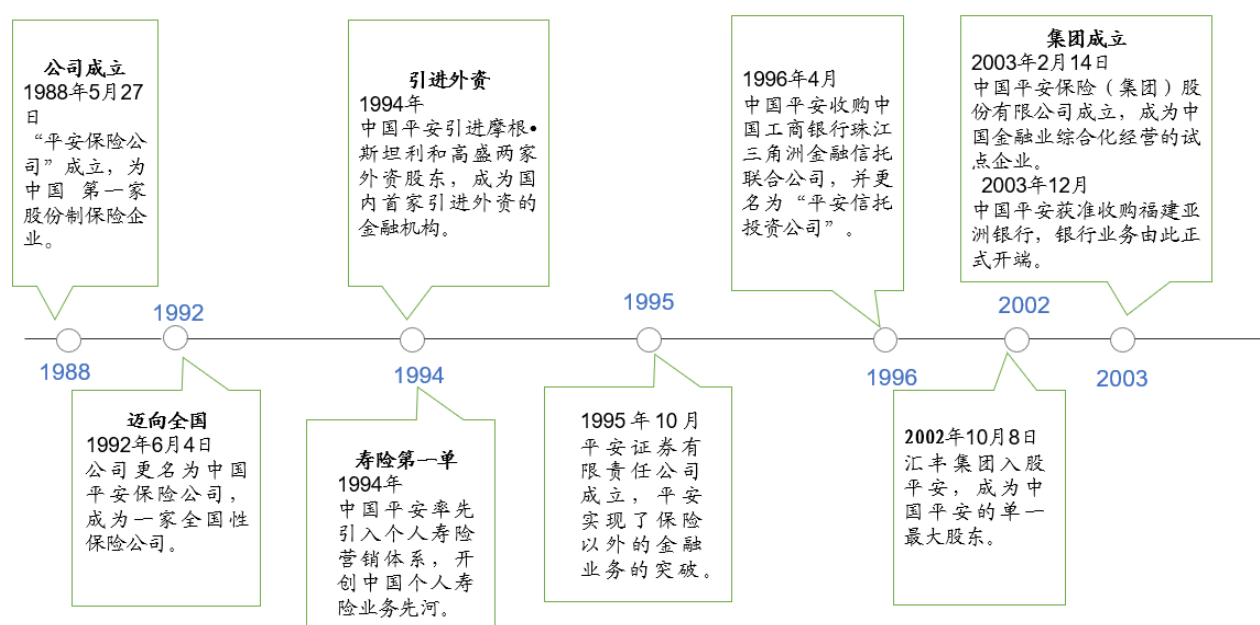
中国平安:综合金融的先行典范

中国平安的市场估值高于同行，很重要的一个原因在于治理结构优质、管理层稳定、经营目标明确、核心员工激励到位，一家大型综合金融公司总能大象起舞，引领行业发展。

综合金融服务平台的形成

中国平安是中国三大综合金融服务集团之一，是以保险为核心，涵盖证券、信托、银行的高度紧密的综合金融服务集团。

图1: 中国平安发展历程



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

优质的公司治理结构和到位的员工激励

国际化的公司治理

(1) 公司股权结构较为分散，管理层面临的掣肘少

中国平安在上海证券交易所及香港联交所的上市招股说明书中明确表示：本公司没有控股股东，也没有实际控制人。作为一家集团整体上市的企业，平安股权分散，且全流通，其中59%是内地市场流通的A股，股东有中央汇金、社保基金等，41%是香港市场流通的H股。可以说，平安是名符其实的混合所有制企业，是一家社会性的公众上市公司，不存在实际控制人的股权结构，使股东层面较少参与公司的经营，对管理层的影响较小，治理结构的透明度较高，管理层面对的掣肘较少，其可以发挥的空间更大，有利于公司政策的落实和执行，对公司经营效率的提高产生积极的影响。

(2) “五会制度”和“外脑”提高公司执行力和经营效率

目前，平安采用“集团控股、分业经营、分业监管、整体上市”的公司治理模式，构建了以股东大会、董事会、监事会、党委会、执行委员会为一体的“五会制度”，实现了控制权、管理权和监督权相互制约的管理体系。1992年，平安引入了新股东平安综合服务（平安职工合股基金），一定程度上解决了管理层、员工与股东利益一致的问题。这些决策和制度，有利于协调各方利益，形成权力制衡，有利于提高决策制定和执行的客观性。1993年，平安引入摩根和高盛作为战略投资者，开启了法人治理国际化的道路。2002年，汇丰成为平安的最大股东（后来转让），汇丰为平安集团带来了治理、内控审计、防火墙建设、信息披露等方面的先进经验，有利于其建立符合国际最高标准的治理结构。总之，平安集团国际化的公司治理结构有利于其决策的实施和推进。

（3）“联席CEO+矩阵”决策模式有利于集团可持续发展

在过去二十年，平安始终坚守的“执行官+矩阵”集体决策机制和模式，是指平安集团内部形成业务执行官和职能执行官共同决策、分工负责、权责清晰的架构，形成“集体决策、分工负责、矩阵管理”的模式。2018年末，平安设立联席CEO集体决策机制，“联席CEO+矩阵”决策模式正式开启。平安采用新的决策模式，为实现三个目标：一是为了实现以客户为导向的战略转型。平安通过提供“端到端”及“1+N”产品和服务，更好提升客户体验；二是为了推进科技和生态发展新模式的需要，帮助其更好的构建五大生态圈；三是为了增强风险管控，实现其构建“覆盖全面、管理透明、条线清晰”的全面风险管理体系的目的。

员工持股计划与回购计划

（1）员工持股，风险共担

2015年起，公司核心人员持股计划正式实施。此项计划通过使核心员工认购股份，实现股东、公司和员工利益共享、风险共担。截至目前，已实施5期，合计投入资金25.78亿元。

表1：员工持股计划的实施

	第一次	第二次	第三次	第四次	第五次
锁定期	2015.3.20-2016.3.26	2016.3.17-2015.3.21	2017.3.29-2018.3.28	2018.5.2-2019.5.1	2019.3.29-2020.3.28
参与人数	839	773	1,157	1,296	1,267
购买 A 股股本	405 万	1,480 万	1,642 万	996.69 万	807.84 万
占公司总股本	0.044%	0.081%	0.09%	0.053%	0.044%
成交金额（含费用）	3.12 亿元	4.82 亿元	6.03 亿元	5.93 亿元	5.88 亿元
成交均价（前复权）	37.53 元/股	32.53 元/股	36.74 元/股	61.29 元/股	72.79 元/股

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

（2）回购方案构建长效约束和激励机制

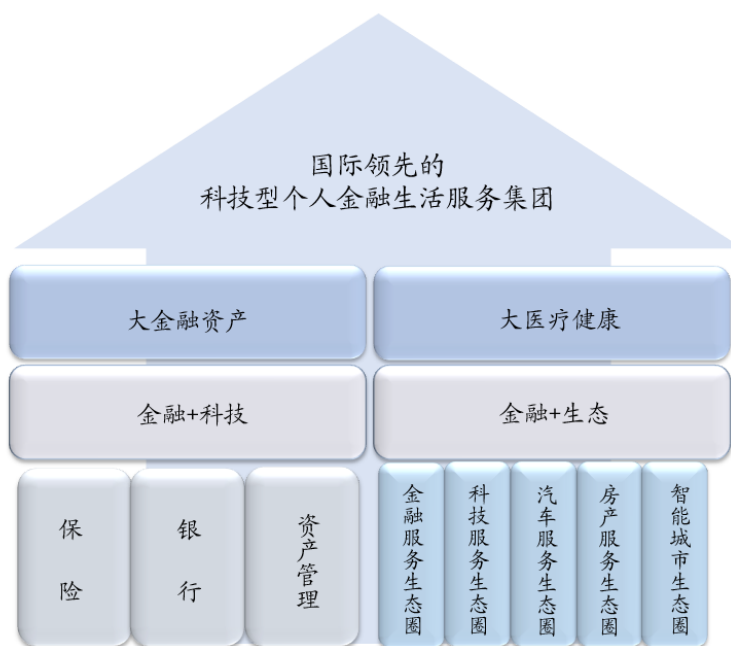
2019年4月，平安股东大会通过股份回购计划，拟使用不低于50亿元且不超过

100亿元（均包含本数）的自有资金回购A股股份，回购期限为自2019年4月29日至2020年4月28日。截至2019年7月31日，平安通过集中竞价交易方式已累计回购A股股份57,594,607股，占总股本的比例为0.31506%，耗资50亿元（不含交易费用），最低成交价格为79.85元/股，最高成交价格为91.43元/股。回购在彰显平安对公司未来发展前景充满信心的同时也有利于股东和员工实现利益一致化，有利于建立和健全公司的长效约束和激励机制。

布局新战略：搭建金融服务平台和生态圈

在“金融+科技”、“金融+生态”的战略规划指引下，平安主要专注于“大金融资产”和“大医疗健康”两大领域，旗下金融资产子公司包括平安寿险、平安产险、平安养老险、平安健康险、平安银行、平安信托、平安证券、平安基金等。为积极构建和发展金融服务、医疗健康、汽车服务和房产金融四大生态圈，建立一站式的生活服务平台，平安了构筑互联网和金融相结合的发展模式，利用多个涵盖不同领域的app进行支撑，如平安好医生、平安好车和平安好房，最终实现了互联网业务蓬勃发展，互联网用户规模高速增长的发展现状。科技赋能，使平安的产业覆盖到各个领域，有利于发展更多的客户，更有利于提高客户对品牌的认可度，树立起综合金融服务平台的形象。

图2：国际领先的科技型个人金融生活服务集团



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

寿险：保费规模行业领先，多渠道赋能增长新动力

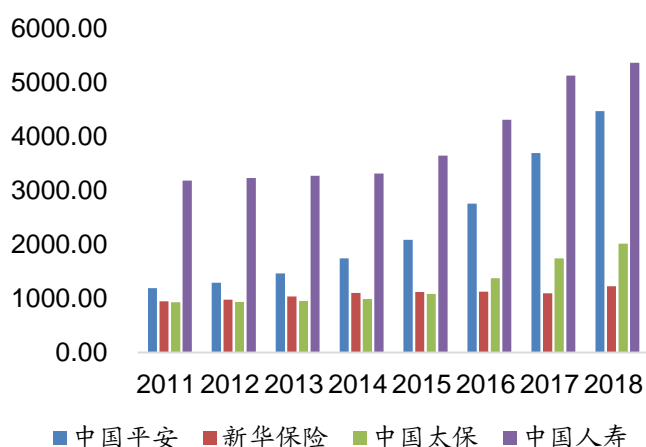
从内含价值构成和净利润贡献来看，寿险业务是平安的重头所在。投资者认识平安、持有平安，首先也是从寿险业务开始。而评估一家寿险公司经营好坏，评判

的核心标准不在投资能力，而在产品开发销售能力。我们认为，平安领先同行的第一重优势，正是强大的负债端能力，具体表现为：聚焦于价值增长优先于规模增长的经营理念，注重代理人收入增长促进代理人团队稳定及产能高效，以及产品结构不断丰富优化，新业务价值及价值率稳健增长。

保费规模行业领先，保费增速远超行业水平

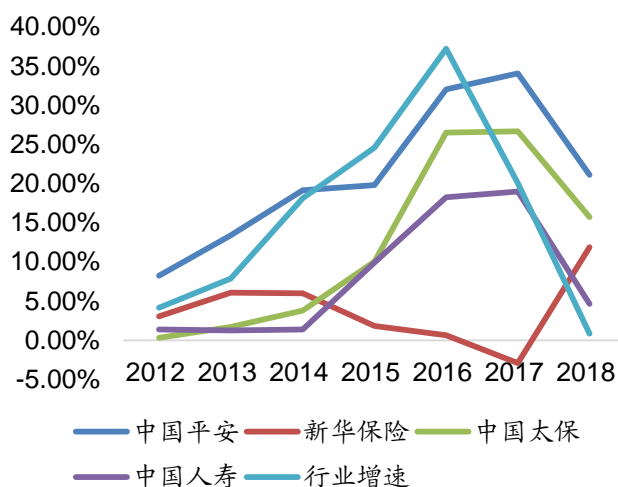
2018年，平安寿险原保费收入达到4468.9亿元，保费收入规模行业领先，仅次于中国人寿，排名第二。近年，平安寿险保费维持较高速增长，增速高于其他上市险企。即使在行业增长失速的2018年，平安寿险保费依然保持21.1%增长。

图3：寿险保费收入（亿元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图4：保费收入增速

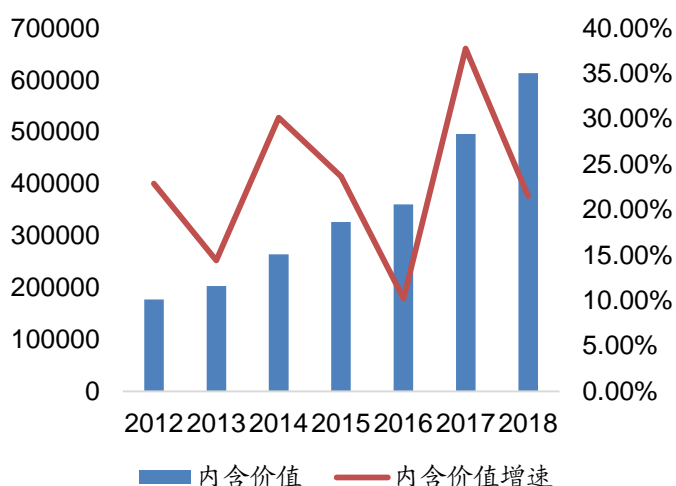


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

内含价值稳健增长，新业务价值贡献显著

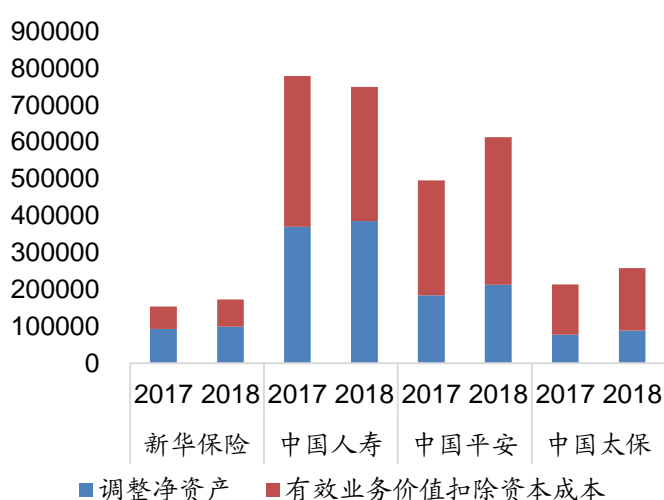
内含价值包括调整后净资产和有效业务价值，是没有考虑公司未来新业务销售能力的情况下现有公司的价值，可视为寿险公司进行清算转让时的价值。2018年，平安寿险内含价值总额达6132.2亿元，较年初增长21.5%。较四家上市险企而言，平安寿险内含价值总额位列第二，2018年有效业务价值首超中国人寿，达到4003亿元。并且，平安寿险内含价值运营回报率（ROEV）、新业务价值及新业务价值率均处于行业领先水平。

图5: 平安寿险内含价值(亿元)和内含价值增速



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

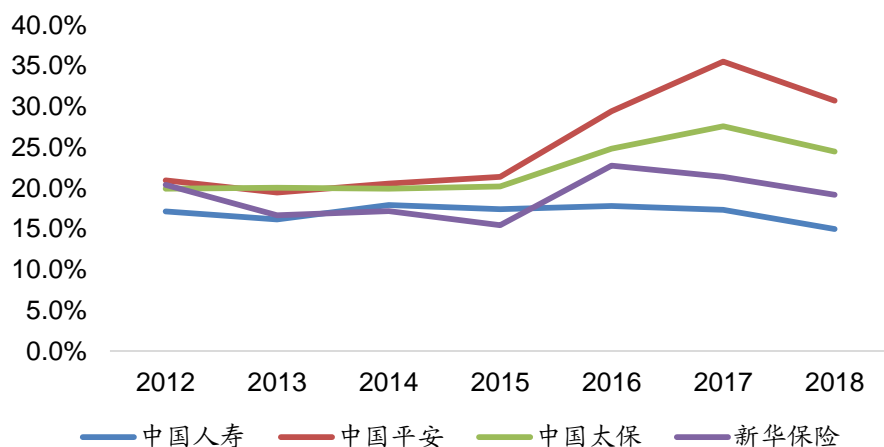
图6: 四家上市险企内含价值对比(百万元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

寿险内含价值运营回报率 (ROEV) 有利于分析内含价值的成长性, 其计算公式为: $ROEV = (EV_{\text{预期回报}} + NBV + \text{营运偏差}) / \text{期初寿险}EV$, 不计入投资偏差、市场价值调整等这些短期因素, 以此来反映公司“稳定性价值”。在过去的5年, 中国平安寿险内含价值运营回报率领先于行业内其他上市公司, 且趋势将在中长期持续。

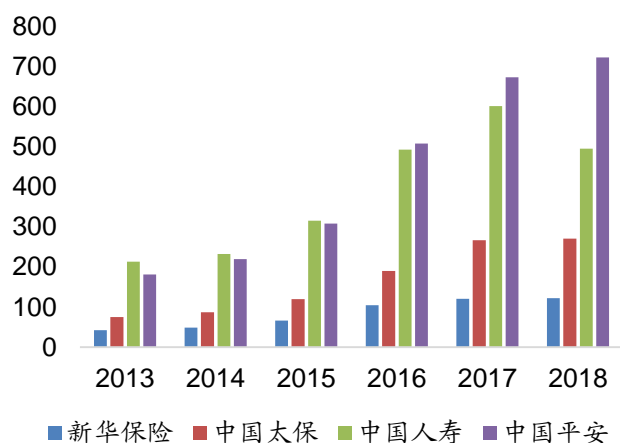
图7: 上市公司寿险内含价值运营回报率 (ROEV)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

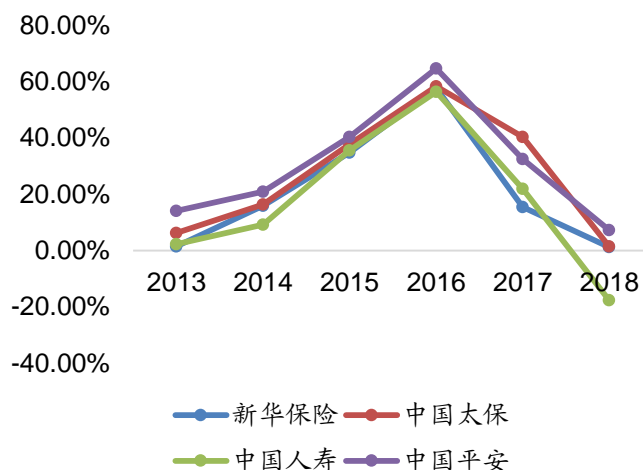
进一步剖析平安寿险内含价值, 在不进行注资的条件下, 预期内含价值回报、新业务价值和营运经验差异是影响内含价值的提升三大因素。对于平安寿险来说, 新业务价值是其内含价值增长的首要拉动因素。2018年, 平安寿险新业务价值达到722.9亿元, 位列行业之首, 新业务价值增速也领先于行业整体水平。

图8: 新业务价值持续增长 (亿元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

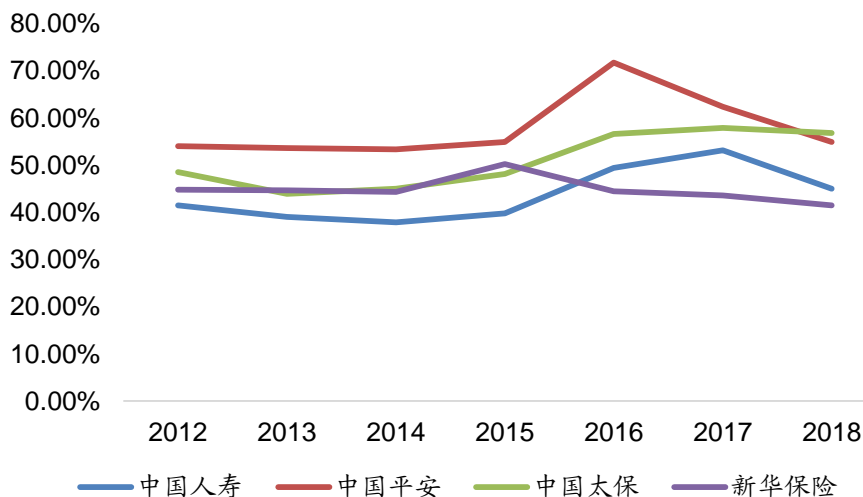
图9: 新业务价值增速



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

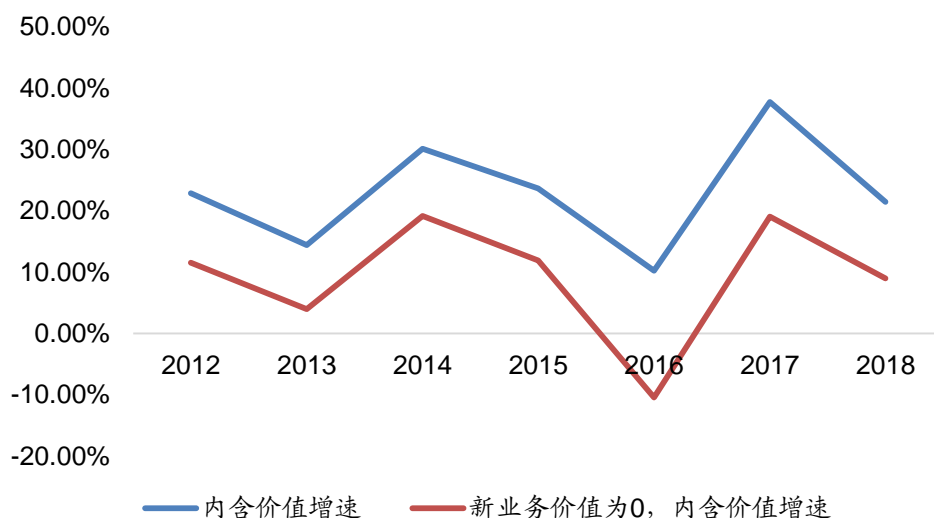
2018年, 受134号文以及2016和2017年的高基数影响, 平安寿险新业务价值对内含价值增长贡献率虽略有下滑, 但仍保持在50%以上, 处于行业领先水平。同时, 新业务价值对平安寿险内含价值增速影响保持在10%以上, 新业务价值是平安寿险内含价值增长的强动力。

图10: 同行业新业务价值对内含价值增长贡献率对比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图11: 当新业务价值为0时中国平安内含价值增速

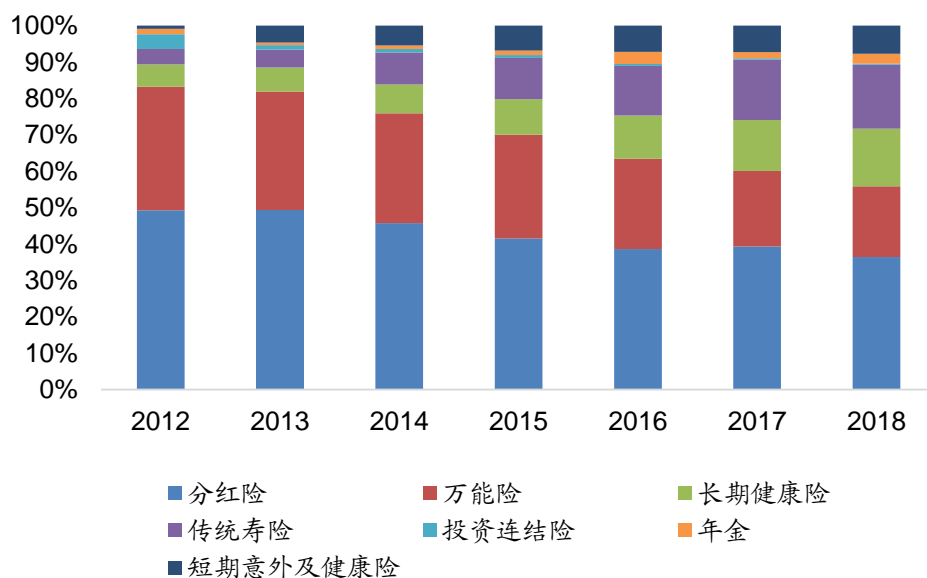


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

业务结构持续优化, 健康险占比提升明显

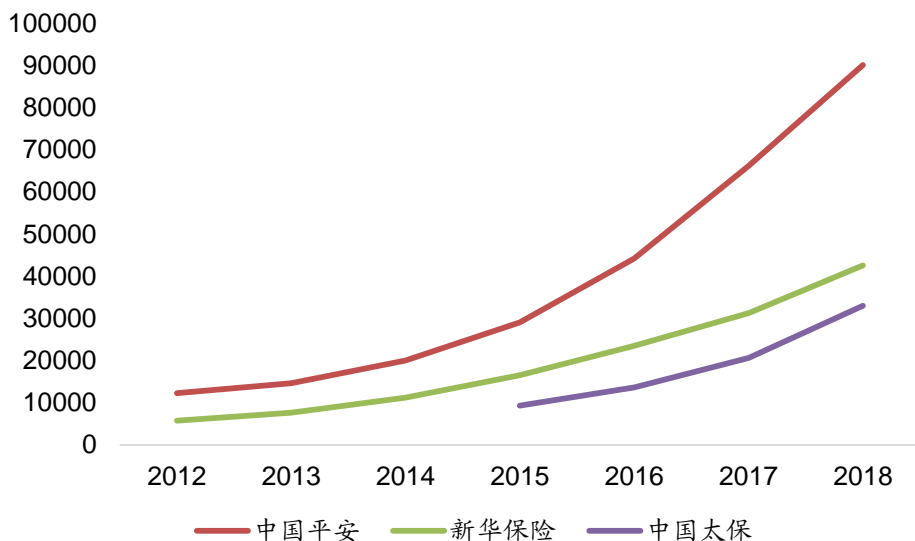
在“134号文”的政策背景下, 通过发展保障型产品促进价值转型成为行业共同命题, 近年来, 投资型为主的分红险和万能险占比呈现出逐年递减态势, 而传统寿险和健康险占比则逐渐提升, 业务结构逐渐由低价值率的投资型产品向高价值率的长期保障型产品转型。平安寿险亦不遑多让, 在保持传统、分红、万能相对均衡发展的基础上, 积极推动保障型产品发展, 让保险回归保障。2018年平安寿险长期健康险保费收入达到901亿元, 远超新华保险、中国太保, 处于行业领先水平。

图12: 平安寿险结构



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图13: 平安健康险对比 (百万元)

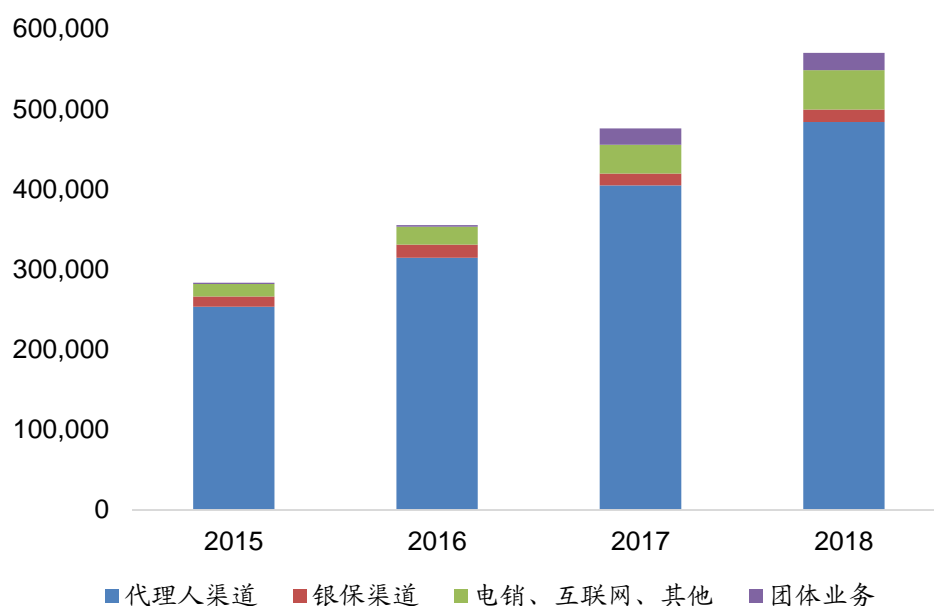


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

个险渠道造就高新业务价值率, 代理人管理体系日趋完善

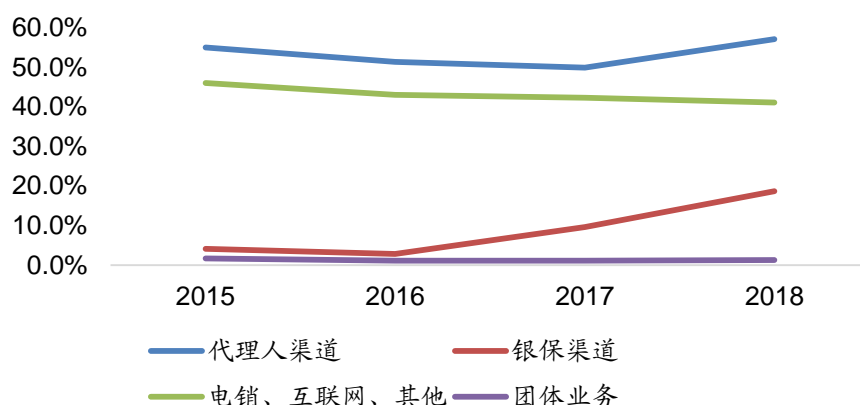
2018年, 平安寿险规模保费收入稳健提升, 达到5705.2亿元。其中, 代理人渠道贡献4840.6亿元, 占比高达84.8%; 电销、互联网及其他保费收入也提升明显, 占比达到8.6%。从各渠道首年新业务价值率可以看到, 代理人渠道新业务价值率基本维持在50%以上(除2017年), 紧接着电销、互联网、其他新业务价值率也超过40%。结合平安寿险高比率的代理人 and 电销、互联网及其他保费收入, 造就了平安寿险较高的新业务价值率。

图14: 平安人寿规模保费收入 (百万元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

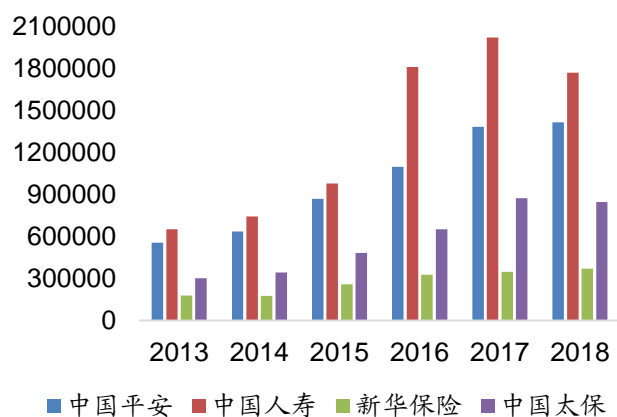
图15: 平安人寿首年新业务价值率 (分渠道)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

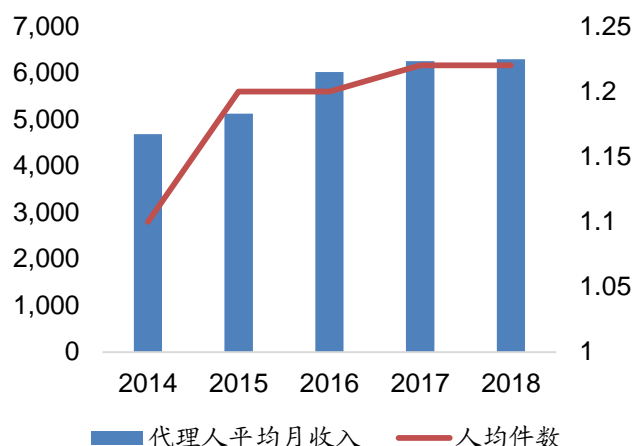
代理人渠道的不断革新是平安寿险业务不断扩展的重要推力。2018年, 平安寿险代理人人数稳步增长, 年末达141.7万人, 代理人人均件数及代理人平均月收入也保持在较高水平, 分别为1.22件/月和6294元。较其他三家上市公司而言, 平安寿险业务手续费及佣金支出占营业支出的比例高于同行业其他企业, 2018年的比例高达17.16%, 可见, 中国平安通过高佣金带来高收入, 对代理人给予较强的正向激励政策, 由此提高代理人的单兵作战能力, 使其营销团队的能力处于行业领先水平。

图16: 上市险企代理人人数 (人)



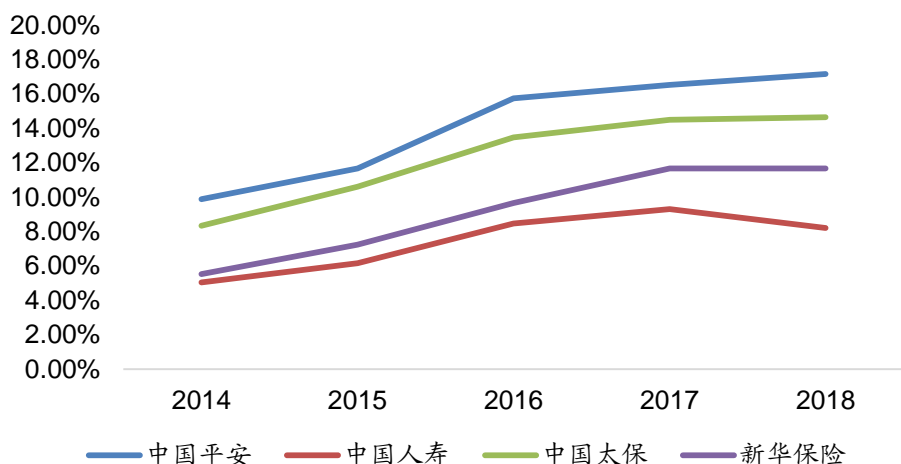
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图17: 平安代理人人均收入 (元) 及件数 (件/月)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图18: 寿险手续费及佣金支出占营业支出的比例



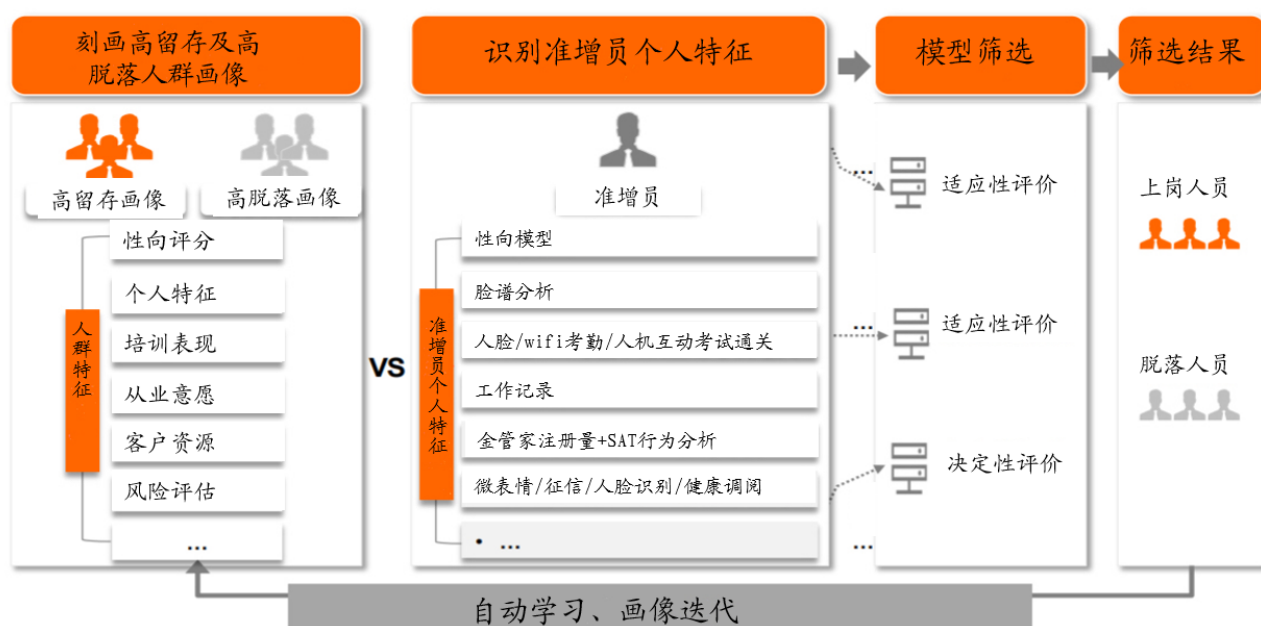
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

此外, 中国平安结合制度、科技、动态管理和销售模式变革等渠道, 为培养优秀代理人提供更多保障。

制度: 1. “宽进严考”的政策, 以结果为导向, 实现了优胜略汰, 有利于激励代理人, 并且筛选出优质的代理人。2. 推荐人制度, 通过在职代理人进行间接招聘, 不仅降低了公司的招聘成本, 也提高了招聘效率, 有利于代理人团队的扩充。

科技: 平安推出平安金管家APP, 使增员培训得以在线上进行, 突破时间和地点的限制。平安将科技研发成果投入代理人队伍的建设, 并通过建立了多个人工智能模型来协助团队增员。如首先通过利用AI技术, 刻画高留存及高脱落人群的画像, 并与准增员的个人特征进行对比分析, 通过模型筛选, 最后区分出上岗人员与脱落人员, 从而达到优化代理人的效果。

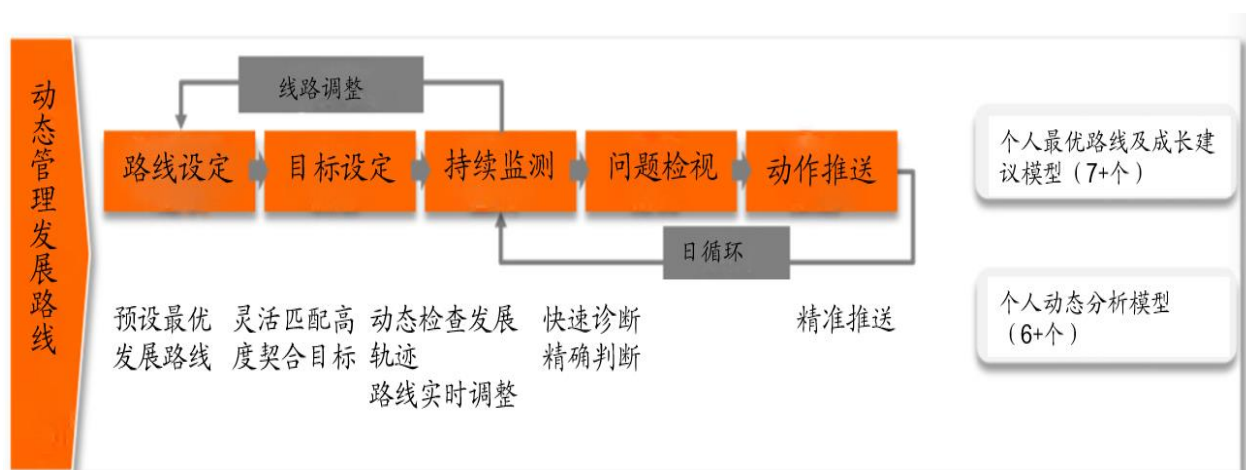
图19: 构建动态的“人员画像+关键特征+筛选流程”循环体系



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

动态管理：为提高准增员的留存率，平安还设立了动态管理发展路线，通过建立个人最优路线及成长建议模型，以及个人动态分析模型等，为准增员提供了定制化的符合个人职业规划发展路线，以此来提高代理人的留存率。

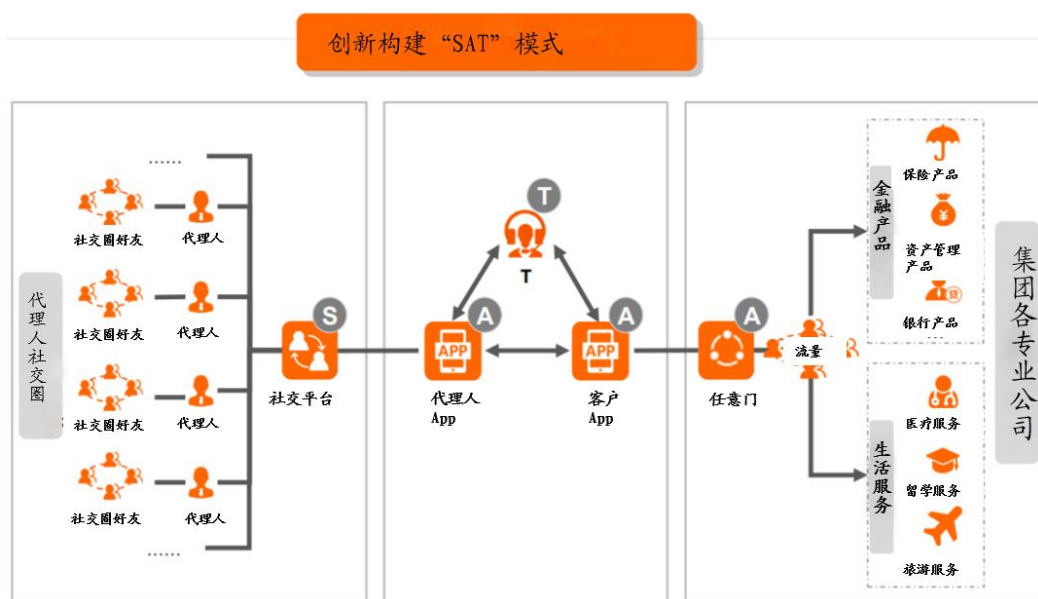
图20: 代理人动态管理发展路线



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

销售模式变革：平安寿险创新进行了SAT销售模式变革，即社交平台+客户端应用程序+金融产品和服务，代理人通过SAT模式与客户可以进行实时互动，颠覆传统销售模式，这样有利于提高老客户的加单率，有利于提高代理人的产能，从而提高代理人的留存率。

图21: SAT销售模式

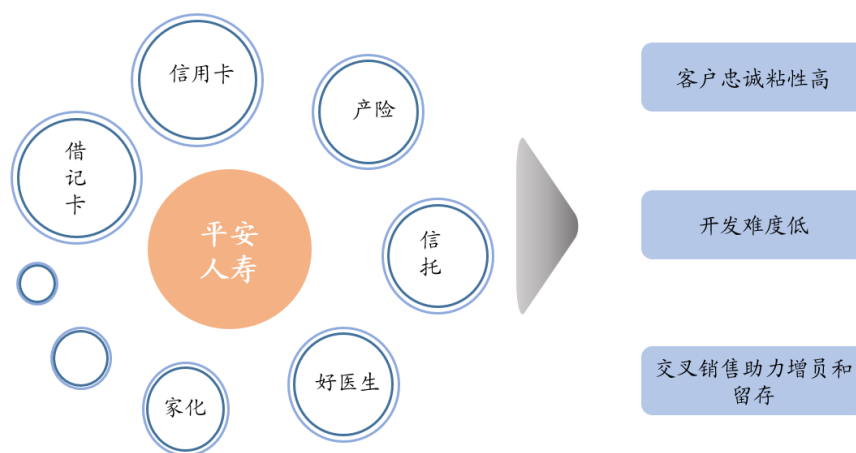


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

发挥集团协同效应，客户数量稳步增长

平安深耕交叉营销，注重客户的二度开发。平安提出“一账通”的概念，是指中国平安的客户可通过一个账户、一个密码、一次登录，就可以添加、浏览、管理自己的所有金融、非金融账户，即“一个客户、一个账户、多个产品、一站式服务”。由此可见，平安构建了20多年的综合金融服务平台可对平安的寿险销售提供强有力的支持。集团的协同效应强大，内各公司深度合作，庞大的集团客户群，为寿险提供了坚实的客户基础；在满足客户需求的同时，帮助业务员更好地经营客户。

图22: 集团协同效应



数据来源: 公司年报，广发证券发展研究中心

由于集团进行精细化客户管理和智能化客户拓展，个人客户总数增长迅猛。从2015-2018年，集团个人客户数复合增速19%，2018年总数末已接近1.84亿人，客均合同数也实现稳定增长。

图23：中国平安个人客户数量（亿人）

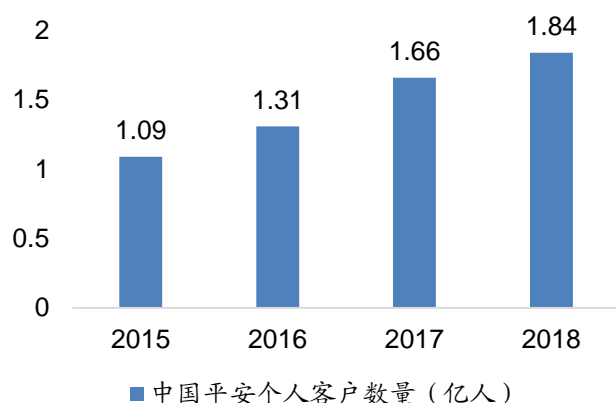
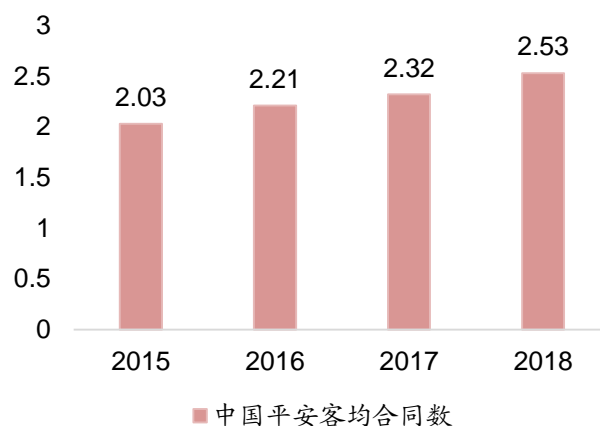


图24：中国平安客均合同数（个）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

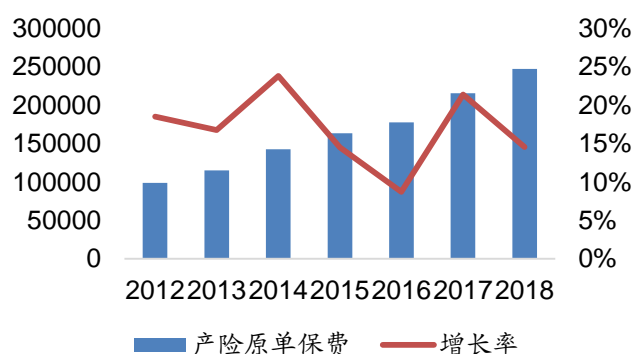
产险：综合成本率领先行业，科技助力车险

评价一家财险公司经营好坏，核心是看其综合成本率是否低于100%。平安财险的独到之处不仅在于综合成本率低于同行，而且保费增速高于同行。

保费增速第一，综合成本率领先行业

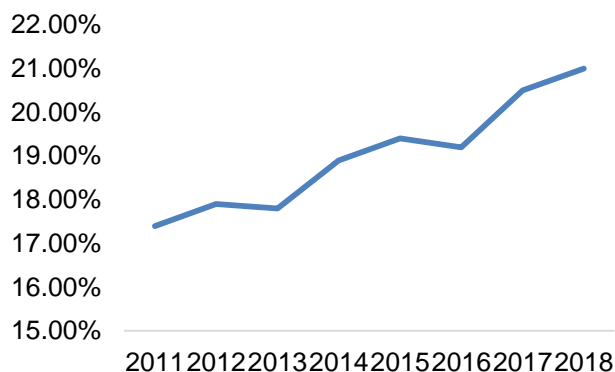
从原保险保费收入来衡量，平安产险是中国第二大财产保险公司。2018年平安产险原保险保费收入同比增长14.6%，比市场的平均水平高三个百分点，其市场份额一直呈现稳步增长，2018年已经达到21%，同比上升了0.5个百分点。同时，产险业务三个系列的保费收入均稳步增长。

图25: 平安产险保费收入(百万)及增速



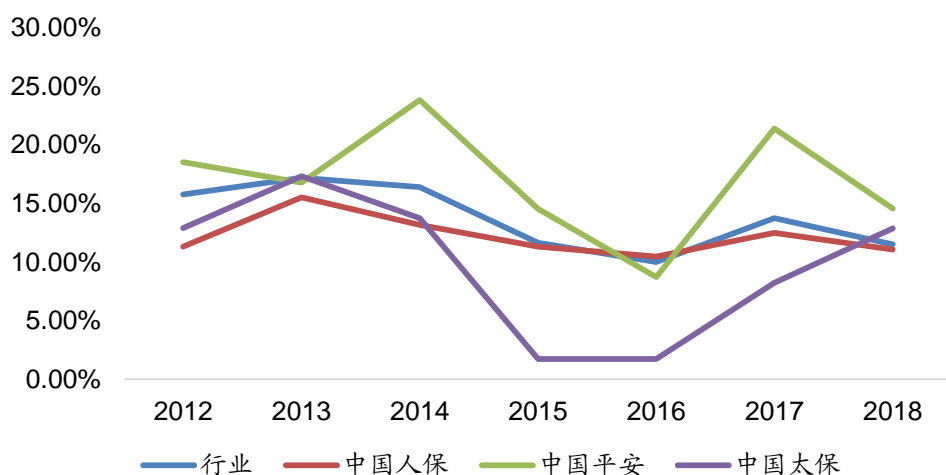
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图26: 平安产险市场占有率



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

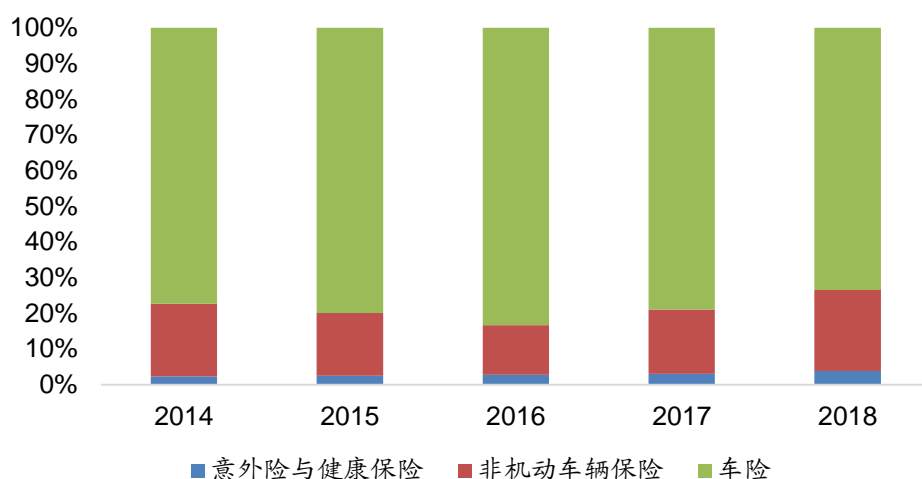
图27: 主要上市公司财险保费增速



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

2018年, 平安产险渠道业务模式转型, 从侧重销售转变为客户线上线下全旅程的服务经营, 助推产险业务转型战略发展。依托有利的市场环境和有效的业务增进, 车险的保费收入同比增长6个百分点; 非机动车辆保险同比增长了44.4个百分点; 意外与健康保险同比增长了44.6个百分点。

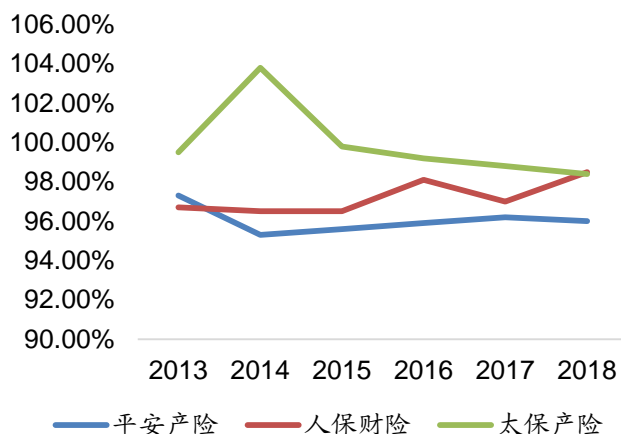
图28: 平安财险险种类别



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

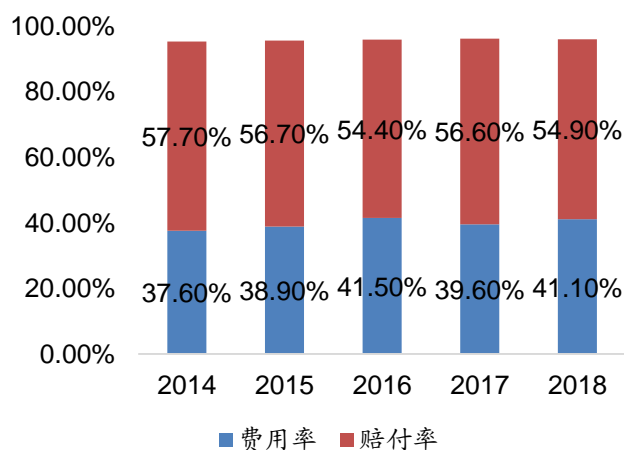
综合成本率是衡量一家财险公司经营优劣的最佳指标，平安的综合成本率保持着行业的领先水平，与行业中其他企业比较，具有较高的盈利能力。平安通过应用新科技和大数据，客户提供多元化的保险产品，精准营销，精细化定价，差异化服务，强化风险筛选能力，提高资源使用效率，降低其费用率，从而使综合成本率降低。

图29: 同行业产险综合成本率对比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图30: 平安产险综合成本率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

科技助力，打造差异化优势

(1) “极速、极爽、极暖”的510城市极速查勘

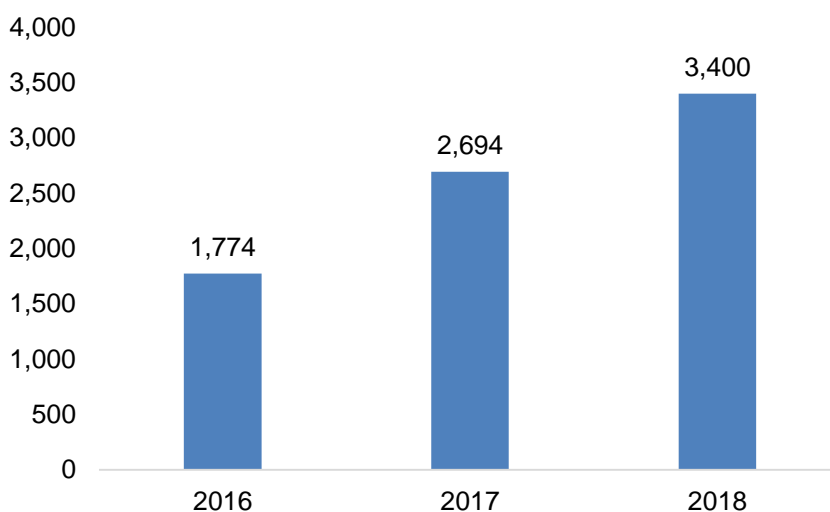
平安集团利用其在科技方面的优势，持续打造“极速、极爽、极暖”的510城市极速查勘理赔服务，2019年第一季度车险理赔触点客户净推荐率维持在80%以上。具体而言，平安在“现场查勘案件筛选、查勘员派工、城市查勘人员覆盖”这三个

传统查勘服务的重要节点做出了创新，通过使用历史1400余万条后台理赔的大数据资源，对客户在不同入口的报案情况进行筛选分析，找到需要现场处理的案件，再通过其他更复杂的智能调度平台，以事故现场为辐射中心，根据判断周围查勘员的忙闲状态和工作量，来智能预测到达事故点的时长，就近就快实现派工。同时，平安产险还和全国上万家优质4S店及修理厂合作，通过成立平安车主服务中心，来引入社会化查勘队伍，进一步改善查勘网点及人力覆盖。自从“510 城市极速现场查勘”推出来，其服务不断提升，2019年一季度，城市日间现场案件 5-10 分钟极速查勘率已经达 97.4%。

（2）科技助力车险经营线上化

平安好车主是平安车险旗下一站式车服务平台，是平安车险客户服务的核心载体。其提供涵盖车保险、车服务、车生活的一站式服务，力求成为车主用车助手和安全管家。平安就是通过平安好车主这个平台，聚集资源，与全国上万家4s店、修理厂、汽车保养连锁店等展开深度合作，为车主提供专业的服务。截至2018年底，“平安好车主”APP的注册用户数突破5,500万、绑车用户数突破3,400万，12月当月活跃用户突破1,100万，稳居国内汽车工具类应用市场第一位。

图31：“平安好车主”绑车用户（单位：万）



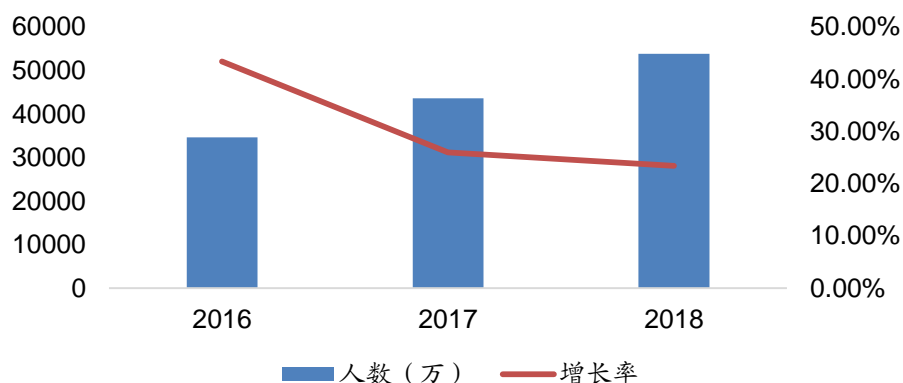
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

科技助力金融，构筑新的护城河

科技是平安正在构建的第二重优势。从2018年《平安集团核心科技概览》可知，平安集团致力于科技研发，其营业收入的1%投入其中，在过去10年，累计投入高达70亿美金，同时，未来十年将持续投入150亿美金。我们认为，平安对科技的投入，将产生两方面的积极意义：一是打造任意门，为平安获取海量的互联网用户，短期来看，互联网用户不断转化为金融产品用户，长期来看，平安在多维度接触年轻的消费者，赢取未来的竞争门票；二是通过科技手段，不断给客户画像，从而更为精准地定价和定损，不断降低经营成本。

平安聚焦“一站式服务”，不断完善线上体验，互联网用户呈现递增趋势，截至2018年末，集团的互联网用户量为5.38亿，较年初增长23.4%。

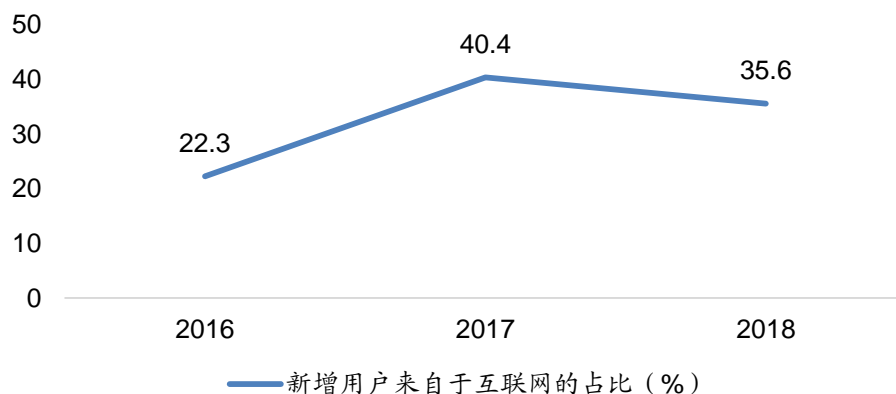
图32: 互联网用户



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

互联网用户为集团带来了海量的金融用户，2018年全年，集团新增客户4078万人，其中有35.6%来集团五大生态圈的互联网用户。

图33: 新增用户来自互联网用户的占比 (%)



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

三大核心技能助力科技赋能

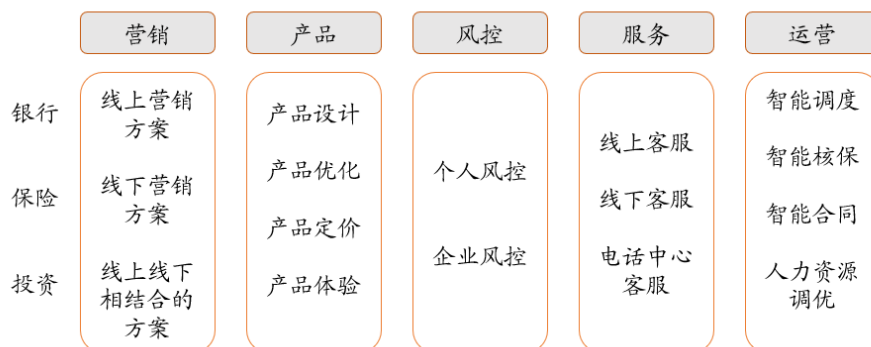
平安主要利用三大核心技能来协助业务的开展：

一是人工智能。

根据平安公开日PPT，为打造行业领先的技术，平安致力于人工智能领域的研发，其中，人脸识别技术的识别准确率可达99.8%，声纹识别技术的识别准确率可达99.7%，其大数据体系覆盖8.8亿人口和8400万企业，囊括金融、健康、生活等领域。

平安集团将AI技术运用于金融领域，构建基于AI的端到端的解决方案，实现一站式助力金融机构全流程业务梳理、全行业痛点化解及全方案智能输出。共为大约3000家金融机构提供服务。

图34：AI+金融：构建基于AI的端到端解决方案



数据来源：《平安核心科技（一）：平安人工智能及平安金融服务和医疗科技案例》，广发证券发展研究中心

二是区块链。

中国平安自主研发的壹账链区块链技术，已在跨境贸易与供应链金融、基建与PPP、医疗与医疗器械、保险、环保、汽车、房地产等7大场景进行广泛应用，拥有超过4.4万个区块链节点。

图35：平安区块链



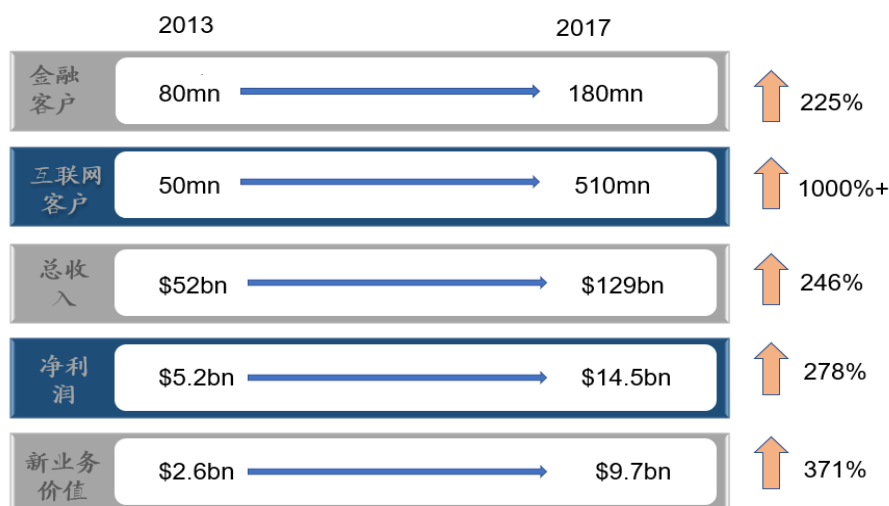
数据来源：《平安核心科技（二）：平安区块链（壹账链）》，广发证券发展研究中心

三是云。

根据平安公开日PPT，平安云是投入资本规模超过万亿元的集团核心业务，其共拥有12项权威云认证、超过400项云技术科技专利申请。截至2018年10月，平安

云已经为483家银行、42家保险公司提供了服务。对于提高集团内业务效率方面，平安云为平安人寿缩短系统部署时间的75%，累计节约40%成本，寿险签单时间也因此下降了75%。

图36：平安云助力集团完成全渠道商业模式转型

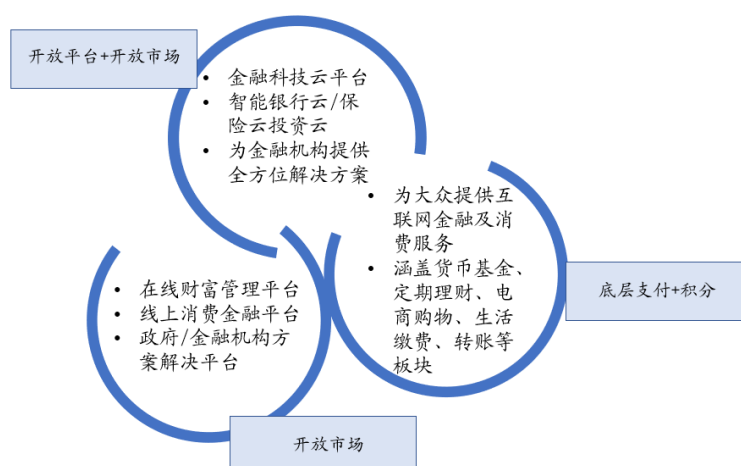


数据来源：《平安核心科技（三）：平安云》，广发证券发展研究中心

科技赋能金融新业态

平安通过已建立起“金融+科技”驱动发展的业务模式，利用陆金所控股、金融壹账通等多个金融创新平台，为不同类型的客户提供专业服务。

图37：平安金融服务生态圈架构



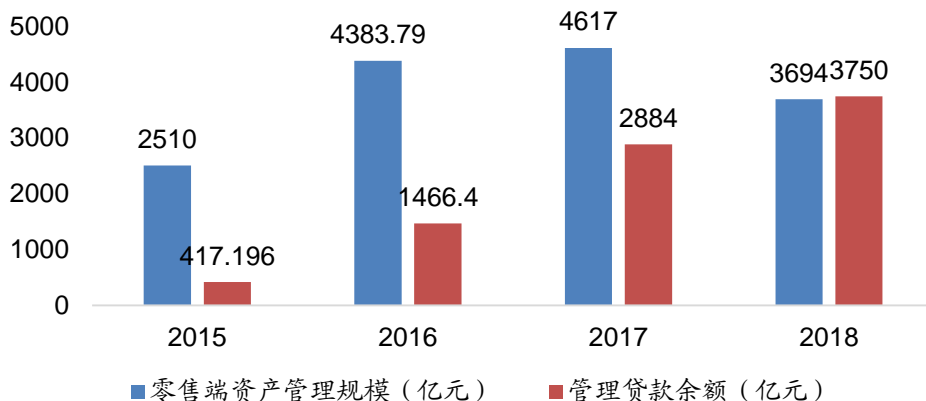
数据来源：2018 公司年报，广发证券发展研究中心

陆金所控股

陆金所控股不仅是中国领先的线上财富管理与个人借款科技平台，而且还是为金融机构和地方政府提供智慧金融解决方案的领先者。陆金所控股积极应用AI等智能新科技，引入平台机器人，在降低运营成本的同时，优化客户与平台互动模式；其还推出先进的客户管理系统KYC4.0，通过运用客户画像标签和应用机器学习等手段来实现“千人千面”的精准服务，为客户匹配到最适合的产品；其还运用区块链技术，来连接包括监管部门在内的财富管理领域的各参与方，让交易流程变得透明和高效。陆金所控股完成C轮融资，投后估值达394亿美元。

受产品结构调整影响，截至2018年底，资产管理规模减少为3694.1亿元，同比减少20%，而管理贷款余额增加为3750亿元，同比增长30%。

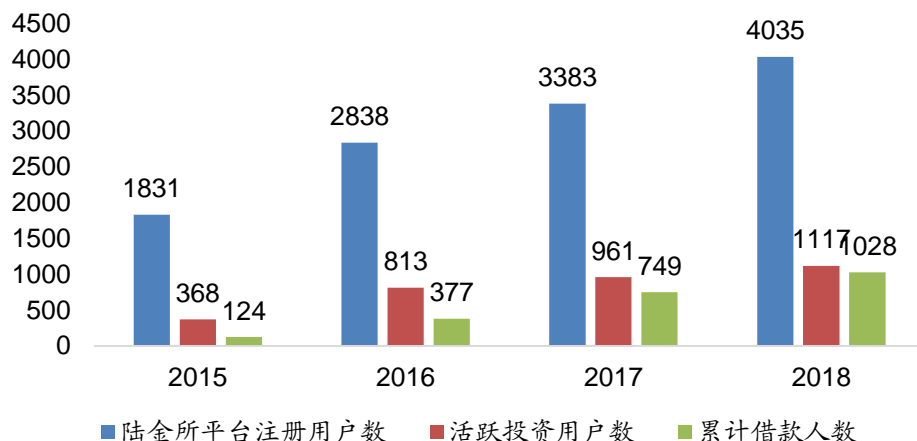
图38：陆金所零售端资产管理规模和管理贷款余额



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

截至2018年底，陆金所控股已与300多家机构建立了资产端合作关系，向超过1,100万的活跃投资用户提供了5,000多种产品和个性化的金融服务。

图39：陆金所用户（万）

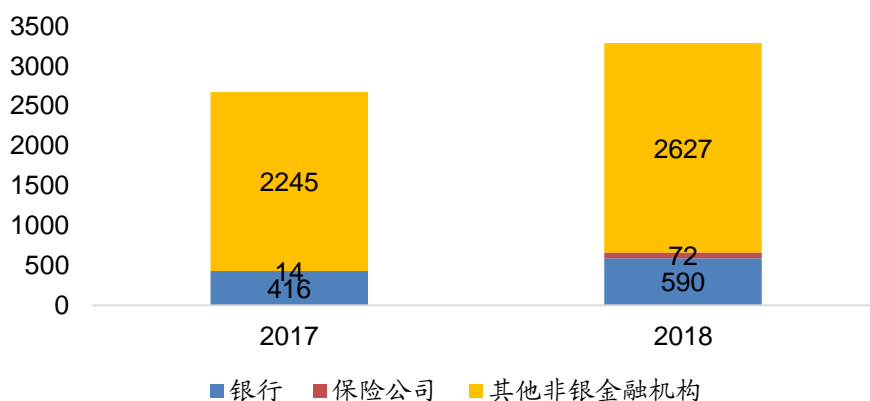


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

金融壹账通

平安通过金融壹账通，致力于打造全球最大的商业区块链平台。金融壹账通推出了智能银行云、智能保险云、智能投资云以及开放科技平台四大产品系列，包含101个产品以全面覆盖到各类金融机构，为其提供“端到端”的金融科技解决方案，其中智能银行云主要应用于贷款、支付、理财等场景；智能保险云主要应用于理赔、赔后等场景；智能投资云主要应用于资产管理、融资融券、投研等场景；开放平台业务则是通过API热插提供服务。

图40：金融壹账通合作金融机构（个）

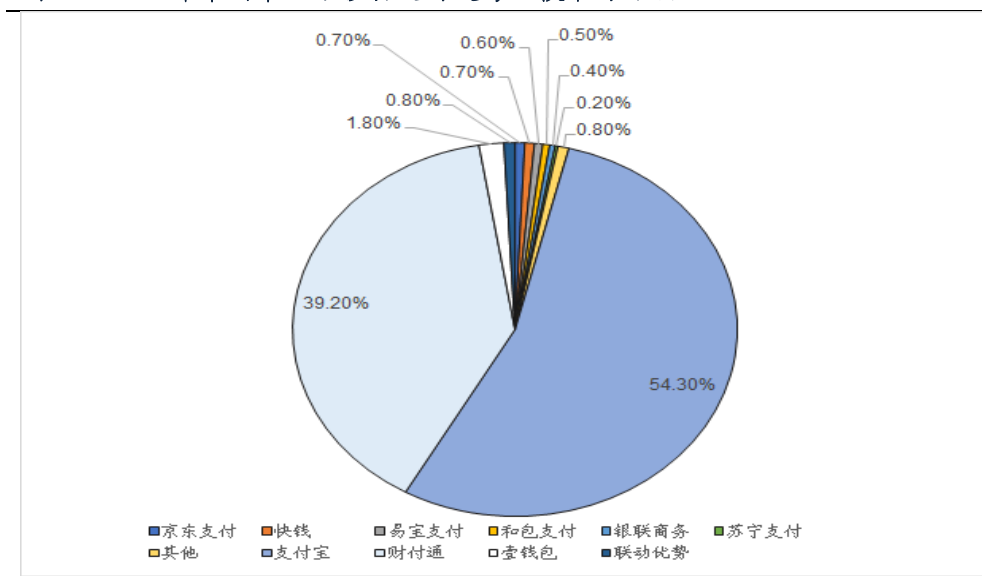


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

平安壹钱包

平安壹钱包利用集团研究成果，通过支付科技赋能场景，为客户提供优质的服务。2018年，壹钱包用户服务业务保持增长，累计实现交易额为5.7万亿元，注册用户数超过2亿；其企业端服务已经覆盖到金融、电商、航旅等行业，运用该平台的商户以百万计，交易规模占市场份额1.8%，位居行业第三。

图41: 2018年中国第三方移动支付交易规模市场份额



数据来源:《2018 中国第三方移动支付行业市场前景研究报告》, 广发证券发展研究中心

投资建议

综上,中国平安在优质的公司治理框架下,管理层稳定且经营目标明确,通过以寿险业务为核心的金融业务和引领未来的科技赋能,构建了区别同行的两大核心竞争力。落实到报表层面,直观体现为内含价值(EV)和新业务价值(NBV)持续领先同行。

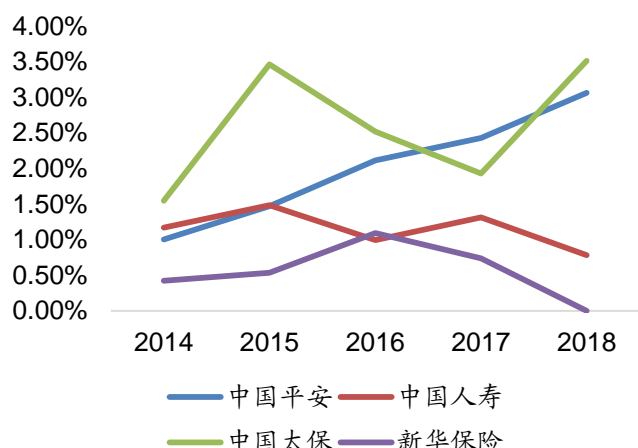
表2: 四家上市险企内含价值和新业务价值增速

公司	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	CAGR
内含价值 (EV)											
中国人寿	18.80%	4.51%	-1.76%	15.28%	1.37%	32.93%	23.16%	16.38%	12.59%	8.30%	12.73%
中国平安	26.37%	29.45%	17.24%	21.32%	15.31%	39.18%	20.50%	15.35%	29.40%	21.50%	23.36%
中国太保	40.57%	11.91%	3.16%	19.12%	6.73%	18.64%	20.04%	19.61%	16.36%	17.46%	16.99%
新业务价值 (NBV)											
中国人寿	27.21%	12.00%	1.81%	3.14%	2.24%	9.17%	35.59%	56.40%	21.91%	-17.64%	13.53%
中国平安	38.22%	31.36%	8.48%	-5.39%	14.13%	20.94%	40.39%	64.75%	32.58%	7.30%	22.70%
中国太保	36.95%	22.00%	10.07%	5.15%	6.22%	16.35%	37.79%	58.38%	40.34%	1.50%	19.06%
新华保险				-4.31%	1.53%	15.96%	34.79%	57.82%	15.45%	1.20%	15.85%

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

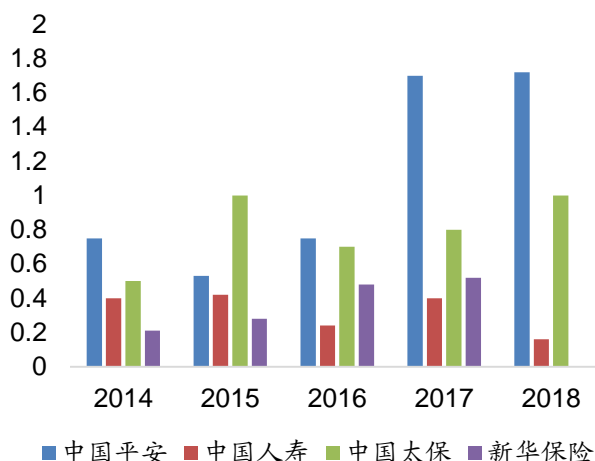
另外,平安以营运利润作为分红基础,在剩余边际平稳释放情况下,可以预期现金分红稳定增长。2018年,中国平安的年度累计单位分红为1.72元,领先于行业内其他企业。

图42: 上市险企股息率



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

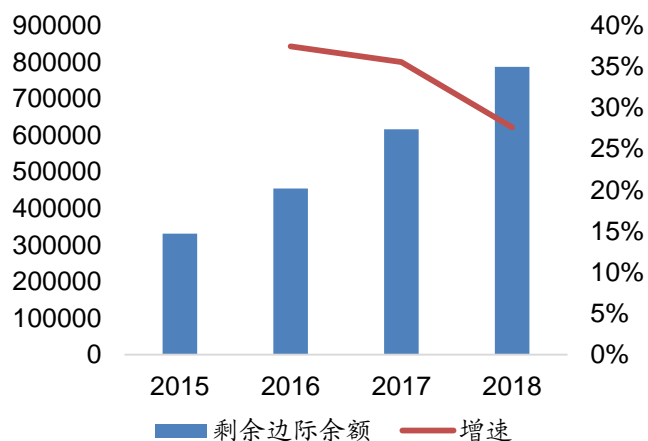
图43: 上市险企年度累计现金分红 (元/股)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

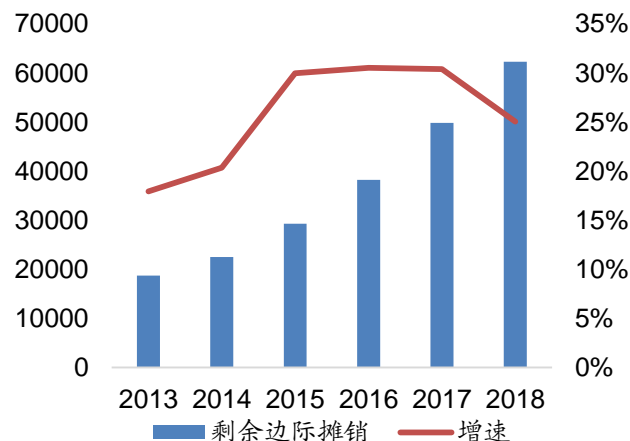
寿险公司的利润可以分解为四个部分: 剩余边际摊销、投资回报偏差、经营偏差 (包含风险边际释放) 和会计估计变更, 其中剩余边际摊销是会计利润的主要来源。剩余边际是公司未来利润的现值, 摊销模式在保单发单时刻锁定, 摊销稳定不受资本市场波动影响。截至2018年12月31日, 平安寿险剩余边际余额7866.33亿元, 较2017年底增长27.6%; 2018年剩余边际摊销为622.87亿元, 较2017年同期增长25.1%。公司持续稳定的剩余边际摊销很大程度上保证了公司未来利润的释放。

图44: 平安寿险剩余边际余额 (百万元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图45: 平安寿险剩余边际摊销情况 (百万元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

尽管当前保险行业新单保费销售在前几年透支式高增长之后有所疲软, 但中国平安在个位数新业务价值增速下, 未来3年依然可以实现18%-20%的内含价值增速, 目前公司2019年P/EV1.3倍, 仍有弹性提升空间, 即便以时间换空间, 内含价值的持续高增长也可以获得丰厚的投资回报。

9月9日收盘, 公司港股股价93.45港币, 按照当前汇率0.90计算, 约为A股收盘

价的93%，高于同类上市险企，体现了两地市场对公司的较一致认同。预计2019至2021每年EPS分别为8.57、10.10、12.13元，对应2019年9月9日收盘价PE分别为10.55、8.95、7.45倍，相应P/EV估值为1.39、1.17、1.00倍。

基于传统金融业务模式较为稳定，假设其各项业务平稳增长，人寿保险剩余边际长期摊销稳定贡献利润，采用保险评估价值（内含价值，加新业务价值乘以评估倍数）和分部估值（寿险按照评估价值，产险1.2倍PB、银行0.8倍PB、证券1.2倍PB、信托等资产管理及其他业务按照1倍PB测算）综合结果，得到公司A股的合理价值为92.65元每股（按照当前汇率折算，H股合理价值为103.21港币每股），对应2019年P/EV为1.42倍，维持A、H股买入评级。

表 3：估值及盈利预测（币种：人民币）

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
内含价值(百万元)	825,173	1,002,456	1,192,164	1,406,456	1,654,359
新业务价值(百万元)	67,357	72,294	79,510	87,941	99,723
归属于母公司股东净利润(百万元)	89,088	107,404	156,747	184,694	221,707
归属于母公司股东净资产(百万元)	473,351	556,508	662,703	789,053	937,234
EVPS（元/股）	45.14	54.84	65.22	76.94	90.50
1YrVNBPS（元/股）	3.68	3.95	4.35	4.81	5.46
BVPS（元/股）	25.89	30.44	36.25	43.16	51.27
EPS（元/股）	4.99	6.02	8.57	10.10	12.13
P/EV（倍）	2.00	1.65	1.39	1.17	1.00
PB（倍）	3.49	2.97	2.49	2.09	1.76
PE（倍）	18.12	15.02	10.55	8.95	7.45

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

注：采用9月9日收盘价计算

风险提示：外部金融环境发生重大变化带来系统性风险的传导；保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等；平安核心管理层变动；以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。

资产负债表

单位: 亿元 (人民币)

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	5684	4741	5806	6617	7665
定期存款	1541	1720	1852	2169	2575
交易性金融资产	1413	8249	9136	10685	12575
债务工具		3109	2993	3643	4384
权益工具		2226	2489	2947	3429
摊余成本金融资产		20752	23284	27300	31934
应收保费	457	672	742	875	1025
长期股权投资	862	1549	1640	1978	2316
投资性房地产	472	468	547	636	738
独立账户资产	429	363	449	513	591
其他资产	2065	1525	1883	2179	2492
资产总计	64931	71430	79238	91525	106968
应付手续费及佣金	98	112	131	152	176
应付赔付款	451	517	574	674	789
保险合同准备金	13915	16054	18171	21273	24797
吸收存款	19304	20890	23837	27899	32439
应付保单红利	456	526	591	693	809
应付债券	4513	5569	5874	6894	8217
保户储金及投资款	5488	6229	7060	8266	9630
独立账户负债	429	363	447	511	589
负债合计	59052	64593	71220	82105	95908
股本	183	183	183	183	183
资本公积	1209	1311	1304	1299	1292
未分配利润	2369	3342	4464	5667	7122
归属母公司股东权益	4734	5565	6627	7891	9372
少数股东权益	1146	1271	1391	1529	1688
负债和股东权益	64931	71430	79238	91525	106968

利润表

单位: 亿元 (人民币)

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8909	9768	11276	13103	15446
已赚保费	5730	6777	7998	9429	11070
投资收益	1559	746	1101	1440	1894
公允价值变动损益	33	-283	169	268	320
其他业务收入	449	505	556	611	672
营业支出	8909	9768	11276	13103	15446
退保金	-205	-215	-262	-311	-369
赔付支出	-1591	-2033	-2469	-2932	-3480
提取寿险责任准备金	-2200	-1910	-2180	-2549	-2951
手续费及佣金支出	-1146	-1304	-1392	-1352	-1584
业务及管理费	-1397	-1477	-1705	-1981	-2335
其他业务成本	-451	-453	-520	-598	-688
营业利润	1348	1633	2001	2388	2854
利润总额	1347	1632	1999	2385	2851
净利润	1000	1205	1699	2004	2394
归属母公司股东净利润	891	1074	1567	1847	2217
其他综合收益	219	21	-78	-47	-66
综合收益总额	1219	1226	1625	1959	2332

主要财务比率

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	25.04	9.65	15.44	16.20	17.88
归属母公司净利润增长	42.78	20.56	45.94	17.83	20.04
归属母公司净资产增长	23.45	17.57	19.08	19.07	18.78
获利能力					
ROE	20.80%	20.86%	25.71%	25.44%	25.69%
ROA	1.48%	1.58%	2.08%	2.16%	2.23%
每股指标 (元)					
每股收益	4.99	6.02	8.57	10.10	12.13
每股净资产	25.89	30.44	36.25	43.16	51.27
估值比率					
P/B	3.49	2.97	2.49	2.09	1.76
P/E	18.12	15.02	10.55	8.95	7.45

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。
- 鲍 淼：资深分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 文 京 雄：资深分析师，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：资深分析师，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 杨：高级分析师，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。
- 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	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 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	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。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。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，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认为可靠，但广发证券不对其准确性、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，如有需要，应先咨询专业意见。

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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

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。