

中国平安（601318）深度研究报告

穿越牛熊，价值榜样

- ❖ 平安集团诞生于具有“改革创新”基因的深圳蛇口，一路通过内生增长与外延并购发展成为今天的综合集团。平安集团拥有行业规模第二的寿险公司和财产险公司，寿险业务品质领先于行业，产品结构不断优化和稳定；财产险优势险种利润率高于同业，在市场竞争激烈的情况下，份额稳步提升；金控布局提供交叉销售基础，内部业务协同效应明显，金融牌照价值凸显；积极布局互联网金融，打造泛金融生态圈，从金融转向金融+科技双轮驱动。
- ❖ 寿险及健康险是非常好的赛道，我国正处行业发展黄金期。人口、经济结构支撑未来医疗健康行业发展，保险行业和其上下游产业链受益。人均可支配收入增加、人口老龄化及医疗支出增加是推动中国保险和医疗健康服务行业发展的三项主要驱动因素。平安寿险及健康险业务长期坚持价值经营的策略，坚持“保险姓保”的产品理念，业务价值和规模持续快速增长。领先布局健康医疗产业，且在相关领域已崭露头角。未来十年寿险内含价值增速料将在 15-20%。
- ❖ 平安的核心竞争力来自于核心领导的战略张力和定力，这是治理结构上的优势。在发展的过程当中，战略沉淀为了渠道、品牌、平台、组织、文化，乃至从“保险+银行+投资”到“金融+科技”的技术崇拜。在寿险和健康险的产品布局上，平安一直思路清晰，行业先后经历过分红险独大、万能险崛起、终端存续期产品暴走等起伏，但平安一直是延续自身的战略思路，不曾也不需要进行大的转型。长期积累，给客户、代理人形成了稳定的信任感，而公司自身也大幅减少了管理上的难度和不必要的摩擦成本。
- ❖ 金融科技浓墨重彩，以待惊鸿。2018 年底平安将集团 Logo 的文字部分由“保险，银行，投资”改为“金融，科技”，体现公司战略意图的变化：未来科技将撑起平安的半壁江山。平安的金融科技业务有两块内容：一个是生态圈的建设，一个是技术的研发与应用。以平安传统的金融业务为核心，寿险、财险、银行、投资分别辐射出五个相互支撑的生态圈：金融服务、医疗健康、汽车服务、房产服务、智慧城市；而技术方面，则以人工智能、区块链、云三大核心技术领域研究，支撑生态圈建设和落地。
- ❖ 乐观预期下奔向 3 万亿市值。与友邦保险相比，平安寿险在 EV 和 NBV 的平均增速上并不逊色，只是稳定性较差，参考友邦的估值水平，我们认为平安寿险可以给到 2 倍 PEV 的估值水平，对应 2019 年每股寿险业务价值 75 元。其他业务采用可比公司法分部估值，并给予 10% 的流动性折价。在未来三年在不考虑平安的科技业务的成长性和平台价值的前提下，仅靠金融业务的拉动，平安 2021 年合理市值在 2.4 万亿元，每股价值 133.5 元，而科技业务只贡献了 1707 亿元。这个估值是平安未来价值的下限，而更大的弹性和增长力来自科技业务价值的爆发，乐观预期下，科技业务进入量变到质变的过程，贡献平安集团 5000 亿市值，那么平安有望奔向 3 万亿市值。
- ❖ 穿越牛熊，价值榜样，持有就是最好的策略。我们预计未来 3 年中国平安的每股内含价值为 65、76 和 89 元，根据分部估值法给予 2019 年目标价 104 元，对应 PEV 为 1.6 倍，上调至“强推”评级。
- ❖ 风险提示：经济下行，利率向下超预期；管理层变动；保险需求释放低于预期。

主要财务指标

	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	976832	1259140	1405320	1610738
同比增速(%)	9.7	28.9	11.6	14.6
归母净利润(百万)	107404	138480	154571	177183
同比增速(%)	20.6	28.9	11.6	14.6
每股盈利(元)	5.88	7.58	8.46	9.69
市盈率(倍)	13.65	10.59	9.48	8.27
市净率(倍)	2.63	2.44	2.22	1.93

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2019 年 04 月 04 日收盘价

强推（上调）

目标价：104 元

当前价：80.2 元

华创证券研究所

证券分析师：洪锦屏

电话：0755-82755952

邮箱：hongjinping@hcyjs.com

执业编号：S0360516110002

联系人：张经纬

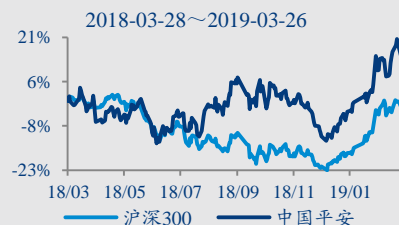
电话：0755-82756802

邮箱：zhangjingwei@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	1,828,024
已上市流通股(万股)	1,828,024
总市值(亿元)	13,287.91
流通市值(亿元)	7,874.26
资产负债率(%)	90.4
每股净资产(元)	30.4
12 个月内最高/最低价	77.48/53.79

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《中国平安（601318）2018 年中报点评：归母净利润大超预期，新业务价值增长同比持平》

2018-08-22

《中国平安（601318）2018 年三季报点评：负债端经营稳健，NBV 增速略超预期》

2018-10-30

《中国平安（601318）2018 年年报点评：寿险及健康险业务表现抢眼，价值增长略超预期》

2019-03-13

目录

一、前言	5
二、复盘：2016 年的拐点	5
（一）2016 年开始保险板块具有持有价值	5
（二）利差主导模式下的“周期”特征显著	6
（三）财务体系演变使价值更为清晰	8
三、中国平安：走上花路	11
（一）平安历史沿革	11
（二）核心竞争力	12
（三）员工持股计划+长期服务激励，为长牛保驾护航	13
四、寿险业务：又稳又快又好	14
（一）寿险行业是非常好的赛道	14
（二）平安寿险：均衡稳健的产品结构，强大的销售能力	16
（三）寿险市场还有广阔发展空间	19
（四）寿险 ROEV 回报将持续在 20%以上	21
五、财险业务：车险竞争激烈，非车险寻求突破	23
（一）三寡头割据，车险行业竞争趋于饱和	23
（二）平安财险：科技赋能，结构多元	25
六、金融科技：浓墨重彩，以待惊鸿	26
（一）科技+金融，五大生态圈	27
（二）技术突破，金融公司的逆袭	28
七、估值：穿越牛熊，价值可期	29
（一）寿险业务估值	29
（二）其他业务估值	31
八、风险提示	32

图表目录

图表 1	2007 年至今保险板块相对沪深 300 超额收益	5
图表 2	平安的持有超额收益的变化更为明显	6
图表 3	中国平安收入和利润持续增长	6
图表 4	中国平安 2014 年后股息支付率持续提升	6
图表 5	行业代理人规模及增速	8
图表 6	行业健康险保费占比	8
图表 7	中国平安一年新业务价值的利源结构	8
图表 8	“2 号解释”保险合同拆分流程	9
图表 9	中国平安年股票、基金、债券会计科目重分类明细（亿元）	10
图表 10	上市险企净投资收益率	10
图表 11	上市险企总投资收益率	10
图表 12	集团分部资产占比	11
图表 13	集团各板块净利润占比	11
图表 14	平安集团股权结构（20181231）	12
图表 15	综合经营效果显著	13
图表 16	平安集团历年实施股权激励计划情况	14
图表 17	保险公司 ROE 长期来看领先其他行业	15
图表 18	海外保险公司 ROE（%）同样处于高位	15
图表 19	保险产品的定价构成	16
图表 20	平安重疾发生率已考虑长期恶化趋势	17
图表 21	中国平安寿险业务内含价值回报明细	17
图表 22	平安代理人产能	18
图表 23	平安险种结构相对平稳	18
图表 24	平安渠道结构以个险为主	18
图表 25	平安的新单和续期占比稳定	19
图表 26	平安的新单中期缴占比稳定	19
图表 27	行业个人业务险种结构（原保费口径）	19
图表 28	行业银保渠道保费收入占比在 50% 以上	19
图表 29	2007 年中国人口结构占比	20
图表 30	2017 年中国各年龄段人口占比	20
图表 31	中国慢性病发病率（2016 和 2026-估计）	20
图表 32	全球医疗健康开支对比（2015 年）	20
图表 33	平安寿险 EV 增速和 ROEV	21

图表 34	2010 年-2018 年平安寿险 EV 变动因素拆分	22
图表 35	平安寿险 ROEV 增速测算（仅考虑预期回报和新业务价值贡献，假设 NBV 增速为 0）	22
图表 36	平安寿险 ROEV 增速测算（仅考虑预期回报和新业务价值贡献，假设 NBV 增速为 5%）	22
图表 37	平安寿险 ROEV 增速测算（仅考虑预期回报和新业务价值贡献，假设 NBV 增速为 10%）	23
图表 38	保险行业财产险业务占比在 30% 以下	23
图表 39	财产险行业车险保费占比在 75% 以上	23
图表 40	非车险的崛起，近两年车险保费占比有下滑迹象	24
图表 41	车险保费增速和行业保费增速高度一致	24
图表 42	平安财产险业务增速领先于行业	24
图表 43	财产险业务份额一路提升	24
图表 44	平安财产险业务增速领先于行业	25
图表 45	财产险业务份额一路提升	25
图表 46	平安财险前 5 大产品（2018 年末）	26
图表 47	平安财产险承保盈利能力较强	26
图表 48	企财险、意外险和保证险综合成本率较低（2018）	26
图表 49	平安 logo 的变化体现出战略调整的方向	26
图表 50	平安集团的金融科技及医疗科技布局架构（2018）	27
图表 51	平安科技在智慧城市产业中的布局	28
图表 52	平安集团及寿险内含价值	29
图表 53	平安剩余边际增长及摊销	29
图表 54	平安及友邦新业务价值及增速	29
图表 55	平安及友邦内含价值及增速	29
图表 56	平安和友邦的 PEV 估值	30
图表 57	寿险业务估值计算	30
图表 58	日本生命保险公司的投资收益率高于基准利率 1.5-2 个百分点	31
图表 59	有效业务价值/内含价值敏感性测试（2018）	31
图表 60	其他业务估值	32
图表 61	平安集团合计每股估值（其他金融业务考虑不曾分拆上市给予 10% 的流动性折价）	32

一、前言

中国平安作为当前 A 股和 H 股共同认可的价值股标杆，并不缺乏各种深度的解读。这篇报告尝试从更多元的角度来探讨中国平安的价值及未来发展空间。有别于大众认识的几个观点：

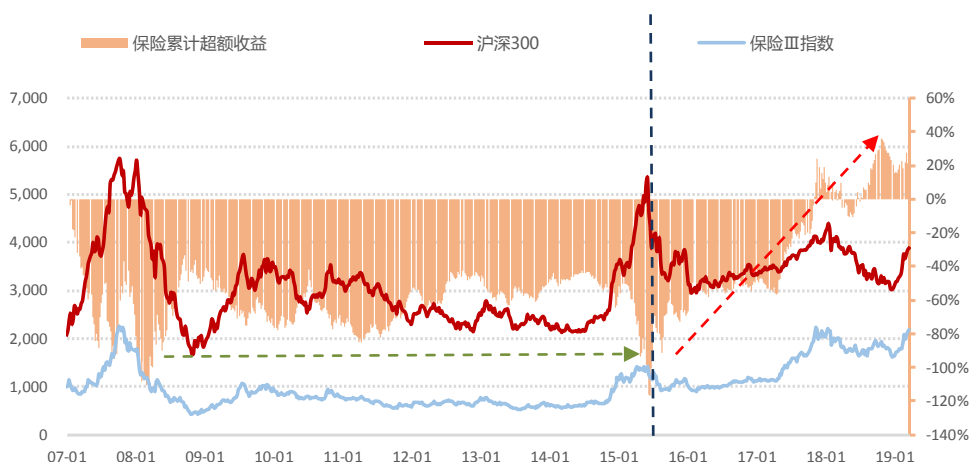
- 保险行业在 2016 年之前并没有显著的持有价值，仅能获得指数收益。2016 年是拐点，之后开始具备持续的超额收益。这个拐点，或是保险行业的“戴维斯双击”在 A 股演绎的开端。
- 平安在保险板块的权重超过 78%（以自由流通市值计算），行业在二级市场的风格表现基本是平安主导的。但保险行业和其他同业的发展方向会影响投资者的判断，很难给予在业务结构和战略布局有领先优势和差异化选择的平安持续的溢价，这是 A 股对保险股的认识与信心不足造成的。反观港股，友邦 2 倍以上的 PEV 估值，是一种定价自信。所幸的是，我们正看到这两年保险行业以急转弯之姿回到了“保障驱动”的发展道路上，行业整体战略的摆正以及市场形象的扭转，是保险板块以及平安未来估值提升的重要支撑。
- 平安的核心竞争力来自于核心领导的战略张力和定力，这是治理结构上的优势。在发展的过程当中，战略沉淀为了渠道、品牌、平台、组织、文化，乃至从“保险+银行+投资”到“金融+科技”的技术崇拜。平安未来也许越来越不像一家保险公司，也不像任何一家其他的金融公司。
- 由于金融行业的周期性，我们也并不认为轻松的持有就会复制下一个茅台。利率周期的风险依然在，影响 EV 的估值基础和行业的前景展望。但平安多元化的收入结构和正在逐步崭露头角的科技金融业务在降低其财务报表对利率的敏感性。相较于日本 90 年代的保险公司，我们现在的各项假设和风险考虑是足够谨慎的。

二、复盘：2016 年的拐点

（一）2016 年开始保险板块具有持有价值

我们将过去 11 年保险指数和沪深 300 的收益率进行了比较，保险股大部分时候基本跑平指数，尤其在牛市中，前半段基本会跑输市场。而且，如果在 2007 年保险股登陆 A 股时就买入并持有，不考虑分红，那么直到 2017 年底才开始获得相较于沪深 300 的正收益。以 2016 年为界，之前保险股可以说并没有显著的持有价值。2016 年之后，保险股开始持续的跑赢沪深 300，并在 2017 年的蓝筹牛市中成功“挽尊”，实现了长期持有的正收益。

图表 1 2007 年至今保险板块相对沪深 300 超额收益



资料来源：wind、华创证券

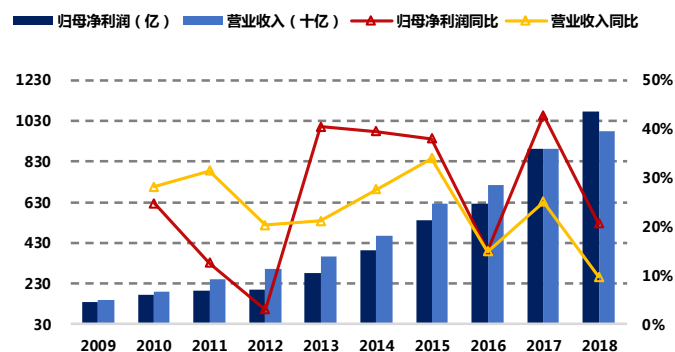
单独看平安的话,这种价值转变的趋势更为提前,也更为明显。2014 年开始,平安就开始持续的跑赢市场,至今超额收益 130%。从财务数据来看,平安 2009 年至今收入复合增速 23%,归母净利润复合增速 25.5%,剩余边际自 2012 年有数据披露以来复合增速 29%,2014 年之后股利支付比率逐年上升。这个增速相较于茅台也是不逊色的,后者 2009 年以来收入和利润额复合增速为 26%和 24%。

图表 2 平安的持有超额收益的变化更为明显



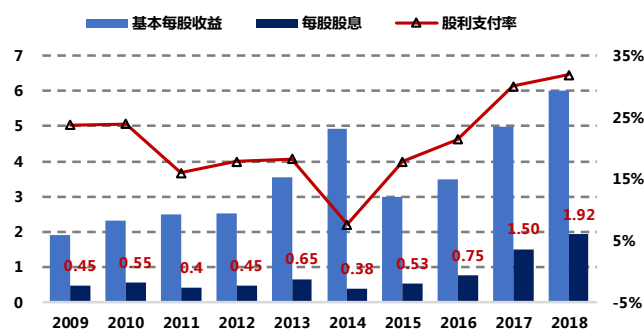
资料来源: wind、华创证券

图表 3 中国平安收入和利润持续增长



资料来源: 公司年报、华创证券

图表 4 中国平安 2014 年后股息支付率持续提升



资料来源: 公司年报、华创证券

但为什么平安的股价没有更早就走出“茅台式”长牛?我们认为一方面,保险行业自身经历不同特征驱动的负债周期和利率周期,在利源结构依赖利差的情况下,波动性较大;另一方面,不同于财务数据清晰稳健的消费品行业,保险行业很大程度上受到了财务准则以及其频繁变更的影响。

(二) 利差主导模式下的“周期”特征显著

不同的负债端产品结构决定了保险公司的利润来源。当利差主导时,保险公司更依赖投资端回报,而当死差和费差主导时,保险公司会获得更为稳定的剩余边际摊销。我们回顾保险产品的发展历史,大概分为 5 个阶段,期间高定价传统寿险、理财险、储蓄险都曾经占据一时的主导地位,直到 2016 年监管开始引导长期保障型产品发展,同时中

产的风险保障意识释放才真正开启“死病差”驱动的新阶段。

1.1982-1991—简易人身险和集体企业养老金保险。1982年寿险业务在上海恢复，当时只有两种产品：简易人身险和集体企业养老金保险。简易人寿产品从本质上来说是一种类似于提供生死两全和意外保障的银行存单，产品定价已储蓄利率作为重要依据，当时随着储蓄利率的变化，简易人身保险的预定利率随之在6%-8%之间变动。1984年，中国人民保险公司应国务院要求设立社会保险处，为城镇集体企业的职工年金和死亡丧葬保障，集体企业养老保险应运而生，性质为社会保险。产品的销售主要通过营业员去单位销售，团体销售渠道由此产生。后来，出现了个人养老金保险。1983-1985年保费收入年增长率超过500%，1986-1987年保费收入年增长率超过100%。

2.1992-1999—保障型寿险主导。1992年以后中国经济进入到一个新的时期。1995年《保险法》颁布实施，中国保险业进入分业经营时代。外资、合资保险公司进入中国市场，友邦保险给中国保险业带来了代理人制度和专业的寿险管理经营技术。代理人模式崛起后，中国保险业出现了寿险产品创新浪潮，出现了终身型、定期返还型两全保险等产品。

定价方面仍然依据储蓄利率。1992-1995中国出现严重通货膨胀，一年期存款利率一度达10.98%，相应寿险的预定利率也设在高位。1996年以后，人行连续八次降息，一年期存款利率从10%一路跌至1.98%，这使寿险公司遭受严重的利差损。

1998年，中国保监会成立，形成了“一行三会”的分业监管格局。1999年6月，一年期存款利率下调至2.25%，保监会发布《关于调整寿险保单预定利率的通知》（保监发[1999]93号），规定所有寿险产品预定利率不得超过2.5%。至此，中国寿险业经历了自1997年开始的4次预定利率下调，保障型传统寿险产品失去了市场竞争力。**于是，中国寿险业转向具有财富管理功能的创新型寿险产品发展阶段。**

3.1999-2013—储蓄理财型寿险产品出现。中国平安率先于1999年10月25日在上海推出投资连结保险—平安世纪理财投资连结险。以后，其他公司纷纷效仿推出其他形态的理财性质产品，2000年3月，中国人寿推出第一款分红险—国寿千禧理财。2000年8月，太保卖出第一款万能寿险—太平盛世·长发两全保险。此后，新型保险产品（分红、万能、投连）成为寿险产品主流形式。

4.2013-2016—中短存续期产品爆发。2012年，新的保监会主席项俊波上任开启了大刀阔斧的“将权利交给市场”时代。2012年下半年放开投资端，此后逐步推进车险、寿险费率市场化。普通型人身险预定利率于2013年放开，2015年2月放开万能险的最低保证利率。各类人身险种的预定利率普遍从2.5%调整至3.5%。中小保险公司借助以万能险为代表的中短存续期产品实现了弯道超车。但资产负债错配，负债端成本过高等问题引发监管关注。2016年，“险资举牌”引发资本市场的波澜。2017年5月，保监会发布的“134号文”对人身险产品开发设计做出详细要求及规定，进一步约束高风险的中短存续期产品。

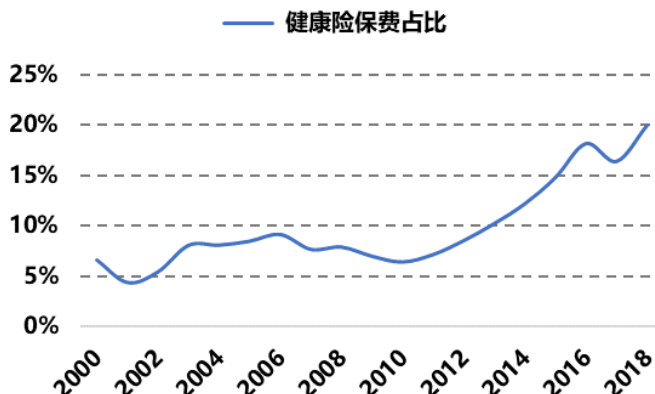
5.2017 开始—回归保障。2017年以后，行业迎来了急刹车，及时调整转换轨道。监管提倡保险业应“回归保障”，发挥保险产品的本质功能，保障型产品时隔多年又重新回到了市场的中心。

图表 5 行业代理人规模及增速



资料来源：银保监会、华创证券

图表 6 行业健康险保费占比



资料来源：银保监会、华创证券

*未剔除个别公司返本型护理保险保费

2016 年年报开始，平安披露新业务价值中利差的占比，因为费差几乎可以忽略，我们看到平安已经形成了接近友邦的死病差占比在 70% 左右的业务品质。因为死病差独立于资本市场和经济周期，而且当样本群体足够大时，其变化和波动是稳定的、可测的，这就构成了以剩余边际释放为主的营运利润的稳定增长，也使得保险公司的存量 EV 在不断优化的 NBV 迭代后也能实现更可靠的增长。

图表 7 中国平安一年新业务价值的利源结构

产品类型	寿险及健康险		长期保障型产品	
利源占比	利差	死差、费差及其他	利差	死差、费差及其他
2016 年	33.90%	66.10%	22.00%	78.00%
2017 年	36.20%	63.80%	25.10%	74.90%
2018 年	34.00%	66.00%	23.50%	76.50%

资料来源：公司年报，华创证券

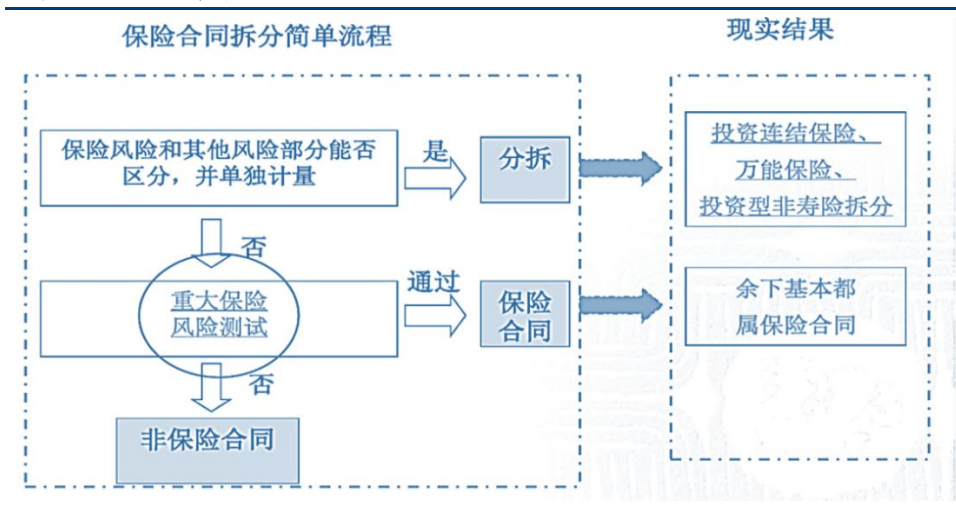
（三）财务体系演变使价值更为清晰

保险行业财务体系自成一派，在投资人的理解上有一定的门槛，而且不时随国际会计准则和欧洲的精算方法而调整，导致数据上缺乏一定的连续性。但从大的方向来看，经过偿二代的变化，财务体系和 EV 体系越来越能真实反映保险公司的价值。

1. 收入端：从“2号解释”到“IFRS17”，保障型产品是唯一方向

2009 年之前，保险公司的利润表上，保费收入科目是无差异化的计入通过销售保单获得的保费收入，因而理财或储蓄型的保单更容易做大收入规模。2008 年 8 月以来，财政部和保监会先后发布了《企业会计准则解释第 2 号》和《关于保险业实施〈企业会计准则解释第 2 号〉有关事项的通知》。2009 年 12 月 22 日，财政部印发《保险合同相关会计处理规定》。这一系列政策文件主要涉及保险合同的会计处理等内容：将保险混合合同进行拆分或重大风险测试，能拆分为保险合同或通过重大风险测试的部分确认为保险合同，收入计入“原保险保费收入”科目，拆分为非保险合同或未通过重大风险测试的部分，进入到保险公司负债。此规定从 2009 年年度报告开始实施。“2 号解释”使得依靠投资型产品获得收入的保险公司在利润表的收入大幅下降，也引导保险公司积极发展保障型产品。

图表 8 “2 号解释”保险合同拆分流程



资料来源：保监会、华创证券

IFRS17—保险合同将全新计量。国际会计准则理事会(IASB)于 2017 年 5 月 18 日发布《国际财务报告准则第 17 号：保险合同》(IFRS17)。新准则取代现行的允许多样化会计处理的 IFRS4，旨在确立适用于保险合同的、一致且原则导向的会计准则。IFRS17 将于 2021 年 1 月 1 日起的报告期生效。该准则在保费收入确认口径、准备金分拆列示等多个方面对现行保险合同准则作出了重大改进，以便在全球范围统一保险合同会计处理方法，真实完整地反映保险企业的财务状况和经营成果，进一步提升保险行业财务报表的可比性。我国财政部也在 2018 年底发布了基于 IFRS17 的关于保险合同计量的征求意见稿，未来对保险收入的确认会变得更加复杂，更较强调保障风险的特征。

2. 准备金：从谨慎的法定准备金到市场一致性的准备金提取

保险公司利润表中最大的支出类科目即“提取保险责任准备金”，对准备金影响最大的是未来现金流和折现率两大核心参数。在 2009 年之前，旧准则主要服务于保险监管当局，侧重稳健与保守，在折现率的使用上，旧准则对 99 年前后的保单进行了区分处理，其中对于 99 年前所签订的高利率保单按照 7.5%与定价利率孰低原则选择折现率，对于 99 年后的保单采用 2.5%和定价利率中的较低者作为折现率，折现率和死亡率都锁定，不随准备金核算当期的经验变动。对新销售保单而言，旧准则下不许递延的获取成本和保守的准备金计提导致新单销售出现“越卖越亏”的悖论。

2009 年之后，根据《保险合同相关会计处理规定》，寿险责任准备金的现金流和折现率两大核心参数均向实际靠拢。其中对于未来现金流的估算弥补了旧准则的缺陷，把原来所忽略的退保和维持费用考虑进来，同时把原来允许保险公司计提的归属公司股东的分红特储和万能平滑剔除，在折现率的使用上，新准则摒弃了旧准则按高低利率保单的区别对待计算方法，直接使用市场利率对准备金进行计量，对传统险责任准备金采用 750 日国债均线为基础评估利率，投资类保单以实际的回报率为基础评估利率。2.5%到市场化的评估利率，保险公司的责任准备金计提得到大幅释放，同时新准则设置了“剩余边际”科目来吸收首日利得，更直观的反映出了期间财务报表无法体现的寿险公司的长期盈利能力。

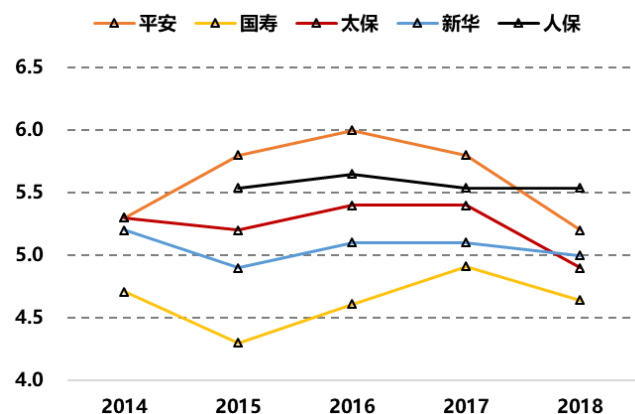
3. 利润端：“营运利润”指标走入视野

准备金之外，保险公司的利润受到投资收益的扰动很大，尤其是执行 IFRS9 之后，原先在 AFS 科目下可以调整的空间也被大幅压缩。从 2018 年中国平安的年报来看，股票类中 FVTPL 的占比从 6%提升到了 37%，基金类全部计入 FVTPL，在全年权益市场不振的情况下，平安的净投资收益率和总投资收益率相较于同业都出现了更明显的回落。反之，当市场上行时，I9 下投资收益也会更大幅度的反弹。大幅波动增加投资者预测的难度，不稳定的利润预期也影响二级市场的估值。平安 2017 年开始效仿友邦，披露营运利润，剔除掉准备金折现率变动、投资偏差带来的扰动。

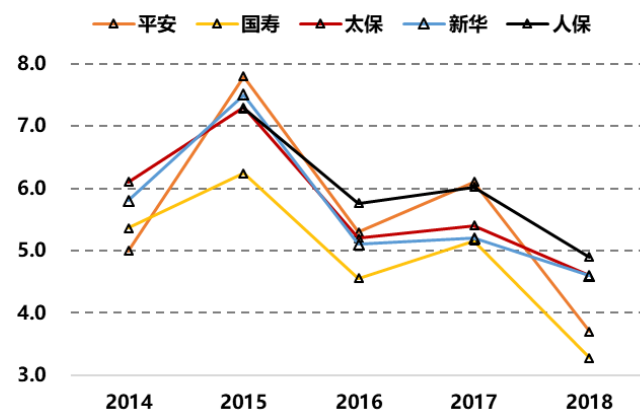
图表 9 中国平安年股票、基金、债券会计科目重分类明细（亿元）

投资资产	2017A			2018A		
	会计科目	金额	占比	会计科目	金额	占比
股票	FVTPL	170	6%	FVTPL	896	37%
	AFS	2599	94%	FVOCI	1542	63%
	合计	2769	100%	合计	2439	100%
基金	FVTPL	335	37%	FVTPL	2008	100%
	AFS	569	63%			
	合计	904	100%	合计	2008	100%
债券	FVTPL	638	4%	FVTPL	1694	9%
	AFS	2219	14%	FVOCI	2593	13%
	HTM	12438	77%	AC	15259	78%
	AR	932	6%			
	合计	16227	100%	合计	19546	100%

资料来源：公司年报、华创证券

图表 10 上市险企净投资收益率


资料来源：公司年报、华创证券

图表 11 上市险企总投资收益率


资料来源：公司年报、华创证券

4. 偿二代：打破了保险公司的“资本饥渴”

为了加强保险公司的偿付能力监管，保监会于 2008 年 7 月 10 日颁布了《保险公司偿付能力管理规定》，简称“偿一代”。“偿一代”要求保险公司应当具有与其风险和业务规模相适应的资本，定期进行偿付能力充足率评估。

2015 年 2 月，保监会颁布了《保险公司偿付能力监管规则（1-17 号）》和《关于中国风险导向偿付能力体系实施过渡期有关事项的通知》，保险业进入“偿二代”的过渡时期，2016 年 1 月 1 日正式实施“偿二代”。

“偿一代”和“偿二代”的目的都是为了监控保险公司的偿付能力（偿付能力定量衡量主要指标为“偿付能力充足率”，计算公式为实际资本除以最低资本）。其区别主要在于：相比“偿一代”以业务规模为基础评估保险公司的偿还债务能力，“偿二代”与国际监管理念和模式接轨，建立了以风险为导向的偿付能力监管规则，构建以定量资本要求、定性监管要求和市场约束机制三支柱为框架的监管体系，在风险分层理论、三支柱的逻辑关联、资产负债评估框架、寿险合同负债评估、风险管理要求与评估、风险综合评级、市场约束机制等多个方面，充分体现了中国新兴保险市场的特征。

对资本市场而言，更为重要的是“偿二代”允许剩余边际不计入认可负债，从而体现在实际资本的增加上（实际资本=认可资产-认可负债），大幅提升了保险公司的偿付能力充足率。尤其是对剩余边际较高的保障型保单，会出现越卖资本越充裕的情景。

“偿二代”打破了保险公司的资本饥渴，寿险公司的 ROE 提升打开空间。虽然业内认为“偿二代”2 期工程会对这种过于乐观的偿付能力计算方法做一定的调整，但整体变化应该不会太大。

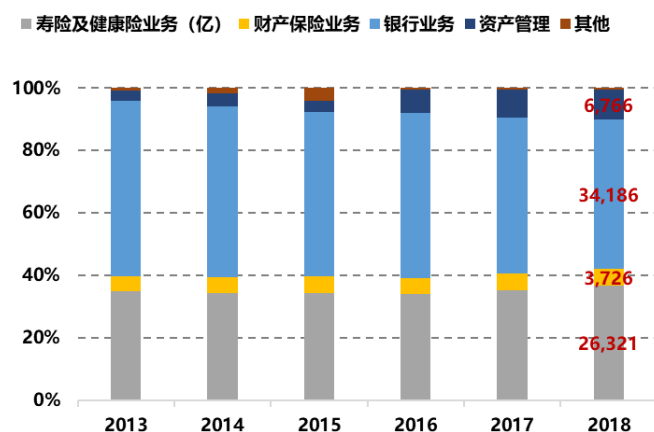
综上，我们认为寿险行业尤其是中国平安在 2016 年后将迎来显著的长期投资价值，外部条件看会计准则、内含价值体系对寿险行业更为友好，有助于投资者理解行业的长期价值。更重要的是，行业基本面也料将迎来健康险等保障产品驱动的黄金发展期。

三、中国平安：走上花路

（一）平安历史沿革

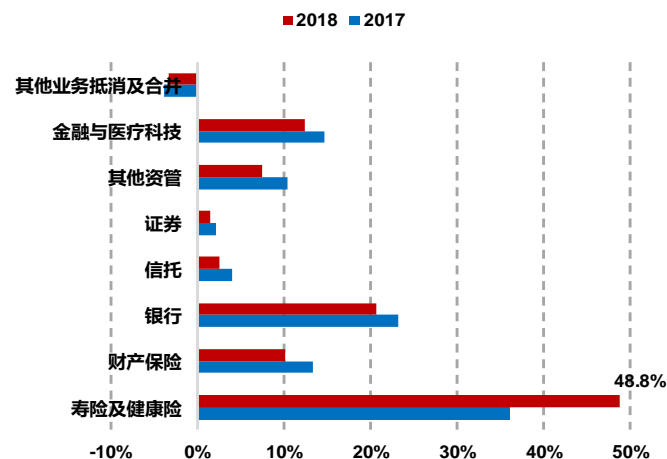
平安集团诞生于具有“改革创新”基因的深圳蛇口，一路通过内生增长与外延并购发展成为今日的综合集团。1988 年，平安从最初深圳范围内的产险业务拓展至全国，1994 年进入人身险市场；1995-2005 年，集团依次新增信托、证券、期货、银行、养老险、健康险等业务；2006 年集团并购深圳商业银行，2011 年控股深发展，商业银行业务不断壮大，逐渐形成以寿险、银行为核心的综合金融架构；2012 年成立陆金所，进一步开拓互联网金融业务板块；2018 年末平安对自身的主业表述从“保险+银行+投资”调整为“金融+科技”，确立了科技赋能+金融生态的核心战略。到 2018 年底，集团总资产 7.1 万亿，其中银行占 50%（合并口径，其中归属母公司部分占比 37%），寿险占比 35%，产险占比 5.2%。

图表 12 集团分部资产占比



资料来源：公司年报、华创证券

图表 13 集团各板块净利润占比



资料来源：公司年报、华创证券

两地上市夯实资本实力，股权结构逐步调整中优化。中国平安于 2004 年港股上市，2007 年 A 股上市，两次上市的时机都较好，为平安夯实了资本实力，奠定了随后发展的基础，同时先后引入的海外战投也为公司的战略提供助益。

2004-2012 年：汇丰和员工持股平台为主要股东。中国平安是我国最早引进外资机构投资者的金融机构，集团于 1995 年引入摩根士丹利和高盛两家外资股东；2003 年汇丰入股平安，在 2003-2012 年内为中国平安单一最大股东。除汇丰外，景傲实业、新豪时、江南实业三个员工持股平台也持有公司股权较大比重。截至 2012 年末，汇丰系合计持股 12.34%，员工持股平台合计持股 9.25%。

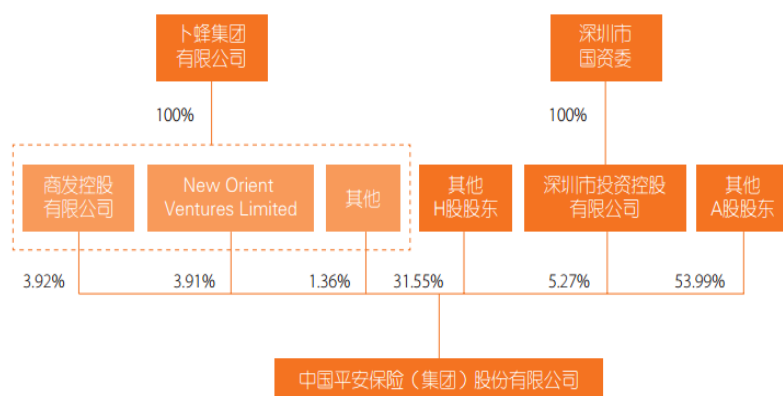
2012 年至今：机构分散持股，无实际控制人。2013 年末汇丰不再持有集团股权，转让给泰国正大集团旗下的持股平

台。员工持股计划 2013-2015 年逐渐减持，到 2015 年末已无持股；近年来集团形成了机构分散持股的股权结构，主要股东为泰国卜蜂集团和深圳国资委，但比例都不高，无实际控制人。

（二）核心竞争力

清晰、均衡的股权结构给予管理层很大的施展空间。平安集团经过多年对股权结构较为分散，形成了外资、国有、民营、其他社会公众股东共同持股的格局。由于不存在控股股东，也不存在实际控制人，以马明哲为核心的管理层拥有非常大的管理空间，马明哲的战略思想和决策能够快速地在集团内传达、落地、执行，使得平安形成了非常高效的管理体制。

图表 14 平安集团股权结构（20181231）



资料来源：公司年报、华创证券

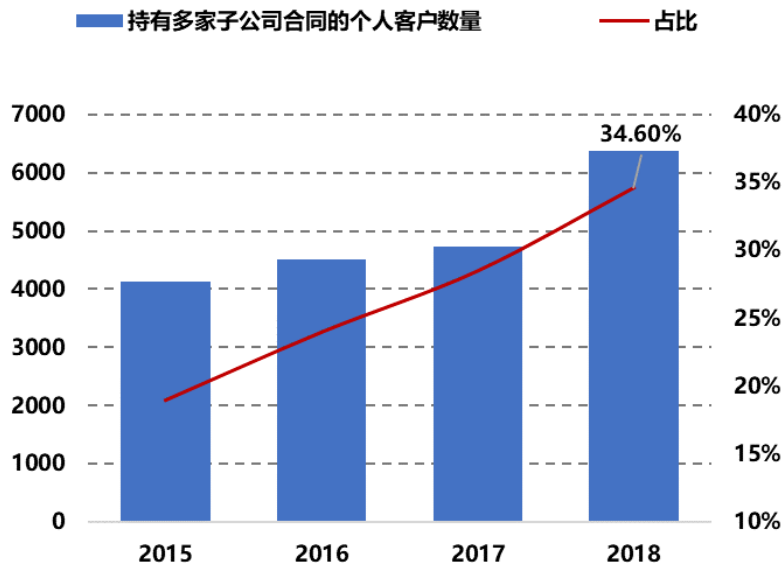
完善的治理架构、国际化专业化的管理团队。马明哲是平安的创始人兼灵魂人物，可以说他的理念和决策基本上决定了平安的发展道路和格局。马明哲认为，一家企业最主要的问题是体制、机制与人才，体制决定机制，机制决定人才的去留，归根结底还是人才。平安集团管理团队大多经验丰富，均为保险、会计、法律或其他专业领域的资深专业人士。核心管理团队一直保持稳定，平均司龄超 20 年。平安一直采取“洋为中用”的人才战略，几乎在每个领域最开始都是通过聘用外脑来学习国际先进经验，使得公司能够快速达到国际一流水平。平安先后从台湾、新加坡、美国引进人才，吸取国际寿险发展的先进经验，2010 年后从平安内部成长起来的任汇川担任平安集团总经理，意味着平安的“外脑”战略模式有所调整，也说明平安已经能从内部输出和培养的成熟的保险业高端人才。目前平安集团及各子公司的高管中，还有一半是外籍人士，并创新性的采用了 3 位联席 CEO 的方式，分别统筹管理个人、公司、科技业务。

行业最知名品牌之一，逐步构筑成护城河。经过在国内保险市场三十年的运作和品牌建设，中国平安已经成为中国保险行业最知名的品牌之一。2018 年中国平安名列《财富》世界 500 强第 29 位，较 2017 年上升 10 位，在中国入围企业中排名第 7，蝉联中国内地混合所有制企业第一，在全球金融企业排名中，名列第 5。2017 年，中国平安被 BrandFinance 评为全球最有价值的保险品牌，品牌价值达 163 亿美元。得益于深厚的品牌历史和重要的行业地位，“中国平安”品牌成为竞争对手无法复制的重要无形资产，持续为业务的稳定发展助力。

综合经营协同效应明显，个人客户基础牢固。平安集团业务条线众多，金融、科技、医疗服务相互之间协同效应十分明显。在“互联网+综合金融”的发展模式下，围绕广大用户的“医、食、住、行、玩”需求，不断丰富金融、生活场景，加强互联网用户经营，提升用户体验，推动互联网用户及客户迁徙，实现了“一个客户、一个账户、多项服务、多个产品”的展业格局。平安通过任意门、一账通、万里通（壹钱包）等形式实现了集团内部各个子公司用户的产品同享、服务打通、积分共享，从而使任意一个子公司的客户都能体会到平安作为综合性金融控股集团的服务，这样内部的交叉销售、交叉服务使得原本较低频率的金融产品购买和使用，通过内部的任意门等形式提高了用

户的金融产品黏性，加强了用户和金融产品、服务的联系。

图表 15 综合经营效果显著



资料来源：公司年报、华创证券

重视战略布局，敢于前瞻突破。平安非常重视战略，此前一直支付不菲的费用聘用麦肯锡为公司进行业务分析和战略研究，而平安历史上和现在的多位高管张子欣、顾敏、陈心颖等都来自于麦肯锡。1998 年之后，麦肯锡对平安在成长策略、组织架构、业务流程等方面展开全方位改革。“平安的抱负（战略规划）”、“平安寿险的流程改造”、“人力资源项目”等相继展开。麦肯锡不仅帮助平安确定了以寿险为核心的发展方向，设计了完善的投资架构和 workflows，而且为平安打开了一扇看世界的窗口，使国际上最先进的企业管理思想和方式在公司生根、开花、结果。和麦肯锡合作最大的意义是它改变了平安的观念，开阔了平安的视野，把平安的思维提高到了一个新的高度。

科技布局在同业中遥遥领先。目前平安集团已孵化出四家科技独角兽公司，平安好医生已经崭露头角，于港交所上市。陆金所控股转型成为综合金融交易平台，已于 2017 年开始实现整体盈利，医保科技和壹帐通已完成轮融资。2018 年金融科技板块实现 150 亿净利润（内部合并抵消之前），成为仅次于寿险和银行的第三大利润来源。科技布局不仅为平安开辟新的盈利点，更重要的是为传统金融业务在数字化时代的转型打好了基础。平安已经开始计划，未来的业务中，将有三分之一的收入来自于金融科技的贡献，这使得平安的想象空间远超一般的保险公司。

（三）员工持股计划+长期服务激励，为长牛保驾护航

早在平安在上市之前，设立了员工受益所有权计划，由参与员工认缴员工投资集合资金并获得单位权益，通过持有三家公司（新豪时、景傲实业、江南实业）间接持有平安股份。截至平安 2007 年上市，新豪时、景傲实业、江南实业分别持有平安 3.9、3.3 和 1.39 亿股，共 8.6 亿股，占平安发行前总股本的 13.88%。2012 年，北京丰瑞股权投资基金（有限合伙）、天津信德融盛商贸有限公司、中国对外经济贸易信托以及林芝正大环球投资正式接手平安员工持股公司新豪时 60%、景傲实业 60% 和江南实业 38% 的股权，涉及约 4.08 亿平安 A 股，剩余平安员工股份的转让亦已达成协议。2012-2014 年，三家公司逐步减持，但平安前十大股东中仍然可以看到其身影。2014 年后，三家公司已在平安前 10 大股东中消失，持续多年的减持压力也消化完毕。

平安从 2015 年开始实施员工持股计划，至今共实施 5 次，总共从二级市场购股数 5301 万股，成交金额共 25.78 亿元，在不考虑卖出的情况下，占总股本比例的 0.31%。

图表 16 平安集团历年实施股权激励计划情况

实行计划时间	持股方式	购买股数 (万)	与总股本 占比	成交总金额 (亿元)	交易均价 (元/股)	参与人数	董监高持 股占比
20150320-20150326	二级市场购股	405	0.040%	3.12	77.02	839	0.010%
20160317-20160321	二级市场购股	1480	0.080%	4.82	32.53	773	0.030%
20170323-20170327	二级市场购股	1642	0.090%	6.03	36.74	1157	0.030%
20180427	二级市场购股	967	0.050%	5.93	61.29	1296	0.020%
20190325-20190327	二级市场购股	808	0.044%	5.88	72.79	1267	0.015%

资料来源：公司公告、华创证券

2018 年 10 月 29 日中国平安公告，拟酌情及适时回购公开发行的境内、境外股份，回购总额不超过总股本的 10%，按其市值计算，将是 1000 亿级别的回购规模。

2018 年启动长期服务计划。2018 年 12 月 14 日，平安集团 2018 年第二次临时股东大会通过了了实施长期服务计划的议案。长期服务计划的参与对象是对公司整体业绩和长期发展具有重要作用的核心人才，比股权激励计划的参与人更加广泛。该计划每年一期，根据董事会设定的净利润增长率目标的实际达成情况（R），按一定比例计算：

当年度长期服务计划额度上限= 当年度净利润 × N。

其中：

1. $R \leq$ 设计目标的 100% 时， $N=0$;
2. 设计目标的 $100\% < R \leq$ 设计目标的 150%， $N=3\%$;
3. 设计目标的 $150\% < R \leq$ 设计目标的 250% 时， $N=4$;
4. $R >$ 设计目标的 250% 时， $N=5\%$ 。

平安在 2018 年利润已经超过 1000 亿元，一般假设下，管理层能实现 $N=3\%$ 的激励，则每年至少 30 亿元以上的回购规模，考虑平安的利润增长，未来存续期 10 年内都将持续有激励授予。

公司 2019 年 3 月 13 日公告，拟使用不低于人民币 50 亿元且不超过人民币 100 亿元（均包含本数）的自有资金，以不超过人民币 101.24 元/股的回购价格回购公司 A 股股份。本次回购股份将全部用于公司员工持股计划，包括但不限于公司股东大会已审议通过的长期服务计划。

未来 5 年，平安集团的回购和员工持股计划、长期服务激励不仅给其二级市场带来长期的价格支撑，也进一步绑定了平安和员工的利益关系，理顺长期激励机制。

以下将展开对平安集团的核心业务：寿险、财产险和金融科技板块的分析。

四、寿险业务：又稳又快又好

（一）寿险行业是非常好的赛道

从 A 股历史时间不长的 ROE 数据来看，除去 2008 年金融危机，保险公司的 ROE 整体上都跑赢 A 股非金融行业，

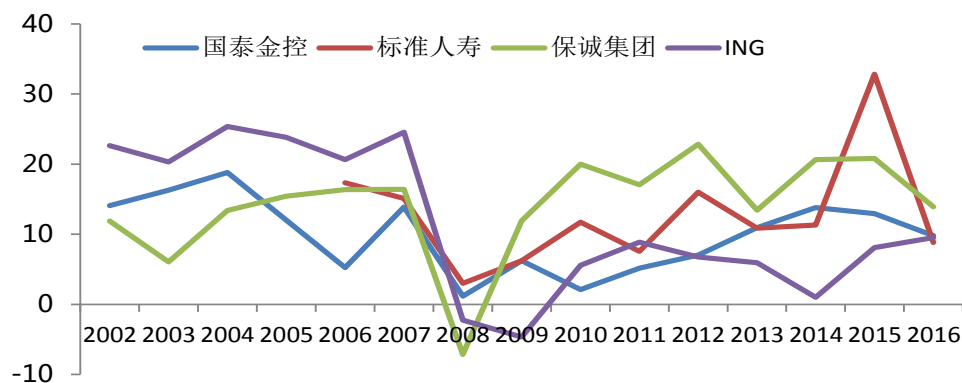
也大幅跑赢金融里的券商板块，与银行基本相当，站在了各行业盈利能力的顶端。海外的保险公司同样保持了平均10%以上的ROE回报，在整体的低回报率市场里，保险公司依然具有非常吸引人的盈利能力。寿险行业是一个非常好的赛道，选好了赛道，就有“躺赢”的可能。

图表 17 保险公司 ROE 长期来看领先其他行业

%	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险	中国太平	友邦保险	保险行业	A 股非金融
2007 年	19.68	16.88						14.04
2008 年	6.64	0.71	2.40	25.34	-6.52	4.58		17.07
2009 年	17.13	18.50	14.00	94.70	8.02	11.77		7.80
2010 年	16.02	17.30	10.88	41.63	17.66	13.81		11.12
2011 年	9.16	16.00	10.62	16.84	4.33	7.51		8.50
2012 年	5.38	13.80	6.13	8.69	6.77	11.31		7.65
2013 年	11.22	16.40	9.52	11.76	7.71	11.43		5.49
2014 年	12.83	18.25	10.25	14.63	11.23	11.20	18.84	4.94
2015 年	11.56	17.12	14.20	16.20	11.53	9.15	19.08	5.54
2016 年	6.16	17.40	9.10	8.45	9.28	11.90	11.88	7.34
2017 年	10.33	20.80	10.89	8.76	9.94	14.57	13.62	8.50
2018 年	3.56	20.86	12.55	12.25	11.28	8.08		8.82

资料来源：wind、保监会、华创证券

图表 18 海外保险公司 ROE（%）同样处于高位



资料来源：bloomberg、华创证券

寿险行业超强的盈利能力是否仅是因为牌照壁垒带来的制度红利？我们认为牌照壁垒是其中一个但并非唯一的缘由。保险关系到个人和家庭的风险和经济保障，会影响到社会稳定和福利水平，因而各国对保险公司都有资本和监管的要求，程度不同而已。同时保险自身遵循的大数法则和负债的长期性，也导致行业的规模效应明显从而形成行业的竞争壁垒，但这并不是保险行业获得超越市场的 ROE 回报的核心原因。由于保险产品可以低成本的复制，即使行业内新公司无法自由进入的情况下，竞争已经足够激烈，参考车险市场居高不下乃至超过 100% 的综合成本率。

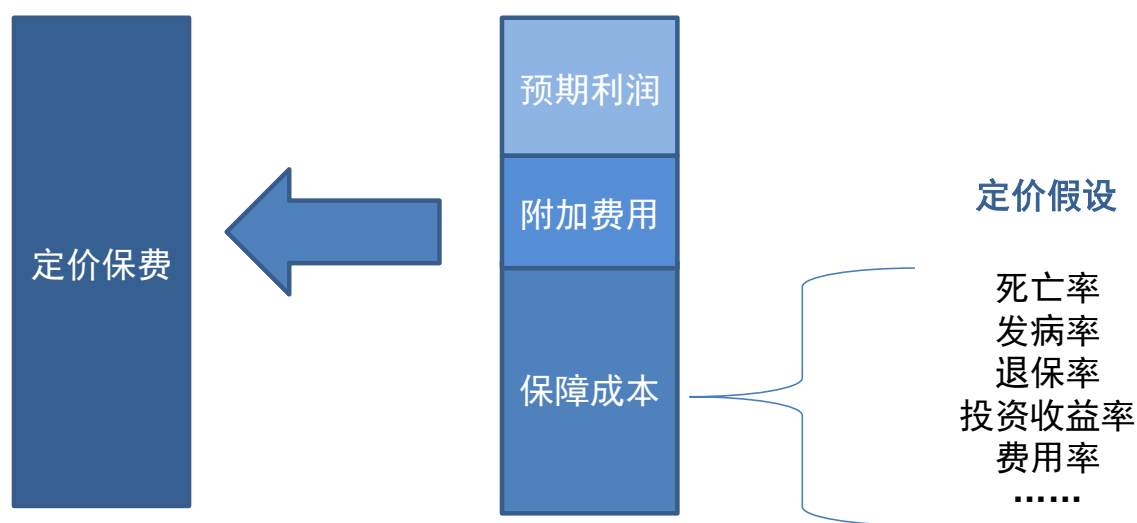
我们认为寿险行业的商业模式核心在于“风险的时间价值”。从保险产品的定价方式来看，保障成本、附加费用和预期利润构成了定价保费，其中利润的来源就是预期利润和保障成本，前者从剩余边际中逐渐释放，后者体现为经验偏差。

预期利润是公司根据其战略目标和股东要求来制定，寿险行业的高利润追根溯源的话，可以说在产品的设计上就体

现了这种高回报的要求，因为保险公司承担了长期的风险，仅以利率风险为例，短期来看即使是保守的考虑了风险边际的定价利率，在面对十年二十年以上的未来时，都有巨大的不确定性，日本 90 年代以后的保险公司、我国 1999 年以前的寿险业务都深受利率变化之苦。数十年的积累甚至可能抗不过一次黑天鹅事件，例如 AIG 在次贷危机之后的陨落。因而我们认为高的利润要求回报体现的是长期的风险的时间价值。

经验偏差的贡献有正有负，通常来说除去投资收益率的偏差波动较大之外，死病差都有较大的正贡献，因为保险公司会采用非常保守的死亡率和发病率来设计产品。短期来看，会显得产品很贵，当然由于信息不对称，投保人通常察觉不到。但考虑时间跨度后，这种“信息不对称”也是风险时间价值的体现，因为科技进步、技术突破会导致治疗手段提升，大概率出现发病率上升而死亡率下降的情况，重疾、医疗的赔付会上升，年金的给付压力变大等等，保险公司对长期型的产品需要制定较为谨慎的精算假设。

图表 19 保险产品的定价构成

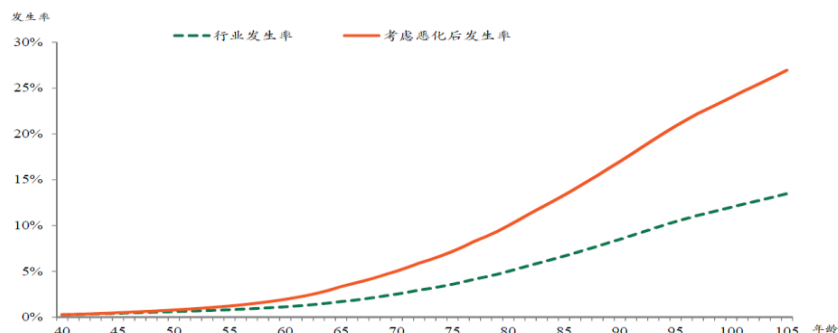


资料来源：华创证券

我们认为保险行业的高回报源于其“长期负债”所面临的风险的时间价值。在绝大部分经济平稳运行的阶段，尤其是在黄金阶段（比如人口结构刚刚进入老龄化的进程当中，需求快速释放、利率环境平稳向好等），保险产品的利润率会非常高，公司的利润也将进入快速释放期；而一旦遭遇经济的“黑天鹅”事件或者宏观环境进入不利保险的发展阶段（利率持续长期下降、人口完全进入老龄化状态等），保险行业也将遭遇困境。没有绝对完美的商业模式，很幸运的是，我们认为国内的保险公司正处于黄金阶段，其商业模式带来的利润释放正在逐步加速，预计持续时间在 5-10 年以上。

（二）平安寿险：均衡稳健的产品结构，强大的销售能力

平安的寿险和健康险最被人乐道的是显著高于同类型产品的价格和显著好于同类产品的销量。“物美价贵”曾经是部分投资者不看好平安的原因。从产品定价来看，平安采用了更为谨慎的发病率假设，从而价格更高，每年贡献稳定的运营偏差，成为利润的一部分。2018 年，包括新华在内的几家寿险公司也调整了重疾的发生率，未来随着检出率的提升，重疾的发生率大概率是继续缓慢上行的。显见，一边降价销售，一边调整发病率假设，这对长期经营的保险公司而言，其实是自毁价值，增加风险，非长久之计，具有提价能力的保险公司才具有核心竞争力。这是公司自身的战略选择和销售能力决定的。平安的销售能力来自多年积累，非一日之功。

图表 20 平安重疾发生率已考虑长期恶化趋势


注：(1) 以上以40岁女性独立给付重疾发生率为例
(2) 行业发生率为保险行业协会发布的重疾发生率，我公司内含价值评估使用考虑恶化后发生率

资料来源：公司材料、华创证券

图表 21 中国平安寿险业务内含价值回报明细

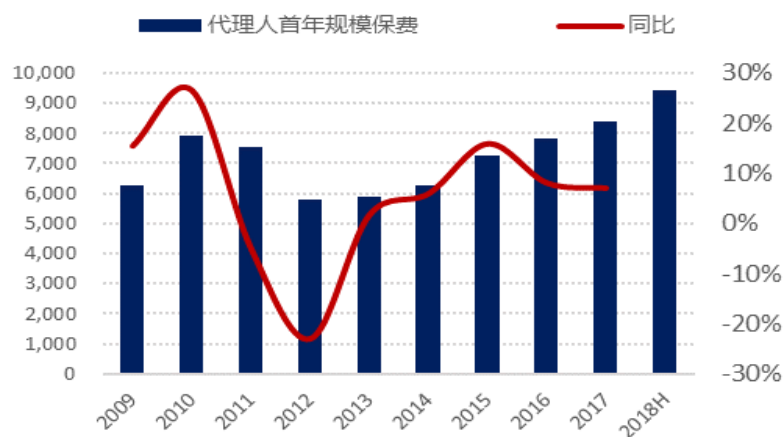
寿险及健康险业务	2014	2015	2016	2017	2018
年初内含价值预计回报	9.4%	9.3%	8.4%	8.8%	9.1%
新业务价值创造	11.0%	11.8%	21.1%	24.5%	18.8%
营运假设及模型变动	1.1%	-0.1%	-12.9%	-0.2%	0.1%
营运经验差异及其他	0.1%	0.4%	-0.1%	2.5%	2.8%
ROEV	21.7%	21.4%	16.5%	35.5%	30.8%
市价调整影响	0.4%	0.3%	-0.3%	-1.5%	1.4%
投资回报差异贡献	10.5%	4.4%	-0.2%	8.4%	-2.5%
股息支付率	-2.9%	-2.6%	-5.3%	-4.8%	-6.3%
股东注资影响	0.5%	0.2%	0.0%	0.2%	0.0%
内含价值回报率（增速）	30.1%	23.7%	10.7%	37.8%	23.5%

资料来源：公司年报、华创证券

1. 平安代理人基础优于同业

截至 2018 年末季度平安代理人规模为 132 万人，行业排名第二（第一为国寿，144 万人）。2018 年平安代理人人均新业务价值（元/人均每年）为 4.88 万元/人，同比 1.1%。2018 年中期新华月均人均综合产能为 5187 元/人，同比 -26.2%，同期平安人均产能为 9453 元/人，同比 -24%。（太保、国寿未披露，但可推断出小于平安）。平安十分注重代理人收入指标，2018 年月均代理人收入为 6294 元，同比 0.7%，远超多地平均工资收入水平。近两年，各家公司代理人增速都较前几年高增长有所放缓，这时人员留存率和绩优人力数量显得尤为重要，在代理人发展、留存方面平安拥有较好的基础。

图表 22 平安代理人产能



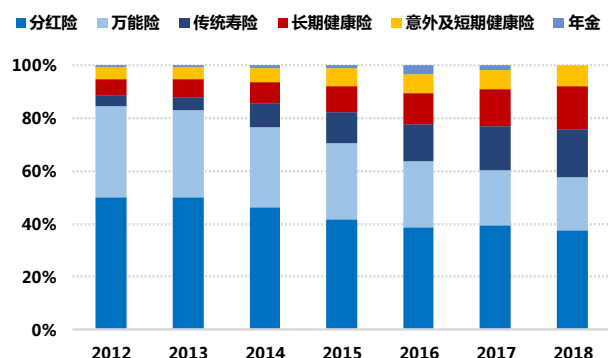
资料来源：公司年报、华创证券

*2018 年末披露指标为人均新业务价值

2. 产品线齐全，定位偏中高端，服务和品牌实现溢价

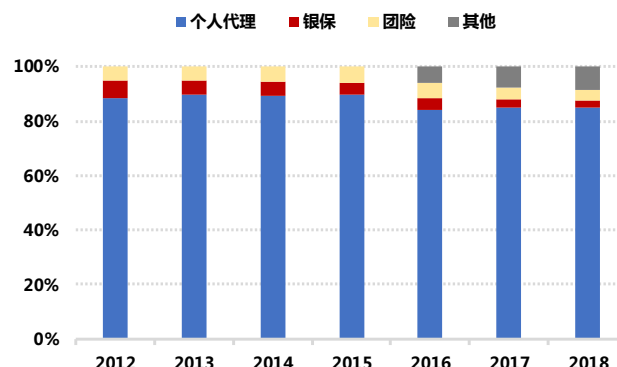
平安具有战略定力，不因行业大潮而偏离自身的目标。从渠道上看，虽然集团有银行子公司，但平安在银保渠道上显得极为克制，银保渠道保费收入占比一直在 5 个百分点左右，而 2010 年之前行业内大部分保险公司都超过了 50%。产品结构上，平安一直追求均衡和齐全的产品线，分红、万能和传统险基本是 4:3:2 的结构，近年来长期健康险的份额有明显的上升。在寿险和健康险的产品布局上，平安的思路一直较为清晰，行业先后经历过分红险独大、万能险崛起、终端存续期产品暴走等起伏，不少公司也因为某些阶段的战略不利而进行“转型”，但平安一直是延续自身的战略思路，不曾也不需要进行大的转型。长期积累，给客户、代理人形成了稳定的信任感，而公司自身也大幅减少了管理上的难度和不必要的摩擦成本。

图表 23 平安险种结构相对平稳



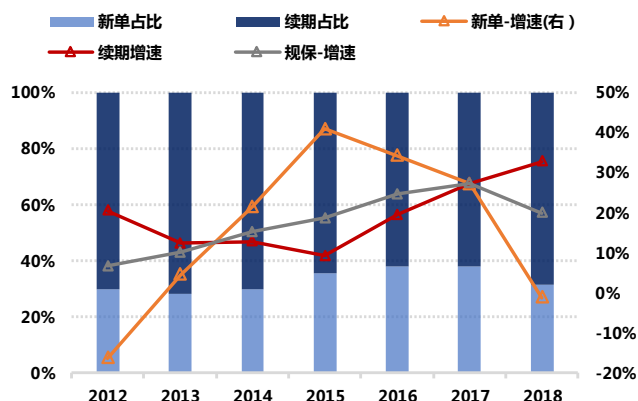
资料来源：公司年报、华创证券

图表 24 平安渠道结构以个险为主



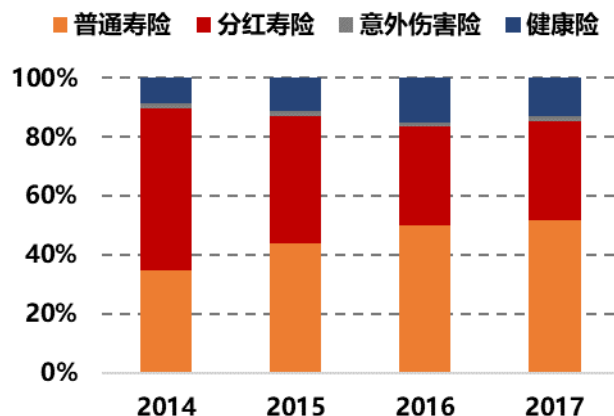
资料来源：公司年报、华创证券

图表 25 平安的新单和续期占比稳定



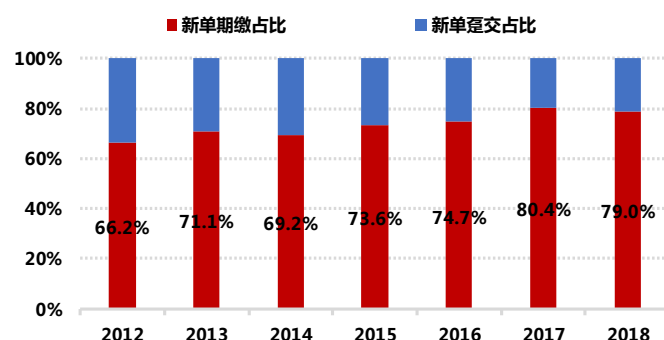
资料来源：公司年报、华创证券

图表 27 行业个人业务险种结构（原保费口径）



资料来源：中国保险年鉴、华创证券

图表 26 平安的新单中期缴占比稳定



资料来源：公司年报、华创证券

图表 28 行业银保渠道保费收入占比在 50% 以上



资料来源：中国保险年鉴、华创证券

目前平安人寿在售产品 213 款，其中 113 款健康险、31 款年金险、45 款寿险、24 款意外伤害保险。健康保险主要包括医疗保险和重大疾病保险。重大疾病保险的形式主要为主险（终身寿险或两全保险）+附加险（重疾险）（如“平安福”和“安鑫保”计划）。平安 2018 年也推出了主险为重大疾病保险包含身故责任的产品（如“爱满分”和“守护福”）。主打产品“平安福”分为“少儿平安福”和“平安福”，分别定位不同年龄阶段群体。“爱满分”和“守护福”也是按不同年龄的受众群体设计。医疗保险定位于高端医疗和普通医疗：普通医疗保险一般合同期间为一年，主要为消费性质。高端医疗保险一般作为附加险，兼具保障和理财性质。纵观整个行业，保险产品具有同质化的特征，平安的产品的特色体现在两个方面：

- 产品线较为均衡，健康险占比高，一直坚持保障为主的产品策略，形成了非常稳定和安全的市场形象，有助于提升产品溢价。
- 平安的产品价格定位偏中高端，费率也较高。今年推出的爱满分相较于少儿平安福进一步提升客户层次，属于高端市场产品，件均 10000 元起，远超同类型少儿险。

（三）寿险市场还有广阔发展空间

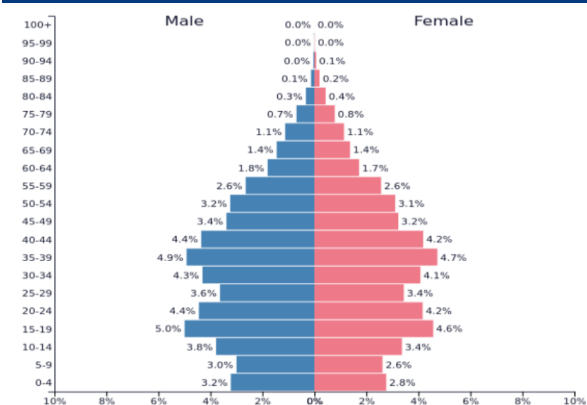
中产崛起，提供保险和医疗健康服务购买力基础。根据 2005 年国家统计局城调总队的定义，6-50 万元年收入者纳入

为中等收入群体。而我国 2015 年的城镇单位就业人员人均工资达到 62,029 元，跨越 60,000 元大关，大部人口进入中等收入序列。并且从城镇家庭人均可支配收入来看，2015 年城镇居民家庭人均可支配收入平均达到 31,790 元，也跨越 30,000 元大关，并且中位数也在 2016 年达到 31,554 元，相较于平均数仅滞后一年，高收入群体带来的肥尾效应并不严重，总体上中等收入群体的质量可以保证。2015 年大部分城镇人口跨入中等收入序列，意味着中产阶级人口不断增加，“纺锤型”的人口收入结构开始形成并自我巩固，消费能力开始释放，这便是“中产崛起，消费升级”的由来。

人口结构支撑未来医疗健康行业发展，保险行业和其相关产业受益。从过去十年看到未来十年，中国人口结构正发生微妙变化，2007 年中国“纺锤型”的人口结构中心集中在 15-40 岁，占比为 43.2%，经过十年后进入 2017 年，“纺锤”中心上移十岁到 25 岁-50 岁，占比为 40.5%。再过十年，“纺锤”中心将会再上移十岁变动到 35-60 岁，占比为 38.7%。根据弗若斯特沙利文报告，2016 年 60 岁以上的人数约 230.9 百万人，占中国总人口的 16.7%，且该等数字预期 2026 年会达到 271.5 百万人及 18.6%。随着老年人整体新陈代谢及免疫能力逐渐下降，其有更大机会罹患慢性疾病，从而产生高昂的长期用药及科学疾病管理成本。

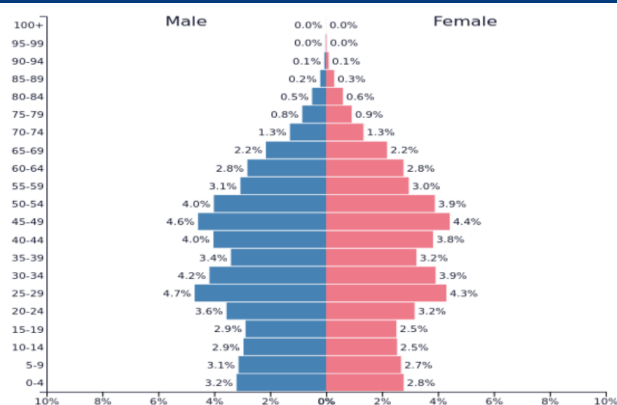
中国的医疗健康支出相比其他发达国家仍相对较低。根据弗若斯特沙利文的报告，2015 年中国国家医疗健康开支占中国国内生产总值的 6.1%，而南韩、日本及美国的相应百分比分别为 7.4%、10.9%及 17.7%。此外，2015 年中国的人均居民医疗健康开支为 481.6 美元，分别约为南韩、日本及美国的四分之一、八分之一及二十分之一。无论是国内生产总值占比或按人均计算，中国相对较低的医疗健康开支均表明其有相当大的增长潜力。

图表 29 2007 年中国人口结构占比



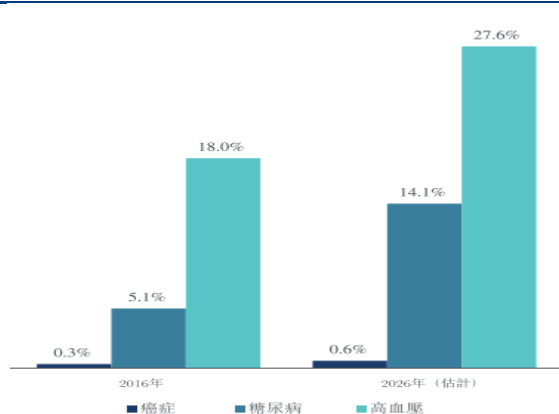
资料来源: populationpyramid.net、华创证券

图表 30 2017 年中国各年龄段人口占比



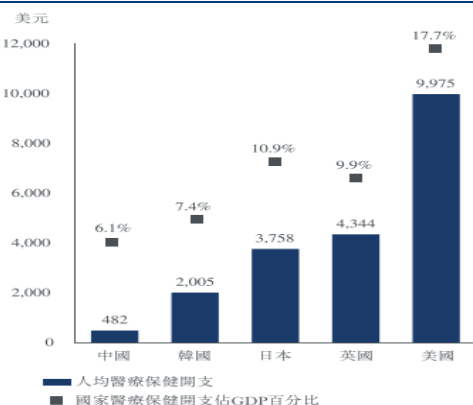
资料来源: populationpyramid.net、华创证券

图表 31 中国慢性病发病率（2016 和 2026-估计）



资料来源: 平安好医生招股说明书、弗若斯特沙利文报告、华创证券

图表 32 全球医疗健康开支对比（2015 年）



资料来源: 平安好医生招股说明书、弗若斯特沙利文报告、华创证券

社会医疗保险资金预期不足。中国日益增长的医疗健康需求及开支不仅对医疗健康服务提供商构成挑战，而且对中国的医疗保险制度也构成挑战。目前，中国医疗保险制度主要包括由政府资助的社会医疗保险及医疗援助计划以及由私营保险公司提供的商业医疗保险。根据弗若斯特沙利文报告，社会医疗保险开支的增长速度已超过其收益增速。如果没有实施及时有效的成本控制措施，社会医疗保险预期于 2020 年出现资金短缺，并且该短缺将于 2026 年扩大到超过人民币 2.3 万亿元。

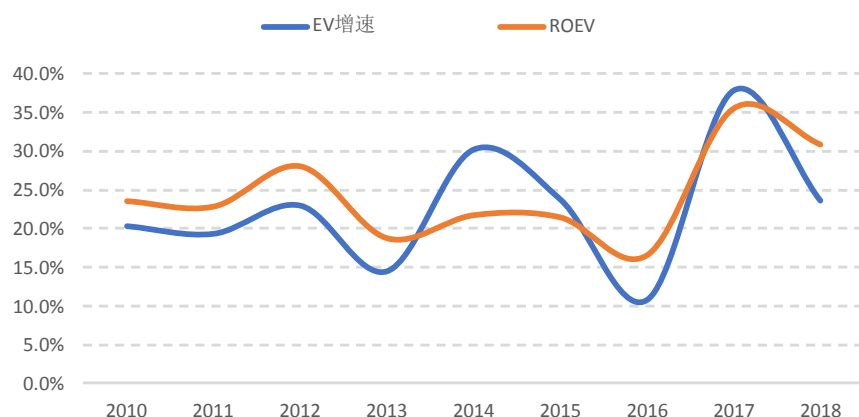
风险保障需求被激发唤醒。2015 年，我国城镇单位就业人员人均工资跨越 60,000 元大关，大部人口开始成为中产，然而不幸的是在中产壮大之初就因宏观（制度）周期因素和资本市场扰动而被扼住了咽喉，成为高负债中产。2015 年，当中产开始表现出较高的保障需求时，保障需求却因上半年的股票牛市而被投资性保障需求替代和挤压。同时，国内保险公司对保障型产品的重视不足，产品设计存在一定问题，致使部分保障需求外溢至香港。此后，监管层开始收紧大陆居民赴港买保险，同时也倡导保险公司回归保障，保障型产品的供给和需求共振向上。面对老龄化背后的“四老”赡养义务和“两孩”哺育责任，高负债中产组成的家庭一定是偏紧的财务体系：改善首付或刚需首付基本耗尽两代人家庭储蓄，在高额月供压力下财富积累速度放慢。再因社保体系不完善带来的父母未来不确定的高额医疗养老支出，以及教育商业化带来的额外教育支出和环境恶化带来的孩童发病率提高，包括作为家庭支柱的中产对自身健康意外关注度的提高，最终导致中产家庭的保障型需求被彻底激发唤醒。然而对负债压力巨大的中产而言，通过投资提升保障水平的可能性在下降，保障风险的转移压力只能诉诸于消费型保障产品。这是当前和未来中产购买商业保险的根本原因。

（四）寿险 ROEV 回报将持续在 20% 以上

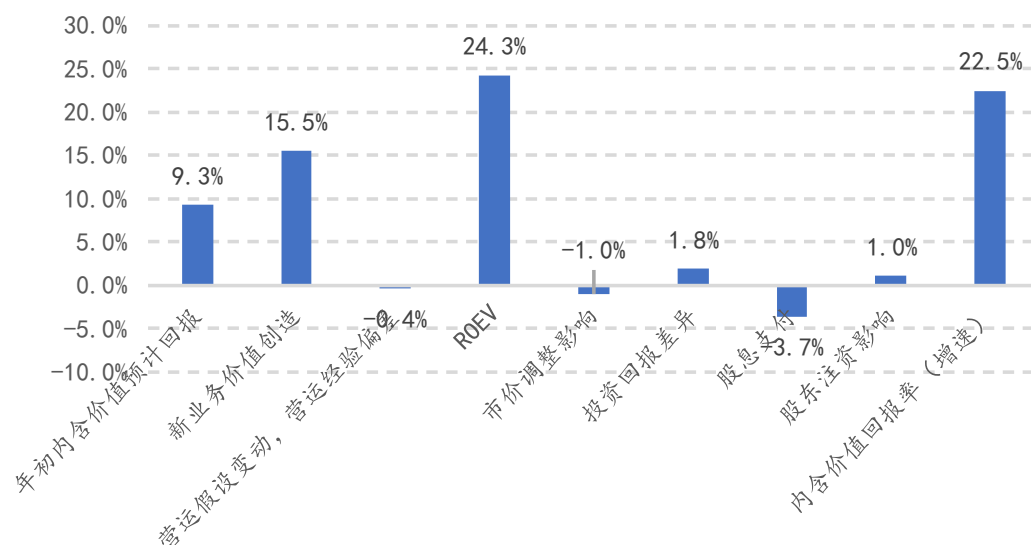
平安习惯于用 ROEV 这个指标来衡量其寿险业务的增长情况。寿险及健康险业务内含价值营运回报 $ROEV = \text{寿险及健康险业务内含价值营运利润} \div \text{年初内含价值}$ ，营运利润包括年初内含价值预期回报、新业务价值贡献以及营运偏差，相当于财务上的营运利润，都是剔除了短期投资波动的影响。营运利润的概念，能帮助我们聚焦寿险公司最根本的利润来源。

2010 年-2018 年平安寿险及健康险的 ROEV 平均增速为 24.3%，波动幅度小于 EV 的增速。从 EV 的变动因素拆分来看，贡献最大的是新业务价值创造 15.5% 和内含价值预计回报 9.3%，长期来看投资回报还贡献了 1.8% 的正偏差，营运假设变动为负主要是 2016 年包括平安在内的所有上市保险公司将长期投资回报下调了 50BP（平安从 5.5% 下调至 5%），导致当年营运偏差和假设变动拉低 EV 增速 13 个百分点。彼时长期国债收益率已经连续下降超过 2 年，10 年期收益率跌至 2.6%。

图表 33 平安寿险 EV 增速和 ROEV



资料来源：公司年报、华创证券

图表 34 2010 年-2018 年平安寿险 EV 变动因素拆分


资料来源：公司年报、华创证券

长期来看，最为稳定的内含价值预计回报和新业务价值贡献两者就可以决定 EV 至少 10% 以上的增速，因为前者由计算有效业务价值的贴现率（11%）决定，后者由新业务价值的规模和增速决定。根据我们的模型测算，悲观假设下，未来新业务价值不增长，不考虑分散效应，不考虑模型假设调整和运营偏差，寿险的 ROEV 在 10 年后增速还有 10%，20 年后还有 8.6%。如果假设未来 NBV 的增速保持 5%，那么未来 20 年 ROEV 都在 10% 以上。如果考虑分散效应和运营偏差的话，未来 10 年 ROEV 保持在 20% 左右的压力也不大。

图表 35 平安寿险 ROEV 增速测算（仅考虑预期回报和新业务价值贡献，假设 NBV 增速为 0）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EV	100.0%	119.8%	114.9%	114.4%	113.5%	112.9%	112.3%	111.8%	111.3%	110.9%	110.6%
年初内含价值预计回报	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
新业务价值创造	11.8%	9.8%	8.6%	7.5%	6.6%	5.8%	5.2%	4.7%	4.2%	3.8%	3.4%
EV	119.8%	114.9%	114.4%	113.5%	112.9%	112.3%	111.8%	111.3%	110.9%	110.6%	110.3%
增速	19.8%	14.9%	14.4%	13.5%	12.9%	12.3%	11.8%	11.3%	10.9%	10.6%	10.3%

资料来源：公司年报、华创证券测算

图表 36 平安寿险 ROEV 增速测算（仅考虑预期回报和新业务价值贡献，假设 NBV 增速为 5%）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EV	100.0%	119.8%	115.3%	115.1%	114.4%	113.9%	113.4%	113.0%	112.6%	112.3%	112.0%
年初内含价值预计回报	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
新业务价值创造	11.8%	10.3%	9.4%	8.6%	7.9%	7.3%	6.7%	6.3%	5.8%	5.5%	5.1%
EV	119.8%	115.3%	115.1%	114.4%	113.9%	113.4%	113.0%	112.6%	112.3%	112.0%	111.7%
增速	19.8%	15.3%	15.1%	14.4%	13.9%	13.4%	13.0%	12.6%	12.3%	12.0%	11.7%

资料来源：公司年报、华创证券测算

图表 37 平安寿险 ROEV 增速测算（仅考虑预期回报和新业务价值贡献，假设 NBV 增速为 10%）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EV	100.0%	119.8%	115.7%	115.8%	115.4%	115.0%	114.7%	114.4%	114.2%	113.9%	113.7%
年初内含价值预计回报	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
新业务价值创造	11.8%	10.8%	10.3%	9.8%	9.3%	8.9%	8.6%	8.2%	7.9%	7.6%	7.4%
EV	119.8%	115.7%	115.8%	115.4%	115.0%	114.7%	114.4%	114.2%	113.9%	113.7%	113.5%
增速	19.8%	15.7%	15.8%	15.4%	15.0%	14.7%	14.4%	14.2%	13.9%	13.7%	13.5%

资料来源：公司年报、华创证券测算

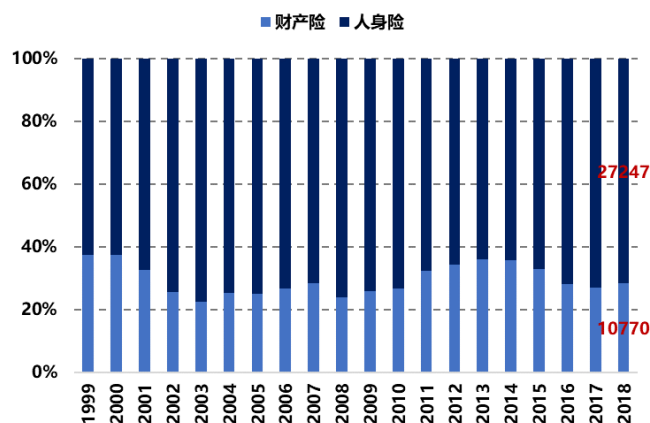
五、财险业务：车险竞争激烈，非车险寻求突破

（一）三寡头割据，车险行业竞争趋于饱和

车险为财产险行业龙头险种，保费比重达 75%以上。保险行业复业之初，财产保险业务大多集中在企业财产保险，汽车保险占财产险业务的份额仅为 2%。随着中国的改革开放和经济快速发展，国内工业化程度提高，汽车行业井喷式发展，机动车辆保险逐渐崛起：从 1980 年到 1999 年的 20 年间，国内保险市场承保的机动车辆从 7922 辆迅速上升到 1494 万辆，总保险费也从 728 万元猛增到人民币 306 亿元。1988 年，机动车辆保费收入超 20 亿元，占财产险份额达 37.6%，首次超过家财险份额，至今都为我国产险行业龙头险种。从 2009 年开始，车险保费占财产险保费比重一直维持在 75%以上，近两年由于增速放缓和非车险的崛起，车险保费占比有下滑迹象。由于车险保持占据行业大头，车险保费增速和行业保费增速保持高度一致。

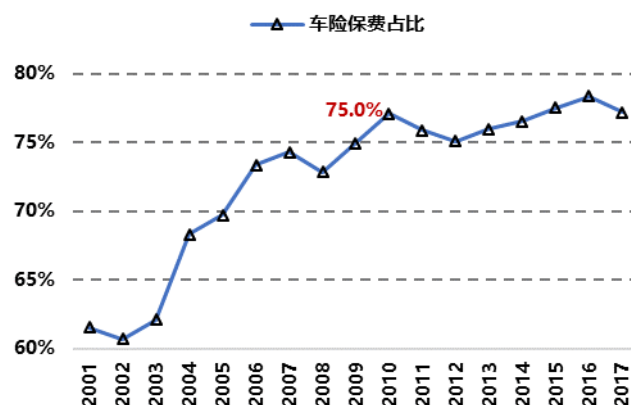
从 2010 年到现在，财产险市场竞争格局保持稳定，CR4 占据 70%左右的份额，中小公司占据 30%左右的份额。市场份额前 3 的公司占据市场 50%以上份额，形成 3（人保）：2（平安）：1（太保）的寡头竞争格局。

图表 38 保险行业财产险业务占比在 30%以下



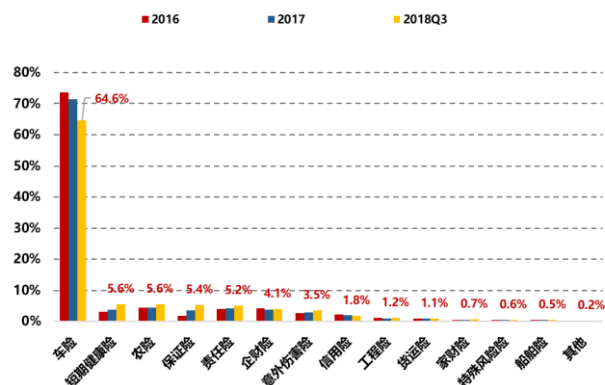
资料来源：银保监会、华创证券

图表 39 财产险行业车险保费占比在 75%以上



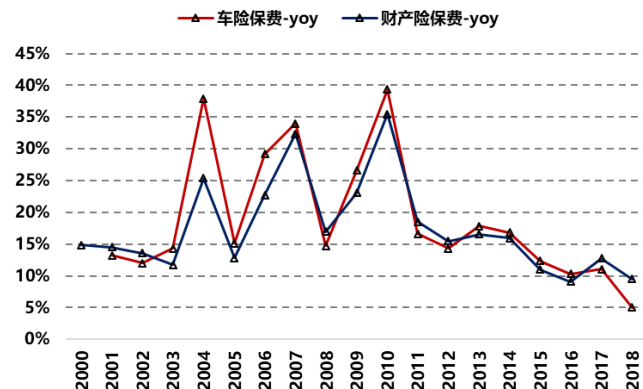
资料来源：中国保险年鉴、华创证券

图表 40 非车险的崛起,近两年车险保费占比有下滑迹象



资料来源: 银保监会, 华创证券

图表 41 车险保费增速和行业保费增速高度一致



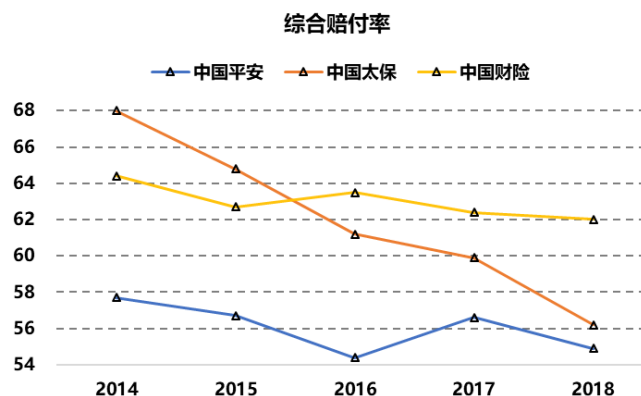
资料来源: 中国保险年鉴, 银保监会, 华创证券

市场竞争激烈状况下承保利润率表现优异。承保利润对于财产保险公司来说至关重要, 如果保险公司在负债端不能盈利, 只能依靠投资端的表现, 但由于资本市场不确定性较大, 并不能保证长期稳定的投资收益。能在负债端取得稳定盈利的财产险公司才可以说是优秀的财产险公司。商车费改从 2015 年破冰起航到现在已经进入最后阶段, 财产险市场可谓竞争空前, 行业费用竞争全面升级, 各公司力保市场份额。这种情况下, 行业费用率攀升, 多家保险公司都出现了承保亏损, 如何做到管控费用又不丧失份额对于产险公司来说是个重要课题。

2018 年上市险企产险业务净利润均出现负增长。中国人保产险业务净利润为 189 亿元, 同比-15.6%; 中国平安产险业务净利润 122 亿元, 同比-8.2%; 中国太保产险业务净利润为 36.5 亿元, 同比-5.8%。直接原因为费用率攀升造成手续费率抵扣比例超额度, 应纳税所得额增加, 所得税增加。从产险行业来看, 整个行业已进入第 5 轮承保周期疲软期阶段, 市场亏损主体大幅增加, 2018 年行业综合成本率超 100%, 车险增速下滑叠加费改深化带来的费用竞争加剧造成利润减少或亏损。

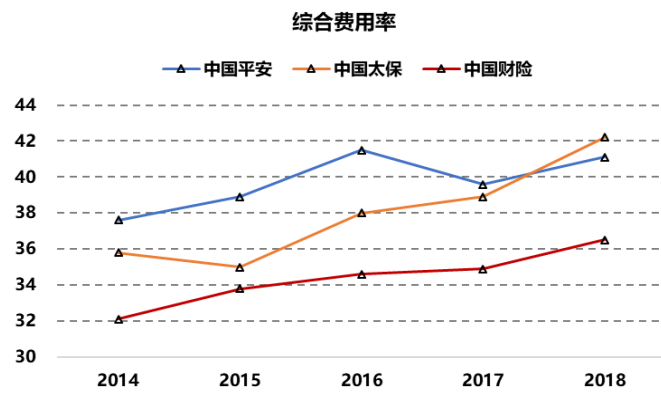
综合成本率成结构性变化, 费用率大幅攀升。近年来前三大保险公司的综合赔付率都在缓慢下行, 而费用率却持续上升, 意味着车主所交保费, 边际上更多被用在市场营销和管理成本上, 而不是对车主的赔付上, 这并不是一个良性发展的行业现象。第三轮商车费改正是要解决这个问题, “报行合一”的行业限制初衷在于控制费用率的居高不下, 但目前来看效果不尽如人意。

图表 42 平安财产险业务增速领先于行业



资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 43 财产险业务份额一路提升



资料来源: 公司年报, 华创证券

长期来看, 车险市场尚未进入良性循环阶段, 拐点仍需等待。随着监管进一步收紧, 车险市场过度费用竞争出现亏损的局面或将逐渐缓和。但目前车险市场还未进入良性循环阶段, 前两大巨头拉锯的状况短期内料难结束, 市场亏

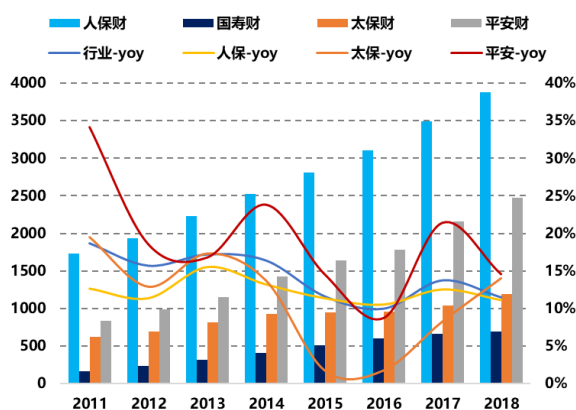
损主体尚未出清，中小险企还未找到除费用竞争以外的其他竞争和生存方式。市场预期，随着“报行合一”约束的落地，2019年前几家公司手续费率或将向下，短期来看盈利空间将有一定程度的提升。我们认为经过激烈的竞争和洗牌，车险市场或许才能迎来格局稳定后的综合成本率下行，长期来看，必须承受剧烈洗牌的过程，拐点仍需等待。

同时，从历次监管的经验来看，价格约束形成的盈利较难有壁垒，未来车险乃至财险行业的最终稳定盈利将来自于创新和突破。

（二）平安财险：科技赋能，结构多元

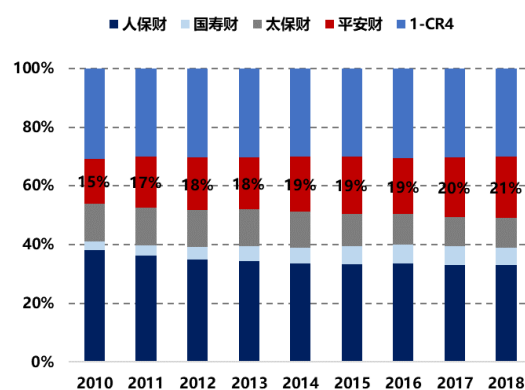
作为车险市场的后起之秀，平安的逆袭来自对新渠道的应用。在2004年便开始筹备电销业务的中国平安，于2007年获得保监会的正式批文，成为国内第一家开展车险电话直销业务的保险公司，同时叠加国内汽车产业高速发展的阶段，此后的5年平安财险超越行业 and 同业增速，实现市场份额的快速提升，从2007年的10.3%上升到2018年的21%，车险市占率达到23%。电话销售降低了渠道成本，让利于客户，一度贡献平安财险1/3的保费来源。

图表 44 平安财产险业务增速领先于行业



资料来源：银保监会、华创证券

图表 45 财产险业务份额一路提升



资料来源：银保监会、华创证券

平安产险依托集团“科技+生态”战略，着力提升理赔时效，打造差异化竞争优势。“智能网格”动态分配查勘员位置，“智能调度引擎”自动规划最优路径，结合OMO线上线下融合的服务模式，全年城市日间现场案件5-10分钟极速查勘率达96.4%。同时，平安产险运用AI图像识别技术秒级定损、人脸识别技术在线赔付，为62.6%客户提供自助理赔、视频理赔等一站式理赔服务。

科技赋能，打造出行生态圈。车险方面以“平安好车主”APP为载体，为客户提供一站式用车服务及品类丰富的汽车后市场服务。2018年底，“平安好车主”APP注册用户数突破5,500万，绑车用户数突破3,400万，其中约2,600万绑车用户同时是平安产险的车险客户；“平安好车主”APP 2018年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。平安产险鹰眼系统持续叠代更新，通过“线上+线下”的风控体系，2018年为超12,000家企业客户提供防灾防损服务，为400多个重大工程项目提供风险监理服务，启动13次重大灾害预警与防控行动，发送预警信息55万条次，降低承保风险、助力业务发展。同时，平安产险坚持产学研结合，致力创新风控科技，搭建业内首个火灾实验基地，开发消防物联网云平台，协助客户有效降低风险。

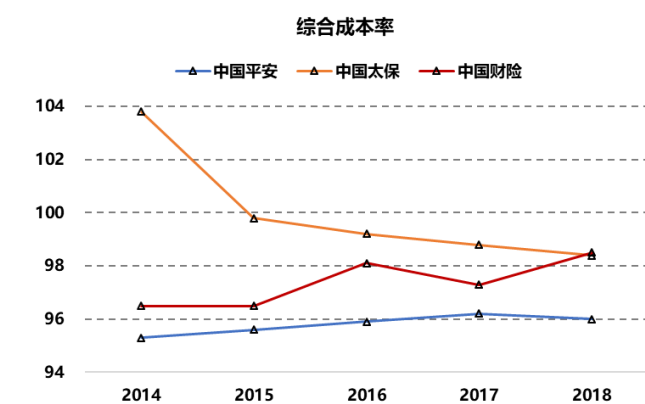
车险承保盈利能力强，同时积极拓展非车险业务。车险行业竞争激烈，盈利为头部三家公司所垄断，平安的综合成本率保持在95%-96%，为三家公司中最低，也最为平稳，显示较优的客户质量和风险管理能力。作为第二大保费来源的保证保险，保费收入占比达到10%，其综合成本率只有88.6%，其在承保盈利的占比达到25%，成为平安财产险重要的利润来源。保证保险主要是与集团内其他专业公司合作的信用保证保险，在陆金所、平安信托等业务发展相辅相成，同时积极应用金融科技，实现风险的可控。这也是平安综合金融优势的体现。

图表 46 平安财险前 5 大产品（2018 年末）

产品名称	保费收入 (百万元)	承保利润	综合成本率
机动车辆险	181768	4354	97.4%
保证险	33012	2205	88.6%
责任险	8463	656	89.9%
意外伤害险	8422	1324	82.3%
企财险	5701	150	94.4%

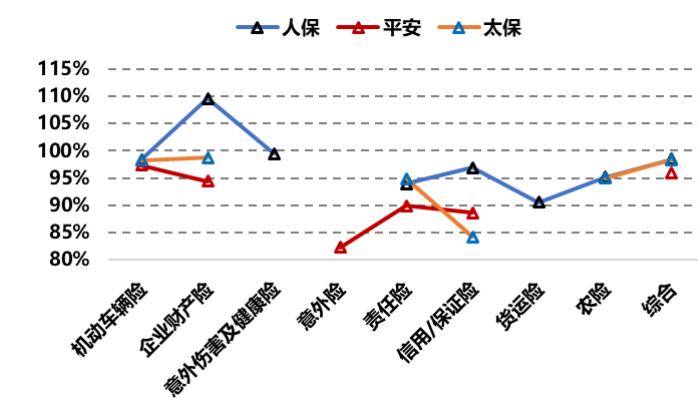
资料来源：公司年报，华创证券

图表 47 平安财产险承保盈利能力较强



资料来源：公司年报，华创证券

图表 48 企财险、意外险和保证险综合成本率较低（2018）



资料来源：公司年报，华创证券

六、金融科技：浓墨重彩，以待惊鸿

金融科技是平安当前投入做多的发展方向，2018 年底平安将集团 Logo 的文字部分由“保险，银行，投资”改为“金融，科技”，体现公司战略意图的变化：未来科技将撑起平安的半壁江山。我们理解，平安的金融科技业务有两块内容：一个是生态圈的建设，一个是技术的研发与应用。以平安传统的金融业务为核心，寿险、财险、银行、投资分别辐射出五个相互支撑的生态圈：金融服务、医疗健康、汽车服务、房产服务、智慧城市；而技术方面，则以人工智能、区块链、云三大核心技术领域研究，支撑生态圈的建设落地。

图表 49 平安 logo 的变化体现出战略调整的方向

中国平安
PINGAN
保险·银行·投资



中国平安
PINGAN
金融·科技

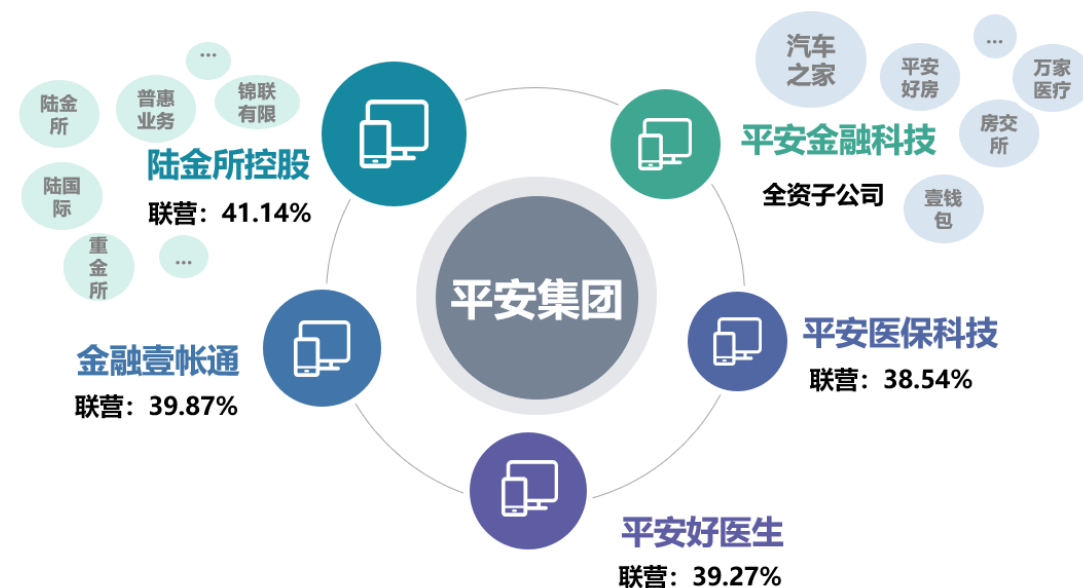
资料来源：平安官网，华创证券

（一）科技+金融，五大生态圈

基于“国际领先的科技型个人金融生活服务集团”的战略定位，平安充分发挥自身领先的科技优势，将科技创新成果深度应用于“金融服务、医疗健康、汽车服务、房产服务、智慧城市”五大生态圈，通过五大生态圈赋能核心金融业务，推动核心业务快速发展。

- **金融服务生态圈：**通过“开放平台+开放市场”完成资产与资金的链接，核心公司陆金所、金融壹账通、平安壹钱包。
- **医疗健康生态圈：**平安通过流量端和支付端切入，构建“患者-医疗服务提供商-支付方”的综合模式。核心公司为平安好医生、平安医保科技。
- **汽车服务生态圈：**赋能整车厂和汽车服务商户，打造“看车、买车、用车”的全流程汽车服务生态圈。核心公司汽车之家、平安银行、平安产险和平安融资租赁。
- **房产服务生态圈：**提供以“城”为核心的城市智能建造整体解决方案，将产业协同网络与政府的监管、审批和服务平台互联互通，为围绕开发、设计、施工、供应链、运维的全产业链和房产服务生态圈全面赋能。核心公司平安城科。
- **智慧城市生态圈：**通过智慧政务、智慧经贸、智慧生活落实优政、兴业、惠民三大主题下的多个智慧城市板块，实现市民期盼的“生活不费心，城市有温度”的生活体验。核心公司智慧城市。

图表 50 平安集团的金融科技及医疗科技布局架构（2018）



资料来源：公司年报、华创证券

平安科技独角兽孵化将经过四个阶段：建平台、聚流量、提收入、盈利。目前平安每家科技公司都在经历相应的阶段，有的已经开始盈利如陆金所，有的还在孵化期如平安好医生。金融科技公司比传统金融企业更加轻资本，传统金融企业 ROE 通常只有 10% 左右，而轻资本的科技公司 ROE 可做到 20% 以上。据平安自己的测算，四大生态圈潜在市场规模在 2022 年预计将达到 550 万亿。

图表 51 平安科技在智慧城市产业中的布局

中国智慧城市产业图谱



资料来源：艾瑞咨询、华创证券

(二) 技术突破，金融公司的逆袭

平安高度重视研发，每年将收入的 1% 用于科技研发，持续加大科技研发投入。平安 2018 年收入接近 9800 亿元，研发投入近百亿。截至 2018 年 12 月 31 日，平安的科技专利申请数较年初增加 9,021 项，累计达 12,051 项，位居国际金融机构前列，其中 PCT 及境外专利申请数累计达 3,397 项，科技成果全面覆盖人工智能、区块链、云等核心技术领域；在“2018 年全球金融科技发明专利排行榜”中，平安排名第一。平安脑智能引擎荣获“吴文俊人工智能科学技术奖”；平安医疗影像相关技术在全球肺结节、胃癌病理、糖网等比赛中荣获世界第一。

平安拥有业界一流的科技人才队伍，目前拥有金融科技与医疗科技业务从业人员 9.9 万名、研发人员 2.9 万名。平安积极与北京大学、清华大学、复旦大学、麻省理工学院、美国国立卫生研究院等国内外顶尖高校、研究机构等形成广泛合作并产出科研成果。

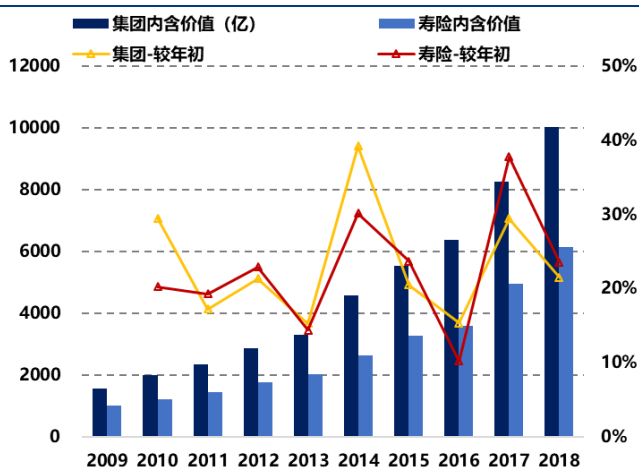
- **人工智能：**深耕金融、医疗等众多应用场景，已在看（人脸识别、微表情识别）、听（声纹识别、语音识别）、说/读（语音合成、文本机器人）等领域形成基础感知能力，并构建全面知识体系，打造专业的解决方案。
- **区块链：**平安自主研发壹账链(FiMAX)区块链技术，独家掌握非货币场景下的零知识验证技术，在国密及零知识环境下仍能达到或超过传统数据库性能，可实现 5 万笔每秒的高吞吐量的同时保持小于 0.05 秒的低延时。平安通过金融壹账通打造全球最大的商业区块链平台，为国内外超过 200 家银行、20 万家企业及 500 家政府和其它商业机构提供服务，拥有超过 4.4 万个区块链节点。
- **云：**平安云承载万亿级资产规模的集团核心业务，并为金融服务、医疗健康、汽车服务、房产服务、智慧城市等领域的行业用户提供高效、安全的云服务。平安云拥有 12 项权威云认证、超过 400 项云技术科技专利申请，并加快市场开拓进程，致力于打造覆盖各行业的平安云生态。

七、估值：穿越牛熊，价值可期

寿险行业是长期经营风险的过程，一笔业务需要经过十几年甚至几十年才能释放其净利润，一个会计期间内实现的利润并不能反应当期寿险业务的真实价值。所以寿险行业一般以内含价值来衡量寿险公司的清算价值，以剩余边际衡量存量业务未来可以实现的利润。由于保险公司净利润受准备金折现率影响较大，加之承保端带来的长期资金的时间价值和投资收益不能用一个会计期间的投资业绩来衡量，平安和友邦等公司披露了营运利润这个指标来代替波动较大的净利润。营运利润在净利润的基础上剔除了短期投资波动、折现率变动和非日常运营事项对利润的影响，更能反映当期的业务表现。

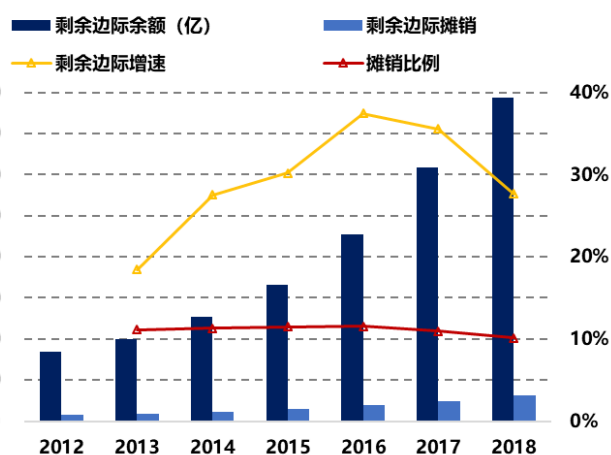
我们认为寿险业务应该采用更能体现其长期价值的内含价值指标进行估值。

图表 52 平安集团及寿险内含价值



资料来源：公司年报、华创证券

图表 53 平安剩余边际增长及摊销

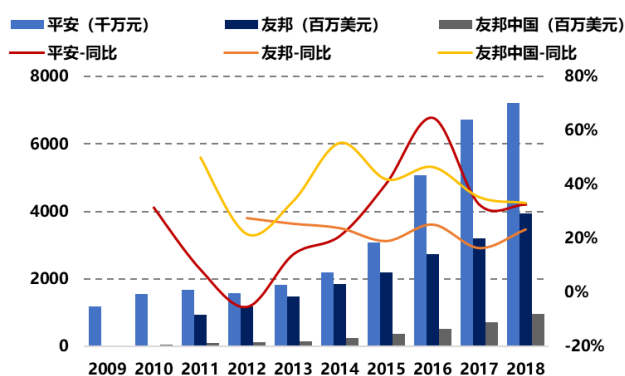


资料来源：公司年报、华创证券

(一) 寿险业务估值

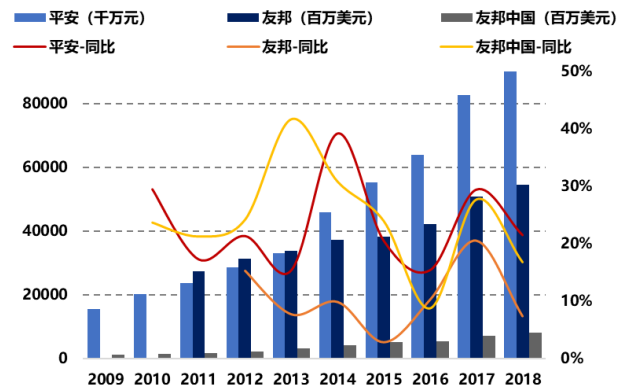
与友邦保险相比，平安寿险在 EV 和 NBV 的平均增速上并不逊色，只是稳定性较差，这与历史上的保单结构较差有关。由于寿险业务未来 10 年至少可以保持 15%-20% 的 EV 增长，参考友邦的估值水平，我们认为平安寿险可以给到 2 倍 PEV 的估值水平，相当于 8.5 倍左右的新业务倍数，对应 2019 年每股寿险业务价值 75 元。

图表 54 平安及友邦新业务价值及增速



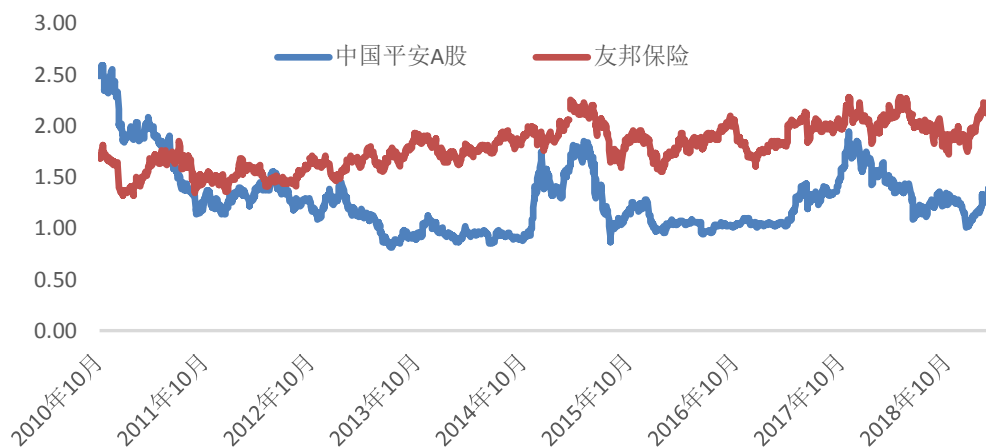
资料来源：公司年报、华创证券

图表 55 平安及友邦内含价值及增速



资料来源：公司年报、华创证券

图表 56 平安和友邦的 PEV 估值



资料来源：wind、华创证券

图表 57 寿险业务估值计算

单位：百万	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
寿险业务经调整净资产价值	101,887	129,949	183,920	212,922	242,367	278,722	320,531
有效业务价值	231,264	265,897	352,368	435,585	541,105	657,135	785,769
持有偿付能力额度之成本	-27,944	-35,535	-39,909	-35,284	-48,699	-65,713	-78,577
寿险有效业务价值	203,320	230,362	312,459	400,301	492,406	591,421	707,192
寿险内含价值	305,207	360,311	496,379	613,223	734,773	870,144	1,027,723
一年新业务价值	36,120	66,321	85,512	88,889	98,414	109,254	122,525
持有偿付能力额度之成本	-5,281	-15,516	-18,156	-16,596	-18,588	-20,446	-22,491
扣除偿付能力额度成本之后的一年新业务价值	30,839	50,805	67,356	72,293	79,826	88,808	100,034
新业务估值倍数	8	8	8	8	8	8	8
新业务总体价值	246,712	406,440	538,848	578,352	638,610	710,463	800,275
精算价值	551,919	766,751	1,035,227	1,191,575	1,373,383	1,580,607	1,827,998
股本	18,280	18,280	18,280	18,280	18,280	18,280	18,280
每股寿险精算价值	30	42	57	65	75	86	100

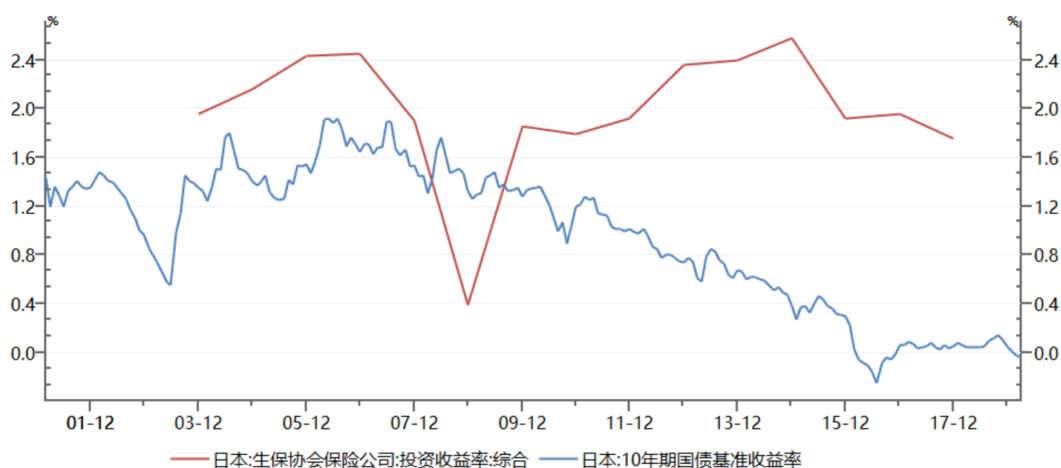
资料来源：公司公告、华创证券

市场对寿险 EV 的担忧主要不是来自增速，而是长期低利率的挑战。长端投资收益率是内含价值计算的重要假设条件。计算内含价值的各类假设：1) 总体假设：比如是否采用最优估计、各个经济假设之间的内部一致性等；2) 风险贴现率：通常是 CAMP 模型确定，在无风险利率的基础上考虑风险溢价；3) 收益率假设：考虑未来长期经济状况后的投资及再投资收益率；4) 费用假设：主要考虑未来的维持费用；5) 死亡率假设 6) 退保率假设；7) 其他假设。

从敏感性分析来看，投资收益率假设对存量 EV 价值的影响巨大。目前 4 家上市险企长端投资收益率的假设都为 5%，其每波动 50BP，保险公司有效业务价值波动 16%-18%，内含价值波动 8%-9%。中国平安因为业务板块更为多元，内含价值的敏感性显著低于同业，寿险和健康险内含价值 7.5%，集团在 5% 以内。对于未来可能出现的利率下行的影响，我们可以从三个方面考虑：

1.投资结构的调整可以对冲部分长期利率下行的影响。我国现在保险公司权益配置比例在 10%左右，未来通过增配权益、信用债、全球配置等策略提升整体投资收益率的影响。利率下行也可能直接带来权益市场的牛市，如美国的 90 年代，我国的 2014 年，反而大幅提升险资的投资收益率。从日本的情况来看，10 年期国债收益率持续下降甚至为负，但生命保险协会公司的综合收益率在 2%左右。以此推测，即使我国的基准利率跌到 2%，险资也可能做到 4% 以上的投资收益率。

图表 58 日本生命保险公司的投资收益率高于基准利率 1.5-2 个百分点



资料来源：wind、华创证券

2.利率长期下行也伴随全市场的风险贴现率回落。从敏感性分析来看，投资收益率下降 50BP 带来的负面影响可以被风险贴现率下降 200BP 完全对冲。未来险资的长期收益率假设如果下调至 4%，风险贴现率从 11%下降至 7.5%-7% 对平安的内含价值将没有影响。

图表 59 有效业务价值/内含价值敏感性测试（2018）

不利情景	国寿	太保	平安（寿险内含价值）	新华
风险贴现率+50bp	-4.5%	-3.6%	-2.4%	-5.0%
投资收益率-50bp	-17.5%	-15.5%	-7.5%	-19.1%
退保率+10%	-0.1%	0.5%	/	-2.3%
发病率/死亡率+10%	-1.3%	-2.3%/-0.7%	-3.3%	-3.76%/-0.97%
费用率+10%	-1.3%	-1.6%	-0.5%	-3.2%

资料来源：公司年报、华创证券

（二）其他业务估值

平安的业务板块较为复杂，我们分业务板块，采用不同的估值方法，再加总：

1. 寿险：如前所述，我们给予平安寿险 2 倍 PEV 的估值，在相关假设下，平安寿险 EV 未来三年增速分别为 19.8%、18.4%和 18.1%，每股精算价值为 75、86 和 100 元。
2. 财险：PB 估值。目前可比公司中国财险 1.25 倍 PB，且处于上市以来的历史最低区间，我们给予平安财险同样 1.25 倍 PB 估值。

3. 银行：公允价值（平安银行已上市）。目前 1.08 倍 PB，历史数据来看，平安银行基本围绕 1 倍 PB 波动，我们采用 1 倍来估值。
4. 信托：PE。信托行业目前 20 倍 PE，我们同样采取 20 倍 PE。
5. 证券：PB。目前行业平均 2 倍左右，其中中型可比券商（兴业、长江、安信）的估值平均在 1.7 倍附近。
6. 科技：陆金所、医保科技、金融壹账通按最近一轮投后估值，平安好医生和众安在线按市值估值，其他业务暂不给估值。据平安 2018 年报披露，陆金所控股、平安医保科技和金融壹账通投后估值已分别达 394 亿美元、88 亿美元和 75 亿美元，加上已经上市的平安好医生（目前 450 亿港币市值）、众安在线（438 亿港币市值），分别按持股比例计算，合计价值 1707 亿元。

图表 60 其他业务估值

单位：亿元	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
财产保险-净资产	582.51	636.49	700.71	770.14	847.15	974.23	1091.13
银行业务-净资产（持股 58%）	1,615.00	2,021.71	2,220.54	2,400.42	2,592.45	2,799.85	3,023.84
信托-净利润	28.88	23.22	39.57	30.08	39.10	46.92	56.31
证券净资产	234.30	253.44	267.65	294.01	323.41	355.75	391.33
PB/PE							
财险：1.25 倍 PB	728	796	876	963	1059	1218	1364
银行：1 倍 PB	937	1173	1288	1392	1504	1624	1754
信托：20 倍 PE	578	464	791	602	782	938	1126
证券：1.7 倍 PB	398	431	455	500	550	605	665
合计	2641	2863	3410	3456	3894	4385	4909

资料来源：公司年报、华创证券预测

图表 61 平安集团合计每股估值（其他金融业务考虑不曾分拆上市给予 10%的流动性折价）

单位：亿元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
寿险业务估值	10,352	11,916	13,734	15,806	18,280
其他金融业务估值	3,069	3,111	3,505	3,946	4,418
科技	1,707	1,707	1,707	1,707	1,707
合计	15,129	16,734	18,946	21,460	24,405
股本	182.8	182.8	182.8	182.8	182.8
每股价值（元）	82.76	91.54	103.64	117.39	133.51

资料来源：公司年报、华创证券预测

根据我们的模型和相关估值假设测算，我们得出以上估值表，未来三年在不考虑平安的科技业务的成长性和平台价值的前提下，依靠金融业务的拉动，平安 2021 年合理市值在 2.4 万亿元，每股价值 133.5 元，而科技业务只贡献了 1707 亿元。我们认为这个估值是平安未来价值的下限，而更大的弹性和增长力来自科技业务价值的爆发，乐观预期下，科技业务进入量表到质变的过程，贡献平安集团 5000 亿市值，那么平安有望奔向 3 万亿市值。

穿越牛熊，价值榜样，持有就是最好的策略。

八、风险提示

经济下行，利率向下超预期；管理层变动；保险需求释放低于预期。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	474059	497762	532605	580540
结算备付金	8964	9412	10071	10977
拆出资金	74434	78156	83627	91152
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	824939	866186	926819	1010233
其他债权投资	310901	326446	349297	380734
其他权益工具投资	222639	233771	250135	272647
债权投资	2075151	2178909	2331432	2541261
衍生金融资产	21911	23007	24617	26833
买入返售金融资产	92951	97599	104431	113829
应收利息	0	0	0	0
应收保费	67150	70508	75443	82233
应收账款	22798	23938	25614	27919
应收分保账款	8683	9117	9755	10633
应收分保合同准备金	16671	17505	18730	20416
长期应收款	165214	173475	185618	202324
保户质押贷款	111219	116780	124955	136200
发放贷款及垫款	1929842	2026334	2168177	2363313
存出保证金	0	0	0	0

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
保险业务收入	719556	877858	1053430	1243047
其中：分保费收入	115	114	115	115
减：分出保费	-19417	-23689	-26058	-28663
提取未到期责任准备金	-22436	-27372	-32846	-38759
已赚保费	677703	826798	994526	1175625
银行业务利息收入	161714	176268	193895	232674
银行业务利息支出	-86931	-95624	-105187	-115705
银行业务利息净收入	74783	80644	88709	116969
非保险业务手续费及佣金收入	46277	48128	50053	52055
非保险业务手续费及佣金支出	-9086	-11812	-14174	-15592
非保险业务手续费及佣金净收入	37191	36316	35879	36464
非银行业务利息收入	88546	88546	88546	88546
投资收益	74589	149177	119342	131277
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	18074	18074	18074	18074
债权投资终止确认产生的收益	121	121	121	121
公允价值变动损益	-28284	18000	12600	-13860
汇兑损益	-946	-946	-946	-946
其他业务收入	50503	60604	66664	76664

存货	0	0	0	0	资产处置损失	-38	0	0	0
定期存款	172033	180635	193279	210674	其他收益	2785	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	营业收入合计	976832	1259139	1405320	1610739
持有至到期投资	0	0	0	0	退保金	-21539	-27765	-30987	-35517
应收款项类投资	0	0	0	0	保险合同赔付支出	-203323	-262084	-292511	-335268
长期股权投资	154895	162640	174025	189687	减：摊回保险合同 赔付支出	9466	12202	13618	15609
商誉	20520	21544	23054	25129	提取保险责任准备 金	-190990	-246187	-274768	-314931
存出资本保证金	12446	13068	13983	15242	减：摊回保险责任 准备金	642	828	924	1059
投资性房地产	46789	49128	52567	57299	保单红利支出	-16445	-21198	-23659	-27117
固定资产	45371	47640	50974	55562	分保费用	-11	-14	-16	-18
无形资产	29383	30852	33012	35983	保险业务手续费及 佣金支出	-130383	-168064	-187576	-214994
递延所得税资产	45187	47446	50768	55337	税金及附加	-3884	-5006	-5588	-6404
其他资产	152502	160127	171336	186756	业务及管理费	-147697	-190382	-212484	-243544
独立账户资产	36308	38123	40792	44463	减：摊回分保费用	7966	10268	11460	13135
资产总计	7142960	7500108	8025116	8747376	财务费用	-18227	-23495	-26222	-30055
短期借款	93627	98011	104551	113254	其他业务成本	-45255	-58334	-65106	-74623
向中央银行借款	149756	156768	167229	181149	资产减值损失	0	0	0	0
银行同业及其他金融 机构存放款项	387096	405222	432260	468243	信用减值损失	-52105	-67164	-74961	-85918
拆入资金	24606	25758	27477	29764	其他资产减值损失	-1709	-2203	-2459	-2818
以公允价值计量且其 变动计入当期损益的 金融负债	16975	17770	18956	20533	营业支出合计	-813494	-1048596	-1170334	-1341404
衍生金融负债	22247	23289	24843	26911	三、营业利润	163338	210543	234986	269335
卖出回购金融资产款	189028	197879	211083	228654	加：营业外收入	385	385	385	385
吸收存款	2089029	2186847	2332763	2526952	减：营业外支出	-572	-572	-572	-572
代理买卖证券款	25315	26500	28269	30622	四、利润总额	163151	210356	234799	269148
应付账款	9779	10237	10920	11829	减：所得税	-42699	-55053	-61450	-70440

预收款项	0	1	0	0	五、净利润	120452	155303	173349	198708
预收保费	47227	49438	52734	57127	归属于母公司股东的净利润	107404	138480	154571	177183
应付手续费及佣金	11195	11719	12501	13542	少数股东损益	13048	16823	18778	21525
应付分保账款	10587	11083	11822	12806					
应付职工薪酬	35999	37685	40199	43545					
应交税费	39995	41868	44661	48379					
应付利息	0	0	0	0					
应付赔付款	51679	54099	57709	62512					
应付保单红利	52591	55054	58727	63617					
保户储金及投资款	622915	652083	695593	753497					
保险合同准备金	1605411	1680584	1792720	1941953					
长期借款	148069	155002	165345	179109					
应付债券	556875	582951	621848	673613					
递延所得税负债	18476	19341	20632	22349					
其他负债	214532	224577	239562	259504					
独立账户负债	36308	38008	40544	43919					
负债合计	6459317	6761774	7212948	7813383					
股本	18280	18280	18280	18280					
资本公积	131148	131148	131148	131148					
其他综合收益	4940	5140	5340	5540					
盈余公积	12164	12164	12164	12164					
一般风险准备	55794	69886	78007	89419					
未分配利润	334182	6525155	6968009	7556832					
归属于母公司股东权益合计	556508	601029	661132	760301					
少数股东权益	127135	137306	151036	173692					
股东权益合计	683643	738334	812168	933993					
负债和股东权益总计	7142960	7500108	8025116	8747376					

资料来源：公司公告，华创证券预测

非银组团队介绍

组长、首席分析师：洪锦屏

华南理工大学管理学硕士。曾任职于招商证券。2016 年加入华创证券研究所。2010 年获得新财富非银行金融最佳分析师第二名（团队），2015 年金牛奖非银金融第五名，2017 年金牛奖非银金融第四名。

高级分析师：王舫朝

英国杜伦大学经济学硕士。曾任职于中信建投证券。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：徐康

英国纽卡斯尔大学经济学硕士。曾任职于平安银行。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖非银金融第四名团队成员。

助理研究员：方嘉悦

香港中文大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖非银金融第四名团队成员。

助理研究员：张径炜

西南财经大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500