

2018 年 08 月 22 日

中国平安 (601318.SH)

寿险增长利润释放，零售金控逆势发展

■事件：中国平安 2018 年上半年实现营收 5348 亿元，归母净利润 580 亿元，分别同比增长 15% 和 34%。截止今年上半年，集团总资产、归母净资产分别为 68,514 亿元和 5160 亿元。中报业绩超预期包括：（1）新业务价值增速转正，主要受益于代理人规模略超预期，较 1 季度末增长 3.4%，推动内含价值较年初提升 12.4%；（2）平安寿险准备金进入释放周期，上半年利润贡献占比达到 58%，成为集团利润增长的火车头；（3）集团个人业务运营利润快速增长 28.3%，受益于客户数快速增长达 1.79 亿人，同比 25.2%，客均营运利润达 281 元。同时，我们也看到了隐忧：（1）上半年资本市场波动等因素导致的投资亏损；（2）受金融政策及行业影响，证券和信托等子板块净利润负增长；（3）科技金融板块受到监管政策影响，比如 P2P 治理。

■营销员规模维持增长，新业务价值增速转正。2018 年上半年公司寿险及健康险业务贡献归母净利润 338 亿元（占比 58%，YoY+43%），平安寿险实现原保险保费收入 2745 亿元（YoY+21%）。受到监管等因素之下的开门红新单保费大幅下滑影响，公司寿险新业务价值 387 亿元，同比微增 0.2%。

（1）营销员增长超预期，人均产能有所下滑。在监管从严的背景下，快返型产品的消失以及大单减少，带来人均产能的下降，2018 年上半年公司营销员首年规模保费 9453 元，同比下滑 24%，不过二季度以来公司致力于改善营销员增员情况，营销员规模环比提升 3.4%超预期。在营销员产能下滑的压力下，上半年个险新单保费增速出现 11.9% 的下滑。我们预计 2018 年全年新单保费同比增速将达到 3%，新业务价值同比增速约 8%。

（2）产品回归保障，新业务价值率维稳。受到监管从严以及保险行业主动转型等因素的影响，平安寿险 2018 年上半年产品聚焦以健康险为代表的保障型产品，公司个险渠道长期保障产品新业务价值率达到了 93.6%，显著高于其他类型产品，新业务价值中长期保障型业务占比达到 67%，推动整体新业务价值率达到了 38.5%，

（3）死差是推动保险公司价值增长的主因。2018 年上半年在 924 亿元的新业务贡献推动下寿险及健康险业务剩余边际余额达到 7100 亿元，未来剩余边际长期稳定释放。与此同时，上半年平安寿险及健康险内含价值较之上年末提升 12.4%，其中新业务价值同在内含价值增量中占比 51%。与新业务价值相比，预期回报等因素增长具有相对确定性，因此内含价值增速的边际变化主要受到新业务价值增速边际变化的影响。

■股票市场低迷，投资收益率下滑。2018 年上半年公司投资资产达到 258 万亿元（较年初提升 5.4%），总投资收益率 4%（同比下滑 0.9 个百分点），净投资收益率 4.2%（同比下滑 0.8 个百分点）。上半年上证 50 下跌 13%，股票市场表现低迷拖累公司投资收益率，而 IFRS9 之下公司的公允价值变动损益达到 -116 亿元，也对投资收益带来负面影响。我们在保险“灰犀牛”报告中提出，利差边际变化的主要来源是权益类资产，预计 2018 年全年公司受到上半年股票市场影响，总投资收益将在 4.6% 左右。

■产险盈利能力维持稳定。2018 年上半年平安产险实现保费收入 1188 亿元（YoY+14%），市场份额达到 19.7%，较之 2017 年提升 0.1 个百分点，同时平安产险净利润同比下滑 14%，我们认为主要原因是受到市场环境对投资表现欠佳（总投资收益率 4.2%），以及手续费及佣金支出较高带来的所得税大幅提升。上半年公司提升产险业务的盈利能力和经营效率，综合成本率维持在 95.8%，预计 2018 年全年产险业务综合成本将保持在 95% 左右。

■综合金融保持稳健发展。（1）平安银行零售转型稳步前行。2018 年上半年平安银行实现净利润 134 亿元，同比增长 6.5%。其中，零售业务的营收贡献达到 51%；我们认为公司零售业务转型维持良好态势，资产质量呈现逐步改善。（2）信托业务回归本源。2018 年上半年信托业务贡献归母净利润 1694 亿元，同比下滑 25.1%，公司信托管理资产规模为 5772 亿元，同比减少 11.6%，事务管理类规模大幅下滑 18.8%，主动管理占比逐步增大。

（3）券商业绩优于同业。平安证券贡献归母净利润 9.56 亿元，同比下滑 19.1%，业绩表现仍优于行业平均水平。

■金融科技推进零售业务发展。2018 年上半年公司金融科技业务贡献营运利润 42 亿元。我们认为金融科技的创新将有助于推进客户迁徙，提高金融产品渗透率，推进零售业务发展，各项业务的盈利能力将稳定持续增长。截至 2018 年上半年，集团互联网用户量达到 4.86 亿，同比提升 20%，APP 用户量达到 4.2 亿，同比增长 46%。

■中国平安零售三大核心看点：（1）回归保障，推动死差益增长。2018 年以来，受到监管等因素影响，各家保险公司在年金类产品开门红销售欠佳的情况下，将销售重心转移至保障类产品。中国平安今年上半年长期健康险规模保费同比增长 40%，推动新业务价值率增至 38.5%。（2）交叉销售与客户迁徙带动客户价值提升。截至 2018 年上半年集团有 30% 的个人客户同时持有多家子公司合同，核心金融公司之间客户迁徙 1968 万人次。通过客户迁徙，集团不仅节约了获客成本，还提高了客户粘性。（3）零售优势凸显，保险龙头强者恒强。中国平安在零售方面竞争优势有望越发凸显。一方面平安拥有 139 万的高素质代理人，其人均产能优于同业平均水平。另外，中国平安 70% 的个人客户集中于经济发达地区，客户质量好于同业。

■投资建议：维持买入-A 投资评级。预计中国平安 2018-2020 年归母净利润同比增速达到 30%、26%、22%，EPS 分别为 6.33 元、7.97 元、9.73 元，6 个月目标价为 78 元。

■风险提示：市场风险/宏观风险/信用风险/政策风险

摘要(百万元)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
寿险保费收入	252,730	303,276	355,274	475,895	594,869	713,843	856,611
财险保费收入	143,150	177,152	177,908	215,984	252,701	298,188	348,879
归属于母公司净利润	39,279	54,203	62,394	89,088	115,644	145,764	177,842
每股收益(元)	4.93	2.98	3.41	4.87	6.33	7.97	9.73
每股净资产(元)	31.68	18.28	20.98	25.89	30.32	34.87	40.09
市盈率	12.05	19.94	17.41	12.19	9.39	7.45	6.11
市净率	1.88	3.25	2.83	2.29	1.96	1.70	1.48

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

保险

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价：

78 元

股价 (2018-08-17)

56.58 元

交易数据

总市值(百万元)	1,034,296.06
流通市值(百万元)	612,912.16
总股本(百万股)	18,280.24
流通股本(百万股)	10,832.66
12 个月价格区间	53.03/78.76 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.61	9.43	31.96
绝对收益	-2.13	-6.99	13.62

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004

zhaoxh3@essence.com.cn

021-35082987

张经纬

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060002

zhangjw1@essence.com.cn

021-35082392

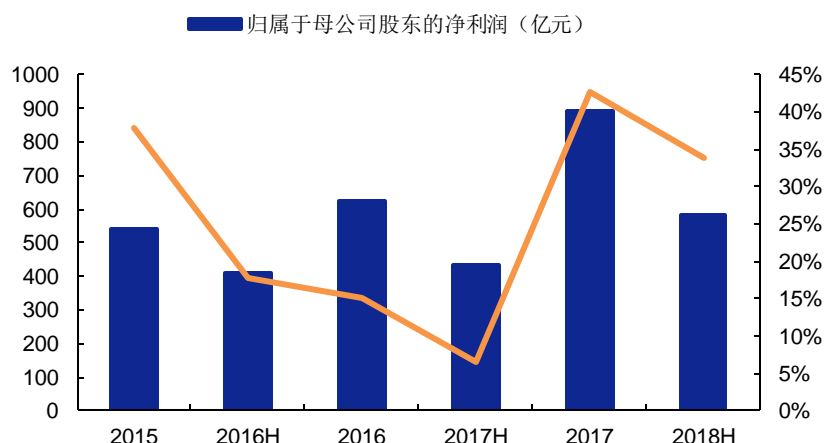
相关报告

中国平安：保险龙头聚焦零售，金融科技提升价值/赵湘怀	2018-03-21
中国平安：科技提升金融价值，输出四大生态圈/赵湘怀	2017-11-21
中国平安：金融科技双轮驱动，量能双升浮盈大增/赵湘怀	2017-10-30
中国平安：零售客户量价齐升，科技金融价值聚变/赵湘怀	2017-08-18
中国平安：消费金融时代的零售金融王者/赵湘怀	2017-07-12

事件：中国平安 2018 年上半年实现营收 5348 亿元，归母净利润 580 亿元，分别同比增长 15% 和 34%。截止今年上半年，集团总资产、归母净资产分别为 68,514 亿元和 5160 亿元。

中报业绩超预期包括：（1）新业务价值增速转正，主要受益于代理人规模略超预期，较 1 季度末增长 3.4%，推动内含价值较之年初提升 12.4%；（2）平安寿险准备金进入释放周期，上半年利润贡献占比达到 58%，成为集团利润增长的火车头；（3）集团个人业务运营利润快速增长 28.3%，受益于客户数快速增长达 1.79 亿人，同比 25.2%，客均营运利润达 281 元。**同时，我们也看到了隐忧：**（1）上半年资本市场波动等因素导致的投资亏损；（2）受金融政策及行业影响，证券和信托等子板块净利润负增长；（3）科技金融板块受到监管政策影响，比如 P2P 治理。

图 1：归母净利润同比高增长



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1. 营销员规模维持增长，新业务价值增速转正

2018 年上半年公司寿险及健康险业务贡献归母净利润 338 亿元（占比 58%，YoY+43%），平安寿险实现原保险保费收入 2745 亿元（YoY+21%）。

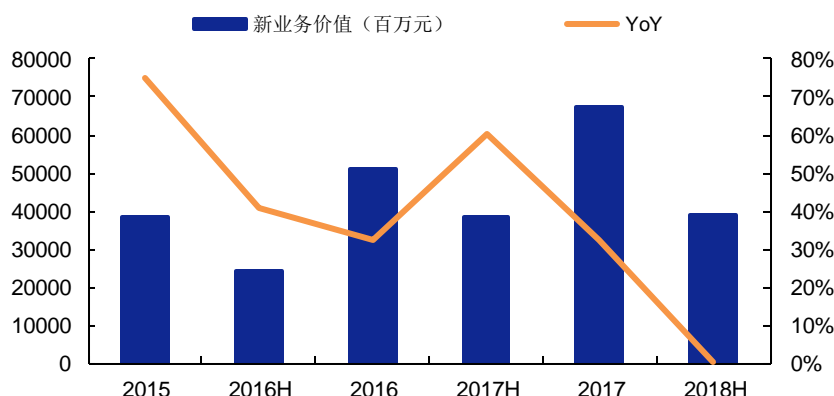
表 1：中国平安 2018 年上半年归母净利润

亿元	2018H	2017H	同比
寿险及健康险	337.91	235.76	43%
财产保险	58.96	68.61	-14%
银行业务	77.56	72.81	7%
资产管理业务	91.59	69.59	32%
其中：信托	16.93	22.60	-25%
证券	9.18	11.42	-20%
其他资产管理	65.48	35.57	84%
金融科技与医疗科技	42.04	4.20	901%
其他业务及合并抵消	-27.11	-16.70	
集团合并	580.95	434.27	34%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

受到监管等因素之下的开门红新单保费大幅下滑影响，公司寿险新业务价值 387 亿元，同比微增 0.2%。

图 2：新业务价值维持较高增速

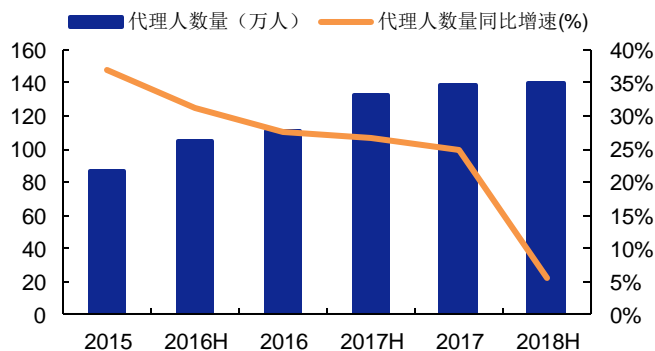


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.1. 营销员增长超预期，人均产能有所下滑

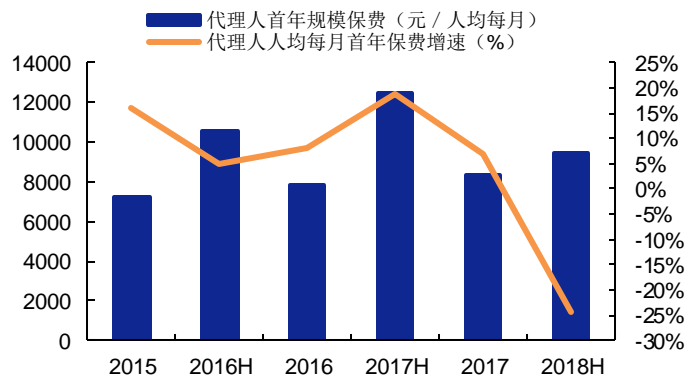
我们在年初以来发布的保险“灰犀牛”系列报告中提到，在监管从严的背景下，快返型产品的消失以及大单减少，带来人均产能的下降，2018 年上半年公司营销员首年规模保费 9453 元，同比下滑 24%，产能的下滑带来了营销员收入的下降，2018 年上半年营销员收入 6870 元/人均每月，较之同比下滑 4.8%。

图 3：营销员规模增速趋缓



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

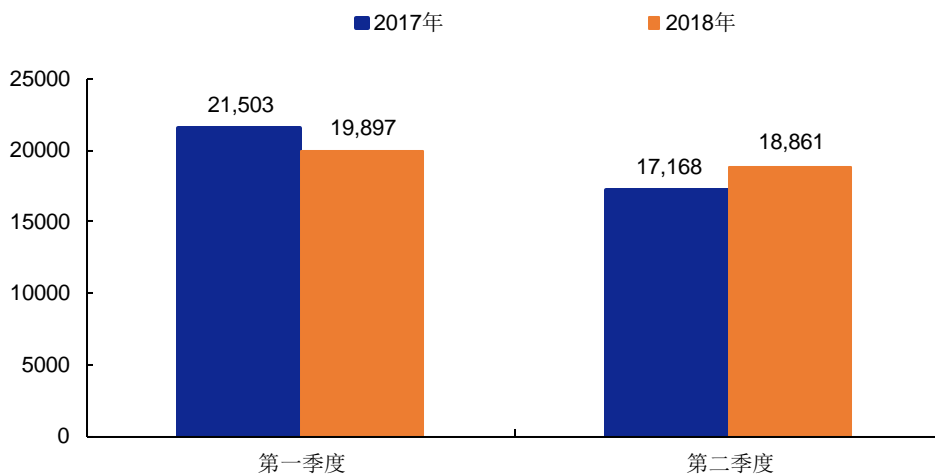
图 4：人均产能同比下滑



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

二季度营销员增员情况改善，带来新业务价值同比扭负为正。营销员收入下降则带来了营销员增员压力，2018 年一季度公司营销员较之 2017 年末下滑 2.4%，二季度以来公司致力于改善营销员增员情况，营销员规模环比提升 3.4%，上半年公司营销员较之 2017 年末提升 0.1%，由 2017 年末的 138 万人提升至超过 139 万人，营销员情况超预期。然而在营销员产能下滑的压力下，上半年个险新单保费增速出现 11.9% 的下滑。我们预计 2018 年全年在公司聚焦保障以及增强营销员激励的推动下，新单保费同比增速将达到 3%，新业务价值同比增速约 8%。

图 5：新业务价值二季度同比扭负为正



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 产品回归保障，新业务价值率稳增

受到监管从严以及保险公司主动转型等因素的影响，平安寿险 2018 年上半年产品聚焦以健康险为代表的保障型产品，2018 年上半年公司个险渠道长期保障产品新业务价值率达到了 93.6%，显著高于其他类型产品，新业务价值中长期保障型业务占比达到 67%，推动整体新业务价值率达到了 38.5%，同比提高 4 个百分点。

表 2：中国平安 2018 年上半年新业务价值率变动

(人民币百万元)	2018 年 1-6 月	2017 年 1-6 月	变动
新业务价值合计	38,757	38,670	0.2%
首年保费合计	100,544	112,147	-10.3%
新业务价值率	38.50%	34.50%	4.1pps

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3. 客户结构持续优化，价值增长潜力较大

平安集团在高质量客户的开发上占得先机。客户结构持续优化，2017 年客户中中产及以上的占比达到了 65%，个人客户在经济发达地区占比达到了 70%，公司客户平均年龄为 37.8 岁（2016 年为 38.1 岁），未来价值增长潜力较大。

表 3：平安 2017 年客均合同及客户量情况

客均合同数 (万人)	客户量 (万人)	占比	客均合同数 (个)
高净值	15	0.1%	10.48
富裕	3675	22.2%	3.61
中产	7091	42.8%	2.14
大众	5792	34.9%	1.71
集团合计	16573	100.0%	2.32

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司在经济发达地区的业务价值相对更高，主要原因包括：

(1) 经济发达地区营销员受教育水平相对较高，整体素质也较高；

- (2) 经济发达地区一般均为大型都市，人口密度较高，营销员展业相对更为容易。
- (3) 经济发达地区人们收入水平更高，带来件均保费要高于其他区域，也更容易接受较为复杂的长期保障型产品，使得保险公司在经济发达地区的业务利润率要高于其他区域。

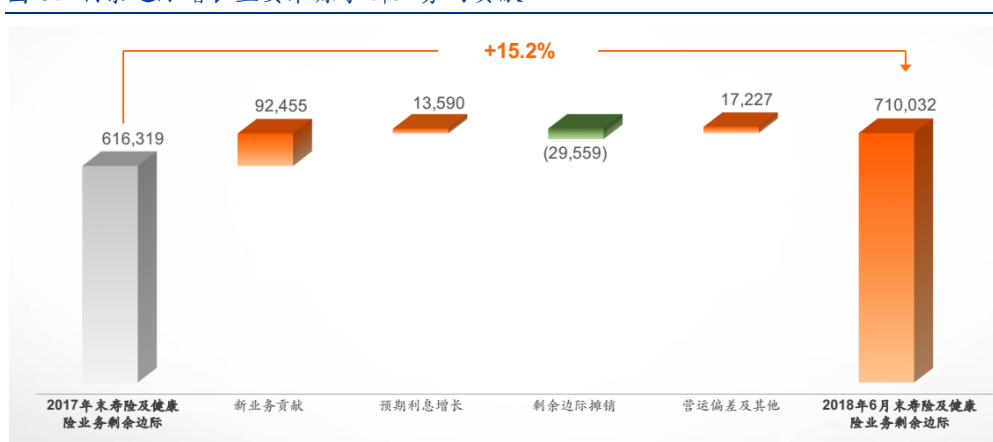
表 4：平安 2017 年客户分布情况

客户地域分布	平安客户分布	社会平均人口分布
华东	29.5%	26.1%
华南	29.2%	12.1%
华北	11.9%	12.6%
东北	6.8%	7.9%
西南	9.3%	14.5%
华中	8.9%	19.4%
西北	4.4%	7.4%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.4. 死差益是推动保险公司价值增长的主因

剩余边际增长主要来源于新业务的贡献。寿险业务盈利核心来源是稳定的剩余边际释放，剩余边际摊销=精算边际利润率*个险新单，其中精算边际利润率主要取决于产品结构，长期保障型产品精算边际利润率高于短交储蓄型产品。在 924 亿元的新业务贡献推动下，寿险及健康险业务剩余边际余额达到 7100 亿元，未来剩余边际长期稳定释放。

图 6：剩余边际增长主要来源于新业务的贡献


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

死差益是推动公司价值增长的主因。2018 年上半年平安寿险及健康险内含价值较之上年末提升 12.4%，其中受到上半年新单保费表现欠佳影响，新业务价值同比增速 0.2%，在内含价值增量中占比 51%。与新业务价值相比，预期回报等因素增长具有相对确定性，因此内含价值增速的边际变化主要受到新业务价值增速边际变化的影响。

表 5：死差益是推动保险公司价值增长的主因

(人民币百万元)		2018H
寿险及健康险业务期初的内含价值	[1]	496,381
年初内含价值的预计回报	[2]	22,596
新业务价值创造	[3]	49,442
其中：上半年新业务价值		38,757
新业务内部的分散效应		5,828

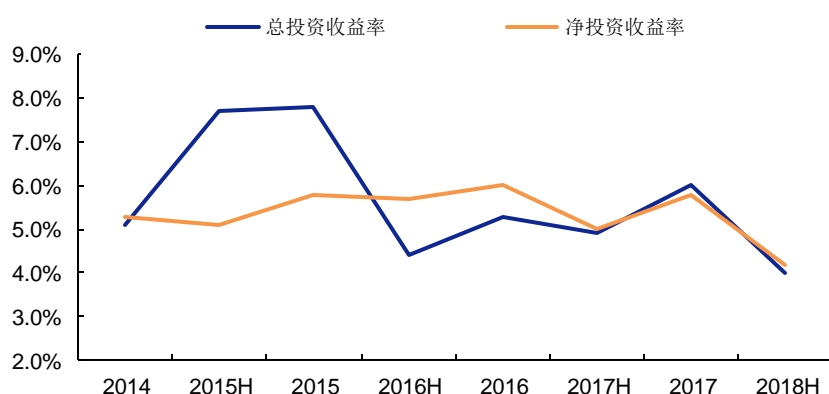
新业务与有效业务的风险分散效应		4,857
营运假设及模型变动	[4]	15
营运经验差异及其他	[5]	15,391
寿险及健康险业务内含价值营运利润	[6]=[2+...+5]	87,443
经济假设变动	[7]	-
市场价值调整影响	[8]	3,330
投资回报差异	[9]	-893
寿险及健康险业务内含价值利润	[10]=[6+...+9]	89,880
股东股息		-13,925
寿险及健康险业务期末的内含价值		572,336
其他业务期初的调整净资产	[11]	328,792
其他业务当年营运利润	[12]	24,303
其他业务当年非营运利润		-
市场价值调整影响及其他		9,956
资本变动前其他业务期末的调整净资产		363,052
子公司向公司分红		13,925
股东分红		-21,936
其他业务期末的调整净资产		355,041
公司期末的内含价值		927,376
期末每股内含价值 (人民币元)		50.73

资料来源：安信证券研究中心

2. 股票市场低迷，投资收益率下滑

2018 年上半年公司投资资产达到 2.58 万亿元（较年初提升 5.4%），总投资收益率 4%（同比下滑 0.9 个百分点），净投资收益率 4.2%（同比下滑 0.8 个百分点）。上半年股票市场表现低迷（上证 50 下跌 13%）拖累公司投资收益率，而 IFRS9 之下公司的公允价值变动损益达到-116 亿元，也对投资收益带来负面影响。

图 7：投资端投资收益率下滑

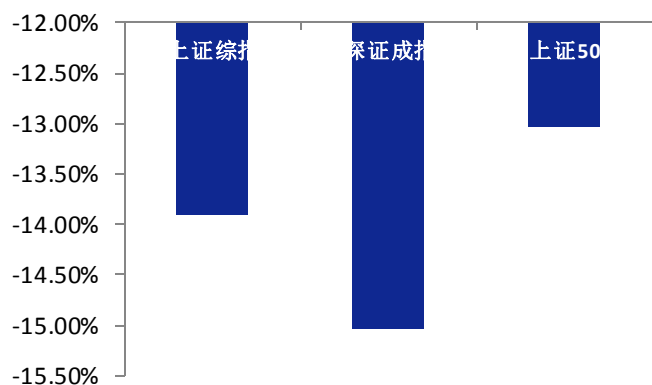


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

股票市场低迷使得总投资收益率承压。2018 年上半年受到市场环境的影响，中国平安将债券投资资产占比由 43.7%提升至 44.3%，同时将股票投资资产占比由 11.1%降低至 9.5%，我们在保险“灰犀牛”报告中提出，利差益边际变化的主要来源是权益类资产，上半年股票市场下跌是中国平安总投资收益率下滑的主要原因，而净投资收益率方面，2018 年上半年平

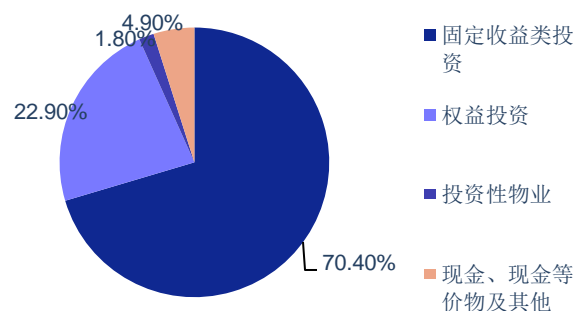
安保险资金受到权益资产分红收入下降的影响，年化净投资收益率同比下滑 0.8 个百分点至 4.2%。

图 8：2017 年权益市场表现



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 9：2018 年上半年投资资产结构



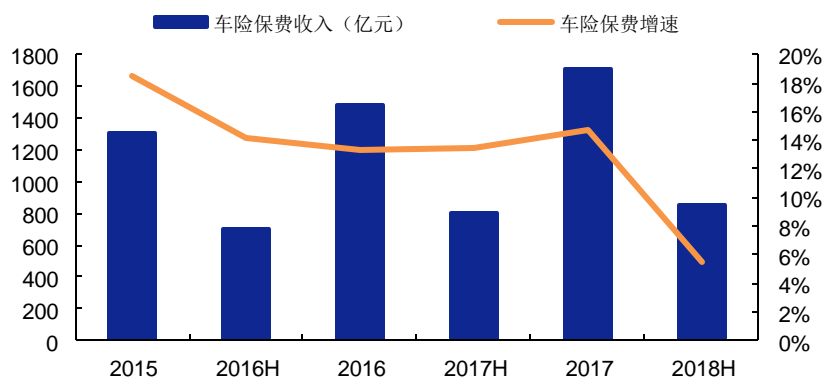
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

寿险公司利润来自于三差，死差益（实际死亡率小于预定死亡率）、费差益（实际运营费用小于预定运营费用）和利差益（实际投资收益率高于精算假设利率），我们在保险“灰犀牛”系列报告中提到，负债端死差而非投资端利差是保险股价值变动的主因，在负债端产品回归保障、业务结构持续优化的背景下，我们依然维持这一论断，预计未来负债端保费收入同比增速的改善，将是保险公司价值提升的主要边际变化来源。

3. 产险盈利能力维持稳定

2018 年上半年平安产险实现保费收入 1188 亿元（YoY+14%），市场份额达到 19.7%，较之 2017 年提升 0.1 个百分点。2018 年上半年平安产险继续应用人工智能、云技术等科技手段，提升产险业务的盈利能力和经营效率。不过平安产险上半年净利润同比下滑 14%，我们认为主要原因是受到市场环境影响投资表现欠佳（总投资收益率 4.2%，同比下降 0.5 个百分点），以及手续费及佣金支出较高带来的所得税大幅提升。

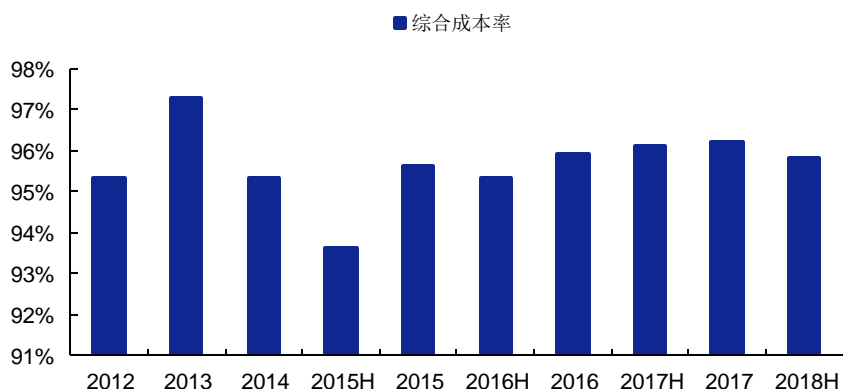
图 10：科技保障下的产险保费收入增长（亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

科技创新风控完善, 赔付率低于同业。受益于公司金融科技的支持, 平安产险风控措施完善, 赔付率好于同业。2018 年上半年赔付率为 57.4%, 同时依赖于公司内部客户迁徙和交叉销售, 费用率整体保持稳定, 综合成本率长期优于同业。2018 年上半年平安产险综合成本率为 95.8%, 保持了较好的盈利能力。我们认为公司金融科技越发成熟, 对于平安产险产品设计、定价策略、理赔管理等能够起到有效地促进作用, 产险业务综合成本将保持在 95% 左右, 实现较好的盈利。

图 11: 平安产险综合成本率保持稳定



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

保证保险业务维持迅速发展。2018 年上半年保证保险快速发展, 盈利规模仅次于车险业务, 承保利润达到 10 亿元, 逼近 2017 年全年 13 亿元的承保利润, 与此同时, 受益于金融科技, 平安车险在 2018 年上半年也持续高速增长, 承保利润达到 23 亿元。

表 6: 平安财险前五大产品 (2018 年上半年)

	保险金额	原保险保费收入	已赚保费	承保利润	综合成本率
车险	242618.38	847.17	838.23	23.48	97.20%
保证险	1450.77	161.61	86.91	10.9	87.50%
责任保险	1351065.92	44.97	31.52	3.29	89.60%
意外伤害险	3469948.39	39.28	33.56	7.98	76.20%
企业财产保险	88763.62	33.66	13.43	0.25	98.20%

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

4. 综合金融保持稳健发展

4.1. 平安银行零售转型稳步前行

持续深化零售转型。2018 年上半年, 平安银行实现净利润 134 亿元, 同比增长 6.5%。其中, 零售业务的营收贡献, 首次超过对公业务, 达到 51.02%; 贡献净利润占比为 67.9%, 同比增长 3.4%。此外, 零售贷款占比为 54.0%, 较去年底增长 4.2%。消费类贷款、信用卡贷款、按揭贷款均有不同程度得增长。

银行资产质量逐步改善。公司不良贷款率、关注贷款占比分别为 1.68%、3.41%, 较年初分别下降 0.02%、0.29%, 逾期 90 天以上贷款余额和占比较年初实现双降。对于历史不良包袱, 清收效果明显, 收回不良资产总额 123.25 亿元, 同比增幅 180%。受益于零售业务占

比提升，拨备覆盖率为 175.81%，较上年末提升 24.73 个百分点；

表 7：平安银行 2018 年上半年不良贷款情况

	2018H	2017H	变动 (%)
不良贷款率	1.68%	1.70%	-0.02
逾期 90 天以上贷款占比	2.08%	2.43%	-0.35
关注贷款占比	3.41%	3.7%	-0.29
逾期 90 天以上贷款拨备覆盖率	141.46%	105.67%	35.79
拨备覆盖率	175.81%	151.08%	24.73

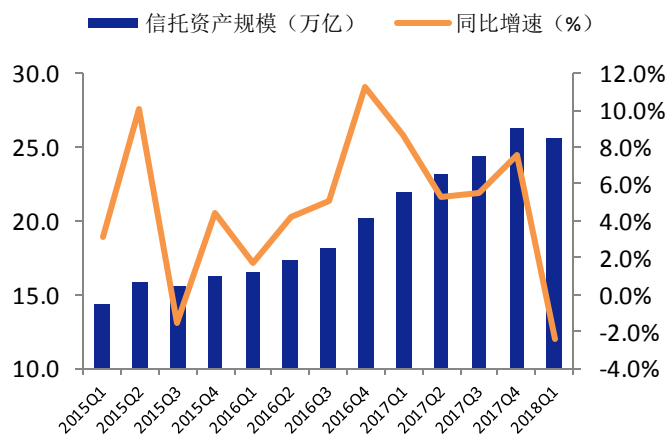
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.2. 信托表现稳健、券商业绩优于行业

金融监管趋势不变，信托稳业绩调结构。2018 年上半年信托业务贡献归母净利润 16.94 亿元，同比下滑 25.1%，主要受制于今年上半年市场波动导致投资收益下滑。受资管新规以及金融监管去通道化的影响，公司信托管理资产规模为 5772 亿元，同比减少 11.6%，其中代表通道的事务管理类规模大幅下滑 18.8%，信托业务向好，主动管理占比逐步增大。

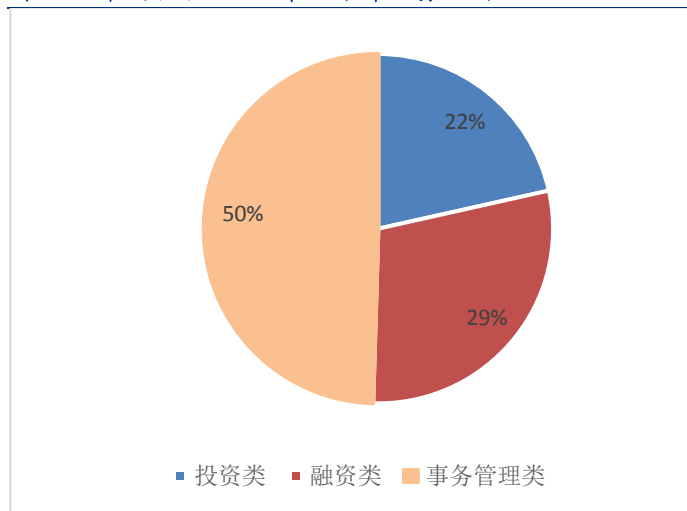
证券行业景气度不佳，拖累公司整体业绩。2018 年上半年，平安证券贡献归母净利润 9.56 亿元，同比下滑 19.1%，业绩表现仍优于行业平均水平。公司业绩下滑主要受制于上半年股票和债券市场波动剧烈、投行业务下滑等多方面行业因素影响。下一步平安证券一方面将坚持加大科技转型力度，另一方面深度挖掘综合金融优势，利用金融科技以及金融全牌照优势，不断提升自身整体竞争力。

图 12：信托资产规模变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 13：平安信托 2018 年上半年业务结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5. 金融科技推进零售业务快速发展

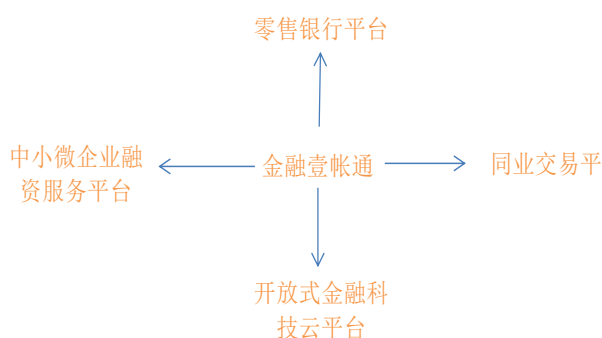
我们认为金融科技的创新将有助于推进客户迁徙，提高金融产品渗透率，推进零售业务发展，各项业务的盈利能力将稳定持续增长。平安通过科技赋能，提升各产品线的服务效率。截至 2018 年上半年，集团互联网用户量达到 4.86 亿，同比提升 20%，APP 用户量达到 4.2 亿，同比增长 46%，平均每个互联网用户使用平安 2.3 项线上服务，同比增长 12%，而得益于平安对互联网用户的高效经营，用户的活跃度逐步提升，用户粘性持续增强，年活跃用户量达

到 2.39 亿。

五大核心技术，持续提升平安综合竞争力。目前五大核心技术已广泛应用于核心金融业务的客户经营、渠道管理、客户服务和风险管控等场景中，极大提升了核心金融业务的价值；并成功孵化出如陆金所控股、金融壹账通、平安好医生、平安医保科技等一系列金融科技和医疗科技平台，且部分核心技术已对外输出服务。2018 年上半年公司金融科技业务贡献营利润 42 亿元（占比 7%，YoY+901%，主要原因为陆金所控股盈利快速增长）。

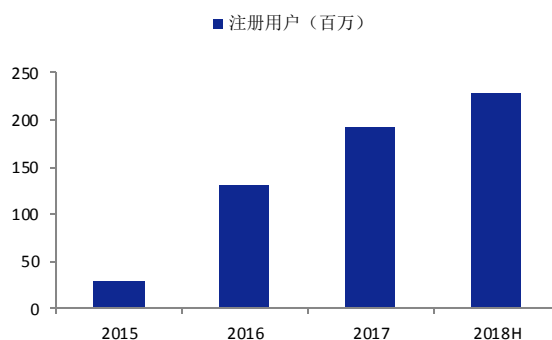
金融壹账通打造金融科技服务平台。金融壹账通 2018 年上半年推出 7 类、12 款产品，并完成 7.5 亿美元融资，投后估值达到 75 亿美元。截至 2018 年 6 月 30 日，金融壹账通已为 441 家银行、38 家保险公司、近 2200 家非银金融机构提供金融科技服务。

图 14：金融壹账通业务结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 15：2018 年上半年投资资产结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

平安好医生构建金融医疗生态体系。平安好医生致力于打造全球最大的医疗健康生态系统，用科技让人类更健康。平安好医生专注于提供由自有医疗团队及人工智能助理支持的在线家庭医生服务，并通过合作医疗服务网络提供多种线下服务。同时还提供多样化的健康管理产品和服务及个性化的健康管理计划。截至 2018 年 6 月 30 日，平安好医生累计注册用户近 2.3 亿，累计咨询量超过 3 亿，同比大增 122%，上半年平安好医生实现营业收入 11 亿元，同比增长 150%。

6. 中国平安零售业务三大核心看点

6.1. 回归保障，推动死差益增长

2018 年以来，受到监管等因素影响，各家保险公司在年金类产品开门红销售欠佳的情况下，将销售重心转移至保障类产品，尤其是 2018 年二季度以来，保险公司聚焦保障型产品、加大费用投放、调整佣金分配，并通过优化培训机制等举措提升代理人素质，各项措施成效显著。

2018 年上半年，中国平安一方面在对原有健康险产品进行升级换代，加强保障范围的同时，也进一步丰富产品线，加大对于客户群体的覆盖面，推出了“守护福”、“爱满分”，以更加灵活、差异化服务形成自身独特的竞争优势。今年上半年长期健康险规模保费收入达 446 亿元，同比增长 40%，推动新业务价值增至 38.5%。

表 8：中国平安新业务价值率明细

新业务价值率 (按首年保费)	2016	2017	2018H
代理人渠道	51.4%	49.9%	48.10%
-长期保障型	82.9%	87.6%	93.60%
-短交储蓄型	15.3%	15.6%	15.70%
-长交储蓄型	31.0%	37.3%	42.60%
-短期险	27.2%	32.2%	35.60%
电销、互联网及其他渠道	43.0%	42.3%	44.40%
银保渠道	2.8%	9.6%	15.90%
团险业务	1.10%	1.10%	0.60%
寿险及健康险业务合集	37.40%	39.30%	38.50%

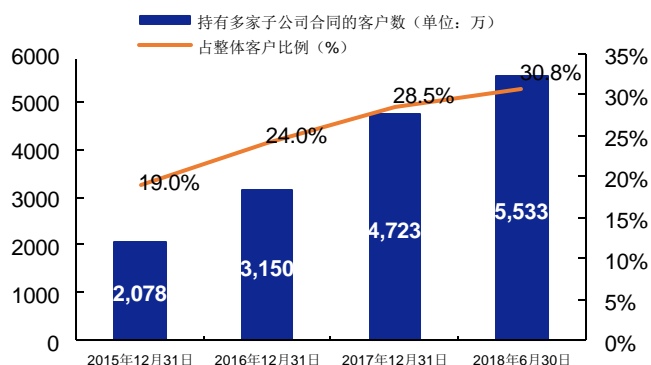
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

在过去 5 年，健康险原保险保费收入复合增长率达到 40%。随着我国人口老龄化日益严重、保险消费升级意识提升，健康险等保障类产品销售有望维持高增长。根据 BCG 的测算，健康险，未来 3 年复合保费增速为 34.6%。从目前来看，公司有望依托庞大而高产能的代理人团队以及优质的客户群体等优势，在健康险市场竞争占据更为明显的优势。

从长期来看，在保险姓保的监管背景下，健康险将带来新业务价值率提升，实现死差益增长，并带动剩余边际释放。由于寿险业务盈利核心来源是稳定的剩余边际释放，以健康险为代表的长期保障型产品精算边际利润率高于短交储蓄型产品。预计未来在保险产品回归保障的大趋势下，精算边际利润率较高、发展空间较大的健康险，将带动剩余边际长期稳定释放，推动公司价值持续增长。

6.2. 交叉销售与客户迁徙，构筑竞争护城河

交叉销售与客户迁徙带动客户价值提升。中国平安的核心竞争力在于不同业务条线间客户的大规模迁徙以及交叉销售。截至 2018 年上半年集团有 30% 的个人客户同时持有多家子公司合同，核心金融公司之间客户迁徙 1968 万人次。通过客户迁徙，集团不仅节约了获客成本，还提高了客户粘性，事实证明，随着业务合同和服务的数量不断增加，客户的留存率将持续改善，客户价值也不断提高。

图 16：中国平安持有多家子公司合同的客户数


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

客户迁徙降低获客成本，提升用户粘性。2018 年上半年平安持续提升渠道服务质量，新增

客户 2581 万人，同比增长 39%，其中 845 万人来自集团五大生态圈的互联网用户，在新增客户中占比达到 32%。此外，不同用户群体相互渗透性也十分强劲，在平安 1.79 亿的个人客户中，同时是互联网用户的客户数为 1.49 亿，占比 83%，同时是 APP 用户的客户数 1.42 亿，占比达到 79%。

表 9：平安 2017 年交叉销售情况

	2017		2018H	
通过交叉销售获得新业务	金额	占比	金额	占比
平安产险保费收入	35828	16.60%	19364	16.30%
养老险团体短期险	6728	45.70%	4368	43.80%
平安健康险	754	35.10%	993	56.70%

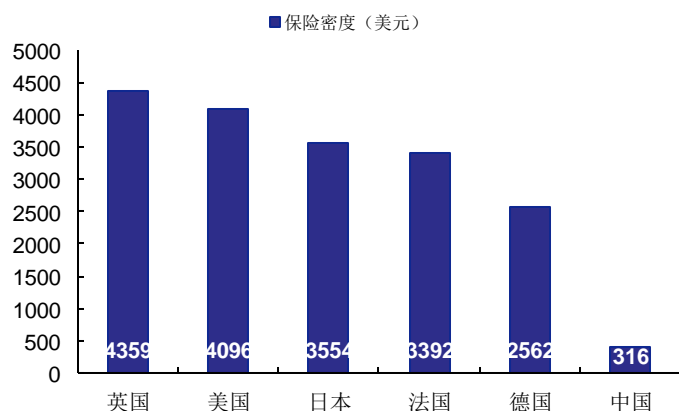
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

客户迁徙促进产品渗透，巩固业务基础。2018 年上半年集团实现金融产品间高度渗透，平安产险通过交叉销售获得新业务的保费收入达到 193 亿元（渠道贡献占比 16%），养老险团体短期险通过交叉销售获得新业务的保费收入达到 43 亿元（渠道贡献占比 43%），平安健康险交叉销售获得新业务的保费收入近 10 亿元（渠道贡献占比 56%）。相较于市场其他寿险公司以及保险集团而言，平安寿险拥有在客户交叉销售和迁徙这一点拥有无以比拟的优势，这有助于其稳固保费收入来源基础。正如今年在开门红遇冷的行业背景之下，平安寿险有着更好抵御行业监管、市场环境变化的不确定性，从而实现上半年新业务价值转正的良好成绩。

6.3. 行业空间广阔，保险龙头强者恒强

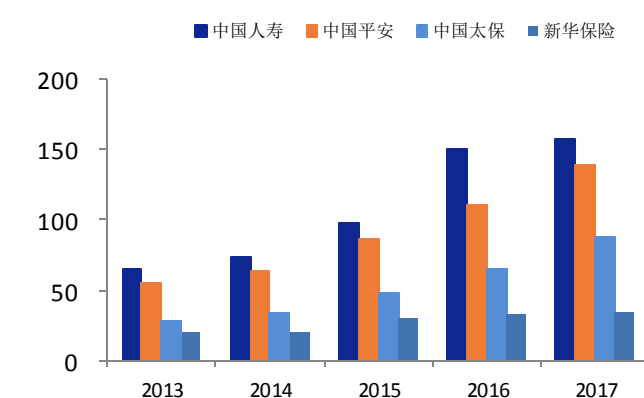
保险行业整体空间广阔。与国外发达市场相比较，我国保险行业深度和密度仍处于初级阶段。2017 年中国的健康险密度为 316 元/人，健康险深度为 0.53%，这两项数据仍远低于发达国家。考虑到我国人口基数大，且保险发展起步晚、程度低，保险密度增长的发展空间估计仍有 6 倍以上。

图 17：2013-2017 年中国健康险原保费收入同比增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 18：保险公司代理人数量（万人）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

零售优势凸显，保险龙头强者恒强。我们认为在保险行业回归本源的背景之下，面对中国快速增长的保险市场，中国平安在零售方面竞争优势有望越发凸显。一方面，金融科技、交叉销售等手段，有助于公司提升零售市场的渗透率，巩固寿险的市场份额；另一方面平安拥有 139 万的高素质代理人，其人均产能优于同业平均水平，优质而庞大的代理人团队将是平安寿险在零售市场最为核心的优势之一。

此外，中国平安 70%的个人客户集中于经济发达地区，客户质量好于同业，因此对于价格敏感性也相对较低。利用提供优质的服务以及产品品质，公司获得中高净值客户的广泛认可，并愿意为产品以及品牌支付更高的溢价，从而使得寿险业务拥有较高的新业务价值率，拉开与其他保险公司的竞争差距。

7. 保险行业深度报告列表

- 《非银金融 2018 年中期策略报告：金融业的“无限战争”》
- 《中国保险公司的价值驱动研究》
- 《中国寿险公司的利润释放原理及影响》
- 《寿险公司保费收入的增长模式分析》
- 《死差而非利差是保险股价值变动的主因》
- 《保费开门红负增长解析》
- 《保费开门红点评：无可奈何花落去》
- 《保险集团的估值框架和趋势探究》

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						资产负债表					
(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	712,453	890,882	927,176	1,270,241	727,971	投资资产-定期存款	336,955	407,610	494,906	599,362	724,179
已赚保费	441,620	572,990	697,000	971,549	334,924	投资资产-债券	1,263,581	1,401,159	1,701,239	2,060,307	2,489,367
提取未到期责任准备金	10,170	7,945	7,818	12,984	10,958	投资资产-其他固定到期日投资	73,709	89,165	108,261	131,110	158,414
投资收益及公允价值变动	113,509	159,190	164,546	197,160	236,268	投资资产-权益投资	315,895	382,134	463,974	561,902	678,918
其他收入	147,154	150,757	57,813	88,548	145,820	投资资产-基建投资	21,060	25,476	30,932	37,460	45,261
营业支出	619,085	756,124	741,356	1,032,840	438,309	投资资产-现金及其他等价物	94,769	242,018	293,850	355,871	429,982
退保金	16,050	20,519	36,302	33,397	11,513	投资资产-其他资产	84,239	101,903	123,726	149,840	181,045
赔付支出	140,236	159,113	230,010	340,042	117,223	投资资产合计	2,105,968	2,547,563	3,093,162	3,746,012	4,526,122
提取保险责任准备金	149,613	220,024	188,190	254,546	73,683	发放贷款及垫款	64,634	83,203	75,969	88,884	103,994
保单红利支出	11,236	13,129	12,980	17,783	10,192	其他资产	3,406,301	3,862,309	4,427,766	5,053,475	5,769,278
保险业务手续费及佣金支出	78,742	114,559	58,083	80,962	27,910	资产合计	5,576,903	6,493,075	7,596,898	8,888,370	10,399,393
业务及管理费	129,997	139,688	130,688	202,406	73,265	准备金	1,058,844	-	1,459,681	1,711,121	2,006,036
资产减值损失	48,894	45,251	28,533	39,469	27,910	保户储金及投资款	472,557	548,846	682,171	797,845	934,798
其他支出	44,317	43,841	56,569	64,234	96,612	其他负债	3,559,041	5,356,312	4,778,941	5,601,884	6,564,410
营业利润	93,368	134,758	185,820	237,401	289,662	负债合计	5,090,442	5,905,158	6,920,793	8,110,850	9,505,245
营业外收支	359	372	454	546	651	归属母公司所有者权益	383,449	473,351	554,286	637,383	732,919
利润总额	94,411	134,740	185,773	237,324	289,550	少数股东权益	103,012	114,566	121,819	140,138	161,229
所得税费用	22,043	34,762	46,443	61,704	75,283	股东权益合计	486,461	587,917	676,105	777,520	894,148
净利润	72,368	99,978	139,330	175,619	214,267	内含价值					
每股数据	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
每股净资产	21.0	25.9	30.3	34.9	40.1	期末内涵价值	637,702	825,172	1,000,970	1,305,170	1,725,702
每股盈利	3.4	4.9	6.3	8.0	9.7	经调整净资产	407,340	512,713	549,147	634,883	726,902
每股内涵价值	34.9	45.1	54.8	71.4	94.4	有效业务价值	230,362	312,459	451,823	670,286	998,800
估值水平						一年新业务价值	50,805	67,357	72,746	80,020	88,022
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E						
P/B	2.83	2.29	1.96	1.70	1.48						
P/E	17.41	12.19	9.39	7.45	6.11						
P/EVPS	1.70	1.32	1.09	0.83	0.63						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

赵湘怀、张经纬声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
深圳联系人	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034