

公司研究/首次覆盖

2020年02月27日

非银行金融/保险 II

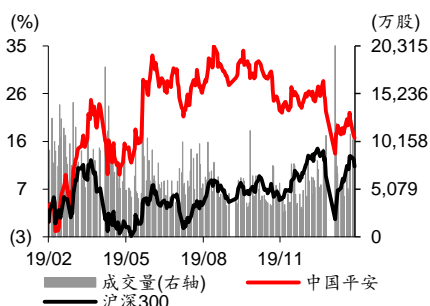
投资评级：买入（首次评级）

当前价格(元): 79.83
合理价格区间(元): 111.64~118.93

沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

陶圣禹 执业证书编号: S0570518050002
研究员 021-28972217
taoshengyu@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

一马当先，铸就典范

中国平安(601318)

核心观点

当前时点行业正处于良性向上的发展阶段，未来成长将呈现分化格局，大型险企有望保持领先优势。中国平安作为被市场认可的金融企业之一，凭借其优异的治理结构、从客户需求出发的价值挖掘、综合金融协同发展和科技业务持续孵化的核心优势，具有长期持续增长的韧性。我们预计公司2020-22年EPS分别为10.61、12.09和13.98元，采用分部估值法测算目标市值为20343-21673亿元，目标价格区间111.64元-118.93元，对应集团PEV估值为1.43x-1.52x，首次覆盖给予“买入”评级。

优异的治理机制是稳健经营的基石

经历三十年股权优化，平安目前股东结构多元化，具有良好的治理结构。在马明哲博士的前瞻主导下，平安拥有优秀稳定的管理团队、领先的管理模式，辅以健全的人才梯队，高度市场化的竞争和激励体系，已成为具备高度竞争壁垒的金融集团，能够坚守长期价值成长战略，国际化视野也为其发展构筑竞争优势。

完善的客户经营体系构建商业闭环

平安逐步构建客户体系商业闭环，从引流到转化，再到生态内的复购与循环，最后通过海量客户节点的网络效应外延扩张，形成长期竞争壁垒。随着综合金融战略的不断深化，客户数量稳健增长，交叉渗透程度不断提高，客户价值逐年抬升。此外，平安拥有最优质的代理人团队，在战略上前瞻，坚持长期价值策略；在管理上卓越，提高准入门槛并加强培训考核；在效率上领先，产能与收入均高于同业，结合科技赋能，竞争优势不断增强，是客户价值挖掘的充分保障。

全面的综合金融体系是经营的根基

寿险业务是平安集团经营的价值基石，平安始终在正确的道路上做正确的事：寿险赛道具备长期成长性，且发展逐步加速。过去几轮行业改革中平安始终走在前列，目前在渠道、产品和科技端深化改革，卓有成效，未来价值优异；产险渠道能力和管理能力出色，综合成本率领先行业；银行依托集团优势，科技引领、零售突破、对公做精；资产管理业务版图丰富，管理规模和市场竞争力持续提升；投资端优势明显，整体投资以固收类为主，收益率领先于行业，奠定稳增长发展基础。

五大生态圈开启未来增长新的引擎

平安通过五大生态圈的布局，赋能传统金融，孵化优质企业。从价值实现的路径来看，切入具体场景进入优质赛道、积累流量获取制胜之法、收入厚积赢得规模效应、利润薄发开启增长之风帆，平安正在昂首挺进。目前来看，科技与生态需要大量投入，利润贡献波动大，不稳定，但随着规模进一步积累，竞争力不断提升，科技、生态业务未来将提供充分的利润增长，为集团价值注入新的成长动能。

风险提示：市场波动风险、利率风险、政策与技术风险、消费者偏好风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	18,280
流通A股 (百万股)	10,833
52周内股价区间 (元)	68.70-92.34
总市值 (百万元)	1,459,312
总资产 (百万元)	8,222,929
每股净资产 (元)	36.82

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	976,832	1,168,867	1,309,381	1,457,552	1,642,938
+/-%	9.65	19.66	12.02	11.32	12.72
归属母公司净利润 (百万元)	107,404	149,407	175,704	200,304	231,550
+/-%	20.56	39.11	17.60	14.00	15.60
EPS (元, 最新摊薄)	6.02	8.41	10.61	12.09	13.98
PE (倍)	13.26	9.49	7.53	6.60	5.71

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

核心观点	5
优异的治理机制是稳健经营的基石	6
优异的治理结构培育稳健经营的土壤	6
专业稳定的管理团队掌握发展的航向	6
全面完善的人才体系铸就坚韧的船舶	7
高度市场化机制助力未来成长的风帆	9
完善的客户经营体系构建商业闭环	10
客户价值是集团经营的广阔蓝海	10
客户总量高速增长，利润贡献稳步提升	10
结构上聚焦中高端客户，深耕生命周期	11
多产品线交叉销售，互联网客户逐步引流	11
团体客户分层经营，深度挖掘客户价值	13
优质的代理人团队是客户价值挖掘的充分保障	13
优质的代理人渠道构建核心竞争力	13
代理人渠道改革成果显著，未来竞争力不断提升	14
全面的综合金融体系是经营的根基	16
寿险业务是集团经营的价值基石	16
寿险行业具备长期成长性，且未来成长分化	16
改革先行者，价值发现者	17
改革卓有成效，未来价值优异	19
综合金融体系铸造长期竞争壁垒	19
平安产险渠道管理完善，盈利不断提升	19
平安银行科技引领、零售突破、对公做精	20
平安资产管理版图丰富，构建金融帝国	22
领先的投资能力提供持续稳健回报	22
资金运用效率不断提升	23
完善的风控体系降低风险	24
五大生态圈开启未来增长新的引擎	25
金融科技生态相互赋能，布局五大生态圈	25
赋能传统金融，孵化优质企业	25
盈利预测与估值	28
PE/PB - Bands	31
风险提示	31
盈利预测表	32

图表目录

图表 1: 全文逻辑图	5
图表 2: 中国平安前十大股东 (截至 2019 末)	6
图表 3: 中国平安主要管理人员概况	7
图表 4: 中国平安员工专业构成 (2019)	8
图表 5: 中国平安员工学历构成 (2019)	8
图表 6: 中国平安近年来股权回购情况	9
图表 7: 中国平安个人客户数	10
图表 8: 中国平安互联网用户量	10
图表 9: 中国平安个人客户净利润占比 (2017-19 为营运利润)	10
图表 10: 中国平安个人客户人均净利润 (2017-19 为营运利润)	10
图表 11: 中国平安客户结构	11
图表 12: 中国平安通过寿险代理人渠道交叉销售获得的保费收入	12
图表 13: 中国平安互联网用户数及客户占比	12
图表 14: 中国平安综合金融保费规模	13
图表 15: 中国平安综合金融融资规模	13
图表 16: 中国平安各渠道首年保费收入 (亿元)	14
图表 17: 中国平安寿险代理人数量	14
图表 18: 中国平安寿险代理人人均每月首年规模保费	14
图表 19: 中国平安寿险代理人每月平均新保单数量	15
图表 20: 中国平安寿险代理人平均月收入	15
图表 21: 中国平安各业务条线营运利润贡献占比	16
图表 22: 我国人身险保险深度与保险密度	16
图表 23: 我国人均 GDP (元)	17
图表 24: 中国平安寿险分渠道新业务价值率 (首年保费)	18
图表 25: 中国平安寿险代理人渠道分险种新业务价值率 (首年保费)	18
图表 26: 中国平安代理人渠道新单保费分险种结构 (计算 NBV 的首年保费)	18
图表 27: 中国平安寿险新业务价值	19
图表 28: 中国平安及其他上市险企内含价值增长率	19
图表 29: 中国平安产险保费收入与增速	19
图表 30: 中国平安产险保费收入业务结构	19
图表 31: 中国平安产险综合成本率	20
图表 32: 中国平安产险分业务综合成本率	20
图表 33: 平安银行零售 AUM 高速增长	21
图表 34: 平安银行零售客户增长较快, 尤其是中高端客户	21
图表 35: 平安银行对公做精: “3+2+1”经营战略	21
图表 36: 平安资管各业务净利润贡献 (2019)	22
图表 37: 中国平安与其他上市险企净投资收益率	23
图表 38: 中国平安与其他上市险企总投资收益率	23
图表 39: 中国平安投资资产占比	23

图表 40: 中国平安“251”投资风险管理体系	24
图表 41: 中国平安投资风险管理 EVA 考核体系	24
图表 42: 中国平安生态圈战略路径	25
图表 43: 中国平安科技发展路线示意图	25
图表 44: 金融壹账通运营模式	26
图表 45: 平安好医生注册用户数量	26
图表 46: 平安好医生日均咨询量	26
图表 47: 平安好车主用户数据 (万)	27
图表 48: 平安银行汽车金融业务新发放贷款	27
图表 49: 寿险业务核心盈利预测指标假设	28
图表 50: 上市寿险公司估值表 (截至 2020 年 2 月 26 日)	28
图表 51: 财险业务核心盈利预测指标假设	29
图表 52: 银行业务核心盈利预测指标假设	29
图表 53: 证券业务核心盈利预测指标假设	30
图表 54: 上市中小券商公司估值表 (截至 2020 年 2 月 26 日)	30
图表 55: 信托业务核心盈利预测指标假设	30
图表 56: 以信托为主业的金控公司估值表 (截至 2020 年 2 月 26 日)	30
图表 57: 中国平安历史 PE-Bands	31
图表 58: 中国平安历史 PB-Bands	31

核心观点

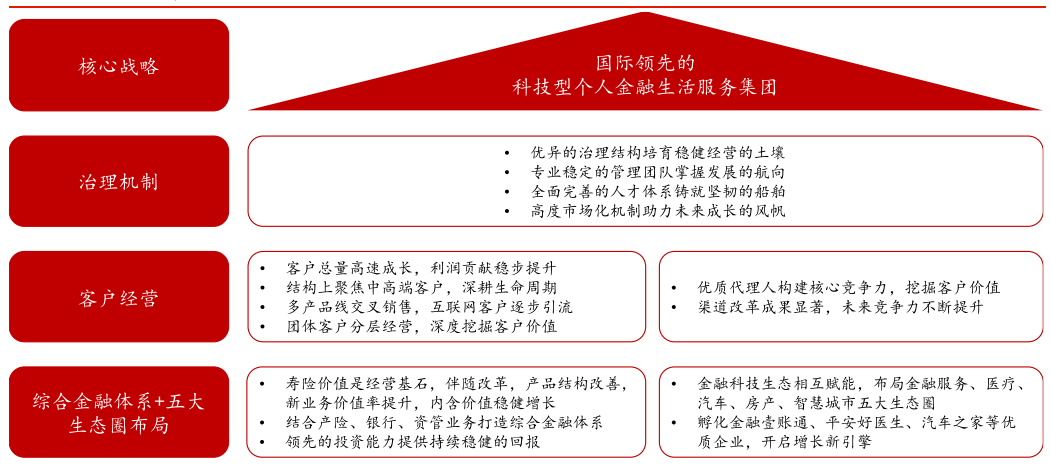
站在当前我们看中国平安的投资价值主要有以下几个维度，一是公司每一轮的寿险转型均领先于行业，在行业未来高质量发展周期中，寿险价值有望持续发力，短期调整无需担忧，蹲下是为了更好地跃起；二是公司综合金融体系完善，对外筑造稳固的护城河，对内打通各业务链交叉销售，共同协作推动客户综合价值提升；三是科技生态赋能的不断深化，正稳步推进科技业务从场景到流量的转换，从收入到盈利的体现，全生命周期的科技赋能也是客户价值提升的助推器。

当改革先行者，在正确的道路上做正确的事。公司管理层拥有前瞻的战略眼光和理念，在行业每一轮关键转型上，都是改革的先行者，不用担忧寿险业务的短期发展。在行业未来良性发展的高速道路上，平安拥有强大的代理人渠道、优秀的产品体系、先进的科技能力，能够充分把握行业发展拐点，长期看具有广阔的发展前景。

做时间的朋友，从需求出发提升客户价值。平安的新一轮改革也调整了产品策略，作为一家全方位综合金融服务提供商，从客户需求出发，以互联网渠道来引流、以交叉销售为桥梁、以互动体验增黏性、以团金会做新引擎，充分经营客户价值，最终实现“1+N”体系的网络效应逐步深化，推动客户价值边际效应的逐步提升。

筑科技孵化器，布局五大生态圈持续赋能。科技价值的体现不仅仅从利润角度，而是在于对业务协同的促进、对核心竞争力的巩固等方面。平安通过五大生态圈的布局，赋能传统金融，孵化优质企业。从价值实现的路径来看，部分企业已跨越收入厚积向利润薄发迈进，但仍有大多数企业仍处于切入场景、积累流量阶段。平安每年在科技上的投入奠定了孵化稳定的温室环境，科技赋能效应有望持续为集团价值注入新的成长动能。

图表1：全文逻辑图



资料来源：华泰证券研究所

优异的治理机制是稳健经营的基石

优秀的治理结构、稳定的管理团队、市场化的激励机制奠定了平安的崛起。经历三十年股权优化，平安目前股东结构多元化，具有良好的治理结构。在马明哲博士的前瞻主导下，结合优秀稳定的管理层、领先的管理模式，辅以健全的人才梯队，高度市场化的竞争和激励体系，平安已成为拥有高度竞争壁垒的综合金融集团。

优异的治理结构培育稳健经营的土壤

平安经历三十年股权优化。1988 年平安保险公司在蛇口成立，招商局、工商银行分别持有 51% 和 49% 的股份。1993 年引入外资，作为战略投资者进入平安的摩根士丹利和高盛不仅以非常高的溢价购买(7000 万美元购买 13.7% 的股份)，还输出了高质量的管理理念，平安董事会规范化的运作和流程开始逐步建立。1997 年平安开始新一轮的股份制改造，引入高管持股公司深圳市江南实业。2002 年汇丰入股，提供了很多内部控制、风险管理的技术支援；同时招商局、工商银行、中国远洋陆续退场，平安基本脱离了国企的范畴。2005 年汇丰接手了摩根士丹利和高盛的股权成为第一大股东，并于 2012 年因自身财务困境和规避风险的诉求将股权转让给卜蜂集团，后者的母公司是正大集团，其定位是不干预公司运营的财务投资者。

目前股东结构多元化，具有良好的治理结构。自此平安形成股权分散的混合所有制结构，无实际控制人，使平安具备良好的治理结构，管理层主导公司的运营与战略制定，决策几乎不受股东影响，截至 2019 年，除去作为 H 股持股主体的香港中央结算公司以外，卜蜂集团通过商发控股、New Orient Ventures Limited 等持有平安集团 8.97% 股份，为第一大股东，深圳市投资控股持有 5.27%，为第二大股东。

图表2： 中国平安前十大股东（截至 2019 末）

十大股东	股东性质	持股比例 (%)
香港中央结算（代理人）有限公司	境外法人	33.44
深圳市投资控股有限公司	国家	5.27
香港中央结算有限公司	其他	4.48
New Orient Ventures Limited	境外法人	3.91
商发控股有限公司	境外法人	3.27
中国证券金融股份有限公司	其他	2.99
中央汇金资产管理有限责任公司	国有法人	2.65
深业集团有限公司	国有法人	1.41
大成基金	其他	1.10
华夏基金	其他	1.09

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

专业稳定的管理团队掌握发展的航向

优秀的灵魂人物为平安掌舵，管理层长期稳定。自 1988 年平安成立以来，马明哲博士便是平安集团的总舵主，始终把握着集团的前进方向，发扬优秀的企业家精神，对公司发展倾心，在集团战略上保持了几十年如一日的前瞻性和主导性。在管理层方面，平安核心管理人员在集团内关键岗位的任职时间均有 15-30 年以上，兼具信任与高效，因此平安的长期价值战略方向稳定，执行力强。行业内其他优秀的龙头企业往往也都有稳定的管理层，如招商银行、格力电器等，通过长期战略的坚持在行业中保持源源不断的竞争力。

图表3：中国平安主要管理人员概况

人员	职位	年龄	履历	年限
马明哲	董事长兼首席执行官（执行董事）	63	自 1988 年 3 月公司成立以来先后任总经理、董事、董事长兼首席执行官，主持公司全面经营管理工作至今。	32
孙建一	资深副董事长（执行董事）、常务副总经理	66	于 1990 年加入平安，先后任管理本部总经理、副总经理、常务副总经理、副首席执行官、平安银行董事长等职务。	30
李源祥（已离职）	执行董事、联席首席执行官、常务副总经理、首席保险业务执行官	53	于 2004 年加入平安，于 2004 至 2005 年任平安寿险董事长特别助理，2005 至 2010 年任平安寿险总经理，2007 至 2012 年任平安寿险董事长，2013 年 6 月起出任董事，于 2019 年 11 月宣布离职。	16
陆敏	汽车之家董事长兼 CEO、接任首席保险业务执行官	-	2004 至 2012 年期间先后出任平安寿险董事长特别助理、平安寿险总经理、平安寿险董事长。自 2013 年起出任中国平安保险（集团）股份有限公司执行董事，现任公司联席首席执行官兼常务副总经理兼首席保险业务执行官。	22
谢永林	联席首席执行官、副总经理	50	于 1994 年加入平安，先后担任平安产险支公司副总经理，平安寿险分公司副总经理、总经理、平安寿险市场营销部总经理等职务。	26
陈心颖	联席首席执行官、常务副总经理、首席运营官、首席信息执行官	41	于 2013 年加入平安，为平安科技董事长，亦为平安产险、平安寿险、平安养老险、平安金融科技、平安资产管理等本公司多家控股子公司董事。	7
任汇川	执行董事、总经理	49	于 1992 年加入平安，2007 年 4 月至 2011 年 5 月担任平安产险董事长兼首席执行官，2010 至 2011 年担任副总经理，兼任首席保险业务执行官，2009 至 2010 年出任职工代表监事，自 2012 年 7 月起出任董事。	28
姚波	执行董事、常务副总经理、首席财务官、总精算师	48	于 2001 年加入平安，2009 至 2016 年出任副总经理，此前曾先后出任本公司产品中心副总经理、副总精算师、企划部总经理、财务副总监及财务负责人。	19
蔡方方	执行董事、首席人力资源执行官	45	于 2007 年加入平安，2012 至 2013 年担任副首席财务执行官兼企划部总经理，2009 至 2012 年期间先后出任人力资源中心薪酬规划管理部副总经理和总经理职务。	13
叶素兰	副总经理、首席稽核执行官、合规负责人、审计责任人	62	于 2004 年加入平安，2004 至 2006 年任平安寿险总经理助理，2006 至 2011 年任总经理助理。	16
陈克祥	副总经理	61	于 1992 年加入平安，先后任职平安大厦管理公司总经理，平安信托副总经理、总经理，董事会秘书长，总经理助理。	28
陈德贤	首席投资执行官	58	于 2005 年加入平安，历任副首席投资执行官，平安资产管理董事长兼首席执行官，平安资产管理（香港）董事长。	15

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

联席 CEO 模式增强了管理的稳定性与持续性。平安于 2018 年 12 月正式推行联席首席执行官（联席 CEO）制度，形成“联席 CEO+矩阵”体系，进一步强化经营管理决策机制。根据平安的公司治理制度，在董事会休会期间，公司执行委员会集体负责公司日常经营管理。过去平安执委会一直采用“执行官+矩阵”集体决策机制和模式。“矩阵”是指个人业务、公司业务、科技业务三大事业群条线执行官，与财务企划、人力资源、投资决策、稽核风控、关联交易、品牌传播等职能执行官，形成共同决策、分工负责的架构。而联席 CEO 的设置使集团内部的分工更加清晰、责任更加明确，进一步完善公司的治理结构和决策制度化流程。

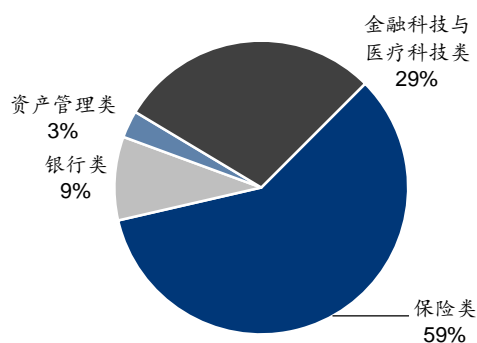
李源祥先生辞任对平安长期经营影响较低。一方面，平安拥有完善的治理结构和决策制度，而且每一个业务板块都有独立的经营团队，形成独特的平台优势，有效降低外生因素影响，抗风险能力强，因此领导的更换虽然短期有一定影响，但不会产生重大变革。另一方面，平安有多层次人才梯队。陆敏先生将接任首席保险业务执行官，分管保险及个人综合金融业务。陆敏先生 1997 年加入平安后曾担任平安人寿副总经理兼银保事业部总经理、平安健康险董事长兼 CEO、汽车之家董事长兼 CEO 等重要职务，拥有丰富的传统渠道、互联网渠道等工作管理经验。

全面完善的人才体系铸就坚韧的船舶

人才体系建设助力构建平安竞争优势。从竞争的角度理解，保险产品创新和管理体系创新并非不可复制，而唯有人才是具有独特性的。马明哲博士在《平安心语》中指明：“一个产品的领先，顶多就是一年半载；一个系统的改进，顶多也就两三年的优势；而一支国际化的优秀人才队伍才能带来持久的领先优势”，充分说明了人才是平安持续战略升级、开拓创新、保持长期稳健发展的关键保障和战略资源。

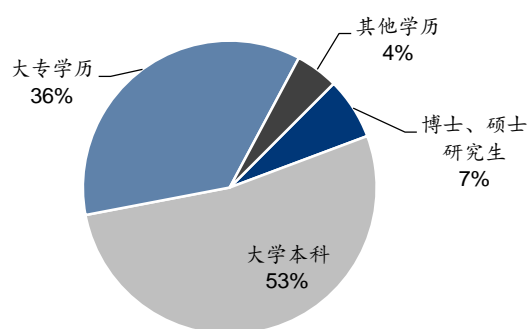
广纳英才，激活组织内生驱动力。平安注重人才的甄别与区分，采用数字化系统设置了 24 个正向素质指标和 24 个反向素质指标来甄别人才，并根据数据分析和绩效建模不断更新迭代指标。此外，平安将领导者分为综合型、专业型、团队管理型、资源型和销售型等不同的类型，通过岗位匹配以发挥其最大潜能。截至 2019 年，平安集团员工中本科学历占 53%，博士、硕士研究生合计占比 7%。

图表4：中国平安员工专业构成（2019）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表5：中国平安员工学历构成（2019）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

注重人才培养，提升员工综合素质。为提升员工专业能力和国际化管理水平，平安建立了完善的职业培训体系，并于 2001 年成立了平安大学。平安大学设有寿险学院、产险学院、金融学院、管理学院及博士后工作站，面向公司所有员工提供面授培训、认证考试、网上学习、卫星电视教学等服务，并与国际著名的专业培训机构以及国内著名学府共同开展职业培训。另外，平安鼓励员工通过参加专业认证考试来提升专业素质和个人竞争力，并和国内外专业认证组织合作，引进了多项国际通行的专业认证考试，如 LOMA（国际寿险管理协会）、AICPCU（美国公认财产险意外险承保师协会）和 SOA（北美精算师资格考试）。

海纳百川的国际化视野，打造领先优势。过去平安积极引进拥有国际经验的海外管理精英，为集团带来了先进理念、机制和技术，并融入日常经营。同时也激发了组织内生的演变与活力，使本土员工共振，进而学习成长。正是因为平安海纳百川的人才策略，高瞻远瞩的国际化格局，公司领先的战略方能得到最好的组织支撑。

高度市场化机制助力未来成长的风帆

在竞争中求生存，在创新中求发展。平安强调竞争文化，实行竞争、激励、淘汰制度，又称赛马竞争制度。赛马体现在两个方面，一是在个体之间的竞争排名，二是同一业务条线下会设立多个团队共同竞赛，通过激烈的竞争激发个人和团队的潜能。在考核机制上，每位员工都有一张三维人才地图，维度分别是业绩排名、岗位胜任度和未来发展潜力。对于连续两年考核都在后 10% 的管理人员，将进行培训或强制轮岗，甚至淘汰。此外，平安在管理上不断创新，自主研发 HR-X 系统，可以为管理者提供以高管驾驶舱为顶层、以绩效管理为中枢、以全景画像和核心人事为支撑的一体化智慧人事解决方案，充分降低在管理上对单一个体的依赖。

平安历史上就有股权激励机制，拥有良好管理基因。1989 年马明哲博士成立员工风险基金，有意让员工持有部份平安股权，将集团利益与员工利益结合。1992 年员工风险基金转为平安职工合股基金，当时持有集团股权总额的 10%。1996 年再次改制，平安职工合股基金更名为新豪时投资发展有限公司。此后，景傲实业和江南实业亦为员工持股的实体持有部份平安股权。

近年持续推出股权激励深度绑定企业与员工利益。2015 年平安建立存续期为 6 年的核心人员持股计划，覆盖上千名员工，其中 80% 以上是中层管理人员，如集团和专业公司的部门主管，包括一些高级专业技术骨干。部分工资和绩效奖金将转移到计划中，并将设置不少于 12 个月的锁定期，之后公司的绩效将与计划持有人挂钩三年。2018 年平安设立长期服务计划，相比核心人员持股计划覆盖范围更广、期限更长，按照规定，每年的长期服务计划额度上限为当年度净利润的一定比例：实际达成情况低于目标时，提取比例为 0；位于目标的 100%-150%（含）区间时，提取净利润的 3%；达成目标的 150%-250%（含）时，提取净利润的 4%；达成目标的 250% 以上时，提取净利润的 5%。以上计划能加强公司利益与员工利益的长期绑定；强化内部激励，确保公司人才梯队健康稳定。

图表6：中国平安近年来股权回购情况

时间	股数(万)	占总股本比例	总金额(亿)	回购目的
2015	405	0.044%	3.12	核心人员持股计划
2016	1480	0.081%	4.82	
2017	1642	0.090%	6.03	
2018	967	0.053%	5.93	
2019	5759	0.315%	50.01	员工持股计划，包括但不限于未来长期服务计划

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

持续回购对股价形成长期支撑。激励计划推出后平安也开始在资本市场持续回购股份，2019 年 4 月平安公告，将在 2019 年 4 月 29 日至 2020 年 4 月 8 日期间拟使用不低于人民币 50 亿元且不超过人民币 100 亿元的自有资金回购 A 股股份，回购用途是兑现员工持股计划，包括但不限于长期服务计划。根据 2 月 4 日公告，截至 1 月 31 日，平安已累计回购 5759 万股，占总股本的比例为 0.32%，已支付的资金总额合计人民币 50 亿元，最低成交价格为 79.85 元/股，最高成交价格为 91.43 元/股。持续的回购将对平安股价形成长期支撑。

完善的客户经营体系构建商业闭环

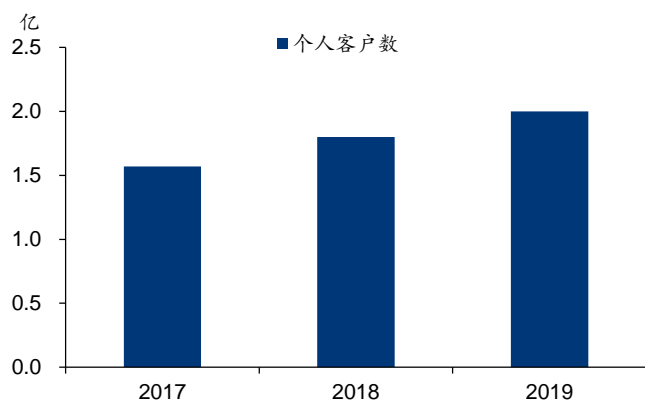
平安最庞大的财富就是客户和员工。平安逐步构建商业闭环，从引流到转化，再到生态内的复购与循环，最后通过海量客户节点的网络效应外延扩张，吸引更多流量。从综合金融到五大生态全产品体系，客户作为单一节点的价值不断提升，与外部节点的联系不断增强，因而整个体系的网络效应逐渐深化，做时间的朋友，长期来看必然构筑起核心竞争壁垒。因此，我们认为客户就是最大的财富。而在经营客户价值中，无论是增量垦荒还是存量深化，都依赖于员工，平安拥有高素质的员工，最优质的代理人团队，是积累客户财富过程中最有力的保障。

客户价值是集团经营的广阔蓝海

客户总量高速增长，利润贡献稳步提升

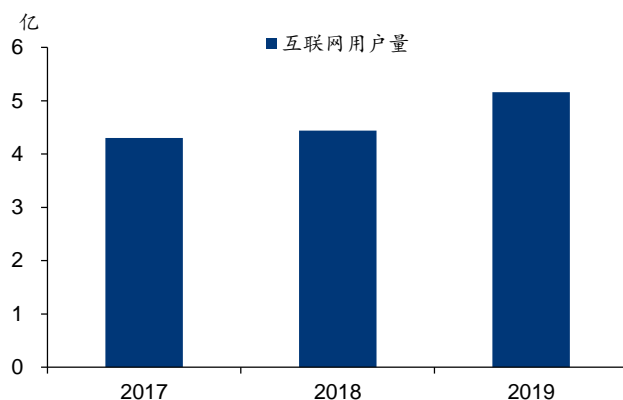
平安注重个人客户价值经营，客户数量高速增长。平安最早提出建设以客户为中心的综合金融公司战略目标，持续推进综合金融战略，夯实经营客群，深耕个人客户。截至 2019 年，平安个人客户数 2 亿，过去三年 CAGR 为 12.9%；互联网用户量 5.16 亿，过去三年 CAGR 为 9.6%，保持稳健增长，且未来拓展空间大。

图表7： 中国平安个人客户数



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

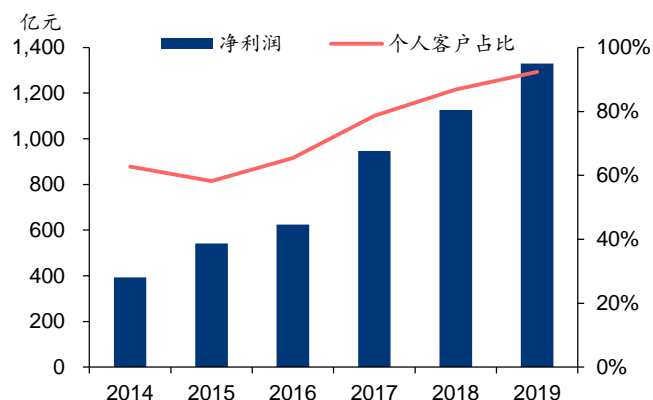
图表8： 中国平安互联网用户量



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

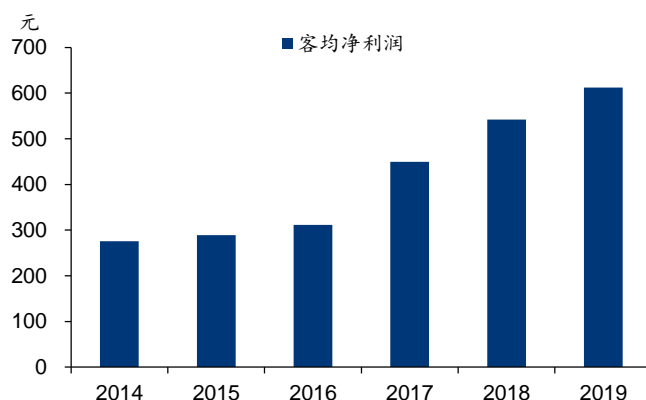
个人客户利润不断增加，贡献度显著提升。随着综合金融战略的深化，平安客户交叉渗透程度不断提高，客均合同数稳步增加，客户价值逐年提升。截至 2019 年，集团个人客户实现营运利润 1329.6 亿元，贡献集团总营运利润比例 92.4%；客均营运利润 612.5 元，过去五年复合增速分别为 27.7%、17.3%，呈现长期高速增长态势。

图表9： 中国平安个人客户净利润占比（2017-19 为营运利润）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表10： 中国平安个人客户人均净利润（2017-19 为营运利润）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

结构上聚焦中高端客户，深耕生命周期

保险需求随客户生命周期演变、随客户经济实力成长。保险是低频次的消费，在一定时间段内，特定方面保障完备后便不会追加。但是从长期看，人在不同的生命阶段会有不同的保险需求，进而产生保险复购；此外，随着客户经济实力成长，对于保障的需求是增加的，特别是养老、投资理财。因此聚焦客户的核心是在当期争夺中高产的客户资源，或者在客户年轻时通过服务赢得信任，广泛积累，提升客户依存度，从而跟随客户成长，这就是零售金融背后的逻辑。

聚焦中高端客户，打造负债端竞争优势。从总量上看，2019 年，平安的前五大销售地区是广东、江苏、浙江、上海、山东等经济较为发达的地区，合计占规模保费 40.3%。从结构上看，2019 年平安客户中 73.18%是中产及以上，且富裕、高净值客户占比有所提升。

图表11：中国平安客户结构

	客户数（万人）		客户数占比		客均合同数（个）
	2018	2019	2018	2019	2019
高净值	19	22	0.10%	0.11%	11.93
富裕	5245	6290	28.51%	31.38%	3.88
中产	7972	8359	43.33%	41.70%	2.28
大众	5161	5376	28.05%	26.82%	1.69
合计	18397	20047	100.00%	100.00%	2.64

以年收入划分，大众：10 万元以下；中产：10 万元到 24 万元；富裕：24 万以上；高净值：个人净资产超过 1000 万元

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

深耕客户生命周期，以服务赢得口碑。平安非常重视客户经营，老客户也是平安成长的来源之一。根据平安 2018 年发布的客户白皮书，2017 年寿险投保人中首次购买的客户占 40%，剩余 60%均为老客户。老客户对平安的价值体现在自身复购和发动亲朋好友购买，新客户中 45%是来自于老客户推荐。投保人 35%来自原投保人加保，26%是由被保险人转化为投保人，为个人或家庭配置保险。另外，截至 2017 年底，平安人寿整体客户 26-45 岁的中青年人群占比 45%，客户较为年轻化，未来成长空间较大。

多产品线交叉销售，互联网客户逐步引流

交叉销售是平安综合金融战略的一部分，赋能渠道管理。平安集团整体的战略规划分为三个部分，首先是从基础的交叉销售转型升级成金融一站式产品超市；其次是通过构建金融生态圈为客户提供全方位的金融生活服务；最后是结合互联网、AI 等科技技术，发展综合金融。一方面，平安内部的交叉销售在寿险、产险、养老险中进行。另一方面，伴随着互联网金融的布局、线上数据化的推动，在长期交叉销售的业务实践中孕育出客户迁徙的理念，平安秉持“一切以服务客户为核心”的理念，提出“一个客户，一个账户、多项服务、多个产品”的口号。从渠道端来看，交叉销售能显著赋能渠道，增加代理人的销售能力，降低代理人的门槛，同时提高产能、收入，进而提升平安渠道综合素质。

交叉销售体系以寿险为核心，逐步扩充完善。从商业模式上看，交叉销售本质是变现手段而不是引流方式，即本身不增加流量，但通过客户迁徙提高转化率，进而提升能获取的业务价值。具体而言，通过相对来说比较刚需的储蓄与贷款、车险等业务，在对客户需求进行多层次分析后，再结合营销活动增加高价值寿险业务的购买量；或者本身已经是寿险客户，向购买门槛较低的产险、零售银行业务导流。平安 2019 年通过寿险代理人渠道交叉销售产险、养老险短期险、健康险的保费收入分别占比达 16.8%、43.7%和 66.2%，交叉销售体系卓有成效，最为直观的体现为平安寿险代理人 2019 年的平均收入 6309 元，其中有一部分是来自交叉销售的收入，贡献达 13%。

图表12：中国平安通过寿险代理人渠道交叉销售获得的保费收入

(百万元)	2018 年渠道贡献		2019 年渠道贡献	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
平安产险	41436	16.7	45427	16.8
养老险短期险	7921	45.9	8663	43.7
平安健康险	2096	56.6	4070	66.2

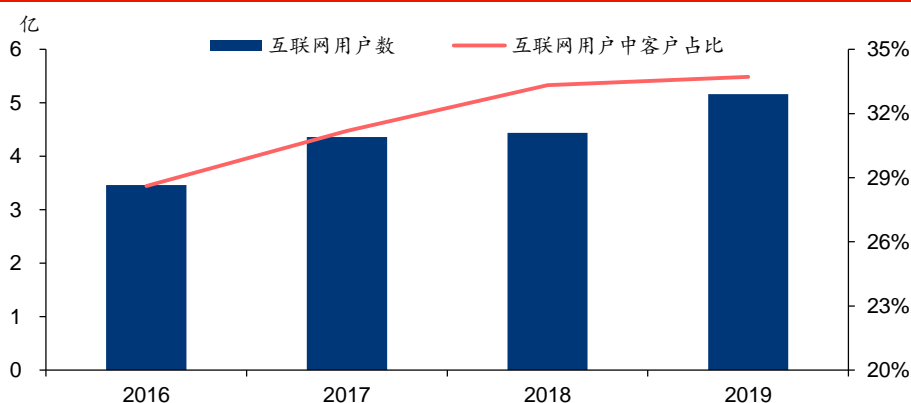
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

个人客户经营逻辑在于金融与互联网客户相互渗透。首先，从整个市场背景来看，金融客户和互联网用户数量庞大，增长快速，截至 2019 年，平安互联网用户量 5.16 亿，其中科技公司用户量 3.56 亿，核心金融公司用户量 3.70 亿。其次，平安既有的金融客户结构向好，产品购买能力强，具有巨大的潜力可供发掘；互联网平台用户的基数和活跃度不断提升。进而，金融客户在各产品线之间高度交叉渗透，或向互联网平台引流；互联网用户也大量购买金融产品，客户留存与满意度不断提高。总结来看，多元化渠道具有强大的获客及销售能力，持续提升客户价值，平安目前核心金融产品规模与盈利共同发展，处于行业领先地位，互联网服务也呈现迅速增长态势，客户高度活跃。

互联网优势在于全面布局，打通低频与高频业务。对于部分教育背景、经济实力强，比较“高冷”的客户，普通的经济补贴很难激发其低频购买行为，而如果能通过提供全方位的，需求相对高频的生活服务，如医疗资源等，便能快速增加客户资源，提高用户黏性，进而为低频产品引流。本质上是对高频业务投资从而降低低频业务获客成本，如果本身的客户群体足够大，可以获得很强的规模效应。从布局上看，平安依托“金管家”APP 和集团互联网合作，实现精细化产品战略。

高用户基数叠加多业务条线，用户数据积淀或增强平安竞争力。数据总量=客户数量*客户特征或行为数据*时间长度。从客户情况看，互联网用户数量过去三年复合增长率为 14.3%，转化为客户的比例保持稳定；且客均合同数、持有多家子公司合同的客户占比不断提升，2019 分别达到 2.64 件、36.8%，集团互联网、金融生态战略卓有成效。静态来看，可以通过多维度数据横向比较，总结相同类型的用户，预测其保险需求，精准投放销售；动态来看，随着时间长度的提升，获得用户随年龄演变而产生的不同保险需求数据，可以错位地提供用户画像。最终这些用户数据，将间接降低获客成本，构建平安长期竞争壁垒。

图表13：中国平安互联网用户数及客户占比



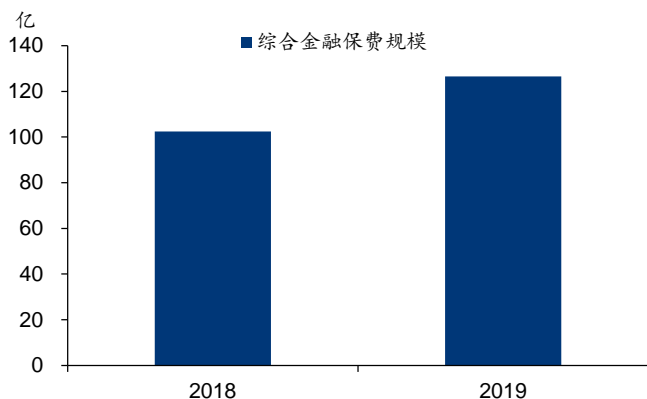
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

新冠疫情有望催化线上互联网业务发展机遇。一方面，短期来看，代理人面对面的培训、客户拜访、签单均受到影响，依赖代理人渠道的保险公司会受到冲击，使得保险公司逐渐开发线上能力，实现全流程线上运营，包括会议、招聘、产说会等，产品签单线上化。另一方面，疫情在供给端倒逼保险公司提升互联网渠道的服务能力，在需求端激活居民线上保险的意识，熟悉线上购买的方式。因此，结合来看新冠疫情有望催化互联网业务的发展。

团体客户分层经营，深度挖掘客户价值

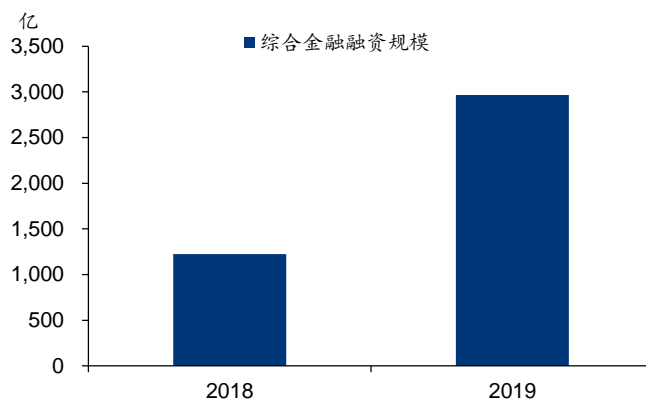
团体金融打造“1+N”服务模式，充分提升客户价值。在团体客户方面，平安分层经营，打造“1+N”服务模式，即一个客户，N 个产品。对于战略客户，平安提供定制化服务，通过“一户一策”模式，提供“投行+商行+投资”、“融资+融智”的综合方案，满足客户融资和管理需求；对于小微客户，利用科技赋能，结合物联网、区块链等技术，重塑供应链金融，开创增信新模式，解决融资难的问题。平安 2019 年的团体综合金融保费规模 126.5 亿元，同比增长 23.5%，团体客户分层经营战略成效显著。

图表14：中国平安综合金融保费规模



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表15：中国平安综合金融融资规模



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

长期战略持续落地，客户总量将不断提升。平安个人业务基于“一个客户、多种产品、一站式服务”的客户经营理念，围绕“金融服务、医疗健康、汽车服务、房产服务、智慧城市”等五大生态圈，在“金融+科技”、“金融+生态”的规划指引下，持续推动“科技赋能金融、科技赋能生态、生态赋能金融”，为客户提供更丰富的产品与更优质的服务，并且，通过长期的客户经营，持续加深对客户的了解。伴随着长期战略的持续落地，平安客户网络将不断延伸，客户数量不断提升。

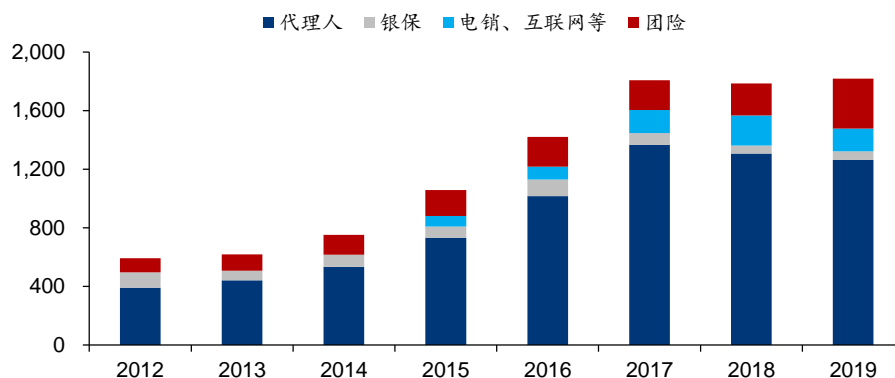
客户价值将稳步增加，驱动公司成长。得益于个人客户客均合同数的稳定增加和产品线盈利能力稳健增长，平安个人业务营运利润持续提升，将成为公司强劲增长的内部驱动力。未来，积极结合综合金融体系、先进的科技工具，平安个人业务经营将提升客户体验、降低服务成本，围绕坚持以客户为中心的战略，实现个人客户价值与公司价值的共同成长。

优质的代理人团队是客户价值挖掘的充分保障

优质的代理人渠道构建核心竞争力

优质的代理人团队是平安的核心竞争力之一。从商品属性上看，保险兼具消费属性与金融属性，消费属性强调的是保险本身的保障功能，金融属性侧重的是投资理财，资产保值升值功能。无论是从哪种属性出发，都非常强调保险公司的供给能力，即渠道管理能力；从综合金融、生态体系来看，代理人是重要入口，保险客户可以通过代理人向其他金融产品、生态圈迁徙。平安拥有高质量的代理人团队，是公司核心竞争力之一。

图表16： 中国平安各渠道首年保费收入（亿元）



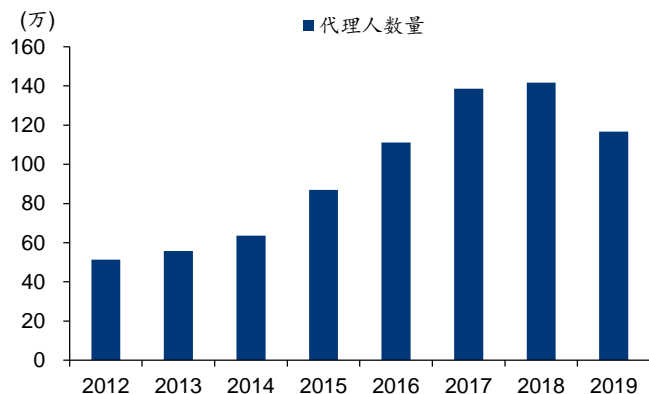
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

平安在代理人管理方面拥有行业领先的战略和理念。从销售流程来说，保险通过各个渠道获取流量、转化最后卖出保单变现。在行业渗透率不高，发展不成熟的阶段，叠加银保渠道严监管，附带人情资源的代理人渠道则成为最易变现的方式。过去行业便经历了大幅扩张代理人团队，收割人情资源的过程，虽然总产能有显著提升，但由于代理人素质参差不齐，团队管理缺失，导致代理人平均产能低，脱落率高，社会对保险从业者看法偏负面，部分原因为专业性缺失和道德诚信问题。因此，平安很早便践行代理人价值转型，在战略和理念上均领先同业。

代理人渠道改革成果显著，未来竞争力不断提升

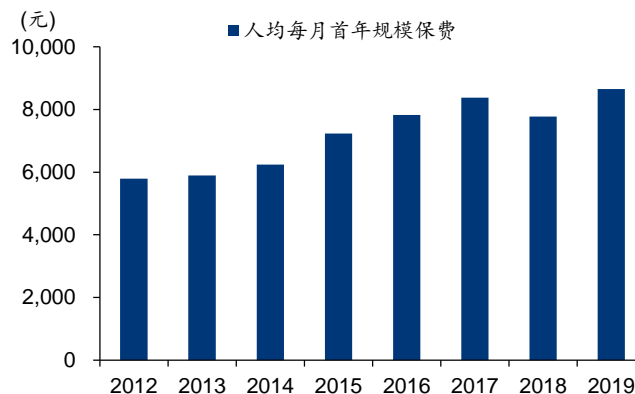
改革成效显著，代理人渠道愈发优质。首先，在代理人准入方面，平安不追求代理人规模的快速增长，而是通过“优才计划”吸纳高学历高能力人才，提高高素质代理人占比，夯实代理人队伍质量；其次，在代理人管理方面，在总数量达到 100 万后，平安开始调整代理模式，在组织架构上，取消原先的一元、二元事业群，构建东南西北中五大销售片区，落实区域竞争机制，强化以业绩为导向的激励与淘汰机制，以全新的体系推动业务活力迸发；在代理人培养方面，除系统化的培训外，平安通过全面数据化赋能代理人，驱动经营效率，加强公司运营和客户服务；最后，在考核体系的设计上，兼顾局部与整体，平衡短期与长期业绩的协同。

图表17： 中国平安寿险代理人数量



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表18： 中国平安寿险代理人人均每月首年规模保费



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

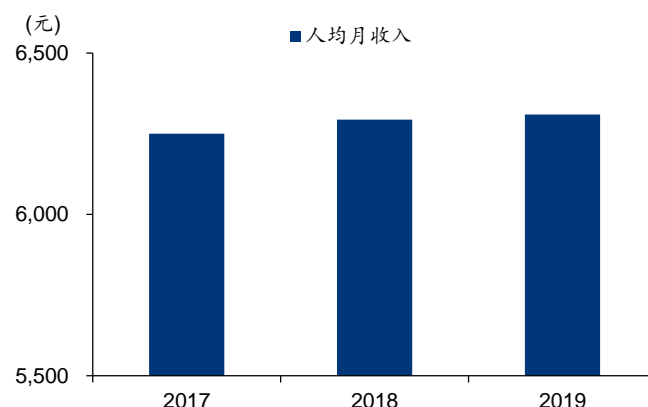
竞争优势不断增强。新业务价值=代理人数量*代理人平均产能*新业务价值率，三者均有改善的空间。2015-2017 年平安代理人队伍数量翻倍，目前正处于调整期，主动筛除产能较低的代理人，结合行业清虚的持续推进，因此 2019 年代理人总数有所下滑，从 141.7 万下降到 116.7 万，但人均每月新保单数量稳步增加，每月平均产能不断提升，显著领先同业。2019 年在新单下滑的背景下，代理人月均收入不降反升，同比小幅提升 0.2% 至 6309 元，主要源于人均价值创造持续提升。

图表19： 中国平安寿险代理人每月平均新保单数量



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表20： 中国平安寿险代理人平均月收入



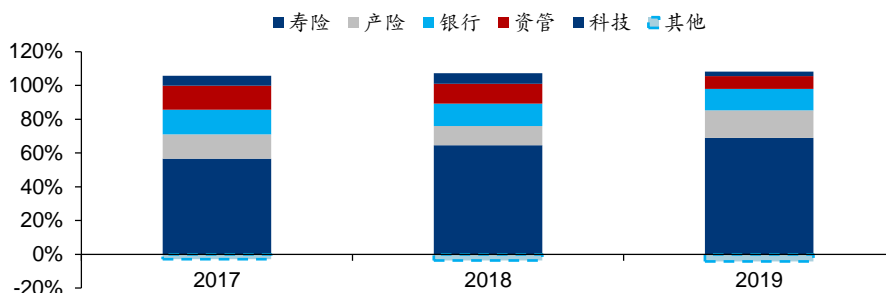
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

未来代理人团队实力不断提升，持续挖掘客户价值。短期来看，平安代理人总量规模下滑，但是长期来看，伴随着公司积极的渠道政策和产品结构布局，预计未来代理人素质不断增强，寿险业务拓展能力持续改善，在综合金融体系的辅助下产能与收入不断提升。作为流量的重要入口和转化渠道，代理人团队将持续为公司挖掘客户价值，实现员工与公司共同成长。

全面的综合金融体系是经营的根基

以保险为核心，布局综合金融体系，利润贡献多元化。平安综合金融布局始于 1993 年，至今形成保险、银行、资管并行的综合金融体系。保险是目前整体利润的核心来源，2019 年集团实现归母营运利润 1330 亿元，同比增长 18.1%，其中寿险业务贡献 69%、产险业务贡献 16%，保险合计贡献 85%。银行、资管、科技及其他业务分别贡献 13%、8%、3%、-4%。拆分来看，银行业务营运利润稳步提升，2019 年实现 163.4 亿元，同比增长 13.5%，资产管理业务 95.9 亿元。在综合金融体系下，利润贡献多元化，核心的保险业务增长稳健，提供充分的安全垫，其他金融业务也在茁壮成长，未来利润将持续提升。

图表21：中国平安各业务条线营运利润贡献占比



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

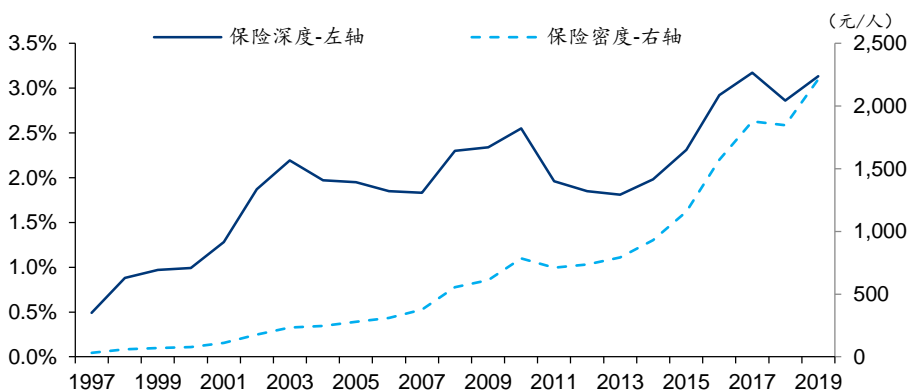
寿险业务是集团经营的价值基石

在正确的道路上做正确的事，长期来看寿险价值优异。短期来看，寿险业务发展遇到一定的困难，但是无需悲观，一是寿险行业具备明晰的长期成长性，且伴随着人均收入的提升成长加速；二是平安过去每一轮关键节点都走在行业的前列，是改革的先行者，在正确的道路上做正确的事。截至 2019 年，平安集团内含价值 1.2 万亿，寿险及健康险业务内含价值 0.76 万亿，占比 63.1%，价值优异。我们认为，平安拥有强大的代理人渠道、优秀的产品结构、领先的业务价值，更重要的是管理层具备先进的理念和战略思维，未来能够充分把握行业发展拐点，因此长期来看，平安寿险业务价值必然有广阔的前景，同时也是集团价值的有力支撑。

寿险行业具备长期成长性，且未来成长分化

寿险行业空间广阔，具备长期成长性。过去二十年，伴随着经济飞速增长，我国寿险行业经历了一段快速发展的时期。人身险深度从 21 世纪初不足 1% 上升至 2019 年的 3.13%，人身险密度从不足 100 元/人上升至 2214 元/人。然而我国人身险的深度和密度均远未达到海外发达国家的平均水平，寿险行业未来发展空间广阔，拥有较为明晰的长期成长性。

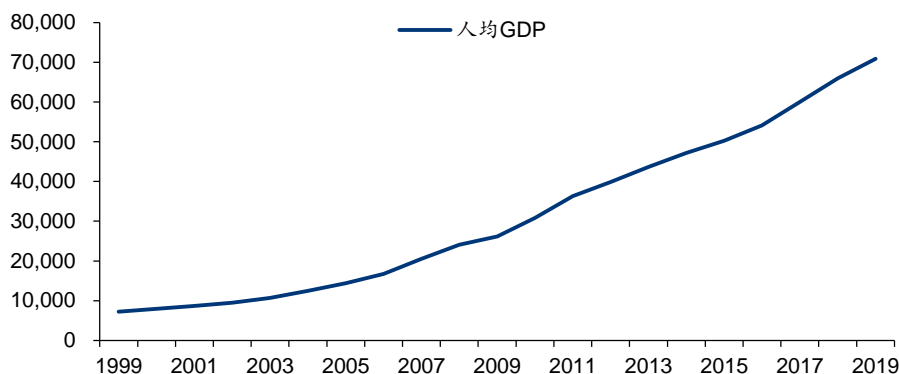
图表22：我国人身险保险深度与保险密度



资料来源：Wind，CEIC，华泰证券研究所

得益于人均可支配收入提升，行业持续向上发展。保险是跨时间的资源调配，购买保险即相当于牺牲当前时点的流动性换取未来或有的流动性，因此居民的购买行为取决于其对于流动性风险的定价偏好。从发达国家的历史经验来看，当人均 GDP 超过 1 万美元后，保险深度会有比较显著的提升，背后的逻辑是，随着可支配收入的提升，居民能比较轻松地覆盖当期生活成本，对流动性风险的定价会下降，因此产生资源跨期配置需求，具有保障独特性的保险便成为重要的出口。当前我国人均 GDP 已突破 1 万美元，且未来将不断提升，因此行业将持续向上发展。

图表23： 我国人均 GDP（元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

未来成长分化，行业龙头价值凸显。从日本寿险行业发展经验来看，在经历粗放式发展后必然要走向精细化管理，走高质量发展路线，行业内企业的成长路径发生分化。此时，拥有出色管理战略、渠道能力的龙头公司价值将更加凸显。

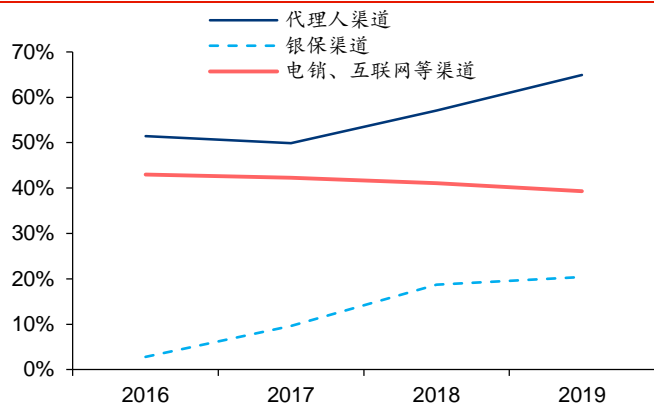
改革先行者，价值发现者

历次改革步伐领先行业，未来寿险价值持续提升。从历史上看，平安曾数次在改革创新步伐上领先行业，投连险的引入、海外投资的试水、交叉销售体系的构建，摸着石头过河，在经验的不断积累中成为行业的领军者。自 2018 年中期开始，平安又开始了新一轮的寿险改革，我们认为，平安作为行业标杆，改革的成果将十分显著，后续年份代理人收入与产能持续上升，新业务价值将迎来强劲增长。

改革举措 1：深化渠道改革，增强价值创造。渠道端，从代理人渠道、线上互联网渠道、银保渠道，三渠道改革强化未来发展势头。代理人渠道方面，追求高质量，追求代理人收入增长；线上互联网保险方面，以 3000 万孤儿保单为基础，结合综合金融产品再次销售，推动线上模式发展，并积极培育市场；银保渠道方面，坚持价值导向，不销售短期、理财类产品。

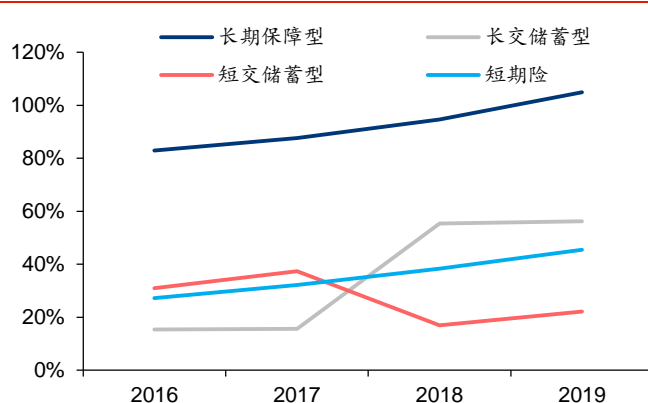
渠道能力增强，Margin 不断提升。得益于出色的渠道能力，平安新业务价值率不断提升，2019 年按计算 NBV 的首年保费测算，新业务价值率同比提升 3.6pct 至 47.3%，其中代理人渠道 Margin 大幅提升 7.8pct 至 64.9%。细分险种来看，各险种均有不同程度的提升，其中尤以长期保障险和长交储蓄险表现最为优异，其 Margin 分别提升 7.2pct、0.8pct 至 104.99% 和 56.2%。我们认为，随着改革的持续深化，未来各渠道能力将不断增强，尤其是代理人渠道，将保持良好的上升态势。

图表24：中国平安寿险分渠道新业务价值率（首年保费）



资料来源：公司年报，华泰证券研究

图表25：中国平安寿险代理人渠道分险种新业务价值率（首年保费）

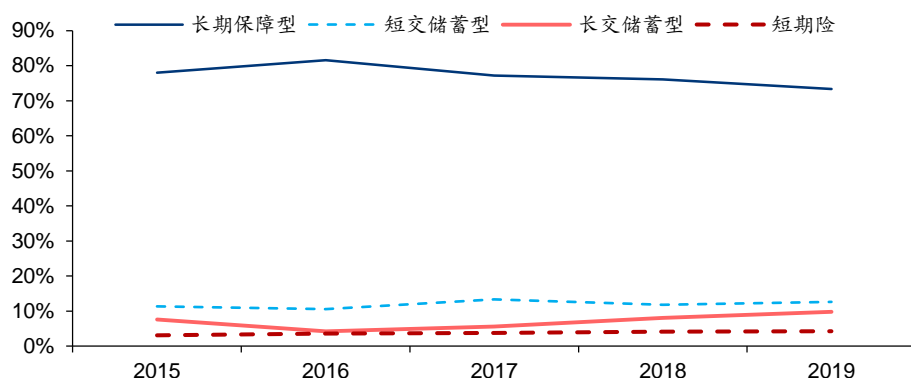


资料来源：公司年报，华泰证券研究所

改革举措 2：优化产品结构，发展综合金融。产品端，改变从公司角度出发设计产品的思维，通过改革，深化对客户理解，从客户真实的需求出发，并结合客户的消费能力、代理人的层次，在寿险+、金融+、服务+三方面做系统化产品体系改造，推动综合金融产品发展。

产品结构优化，综合能力提升。平安寿险产品以保障型产品为主导，辅以储蓄型产品和短期险种，均衡发展。2019 年实现长期保障型首年保费 476.6 亿，占比 45.4%，短交储蓄型首年保费 391.3 亿，占比 37.2%。在具体的产品策略上，保障型产品降低件均保费、升级原有险种应对行业竞争，推出大小福星、平安福、守护福等产品；储蓄型产品或结合保障属性，或在细分市场创新，推出安心百分百、金瑞人生、玺越人生、金玺人生等。我们认为，随着产品结构的不断优化，平安寿险综合能力提升，并且能为综合金融创造更多的流量，贡献更多的价值。

图表26：中国平安代理人渠道新单保费分险种结构（计算 NBV 的首年保费）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

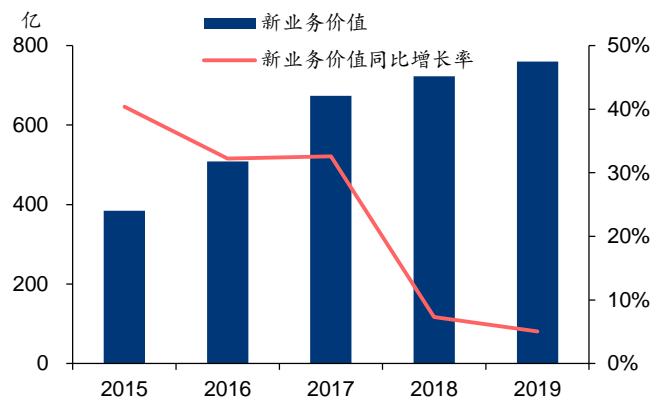
改革举措 3：科技支撑改革，提升运营效能。科技端，将线上与线下结合、远程与现场结合，利用人工智能、大数据等技术手段，实现数字化驱动，满足现实应用需求，包括智能招聘、现场理赔、数字化营销、数字化智能驱动活动管理等方面。

科技赋能寿险，提升管理能力。平安利用科技充分支撑改革，在寿险业务中尤为重要。如千人千面，大数据探索构建绩优画像，设计养成计划，实现代理人技能提升和绩优人群快速复制；注重新人不同阶段培训，设有 8 类不同性格和类型人群的培训方式，课程体系不同，利用碎片时间提升能力；数字化营销协助业务员保持与客户线上与线下沟通，13 类不同资讯让业务员针对性推送，提升互动体验，形成获客-互动-成交-经营链条。我们认为，基于强有力的科技能力，平安在改革中将持续领先于行业，不断提升效能。

改革卓有成效，未来价值优异

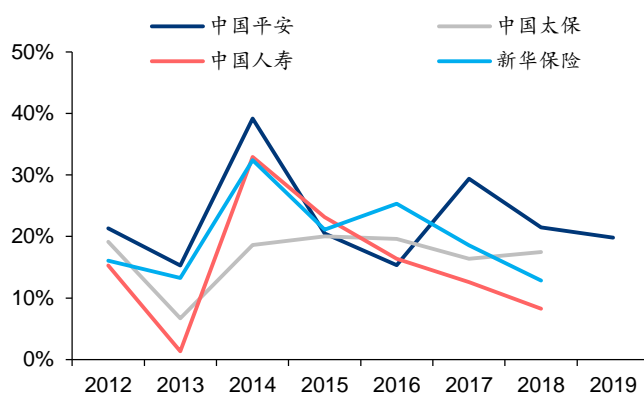
稳中有进，未来价值优异。平安新业务价值在 2015-17 年保持 30% 以上的高速增长，2018-19 年行业较差时也能维持个位数的正增长，其中长期保障型险种贡献了 75% 以上的代理人渠道新业务价值。虽然 19H1 平安 NBV 增速相较同业略低，但是内含价值增速仍然优于同业，表明平安存量业务结构优异，增长动能强劲。2019 年末寿险及健康险业务内含价值 7575 亿元，集团内含价值 12005 亿元，分别同比增长 23.5% 和 19.8%。我们认为，伴随着未来行业压力缓解，发展逐步向好，公司改革进程不断深化，渠道能力提升、产品结构优化、科技赋能增强，平安将重新步入稳定健康增长的光明轨道，新业务价值和内含价值将实现强劲增长。

图表27： 中国平安寿险新业务价值



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表28： 中国平安及其他上市险企内含价值增长率



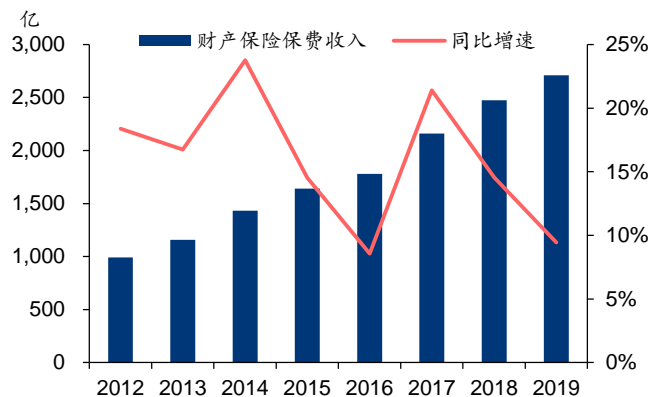
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

综合金融体系铸造长期竞争壁垒

平安产险渠道管理完善，盈利不断提升

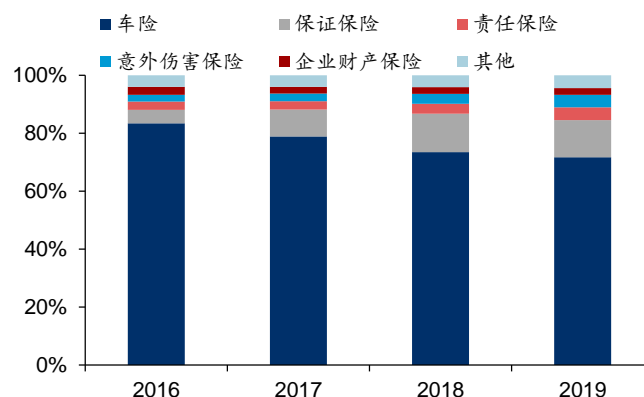
平安产险保费收入稳健增长，市占率中枢不断抬升，背后是出色的渠道和管理能力。与寿险不同，财险行业具有明显的承保周期特征，受行业供需格局影响较大。当财险公司资本充足时，会通过降低费率（打价格战）、降低承保标准来扩大市场份额，导致费用率和赔付率上升，承保亏损，当承保亏损扩大到一定程度时，承保人又会收紧承保标准，从而再次出现循环。大型财险公司凭借在品牌、渠道、成本、数据等方面的优势，可以形成较高的护城河，而且由于业务分散，抗风险能力更强。平安产险 2019 年实现保费收入 2709 亿元，同比增速 9.5%，市场占有率 20.8%，仅次于人保，是第二大产险公司。得益于规模优势和在承包利润率较高的保证保险等领域的领先优势，平安产险市占率中枢持续抬升，反映的是优秀的渠道能力和管理能力。

图表29： 中国平安产险保费收入与增速



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

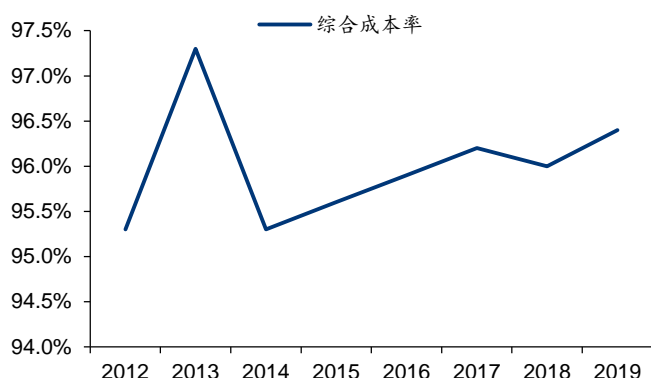
图表30： 中国平安产险保费收入业务结构



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

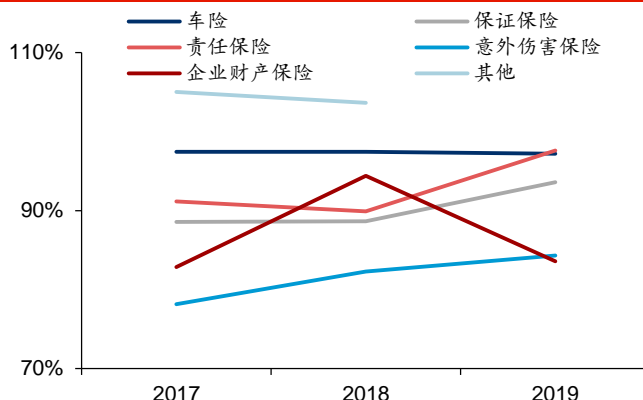
综合成本率领先于行业。产险公司盈利可以拆分为负债端的承保利润和资产端的投资收益，分别为已赚保费*承保利润率、总投资资产*总投资资产收益率。龙头产险公司依托规模优势、渠道管理等能力可以持续坚持承保盈利，构建低成本负债能力。而也有部分投资属性较强的保险公司利用高杠杆放大投资收益，弥补当期承保损失，但随着高收益率资产的稀缺，该模式逐渐出现经营困难。从海外经验来看，承保亏损是美国产险行业的常态。然而，从长期经营的角度来说，做低负债成本显然更具有稳健性，更有投资价值。平安产险过去一直坚持承保盈利，2019 年综合成本率 96.4%，领先于同业。

图表31： 中国平安产险综合成本率



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表32： 中国平安产险分业务综合成本率



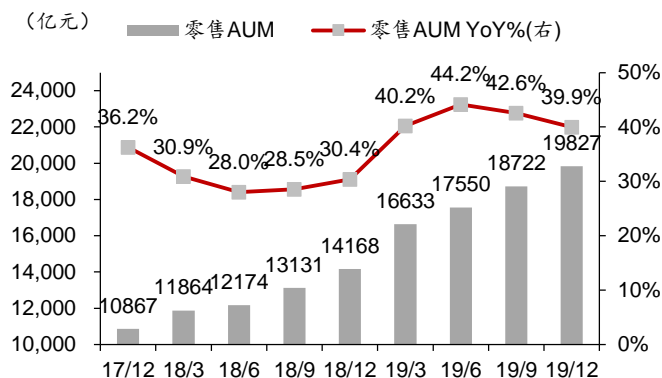
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

平安银行科技引领、零售突破、对公做精

平安银行坚持“科技引领、零售突破、对公做精”战略，有望持续为集团发展注入动能。平安银行以金融科技为业务赋能，零售再攀高峰，对公则重新发力，战略执行成果卓著。归母净利润、营业收入均保持较快增速，基本面表现超越大部分同业对手。分业务板块看，零售业务再攀高峰：2019 年末零售贷款占比超过 58%，高居上市银行之首；零售高端升级成效显著，私行客户数增速超过 40%。对公业务重新发力：对公存款成为存款增长的压舱石；资金同业业务已成为银行转型迈进的新动力。我们认为平安银行对公业务在科技引领、集团鼎力支持下有望再创辉煌，为集团提供强大助力。

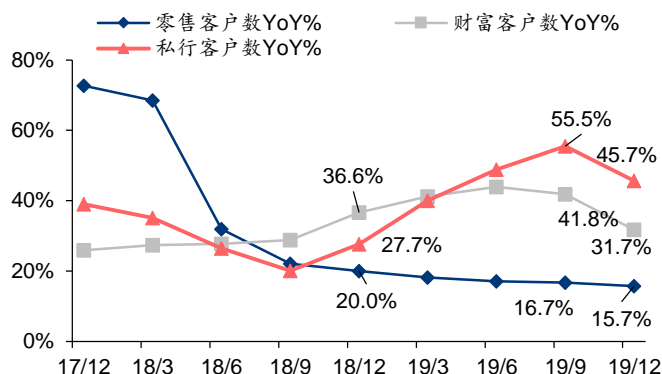
平安银行定位于领先的智能化零售银行，零售业务未来发展空间大。集团的基石和优势业务为个人业务，战略定位为个人金融生活服务的科技型集团。平安银行的零售型银行的定位与集团战略是一致的。平安银行于 2016 年较早启动零售转型，目前零售转型已步入发力高端客群的 2.0 阶段，与基础客群相比，高端客群金融需求丰富、客户黏性强、财富规模可观，对银行的价值较大。目前高端客户增长较快，随着集团财险、养老险等核心客户资源逐渐向银行倾斜，高端客户增长空间仍较大。2019 年末平安银行零售贷款占比接近 60%，达到国际领先水平，未来零售业务或将由重贷款转向重财富管理与中间收入，这方面平安银行与成熟零售银行相比仍存在发展空间。

图表33：平安银行零售 AUM 高速增长



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

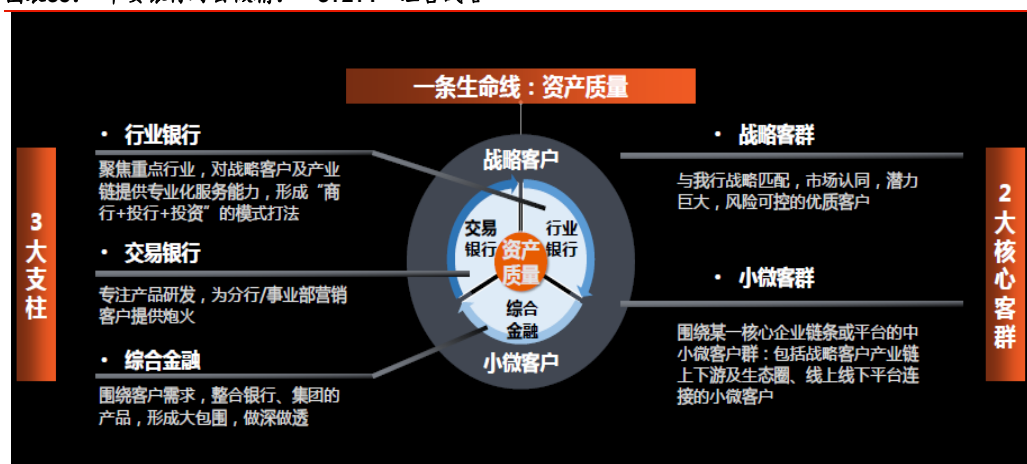
图表34：平安银行零售客户增长较快，尤其是中高端客户



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

平安银行发力对公业务是顺势而为，可与集团形成更好的协同效应。随着消费互联网在中国逐渐走向成熟，产业互联网成为下一个机遇风口，创新空间广阔。基于雄厚的科技基础、客户网络的正向外部效应，平安银行发力对公有望分享产业互联网高速发展的红利。一方面，集团可发挥综合金融平台优势，为银行提供企业及其上下游的优质小微客户资源；另一方面，银行的对公业务成为集团对公业务的发动机，为集团险资和银行私行等业务板块寻找优质资产。目前集团和银行之间建立了顺畅的管理机制，为对公业务的开展助力。平安银行董事长谢永林任集团总经理、联席 CEO、集团团体综合金融委员会主任，分管集团对公业务（包括证券、租赁、养老险等）。集团和银行对公业务的核心人员联动降低了沟通成本，有利于增强信息共享，为对公业务的腾飞奠定了高效、顺畅的机制基础。

图表35：平安银行对公做精：“3+2+1”经营战略



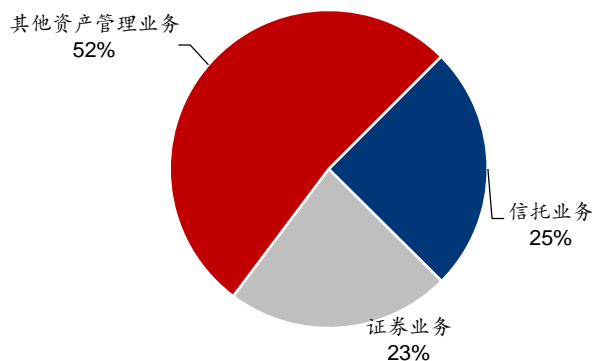
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

在零售突破、对公做精之外，平安银行正打造精品化的资金同业业务。平安银行资金同业业务重视交易做市业务及代客业务，正着力提升交易贡献占比。2019 年交易业务净收入达到 39 亿元，同比大增 151.8%。中国的 FICC 市场正处于快速发展通道，目前在衍生品、对公工具、流动性等方面尚有较大提升空间。平安银行较早切入了 FICC 交易市场，2019 年 5 月公司成为首批通过外汇交易中心本币做市和 X-Bond 交易接口的五家做市机构之一，有望掌握先发优势，再造一项特色业务。平安银行 FICC 业务具有人才优势，交易团队人员大多来自美国银行、摩根士丹利、瑞士信贷等全球顶尖金融机构，人才优势赋予了平安银行高工作效率。根据外汇交易中心 2019 年度银行间本币市场评优结果，平安银行获得“核心交易商”、“优秀债券市场交易商”、“优秀衍生品交易商”、“自动化交易创新奖”等多项交易类奖项。

平安资产管理版图丰富，构建金融帝国

平安资管版图丰富，管理能力领先。平安资产管理业务集证券、信托、资产管理、基金于一体，构成平安投资平台。截至 2019 年，平安资管资产规模为 3.27 万亿元，较年初增长 13.2%。作为国内最大的资产管理机构之一，平安资管始终坚持稳健审慎的投资理念，在把握市场机遇的同时平衡风险，不断提升投资、风险管理、客户服务体系等核心能力。在《The Asset》举办的 2019 年亚洲 3A 评选中，平安资产管理荣获“年度最佳保险资产管理公司”，成为今年唯一获此殊荣的中国保险资产管理公司。

图表36：平安资管各业务净利润贡献（2019）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

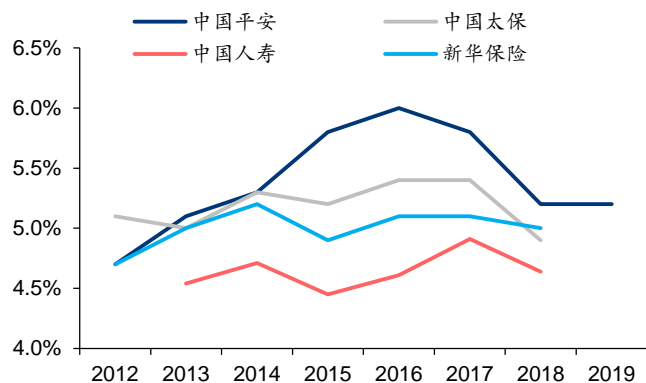
平安证券业务质量不断提升。平安证券致力于打造综合金融战略下的智能化证券服务平台，经纪业务方面，升级获客模式，线上围绕客户投资交易需求，通过 APP 等多渠道精准触达客户。线下强化集团内外部合作，加强财富客户拓展，全面提升获客质量；经纪交易量市场份额达 2.96%，同比增加 0.45%；投行业务方面，平安证券提升承揽承做效率与质量，完善销售服务体系，债券和 ABS 承销家数排名行业前列。2019 年平安证券实现净利润 23.8 亿元，同比增长 41.4%。

平安信托通过改革强化竞争力。平安信托积极响应国家“去通道、去嵌套、去杠杆”监管政策，加强主动管理，压降通道业务。截至 2019 年，平安信托资产管理规模 4426 亿元，较年初下降 17.1%。另一方面，平安信托发力提高服务实体经济能力，持续优化业务结构，聚焦“特殊资产投资、基建投资、服务信托、私募股权投资”四大核心业务，2019 年信托业务手续费及佣金收入 37.2 亿，总量同比下降 2.1%，但是信托资产管理费率 0.76%，同比上升 0.11pct，其中融资类业务管理费率 1.35%，同比上升 0.25pct，运营效能显著提升。

领先的投资能力提供持续稳健回报

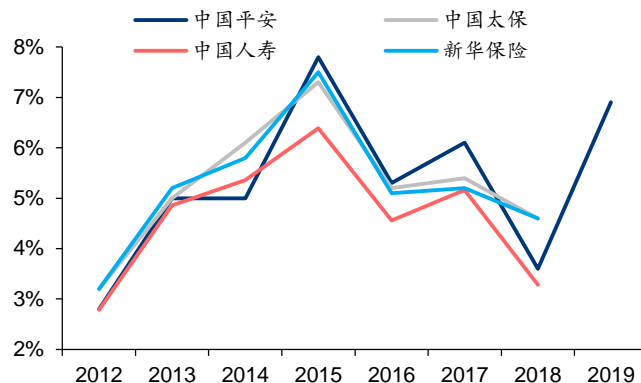
平安在投资能力上优势明显，未来将提供持续稳健的回报。从净投资收益率看，平安相比同业有明显优势，2019 年净投资收益率 5.2%，与 2018 年持平。从总投资收益率看，平安在 2015-17 年总投资收益率领先于同业，2018 年由于率先采用 IFRS9 会计准则故波动性加大，降至 3.6%，如果依然执行修订前的金融工具会计准则计算，总投资收益率为 5.2%，2019 年总投资收益率大幅上升至 6.9%。我们认为，依托卓越的权益类资产、固定收益类资产的配置能力，另类资产的创新能力和完善的风控体系和领先的金融科技探索，平安未来将提供持续稳健的投资回报。

图表37：中国平安与其他上市险企净投资收益率



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表38：中国平安与其他上市险企总投资收益率

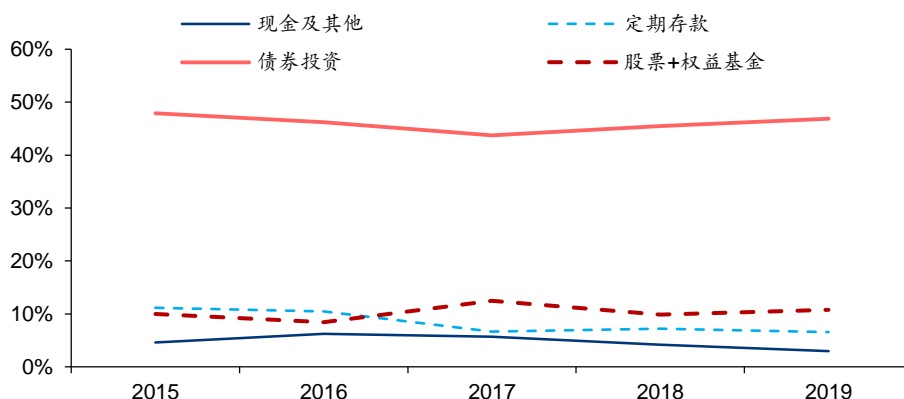


资料来源：公司年报，华泰证券研究所

资金运用效率不断提升

现金类资产减少，债券投资、股票与权益基金增加，资产运用效率提升。截至 2019 年，平安集团总投资资产规模 3.21 万亿，其中主要是是债券投资，占比 46.9%，同比提升 1.4pct；股票及权益基金占比 10.7%，同比提升 0.8pct；现金及其他、定期存款分别下降 1.2pct、0.6pct，资金运用效率不断提升。

图表39：中国平安投资资产占比



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

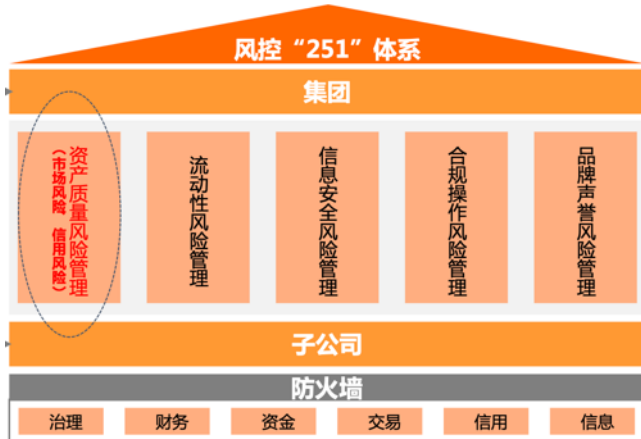
债权类资产合理拉长久期，多元化配置，增加净投资收益。在固定收益类资产的配置上，平安的思路主要是加大长久期优质固收资产配置，如超长久期利率债和短久期高等级信用债。截至 2019 年，公司债敞口占总投资比例仅 4.0%，以高等级为主，99%为 AA 及以上评级。此外，财政部规定若持有的永续债属于权益工具，持有满一年后股息免除所得税。在税收优惠下平安也积极参与优先股投资，截至 2019 年优先股投资金额占整体债权型金融资产 5.15%。

股权型资产配置兼顾稳健与弹性，同时也通过投资寻求协同效应。出于向 IFRS9 平稳过渡和集团投资策略的考量，平安在股权型资产标的的选择上偏好高分红、低估值、股权结构相对分散、经营稳健、盈利能力强而稳定、管理团队执行力较强等条件的大盘蓝筹股。整体来看，组合风险可控，较为稳健，却又不失弹性，当资本市场出现行情时能有优良的表现。另一方面，平安通过长期股权投资寻求协同效应，如投资华夏幸福，未来可协作发展长租公寓、健康养老等业务。

完善的风控体系降低风险

搭建行业领先的投资风险管理体系。平安构建的“251”风控体系符合国际最高标准，帮助平安入选全球系统重要性保险机构（G-SII）名单。“2”是指集团与专业公司双重风险矩阵管控机制；“5”是指信息安全、资产质量安全、资金流动性、合规操作、品牌声誉五大风险控制支柱，通过这五大支柱，实现从上至下、端对端的风险联控；“1”是指统一的风险监控及经营检视平台。从管控逻辑上看，核心是平衡风险与收益，通过 EVA 考核，给定风险偏好与风险限额。管理模块包括内部标准化评级、风险资本与压力测试、行业/交易对手集中度、SAA 资产配置模型等；管理流程包括投资与风险管理能力评估、风险 KPI 考核体系、重大交易对手跟踪、资产负债管理等。

图表40： 中国平安“251”投资风险管理体系



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表41： 中国平安投资风险管理 EVA 考核体系



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

风控体系在多年实践中积累了丰富经验，流程日渐完善。从具体实操来看，每年的投资风险预算基于压力测试设定 4 个层级的风险限额，在压力情境下，集团偿付能力充足率不得低于 120%，最短生存期不得低于 30 天。对各个业务条线分配风险限额，辅以非硬性的监测类指标，如评级分布等。平安在 2003 年便开始采用内部统一化信用评级体系，全面覆盖 13 个行业，近 3 万笔资产。在行业选择上，依据定性的行业研究和定量的外部数据搭建打分卡模型，对高风险行业纳入刚性限额管理。在交易对手集中度管理上，采用分类管理模式，通过股权穿透、担保关联等信息对企业族谱关系进行确认，根据偿债能力、信用等级、行业风险对单一交易对手设立集中度限额。

五大生态圈开启未来增长新的引擎

生态圈才露尖尖角，未来利润含苞待放。平安通过五大生态圈的布局，赋能传统金融，孵化优质企业。从价值实现的路径来看，切入场景进入优质赛道、积累流量获取制胜之法、收入厚积赢得规模效应、利润薄发开启增长风帆，平安孵化的企业中，陆金所、汽车之家已跨越第三步，朝向第四步昂首挺进；其它的如金融壹账通、平安好医生等仍处于积累流量、收入厚积的阶段。因此目前来看，科技与生态需要大量投入，利润贡献波动大，不稳定，但随着规模进一步积累，竞争力不断提升，科技、生态业务未来将提供充分的利润增长，为集团价值注入新的成长动能。

图表42：中国平安生态圈战略路径

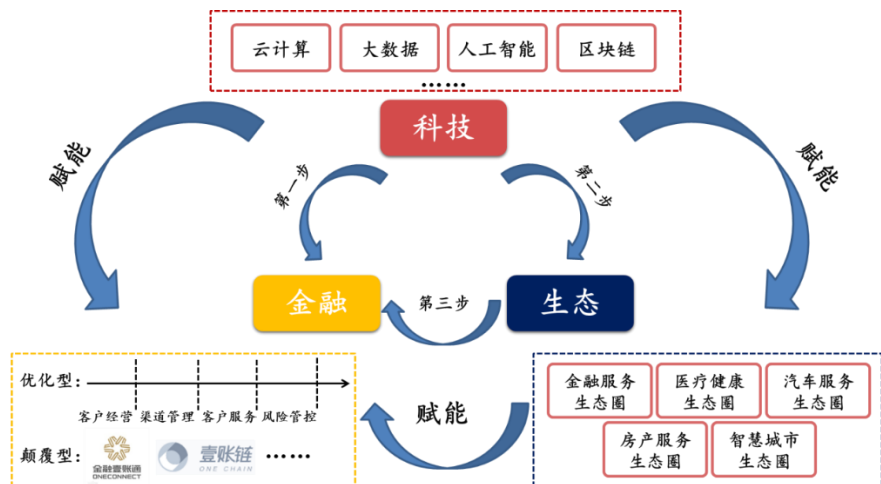


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

金融科技生态相互赋能，布局五大生态圈

致力于提供个人金融综合服务，平安切入五大优质赛道，成长动力充足。2017 年，平安提出了未来十年将持续深化“金融+科技”、探索“金融+生态”，将创新科技聚焦于大金融资产、大医疗健康两大产业，深度应用于传统金融与“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，打造发展新引擎的未来十年发展战略。五大赛道市场空间潜力巨大，市场需求与痛点突出，成长动力充足。

图表43：中国平安科技发展路线示意图



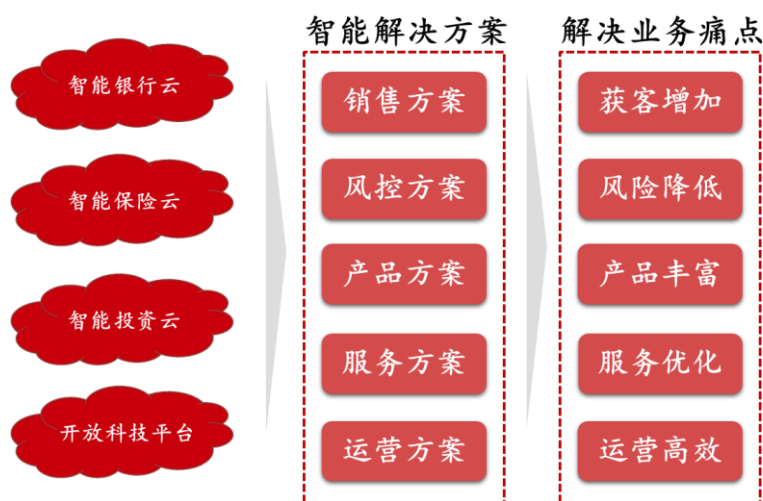
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

赋能传统金融，孵化优质企业

通过金融壹账通串联核心金融业务，未来将从收入端与成本端创造价值。针对中小金融机构获客、产品、风险、运营、科技的五大业务痛点，平安成立金融壹账通，通过建立云平台的方式实现中小金融机构业务、资源的整合，创造出一个潜力巨大的市场。2019 年，金融壹账通合作银行 621 家，保险公司 96 家，分别同比增长 4%、37.1%，实现营业收入 23.3 亿元，同比增长 64.7%，且已顺利登陆纽交所，提振集团整体市值水平。从价值创造来看，收入端，壹账通开拓新的市场，实现创收；运营端，提供定制化、数字化解决方案，

帮助金融机构提升客户经营水平，实现业务转型，降低经营风险；成本端，通过输出基于人工智能和大数据的管理体系，如智能营销工具、风控工具、客服等，帮助金融机构提升运营水平和科技能力，有效降低运营成本。

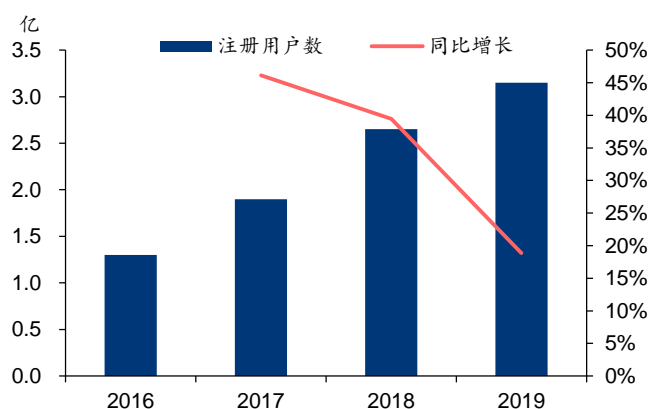
图表44：金融壹账通运营模式



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

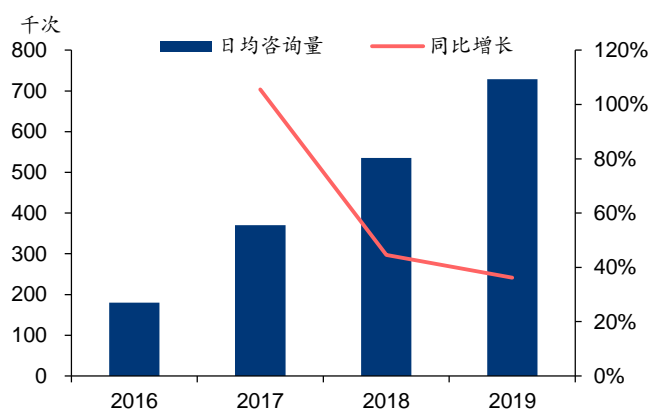
孵化平安好医生与医保服务，打造医疗生态圈闭环，提升增长动力。平安通过流量端和支付端切入，已构建完善的“患者—提供商—支付方”的综合服务模式。在流量端，平安好医生是中国医疗健康领域的第一入口，通过提供医疗服务和健康管理服务汇聚海量用户，凭借行业领先的用户体验实现高活跃和留存。截至 2019 年，平安好医生累计注册用户数 3.15 亿，同比增长 18.9%，日均咨询量 72.9 万次，同比增长 36.3%。在支付端，平安医保科技以医保云服务平台为核心，依托健康风险画像等技术，为政府提供医保管理和人群健康管理、为商保和医疗健康产业上下游的服务提供商以及个人用户提供一揽子智能化解解决方案，助力提升医疗及城市生活服务体验，截至 2019 年，医保服务已覆盖全国 200 多个城市，服务参保人数超 8 亿，提供医保服务及控费管理商保服务，建立了全国最大的药品库、疾病库、处方库、健康因子库等专业医疗领域知识库。

图表45：平安好医生注册用户数量



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

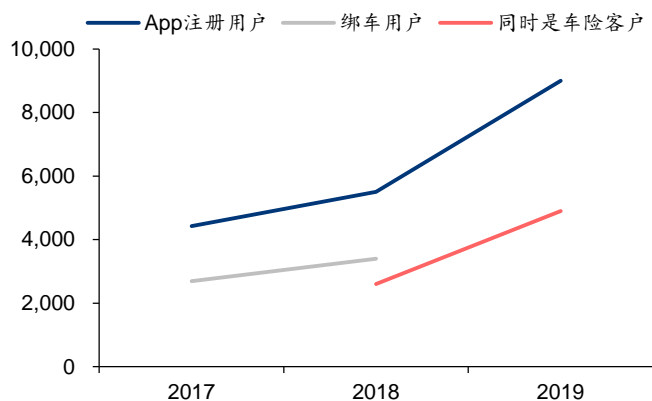
图表46：平安好医生日均咨询量



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

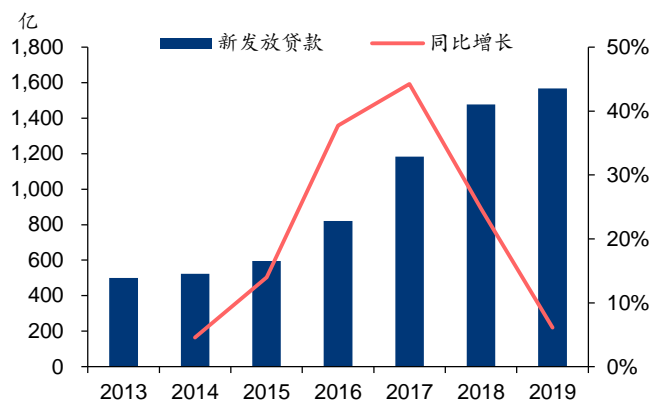
孵化汽车之家与平安好车主，构建汽车生态圈充分获取流量，扩大获客来源。平安通过汽车之家和平安好车主建立汽车生态圈，其中汽车之家是国内头部汽车互联网服务平台，提供包括媒体、电商、金融等周边服务，2019 年 12 月移动端日均独立用户访问量 3683 万次，同比增长 25%，2019 年共促成近 240 亿的金融贷款和保险交易。平安好车主整合 4S 店、汽车维修保养店等线下资源，并在线上提供车保养、车保险、二手车交易、车生活等一站式服务，截至 2019 年，APP 注册用户突破 9000 万，其中同时是平安车险客户的有 4900 万。凭借对汽车服务客户的深度理解，平安将汽车之家积累的用户有效转化为金融客户。2019 年，平安银行汽车金融业务累计新发放贷款 1567 亿，同比增长 6.13%。

图表47： 平安好车主用户数据（万）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表48： 平安银行汽车金融业务新发放贷款



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

金融、科技与生态相辅相成，未来业绩增长可期。核心金融业务、生态圈于科技的构建有利于客户价值的深层次全方位挖掘，进而打造高价值经营体系。一方面，五大生态均可为金融产品创造需求，进而为核心金融业务导流，金融业务客户也可迁徙至生态形成闭环；另一方面，合理地运用科技能够提升这种转化与迁徙的效率，降低成本，并且随着时间价值的积累，海量的客户画像与行为数据都将成为优质的稀缺资源，进而不断深化平安的护城河。在此经营体系下，持续提升的客户数量与单一客户的价值的不断发掘，或成为平安未来增长的有力支撑。

盈利预测与估值

中国平安作为综合金融控股公司，旗下业务板块众多，我们对金融业务采取分部估值法，对科技业务采取当前市场对其融资估值作为参考，合并计算整体业务价值。

寿险业务：对于利润指标预测方面，过去两年公司主动调整产品结构，加快渠道转型，个险渠道首年期交增速有所承压，但伴随着转型成效的逐步显现，结合着科技赋能、线上展业的大力推进，正逐步步入高质量发展通道。综合考虑当前市场环境及代理人销售节奏，我们预计 2020-22 年个人寿险业务首年期交增速分别为 3%、10%、10%；随着团体综合金融的逐步深化，预计银保渠道有望持续加码，2020-22 年银保首年期交增速为 20%、25%、25%；个险和银保续保率在 2019 年水平上小幅提升；团金会模式持续深化，我们预计团体保险有望受益于业务协同，增速有所提升，预计未来三年新业务以 10% 的增速增长。公司过去四年平均退保率为 1.4%，且上下浮动在 0.1pct 以内，相对平稳，我们判断未来三年继续保持 1.4% 这一水平；赔付支出与上期保险合同准备金比例也保持相对平稳，未来三年均为 6.2%；相较于保险业务收入的管理费率呈逐年改善趋势，预计 2020-22 年分别为 9.8%、9.6%、9.4%。**对于内含价值指标预测方面**，预计 2020-22 年各渠道新业务价值率仍旧持续抬升，代理人渠道分别为 67%、68%、69%；银保渠道分别为 22%、23%、24%，推动整体 Margin 分别为 48.1%、48.7%、49.4%，使得 NBV 增速分别达 7%、11.6%、11.7%。存量寿险业务内含价值预期回报率呈逐步上升趋势，预计 2020-22 年分别为 9.5%、9.6%、9.7%。

图表49： 寿险业务核心盈利预测指标假设

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
个人寿险-首年期交	124,394	114,685	118,126	129,938	142,932
YoY	-3.1%	-7.8%	3.0%	10.0%	10.0%
银行保险-首年期交	4,252	5,290	6,348	7,935	9,919
YoY	-11.5%	24.4%	20.0%	25.0%	25.0%
团体保险-新业务	21,907	22,272	24,499	26,949	29,644
YoY	8.2%	1.7%	10.0%	10.0%	10.0%
退保率	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
赔付支出/上期保险合同准备金	7.0%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
管理费用/保险业务收入	10.4%	10.2%	9.8%	9.6%	9.4%
Margin-代理人渠道	57.1%	64.9%	67.0%	68.0%	69.0%
Margin-银保渠道	18.8%	20.4%	22.0%	23.0%	24.0%
Margin-整体	43.7%	47.3%	48.1%	48.7%	49.4%
NBV 增速	7.3%	5.1%	7.0%	11.6%	11.7%
存量寿险 EV 预计回报率	9.1%	9.4%	9.5%	9.6%	9.7%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

今年开门红业务受新冠疫情影响，代理人线下展业节奏大幅低于预期，拖累寿险行业估值中枢持续下探，以 2020 年 2 月 26 日收盘价测算，纯寿险公司中国人寿和新华保险和友邦保险 2020xPEV 估值分别为 0.85x、0.64x、1.94x。从全年业务推进考虑，未来随着疫情消极影响逐步散去，内资险企估值中枢有望重回 1x 水平以上。友邦保险由于存量业务结构优异，PEV 估值持续保持高位，转型中的平安寿险价值率逐步提升，有望向友邦逐步靠近。考虑到平安在行业内竞争优势凸显，享受一定的估值溢价，给予 2020 年预期 PEV 为 1.3x-1.4x，目标价值区间 11736-12639 亿元。

图表50： 上市寿险公司估值表（截至 2020 年 2 月 26 日）

	PEV (2022E)
中国人寿	0.85
新华保险	0.64
友邦保险-H 股	1.94
均值	1.14

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

财险业务：考虑到新车销售乏力以及疫情导致开单延后，我们判断 2020-22 年车险增速分别为 6%、8%、8%；虽然疫情对非车险业务有影响，但我们认为整体影响有限，增速能继续维持，非车险和意健险未来三年增速分别为 13%/13%/13%和 36.4%/36.4%/36%。疫情影响下，今年汽车活动率降低，相应赔付率有所改善，此外伴随着商车费改与报行合一的推进，预计费用率也呈逐渐下滑趋势。2019 年税负改革导致有效税率大幅下滑，预计 2020 年开始回到正常水平，预计未来三年为 20%的水平。假设未分配利润比例维持相对稳定，则 2020 年保持 70%水平，预计分部净资产为 1107 亿元。以 2020 年 2 月 26 日收盘价测算，财险龙头公司中国财险的 PB (MRQ) 为 1.02，考虑到平安财险也相应具备一定的竞争优势，给予其 2020 年 1.0x-1.2xPB 预期，对应市值区间为 1107-1328 亿元。

图表51： 财险业务核心盈利预测指标假设

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
车险	181,768	194,315	205,974	222,452	240,248
YoY	6.6%	6.9%	6.0%	8.0%	8.0%
非车险	56,211	63,703	71,984	81,342	91,917
YoY	44.4%	13.3%	13.0%	13.0%	13.0%
意外与健康险	9,465	12,912	17,612	24,023	32,671
YoY	44.6%	36.4%	36.4%	36.4%	36.0%
赔付支出/保险业务收入	56.1%	60.4%	59.0%	58.5%	58.0%
管理费用/保险业务收入	17.1%	20.2%	19.0%	18.0%	18.0%
未分配利润比例	59.0%	68.4%	70.0%	70.0%	70.0%
分部净资产	77,389	93,000	110,674	130,295	152,408

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

银行业务：LPR 改革开启，贷款利率处于下行趋势，预计 2020-22 年生息资产收益率为 5.02%、4.99%、4.97%。公司借力集团资源，科技赋能持续发力，有望弥补人力成本上升的压力，是的成本收入比有所改善，预计 2020-22 年分别为 28%、28%、27%。公司不良贷款率持续改善，预计未来三年仍有所下降；但在经济下行背景下，仍维持较高的信用成本，预计 2020-22 年分别为 3.26%、3.21%、3.19%。假设 2020 年分红比例维持 15% 水平，测算得 BPVS 为 15.53 元。公司作为零售转型推进最快银行，估值可参考零售龙头招商银行(2020 年 Wind 一致预测 PB 为 1.34x)。给予 2020 年目标 PB 估值为 1.2x-1.3x，结合平安集团持股比例，测算得银行业务目标市值为 2047-2218 亿元。

图表52： 银行业务核心盈利预测指标假设

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
生息资产收益率	5.19%	5.03%	5.01%	4.99%	4.97%
中间业务收入增速	2%	17%	20%	18%	16%
成本收入比	31%	31%	28%	28%	27%
不良贷款率	1.75%	1.65%	1.60%	1.52%	1.47%
信用成本	2.88%	3.05%	3.26%	3.21%	3.19%
BVPS	11.34	14.07	15.53	17.22	19.19

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

证券业务：综合考虑当前市场交投活跃度和未来市场情况，预计 2020-22 年手续费及佣金净收入增速分别为 9.5%、10%、10%，对应分部资产的投资收益率达到 1.6%的水平；管理费用率呈逐年下滑趋势，2020-22 年分别为 25%、24%、23%；未分配利润率保持相对平稳，2020 年预计分部净资产达 345 亿元。截至 2020 年 2 月 26 日，根据 Wind 一致预期，2020 年可比中型券商 PB 为 1.37x，我们给予 2020 年目标 PB 估值为 1.4x-1.5x，结合平安集团持股比例，测算得证券业务目标市值为 201-215 亿元。

图表53: 证券业务核心盈利预测指标假设

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
手续费及佣金净收入增速	-8.0%	35.0%	9.5%	10.0%	10.0%
投资收益/分部资产	1.6%	1.2%	1.6%	1.6%	1.6%
管理费用率	32.0%	26.7%	25.0%	24.0%	23.0%
财务费用率	20.6%	18.6%	20.0%	20.0%	20.0%
未分配利润率	90%	94%	92%	92%	92%
分部净资产	29,401	31,641	34,477	37,915	42,040

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表54: 上市中小券商公司估值表(截至 2020 年 2 月 26 日)

	收盘价(2020 年 2 月 26 日)	BPS (2020E)	PB (2020E)
东吴证券	9.92	6.94	1.43
光大证券	12.85	11.35	1.13
长江证券	7.19	5.25	1.37
国元证券	9.52	7.87	1.21
方正证券	7.83	4.75	1.65
东方证券	10.69	8.44	1.27
国金证券	10.77	7.08	1.52
均值			1.37

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

信托业务: 在大资管新规框架指引下, 预计未来信托行业通道业务将继续压缩, 但主动管理类业务有望持续发展并提高业务占比, 预计未来三年月均信托管理规模仍会小幅收窄, 增速假设为-5%; 信托资产管理费用率与目前水平保持相对平稳。随着通道业务压缩, 管理费用率有小幅改善, 财务费用率基本保持稳定, 未分配利润率保持相对平稳, 2020 年预计分部净资产达 210 亿元。截至 2020 年 2 月 26 日, 根据 Wind 一致预期, 选取市场上以信托作为主业的金控公司, 测得 2020 年 PB 为 1.20x, 我们给予公司 2020 年目标 1.2x-1.3x, 结合平安集团持股比例, 测算得信托业务目标市值为 252-273 亿元。

图表55: 信托业务核心盈利预测指标假设

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
月均信托管理规模	588,788	491,630	467,049	443,696	421,511
YoY	-9.6%	-16.5%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
信托资产管理费率	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
手续费及佣金净收入	3,685	3,532	3,408	3,237	3,075
管理费用率	20.0%	20.7%	16.0%	15.0%	14.0%
财务费用率	2.2%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
未分配利润率	15.3%	14.8%	15.1%	14.8%	14.5%
分部净资产	17,738	20,606	21,018	21,438	21,867

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表56: 以信托为主业的金控公司估值表(截至 2020 年 2 月 26 日)

	收盘价(2020 年 2 月 26 日)	BPS (2020E)	PB (2020E)
中航资本	4.48	3.67	1.22
爱建集团	8.95	7.62	1.17
均值			1.20

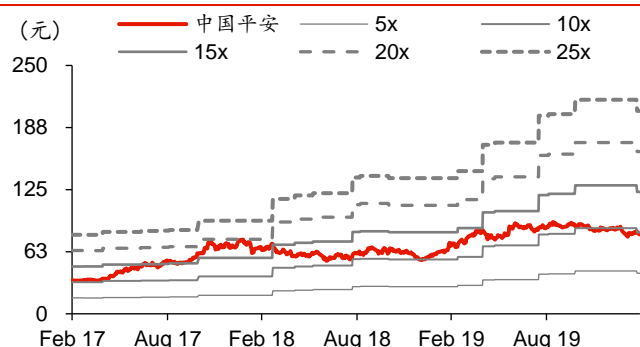
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

科技业务：据公司 2019 年报披露，科技公司估值总额达 691 亿美元（约 4853 亿元人民币），其中上市公司以 2019 年末最后一个交易日收盘市值计算，非上市公司按最近一次融资后的估值数计算。考虑到公司年末估值额较 2019 中报披露数据（700 亿美元）有所下滑，我们仍为科技业务估值总体保持平稳，短期内有小幅波动，因此以最新一期 2019 年年报披露的融资估值作为参考，近似以 5000 亿元人民币作为科技业务整体估值。

中国平安的整体价值不仅在于寿险业务处于市场领先，更在于其全方位综合金融服务供应能力、科技生态圈打造能力均具有强大的竞争优势，是公司长期持续发展的有力保障。基于以上判断，结合分部估值法，我们预计中国平安集团目标市值区间为 20343-21673 亿元，目标价格区间 111.64 元-118.93 元，对应集团 PEV 估值为 1.43x-1.52x，首次覆盖给予“买入”评级。

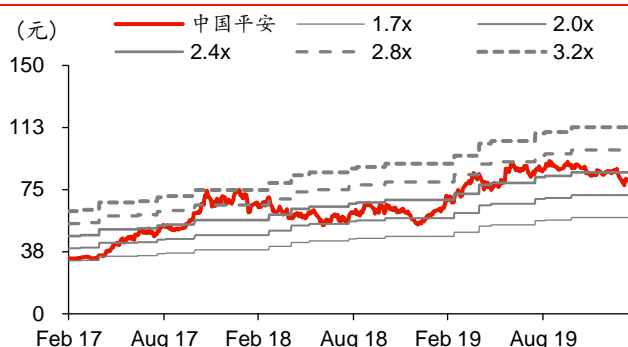
PE/PB - Bands

图表57： 中国平安历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表58： 中国平安历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

- 1、市场波动风险。公司利差利源主要是保费成本与投资收益差额，资本市场大幅波动可能带来险企投资收益急剧下降，投资端可能出现负增长甚至亏损，进而影响险企利润；
- 2、利率风险。固定利率工具使公司面临公允价值利率风险，浮动利率工具使公司面临现金流利率风险。利率下行可能缩窄利差空间，进而影响会计利润；
- 3、政策风险。保险行业各项业务开展均受到严格的政策规范，未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏；
- 4、技术风险。当前保险行业加速推进金融科技的运用，并投入了大量的成本。未来金融科技的发展及回报若低于预期，将会拖累行业整体表现；
- 5、消费者偏好风险。保险产品作为消费品，与需求端关系密切，保费收入若不及预期，可能导致整体行业业绩下滑。

盈利预测表

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
已赚保费	677,703	748,779	824,641	911,986	1,011,537
银行业务利息净收入	74,783	90,187	103,205	118,656	137,609
非保险业务手续费及佣金净收入	37,191	44,230	55,521	72,521	104,357
非银行业务利息收入	88,546	99,991	112,257	121,112	130,378
投资收益	74,589	77,497	84,539	89,893	99,065
其他业务收入	50,503	60,172	70,799	81,141	93,229
营业收入	976,832	1,168,867	1,309,381	1,457,552	1,642,938
退保金	-21,539	-26,661	-30,321	-35,133	-40,411
赔付支出	-203,323	-225,030	-252,793	-286,444	-323,875
提取保险责任准备金	-190,990	-287,028	-303,447	-336,414	-368,724
保单红利支出	-16,445	-19,329	-23,777	-28,726	-34,257
手续费及佣金支出	-130,383	-114,753	-121,933	-127,742	-134,893
业务及管理费	-147,697	-172,892	-97,513	-102,644	-114,702
其他支出	-45,255	-65,439	-69,944	-73,030	-79,294
营业支出	-813,494	-983,839	-1,062,711	-1,176,048	-1,316,662
所得税费用	-42,699	-20,374	-53,271	-61,132	-71,520
归母净利润	107,404	149,407	175,704	200,304	231,550
每股收益 (元)	6.02	8.41	10.61	12.09	13.98
内含价值表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
寿险及健康险期初内含价值	496,381	613,223	757,490	902,758	1,067,532
期初内含价值预期回报	45,326	57,757	71,962	86,665	103,551
新业务价值	72,294	75,945	81,247	90,692	101,278
营运假设及模型变动	608	1,898	500	500	500
营运经验差异及其他	13,938	3,672	5,000	5,000	5,000
市场价值调整影响	7,191	271	-	-	-
投资回报差异	-12,233	32,142	20,000	22,000	25,000
股东股息	-31,449	-48,536	-47,440	-54,082	-62,518
寿险及健康险业务期末内含价值	613,223	757,490	902,758	1,067,532	1,254,343
其他业务期初经调整净资产	328,792	389,233	443,043	521,874	614,115
其他业务当年营运利润	42,253	44,901	74,831	88,241	106,455
市场价值调整及影响	12,998	-27	2,000	2,000	2,000
子公司向公司分红	31,449	48,536	47,440	54,082	62,518
股东分红	-33,270	-33,775	-47,440	-54,082	-62,518
其他业务期末经调整净资产	389,233	443,043	521,874	614,115	724,570
集团期末内含价值	1,002,456	1,200,533	1,424,632	1,681,648	1,978,913
寿险及健康险业务每股内含价值 (元)	33.55	41.44	49.54	58.58	68.83
集团每股内含价值 (元)	54.84	65.67	78.18	92.28	108.59
Growth	2018	2019	2020E	2021E	2022E
已赚保费	18.3%	10.5%	10.1%	10.6%	10.9%
投资收益	10.4%	3.9%	9.1%	6.3%	10.2%
营业收入	9.6%	19.7%	12.0%	11.3%	12.7%
退保金	5.0%	23.8%	13.7%	15.9%	15.0%
赔付支出	27.8%	10.7%	12.3%	13.3%	13.1%
提取保险责任准备金	-13.2%	50.3%	5.7%	10.9%	9.6%
手续费及佣金支出	13.8%	-12.0%	6.3%	4.8%	5.6%
业务及管理费	5.7%	17.1%	-43.6%	5.3%	11.7%
营业支出	7.6%	20.9%	8.0%	10.7%	12.0%
归母净利润	20.6%	39.1%	17.6%	14.0%	15.6%
新业务价值	7.3%	5.1%	7.0%	11.6%	11.7%
寿险及健康险业务内含价值	23.5%	23.5%	19.2%	18.3%	17.5%
集团内含价值	21.5%	19.8%	18.7%	18.0%	17.7%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com