



# 中国平安

## 从根源理解平安的独特优势

### 观点聚焦

#### 投资建议

重申推荐评级，维持平安-A/-H 分别 82 元人民币/102 元港币的目标价不变，对应 45%/48% 上行空间。

#### 理由

**独特的公司治理和激励机制带来长期核心竞争力。**1) 不同于其他上市公司，平安分散股权结构带来强势而稳定的管理层，其保险业务的长期战略决策不受股东影响，并可坚持执行长期战略；2) 高度市场化的管理层激励机制带来突出的执行力；3) 平安自 2016 年开始大幅加大在投资者关系方面的资源投入并持续提升披露透明度，领先的市值管理能力直接提升了公司估值。

**前瞻性的代理人战略确保新业务表现长期领先。**高质量代理人是寿险公司最核心资产，平安的优势来自于具有前瞻性并且灵活变化的战略。我们预计平安的代理人团队将率先完成调整，恢复可持续增长，2H18-2019 新单增长领先同业，这是基于：1) 平安代理人团队基础同业最强，且去年未激进增员；2) 去年率先停售快返年金，提前同业开始主动调整；3) 1H18 未使用激进的销售费用和获客型产品刺激，低产能代理人自然出清，因此 2019 年代理人扩员难度小于同业；4) 3Q17 新单基数相对同业较低。

**海外资金定价权大幅提升，将支撑相对估值溢价。**我们认为，从 2017 年开始，平安 H 股海外基金的持仓已经大幅提升，同时由于 2017 年 QFII 和沪港通限制放宽以及 A 股纳入 MSCI，平安 A 股海外资金的持仓占比亦有提升。我们认为目前海外资金平安 H 股和 A 股的定价权的均有显著提升，这将降低中短期因素对股价的影响，并将有效支撑相对其他内险股的估值溢价。

催化剂：中报业绩超预期。

#### 盈利预测与估值

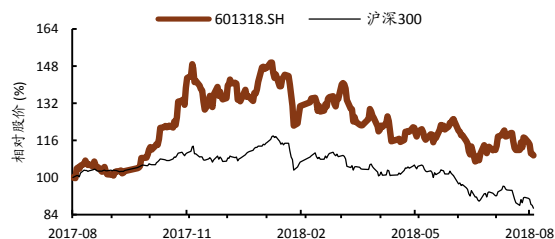
维持盈利预测不变。当前平安-A/H 交易在 1.1/1.1 倍 18 年 P/EV，对应寿险业务估值 1.2/1.2 倍 18 年 P/EV。重申推荐评级，维持平安-A/-H 分别 82 元人民币/102 元港币的目标价不变，对应 45%/48% 上行空间，对应 1.5/1.6 倍 18 年 P/EV，寿险业务估值对应 1.8/1.9 倍 18 年 P/EV。

#### 风险

市场对管理层变动的担忧；长端国债利率快速下跌；信用风险暴露；内含价值增速中枢下滑。

### 维持推荐

股票代码	601318.SH	02318.HK
评级	推荐	推荐
最新收盘价	人民币 56.58	港币 68.70
目标价	人民币 82.00	港币 102.00
52 周最高价/最低价	人民币 79.75~51.33	港币 97.01~57.75
总市值(亿)	人民币 10,612	港币 12,112
30 日日均成交额(百万)	人民币 2,886.96	港币 2,838.74
发行股数(百万)	18,280	18,280
其中：自由流通股(%)	59	41
30 日日均成交量(百万股)	48.29	39.71
主营行业		保险



(人民币 百万)	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入	469,555	605,035	703,839	808,236
增速	21.6%	28.9%	16.3%	14.8%
归属母公司净利润	62,337	89,088	108,969	126,952
增速	15.0%	42.9%	22.3%	16.5%
每股净利润	3.41	4.87	5.96	6.94
每股净资产	20.98	25.89	28.98	34.48
每股股利	0.55	1.05	1.70	1.79
每股内含价值	34.88	45.14	53.24	63.47
市盈率	16.6	11.6	9.5	8.1
市净率	2.7	2.2	2.0	1.6
内含价值倍数	1.62	1.25	1.06	0.89
股息收益率	1.0%	1.9%	3.0%	3.2%
平均总资产收益率	1.2%	1.5%	1.6%	1.6%
平均净资产收益率	17.4%	20.8%	21.7%	21.9%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

#### 田昶

分析师

dan3.tian@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080517100002

SFC CE Ref: BKY217

#### 王瑶平

分析师

victor.wang@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080517120002

SFC CE Ref: ALE841

#### 薛源

联系人

yuan.xue@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080116100040

SFC CE Ref: BNF072



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E
<b>利润表</b>					<b>内含价值</b>				
保险业务收入	469,555	605,035	703,839	808,236	新业务价值	50,805	67,356	72,734	84,219
已赚保费	441,620	572,990	667,525	767,395	有效业务价值	230,361	312,461	381,183	471,468
投资收益	115,053	152,101	183,169	205,205	寿险内含价值	360,310	496,381	601,887	736,313
其他业务收入	219,185	242,334	278,421	318,415	集团内含价值	637,702	825,173	973,229	1,160,235
营业收入合计	775,858	967,425	1,129,116	1,291,015	<b>成长能力</b>				
净赔付和保户利益	-119,356	-119,747	-172,786	-187,124	保险业务收入	21.6%	28.9%	16.3%	14.8%
提取保险责任准备金	-205,515	-307,496	-319,582	-368,515	已赚保费	26.2%	29.7%	16.5%	15.0%
其他营业支出	-355,263	-412,587	-480,989	-548,654	归属于母公司净利润	15.0%	42.9%	22.3%	16.5%
营业支出合计	-680,134	-839,830	-973,357	-1,104,293	新业务价值	32.2%	32.6%	8.0%	15.8%
营业利润	95,724	127,595	155,758	186,721	<b>关键指标</b>				
联营公司收益	-1,370	7,145	8,069	8,398	新业务价值率 (标准保费)	46.3%	45.3%	45.9%	48.2%
利润总额	94,354	134,740	163,828	195,119	财险综合成本率	96.0%	96.2%	96.3%	96.3%
所得税费用	-22,043	-34,762	-43,139	-52,553	净投资收益率	5.7%	5.5%	5.5%	5.5%
净利润	72,311	99,978	120,688	142,566	总投资收益率	5.0%	5.7%	5.6%	5.6%
少数股东损益	9,974	10,890	11,720	15,613	寿险偿付能力充足率	151.8%	237.6%	238.4%	264.4%
归属于母公司净利润	62,337	89,088	108,969	126,952	产险偿付能力充足率	157.9%	158.9%	162.2%	170.2%
<b>资产负债表</b>					集团偿付能力充足率	194.8%	175.5%	187.7%	190.8%
现金及银行存款	330,212	304,403	349,618	402,048	<b>回报率分析</b>				
债权投资	910,968	1,071,688	1,230,873	1,415,458	总资产收益率	1.2%	1.5%	1.6%	1.6%
股权投资	253,711	396,219	455,072	523,316	净资产收益率	17.4%	20.8%	21.7%	21.9%
其他投资	476,907	677,164	777,748	894,381	寿险内含价值回报率	8.0%	37.8%	21.3%	22.3%
总投资资产	1,971,798	2,449,474	2,813,311	3,235,202	集团内含价值回报率	15.4%	29.4%	17.9%	19.2%
其他资产	3,605,105	4,043,601	4,648,480	5,394,466	<b>每股指标</b>				
总资产	5,576,903	6,493,075	7,461,792	8,629,668	每股净利润 (元)	3.41	4.87	5.96	6.94
保险合同负债	1,625,473	1,932,969	2,252,551	2,621,066	每股净资产 (元)	20.98	25.89	28.98	34.48
投资合同负债	44,930	50,309	56,332	63,076	每股内含价值 (元)	34.88	45.14	53.24	63.47
次级债	34,609	34,609	34,609	34,609	每股股利 (元)	0.55	1.05	1.70	1.79
其他负债	3,385,430	3,887,271	4,460,330	5,128,016	<b>估值分析</b>				
总负债	5,090,442	5,905,158	6,803,822	7,846,767	内含价值倍数	1.6	1.3	1.1	0.9
股东权益合计	486,461	587,917	657,970	782,902	市净率	2.7	2.2	2.0	1.6
少数股东权益	103,012	114,566	128,217	152,562	股价/每股股东权益	2.1	1.8	1.6	1.3
归属于母公司的股东权益	383,449	473,351	529,753	630,339	市盈率	16.6	11.6	9.5	8.1
负债和股东权益总计	5,576,903	6,493,075	7,461,792	8,629,668	股息收益率	1.0%	1.9%	3.0%	3.2%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

## 公司简介

中国平安是中国第一家以保险为核心的,融证券、信托、银行、资产管理、企业年金等多元金融业务为一体的综合金融服务集团。公司通过多渠道分销网络,以统一的品牌向客户提供保险、银行、投资等金融产品和服务。



## 从根源理解平安的独特优势

### 独特的公司治理和激励机制带来长期核心竞争力

我们认为平安独特的公司治理和激励机制带来长期核心竞争力：1) 不同于其他上市公司，平安分散股权结构带来强势而稳定的管理层，其保险业务的长期战略决策不受股东影响，并可坚持执行长期战略；2) 高度市场化的管理层激励机制带来突出的执行力；3) 平安自2016年开始大幅加大在投资者关系方面的资源投入并持续提升披露透明度，领先的市值管理能力直接提升了公司估值。

### 公司治理：分散化股权结构带来强势而稳定的管理层

自上市以来平安的股权结构就比较分散，2017年底第一大股东UBS持股比例仅为9.3%，前5大股东合计持股比例仅为27.8%。分散的股权结构使公司的管理层强势而稳定，关键管理层在集团内关键岗位的任职时间均有10-20年之久，长期主导着公司的战略与运营。强势而稳定的管理层使公司保险业务的长期战略决策不受股东影响，并可以坚持执行长期战略。相比之下，多数内资保险公司管理层受大股东影响较大，更关注短期的经营指标，无法制定和执行长期战略，不利于保险业务的长期发展，如在2015-16年大量销售低价值的中短存续期产品以及高定价利率的年金产品。

图表1：平安的股东结构一直比较分散

持股比例 (%)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
第1大股东	10.0	10.0	10.0	8.4	8.4	8.4	8.1	7.8	7.8	6.1	5.4	5.3	5.3	9.3
第2大股东	8.8	9.9	9.9	8.4	8.4	8.4	8.0	7.8	6.1	5.0	4.4	5.1	4.9	5.3
第3大股东	7.7	8.8	8.8	7.4	7.4	6.6	6.3	6.1	4.8	4.5	3.4	4.4	4.3	5.3
第4大股东	6.3	7.7	7.7	5.3	5.3	5.3	5.0	4.8	4.6	4.1	2.8	4.3	4.3	4.0
第5大股东	6.1	6.3	6.3	5.2	5.2	5.2	4.2	4.0	4.0	3.9	2.6	3.4	3.8	3.9
前5大股东合计持股比例	38.9	42.7	42.7	34.7	34.7	33.8	31.6	30.5	27.3	23.5	18.6	22.5	22.6	27.8
前10大股东合计持股比例	60.5	65.5	62.6	43.3	49.5	47.9	45.2	43.4	40.4	36.8	27.5	35.8	35.3	41.3
占比不超过1%的股东合计比例	33.2	34.6	37.4	56.7	49.1	50.4	53.4	55.2	56.8	58.2	71.5	59.3	63.3	57.3

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表2：上市保险公司大股东情况

中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险	中国太平
UBS Group AG (9.3%)	中国人寿保险(集团)公司(68.4%，财政部为其全资股东)	华宝投资有限公司(14.2%)	中央汇金投资有限责任公司(31.3%)	中国太平保险集团(香港)有限公司(50.7%，财政部为其全资股东)
深圳市投资控股有限公司(5.3%)		申能(集团)有限公司(13.5%)	中国宝武钢铁集团有限公司(12.1%)	
JPMorgan Chase & Co.(5.3%)		上海海烟投资管理有限公司(5.2%)		

资料来源：公司年报，万得资讯，中金公司研究部



图表 3: 上市保险公司部分管理层情况

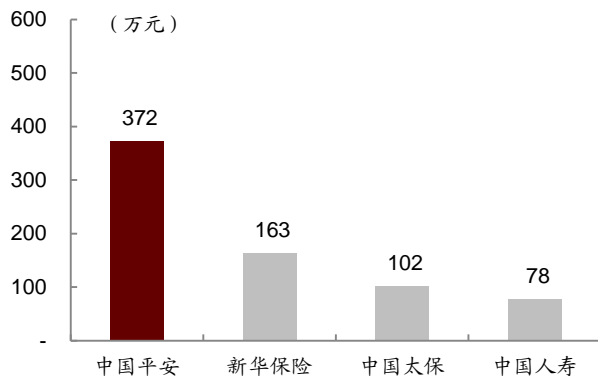
中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险	中国太平
<b>主要管理层、加入公司时间及职务</b>				
马明哲（1988年） 董事长、首席执行官	杨明生（2012年） 董事长、执行董事	孔庆伟（2017年） 董事长、执行董事	万峰（2014年） 董事长、执行董事、首席执行官、首席风险官	王滨（2012年） 董事长、执行董事
孙健一（1990年） 资深副董事长、常务副总经理	林岱仁（2008年） 执行董事、总裁	贺青（2016年） 执行董事、总裁、太保资产董事	黎宗剑（2017年） 副总裁、执行董事	王思东（2018年） 副董事长、执行董事、总经理
任汇川（1992年） 执行董事、总经理	许恒平（2015年） 执行董事、副总裁	王坚（2015年） 副董事长、非执行董事	杨征（2016年） 副总裁、首席财务官	王廷科（2016年） 副总经理、执行董事
姚波（2001年） 执行董事、常务副总经理、首席财务官、总精算师	徐海峰（2015年） 执行董事、副总裁	潘艳红（2013年） 副总裁兼财务负责人	龚兴峰（2010年） 副总裁、总精算师、董事、董事会秘书	于小萍（2017年） 执行董事
李源祥（2004年） 执行董事、常务副总经理、副首席执行官、首席保险业务执行官	利明光（2012年） 副总裁、总精算师、董事会秘书	张远瀚（2013年） 总精算师	刘起彦（2016年） 总裁助理、首席人力资源官	张若晗（2013年） 财务总监

资料来源：公司年报，万得资讯，中金公司研究部

### 激励机制：高度市场化的管理层激励机制带来突出的执行力

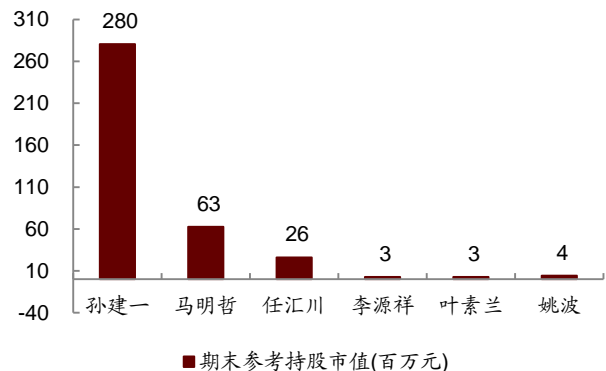
平安是国内上市保险公司中唯一一家混合所有制公司（非国企），这使其拥有更加市场化的激励机制，体现为：1）高管薪酬远高于同业。2017 年平安的高管薪酬平均为 372 万人民币，远高于其他上市保险公司，如新华/太保/国寿分别为 163 万/102 万/78 万人民币；2）高管持股将管理层利益与股东利益紧密联系。2017 年底平安高管合计持股数量 567 万股，持股市值 3.97 亿人民币。相比之下，其他上市保险公司基本无高管持股，且薪酬计划与股价表现无直接联系。

图表 4: 2017 年平安高管平均薪酬远高于同业



资料来源：公司年报，万得资讯，中金公司研究部

图表 5: 高度市场化的管理层激励机制为公司带来突出的执行力



资料来源：公司年报，万得资讯，中金公司研究部

### 市值管理：高度市场化+透明度高

平安拥有领先的市值管理能力，自 2016 年开始大幅加大在投资者关系方面的资源投入并持续提升披露透明度，包括：1）将市值管理加入管理层考核要求；2）2017 年聘请原汇丰的保险行业首席分析师 James Garner 及其团队负责总体投资者关系和公司品牌，特别是与海外市场的交流；3）率先披露剩余边际、集团可动用资本、分类新业务价值、运营利润等重要指标；4）2016-2017 年多次举办投资者开放日和媒体见面会详细阐述其寿险业务价值和科技金融战略。我们认为领先的市值管理能力直接提升了公司估值。



图表6：平安优秀的市值管理能力有力地支撑了其相对行业平均估值的溢价



资料来源：公司网站，万得资讯，中金公司研究部

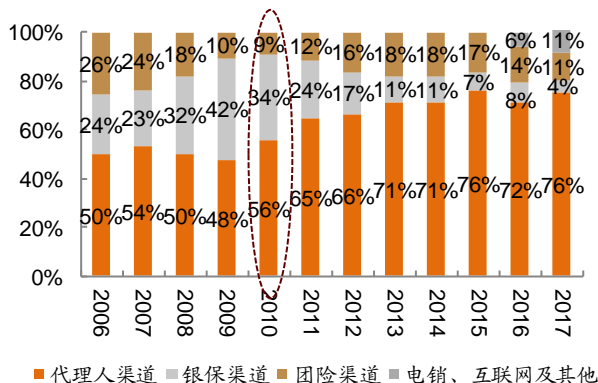
### 前瞻性的代理人战略确保新业务表现长期领先

高质量代理人是寿险公司最核心资产，平安的优势来自于具有前瞻性并且灵活变化的战略。我们预计平安的代理人团队将率先完成调整，恢复可持续增长，2H18-2019 新单增长领先同业，这是基于：1) 平安代理人团队基础同业最强，且去年未激进增员；2) 去年率先停售快返年金，提前同业开始主动调整；3) 1H18 未使用激进的销售费用和获客型产品刺激，低产能代理人自然出清，因此 2019 年代理人扩员难度小于同业；4) 3Q17 新单基数相对同业较低。

### 长期坚持代理人为主的战略，率先主动收缩低价值银保渠道

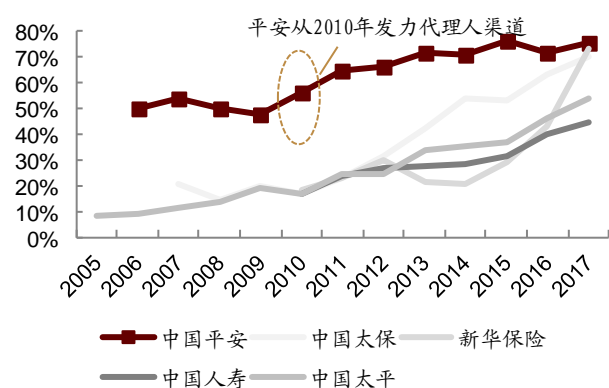
2010 年平安即开始率先主动收缩低价值的银保渠道，并将主要资源投入到代理人渠道上，从而提升保费收入的价值。平安银保渠道新单保费占比从 2009 年的 42% 下降至 2017 年的 4%。而其他上市保险公司此时仍将大量资源投入到银保渠道，如太保 2011 年开始转型代理人渠道，而新华则 2016 年才开始转型。平安率先主动收缩低价值银保渠道并长期坚持代理人为主的战略为公司建立了在代理人渠道的先发优势。

图表7：平安从2010年开始主动收缩银保渠道（图为各渠道新单保费占比）



资料来源：公司年报，中金公司研究部 注：电销、互联网及其他项从2015年开始单独列示

图表8：相对同业，平安从更早的时候就注重代理人渠道（图为代理人渠道新单保费占比）



资料来源：公司年报，中金公司研究部

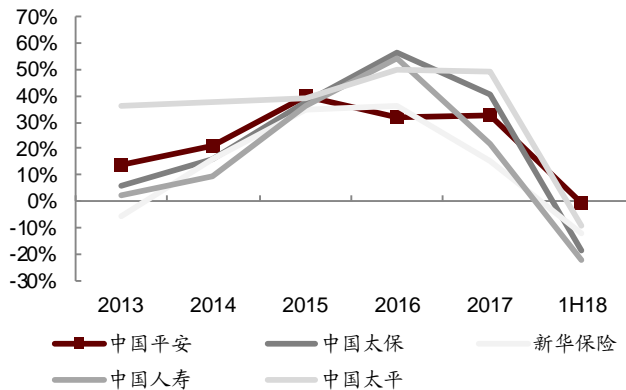




### 注重代理人收入和质量，而不是规模

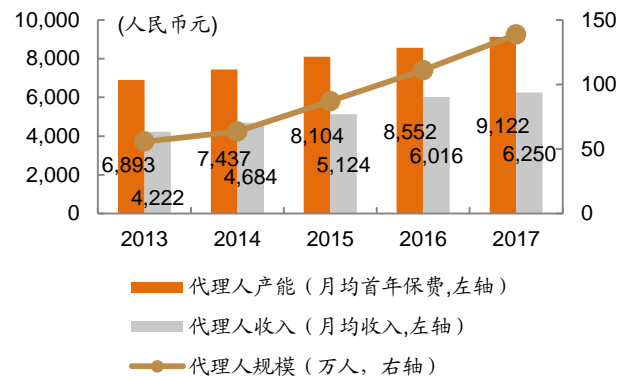
在扩张代理人规模的过程中，平安严格优先保证代理人收入和质量，而不是规模，正确的代理人扩张策略确保了平安的新业务价值长期增长领先同业。因此过去 3 年平安的代理人数量每年增长 30% 的同时，产能保持每年 7% 的稳健增长，收入也能保持每年 10% 的稳健增长。在保证代理人产能、收入和规模同时增长上，平安领先行业。2017 年平安代理人的月均首年保费高达 9122 元，月均收入为 6250 元，远高于其他上市保险公司。平安集团管理层多次表达对代理人生存质量高度关注，有助于建立高质量的代理人团队。

图表 9：平安新业务价值增速一直处于行业较高水平



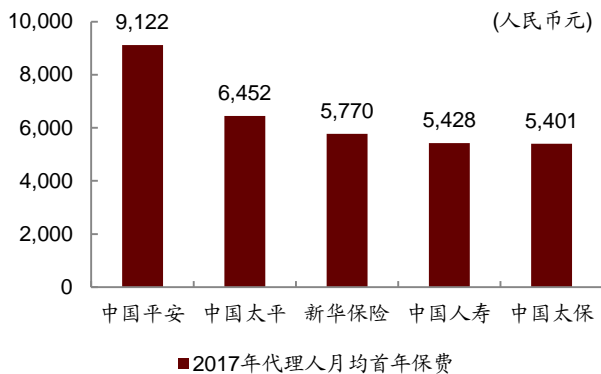
资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 10：过去 5 年平安代理人规模、产能及收入基本同步增长



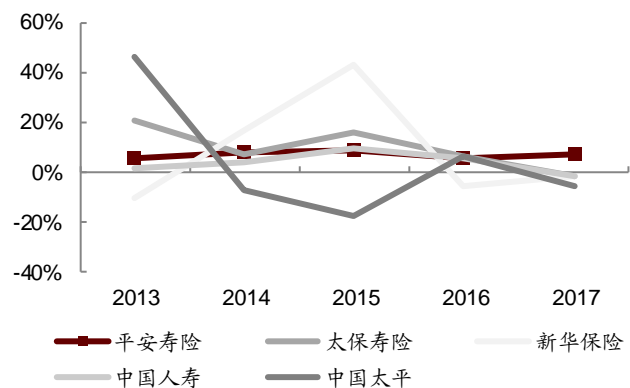
资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 11：2017 年平安代理人产能远高于同业



资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 12：相比于同业，过去 5 年平安代理人产能稳健增长



资料来源：公司年报，中金公司研究部



图表 13: 同业代理人产能和规模增速

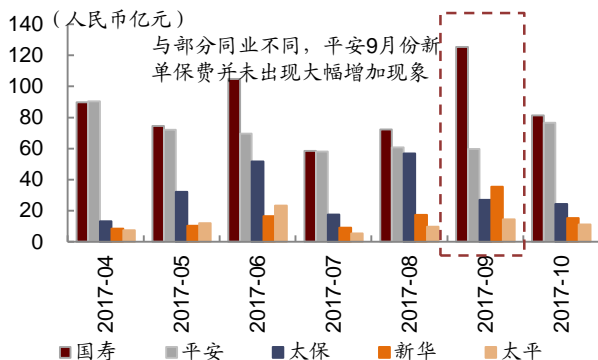
代理人产能增速 (%)	2013	2014	2015	2016	2017
平安寿险	5%	8%	9%	6%	7%
太保寿险	20%	7%	16%	6%	-2%
新华保险	-11%	17%	43%	-5%	-2%
中国人寿	1%	4%	9%	5%	-2%
中国太平	46%	-7%	-18%	6%	-6%
代理人规模增速 (%)	2013	2014	2015	2016	2017
平安寿险	9%	14%	37%	28%	25%
太保寿险	10%	14%	40%	35%	34%
新华保险	-13%	-1%	48%	27%	6%
中国人寿	-6%	14%	32%	53%	6%
中国太平	95%	19%	73%	13%	47%

资料来源：公司年报，中金公司研究部

### 主动停售快返产品，率先开始代理人调整

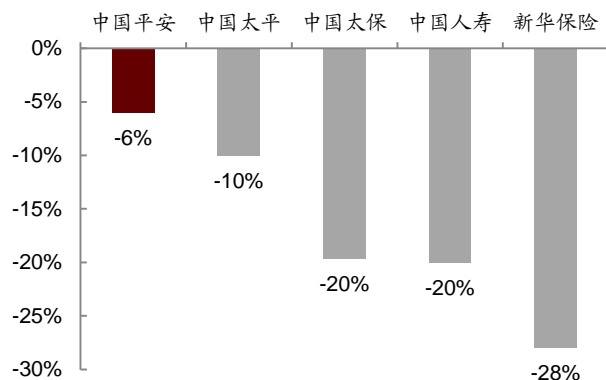
2017 年 5 月银保监会发布 134 号文,要求保险公司在 2017 年 10 月之前停售快返型产品。与诸多保险公司在停售日之前炒停（即以停售为噱头进行推销）不同，平安选择在 2017 年 6 月率先主动停售快返型产品，领先同业 3 个月开始引导代理人适应新的生存环境。我们认为这体现了平安管理层前瞻性的判断。尽管在 134 号文实施之后平安的新单保费和代理人规模也受到一定负面影响，但影响程度远小于同业（我们预计今年上半年平安个险新单下降幅度在行业中最小），我们认为率先主动停售快返型产品是其重要原因之一。

图表 14: 平安选择在 2017 年 6 月率先主动停售快返型产品，因此 9 月份新单保费并未出现大幅增加现象



资料来源：中金公司研究部

图表 15: 受益于提前产品结构调整，今年上半年平安个险新单下降幅度在行业中最小



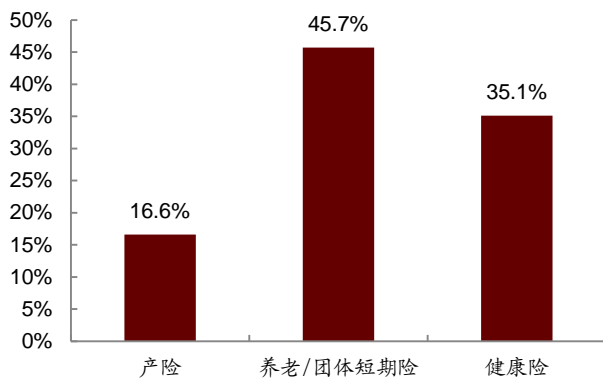
资料来源：公司公告，中金公司研究部 注：中国人寿、太平和新华为预测值

### 交叉销售增加代理人收入，缓冲代理人调整阵痛

平安集团的银行和财险等非寿险业务为平安的代理人提供了交叉销售获得收入的机会。2017 年寿险代理人渠道占财险/养老险团体短期险/健康险保费收入的 17%/46%/35%。同时交叉销售也为平安代理人贡献了寿险额外收入，使平安代理人的收入持续高于同业和社会平均工资。2016 年平安代理人的平均薪酬为 6,016 元，其中 12.52%来自于交叉销售，相比之下社会平均工资为 5198 元，其他上市保险公司代理人平均收入约 3000-4000 元。较高的薪酬有利于为平安吸引更多的高质量代理人。我们认为交叉销售收入将缓冲 2018 年寿险新单下降对代理人收入的冲击并且有利于新代理人留存，这将进一步拉开平安与其他寿险公司的差距。

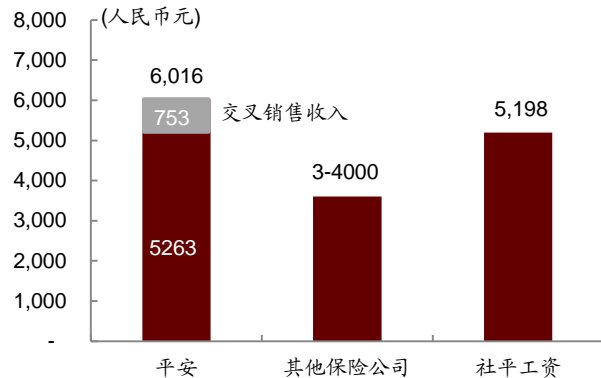


图表 16: 2017 年代理人渠道占财险/养老险团体短期险/健康险保费收入的 17%/46%/35%



资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 17: 平安代理人的薪酬高于社会平均工资和同业代理人



资料来源：公司年报，国家统计局，中金公司研究部

### 预计率先完成代理人团队调整，2H18-2019 新单增长领先同业

我们预计平安的代理人团队将率先完成调整，恢复可持续增长，我们预计公司 2H18-2019 新单增长领先同业，这是基于：1) 平安代理人团队基础同业最强，且去年并未激进增员，因此今年年初代理人新人占比低于同业；2) 去年 6 月主动停售快返年金，提前开始调整；3) 不同于同业，平安 1H18 未使用激进的销售费用和获客型产品刺激，低产能代理人自然出清，因此 2019 年代理人扩员难度小于同业；4) 3Q17 新单基数相对同业较低。





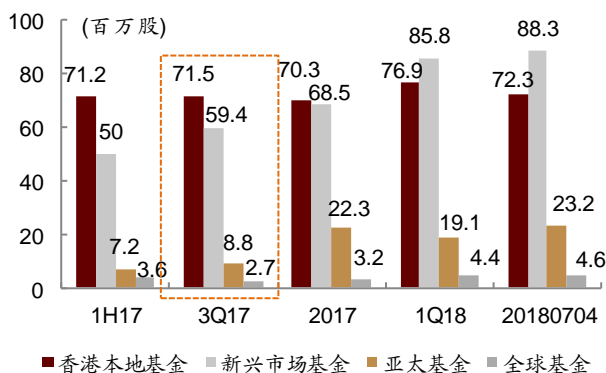
### 海外资金定价权大幅提升，将支撑相对估值溢价

我们认为，从 2017 年开始，平安 H 股海外基金的持仓已大幅提升，同时由于 2017 年 QFII 和沪港通限制放宽以及 A 股纳入 MSCI，平安 A 股海外资金的持仓占比亦有提升。我们认为目前海外资金平安 H 股和 A 股的定价权的均有显著提升，这将降低中短期因素对股价的影响，并将有效支撑相对其他内险股的估值溢价。

#### 平安-H: 自 2017 年开始海外基金的持仓已大幅提升

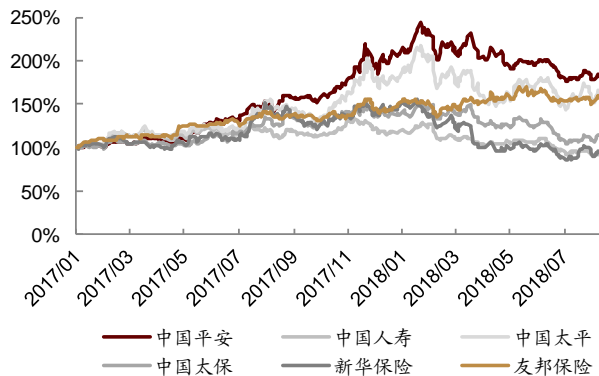
我们深度分析了平安-H 的投资者机构，具体方法为将资金分类为香港本地资金、新兴市场资金、亚太基金和全球基金。样本结果显示 2017 年开始海外基金（包括新兴市场资金、亚太基金和全球基金）的持仓大幅提升，3Q17 开始样本中海外基金持仓已首次超过本地资金，说明目前外资定价权或已大幅上升，驱动 2017 年初以来平安-H 显著脱离内险股走势。

图表 18: 根据我们的估算，3Q17 开始海外基金（包括新兴市场资金、亚太基金和全球基金）持仓平安-H 已首次超过本地资金



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 19: 2017 年初至今中国平安 H 股走势强于其他内资保险 H 股



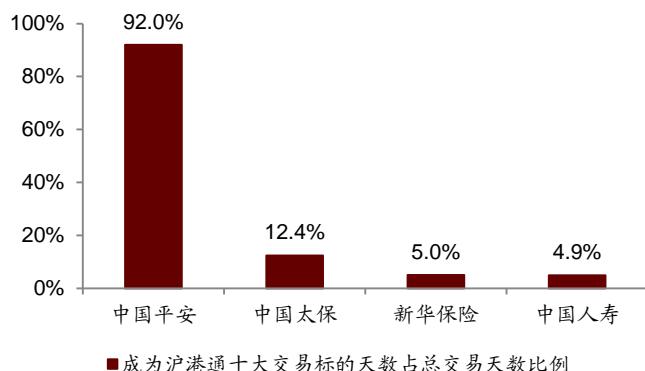
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

#### 平安-A: 海外资金持仓亦有提升

2014 年 11 月沪港通开通以来，平安-A 即成为最受北上资金青睐的股票之一。沪港通开通以来平安为前十大交易股票的天数占总交易天数的 92%，北上资金合计净流入平安-A 171 亿元人民币，相当于平安-A 自由流通市值的 3.3%。我们认为外资对平安-A 的定价权已经提升。

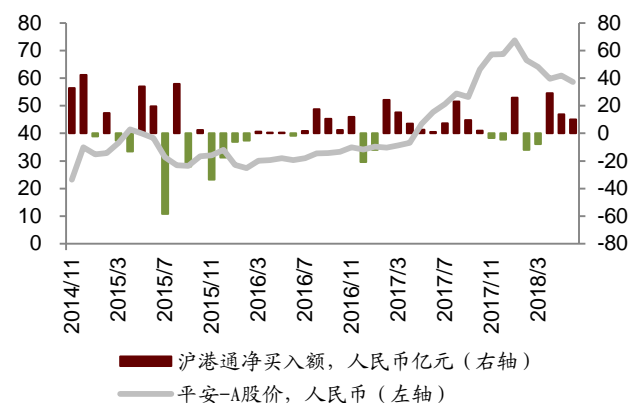


图表 20: 沪港通开通以来平安为前十大交易股票的天数占总交易天数的 92%，远高于同业



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 21: 沪港通北上资金对平安-A 的定价权已经提升



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

### 海外资金定价权增加将支持估值溢价

当前平安-A/H 估值分别为 1.1/1.1 倍 18 年 P/EV，对应寿险业务 1.2/1.2 倍 18 年 P/EV，显著高于行业平均水平（1.0 倍 PEV）。由于外资定价权显著提升且平安-A 和平安-H 高度联动，我们认为其估值与内资公司估值的相关性减弱，这将长期支撑其相对内险股的估值溢价。

图表 22: 平安-H 目前股价（68.8 元港币）对应估值水平

业务分部	估值方式	估值基础 (2018e), 人民币百万	持股比例	折价	估值倍数	估值, 人民币百万	对应每股 价值, 港元	占比
寿险	P/EV	601,887	99.5%	na.	1.2	688,779	46.1	67.1%
财险	P/B	84,173	99.5%	na.	1.1	92,136	6.2	9.0%
银行	MV	150,928	49.6%	na.		74,800	5.0	7.3%
证券	P/B	31,219	41.0%	na.	1.0	12,787	0.9	1.2%
信托	P/E	4,633	99.9%	na.	10	46,274	3.1	4.5%
陆金所	MV	252,000	43.8%	70%		33,083	2.2	3.2%
好医生	MV	40,724	39.3%	70%		4,798	0.3	0.5%
医保科技	MV	55,440	44.3%	70%		7,373	0.5	0.7%
金融壹账通	MV	46,620	44.3%	70%		6,196	0.4	0.6%
其他	P/E	6,057	100.0%	na.	10	60,570	4.1	5.9%
合计						1,026,796	68.7	100.0%

资料来源：公司年报，万得资讯，中金公司研究部



图表 23: 我们的目标价格 (102 元港币) 对应平安-H 估值水平

业务分部	估值方式	估值基础 (2018e), 人民币百万	持股比例	折价	估值倍数	估值, 人 民币百万	对应每股 价值, 港 元	占比
寿险	P/EV	601,887	99.5%	na.	1.9	1,126,004	75.3	73.8%
财险	P/B	84,173	99.5%	na.	1.5	125,641	8.4	8.2%
银行	MV	150,928	49.6%	na.		74,800	5.0	4.9%
证券	P/B	31,219	41.0%	na.	1.4	17,902	1.2	1.2%
信托	P/E	4,633	99.9%	na.	15	69,412	4.6	4.5%
陆金所	MV	252,000	43.8%	70%		33,083	2.2	2.2%
好医生	MV	40,724	39.3%	70%		4,798	0.3	0.3%
医保科技	MV	55,440	44.3%	70%		7,373	0.5	0.5%
金融壹账通	MV	46,620	44.3%	70%		6,196	0.4	0.4%
其他	P/E	6,057	100.0%	na.	10	60,570	4.1	4.0%
合计						1,525,777	102.0	100.0%

资料来源: 公司年报, 万得资讯, 中金公司研究部

图表 24: 平安-A 目前股价 (57 元人民币) 对应估值水平

业务分部	估值方式	估值基础 (2018e), 人民币百万	持股比例	折价	估值倍数	估值, 人 民币百万	对应每股 价值, 人 民币	占比
寿险	P/EV	601,887	99.5%	na.	1.2	700,758	38.3	67.5%
财险	P/B	84,173	99.5%	na.	1.1	92,136	5.0	8.9%
银行	MV	150,928	49.6%	na.		74,800	4.1	7.2%
证券	P/B	31,219	41.0%	na.	1.0	12,787	0.7	1.2%
信托	P/E	4,633	99.9%	na.	10	46,274	2.5	4.5%
陆金所	MV	252,000	43.8%	70%		33,083	1.8	3.2%
好医生	MV	40,724	39.3%	70%		4,798	0.3	0.5%
医保科技	MV	55,440	44.3%	70%		7,373	0.4	0.7%
金融壹账通	MV	46,620	44.3%	70%		6,196	0.3	0.6%
其他	P/E	6,057	100.0%	na.	10	60,570	3.3	5.8%
合计						1,038,775	56.8	100.0%

资料来源: 公司年报, 万得资讯, 中金公司研究部



图表 25: 我们的目标价格 (82 元人民币) 对应平安-A 估值水平

业务分部	估值方式	估值基础 (2018e), 人民币百万	持股比例	折价	估值倍数	估值, 人民币 百万	对应每股 价值, 人民币	占比
寿险	P/EV	601,887	99.5%	na.	1.8	1,096,057	60.0	73.3%
财险	P/B	84,173	99.5%	na.	1.5	125,641	6.9	8.4%
银行	MV	150,928	49.6%	na.		74,800	4.1	5.0%
证券	P/B	31,219	41.0%	na.	1.4	17,902	1.0	1.2%
信托	P/E	4,633	99.9%	na.	15	69,412	3.8	4.6%
陆金所	MV	252,000	43.8%	70%		33,083	1.8	2.2%
好医生	MV	40,724	39.3%	70%		4,798	0.3	0.3%
医保科技	MV	55,440	44.3%	70%		7,373	0.4	0.5%
金融壹账通	MV	46,620	44.3%	70%		6,196	0.3	0.4%
其他	P/E	6,057	100.0%	na.	10	60,570	3.3	4.0%
合计						1,495,830	81.8	100.0%

资料来源: 公司年报, 万得资讯, 中金公司研究部

图表 26: 可比公司估值表

公司	货币	评级	市值 百万美元	收盘价 8月19日	目标 价格	目标价 对应 P/EV 2018e	上涨 空间	P/EV 2018e	P/EV 2019e	3年平均 内含价值 回报率	市净率 2018e	市净率 2019e	3年平均 净资产 收益率	市盈率 2018e	股息率 2018e
友邦保险	港币	推荐	102,028	65.9	80.0	2.3	21%	1.9x	1.7x	11.3%	2.5x	2.2x	16.1%	17.7x	1.7%
中国人寿-H股	港币	推荐	17,592	18.4	26.0	0.7	41%	0.5x	0.4x	13.7%	1.2x	1.1x	13.0%	9.6x	3.6%
中国太保-H股	港币	推荐	10,532	29.6	42.0	0.9	42%	0.7x	0.6x	16.2%	1.5x	1.3x	12.9%	11.4x	4.3%
中国再保险	港币	中性	1,362	1.6	1.9	0.8	19%	0.6x	0.6x	7.2%	0.7x	0.6x	7.8%	9.5x	2.9%
中国太平	港币	推荐	11,035	24.0	33.0	0.8	38%	0.6x	0.5x	18.6%	1.1x	1.0x	13.3%	8.2x	0.7%
新华保险-H股	港币	推荐	4,315	32.6	49.0	0.7	51%	0.5x	0.4x	16.7%	1.2x	1.1x	11.5%	9.6x	3.1%
中国平安-H股	港币	推荐	65,596	68.7	102.0	1.6	48%	1.1x	0.9x	22.2%	1.9x	1.6x	19.8%	9.4x	3.2%
中国人寿-A股	人民币	中性	66,145	21.6	25.0	0.8	16%	0.7x	0.6x	13.7%	1.8x	1.6x	13.0%	13.8x	2.5%
中国太保-A股	人民币	推荐	30,287	32.8	41.0	1.1	25%	0.9x	0.8x	16.2%	2.0x	1.8x	12.9%	15.4x	3.2%
新华保险-A股	人民币	中性	13,411	43.7	57.0	1.0	30%	0.8x	0.7x	16.7%	1.9x	1.7x	11.5%	15.8x	1.9%
中国平安-A股	人民币	推荐	90,134	56.6	82.0	1.5	45%	1.1x	0.9x	22.2%	2.0x	1.6x	19.8%	9.5x	3.2%
中国行业-H股	美元		122,778			0.9	39%	0.8x	0.7x	15.8%	1.6x	1.4x	13.0%	9.3x	2.9%
中国行业-A股	美元		199,978			1.1	29%	0.9x	0.8x	17.2%	1.9x	1.6x	14.3%	12.2x	2.7%
中国行业	美元		322,756			1.0	36%	0.9x	0.7x	16.3%	1.8x	1.5x	13.4%	11.1x	2.8%
香港&中国	美元		424,784			1.1	35%	1.1x	1.0x	15.9%	2.0x	1.7x	13.6%	12.7x	2.7%

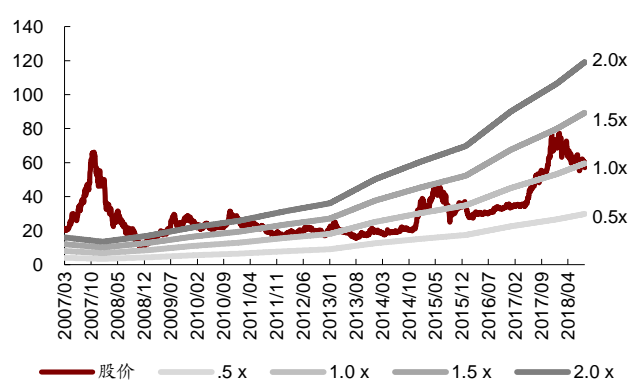
资料来源: 公司年报, 万得资讯, 中金公司研究部

图表 27: 平安-A 目前交易在 1.1 倍 2018 年 P/EV



资料来源: 万得资讯, 公司年报, 中金公司研究部

图表 28: 2010 年以来平安-A 的平均 P/EV 为 1.1 倍



资料来源: 万得资讯, 公司年报, 中金公司研究部

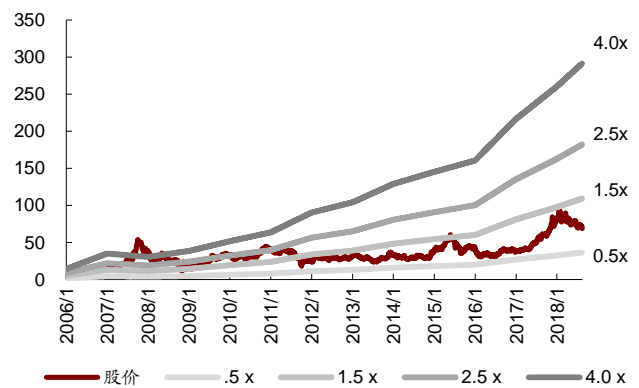


图表 29: 平安-H 目前交易在 1.1 倍 2018 年 P/EV



资料来源：万得资讯，公司年报，中金公司研究部

图表 30: 2010 年以来平安-H 的平均 P/EV 为 1.2 倍



资料来源：万得资讯，公司年报，中金公司研究部



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908  
编辑：樊荣





## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区益田路5033号  
平安金融中心72层  
邮编: 518000  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号  
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室  
邮编: 200021  
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196  
传真: (86-21) 6386-1180

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心B座13层1311单元  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号  
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 2057-9499  
传真: (86-21) 2057-9488

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

### 西安雁塔证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号  
凯德广场西塔21层02/03号  
邮编: 710065  
电话: (+86-29) 8648 6888  
传真: (+86-29) 8648 6868

