

2019年09月25日

中国平安（601318.SH）

深度分析

九层之台起于累土——平安寿险深度分析

投资要点

◆ **行业：人身险前景广阔、竞争格局优化。**1) **前景：**社会财富持续积累、老龄化加速对于保险需求增加，此外我国人身险密度和深度上升空间依存。随着居民理财意识的进一步提升，监管体系的进一步完善，代理人队伍素质的不断提升，人身险的发展前景值得期待。2) **竞争格局：**CR3 在 2016 年触底 38.87%，此后连续两年回升至 2018 年的 45.10%，集中度回升反映行业转型下龙头险企基于强大的产品研发、渠道铺设等有望获取更多市场份额。平安在中小险企加速蚕食份额年度仍能稳定市占率，后续市场份额有望进一步提升。

◆ **NBV 给予 EV 强大内生增长力：**1) 平安寿险 EV 已达中国人寿 80%，行业第二，EV 高增长源自 NBV 高成长。今年以来虽新单承压，但受益于 NBVM 提升 NBV 仍保持较强支撑。2) 高 NBVM 归因于渠道（坚定大个险）及产品（保障型）。3) 高 NBVM 在一线城市的布局优势下，有望进一步提升，带动 NBV 提升。4) 相比友邦：友邦高估值或在于负债端的稳定，即保费来源多元化，抗风险能力强。目前平安的利源结构正逐步向友邦靠拢。

◆ **EV 受投资波动影响小：**平安固收类配置低于行业，近几年加大权益类资产配置（主要为股权投资），在 IFRS9 下明显加剧了总投资收益率的波动性。但受益于优异的精算假设能力，投资偏差对于 EV 稳定性的扰动较小。

◆ **投资建议：**我们继续看好平安的中长期成长空间，维持“买入”评级。但平安 A 目前市价对应约 1.3x 2019E P/EV，折算至寿险已达 2.0x 左右的较高位。我们担忧短期或面临回调压力，因此将公司风险评级由 A 下调至 B。此外，四季度 NBV 增速改善及 2020 年开门红情况都将对股价产生较大影响，应密切关注。

◆ **风险提示：**长端利率下行、资本市场大幅波动、代理人数量较大幅度下滑、长期保障型产品销售不及预期、监管政策变化。

财务数据与估值

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	890,882	976,832	1,176,198	1,329,525	1,539,620
同比增长(%)	25.0%	9.6%	20.4%	13.0%	15.8%
归母净利润(百万元)	89,088	107,404	151,365	167,623	193,288
同比增长(%)	42.8%	20.6%	40.9%	10.7%	15.3%
每股收益(元)	4.99	6.02	8.28	9.17	10.57
PE	17.79	14.75	10.72	9.68	8.40
PB	3.43	2.92	2.87	2.28	1.85

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

非银行金融 | 保险 III

投资评级

买入-B(下调)

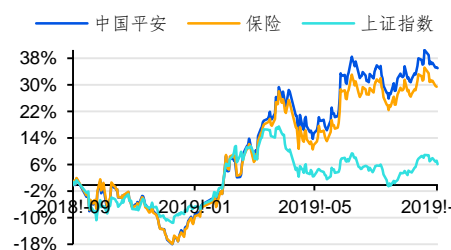
股价(2019-09-25)

88.78 元

交易数据

总市值(百万元)	1,622,919.83
流通市值(百万元)	961,723.95
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	54.94/92.50 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.33	5.11	28.93
绝对收益	2.33	3.36	34.58

分析师

 崔晓雁
 SAC 执业证书编号：S0910519020001
 021-20377098

报告联系人

 范清林
 fanqinglin1@huajinsec.cn
 021-20377065

相关报告

 中国平安：业绩亮眼、估值仍有提升空间
 2019-08-16

 中国平安：业绩平稳，价值高增长
 2017-04-28

中国平安：综合金融领跑者 2017-03-28

内容目录

一、行业：人身险前景广阔、竞争格局持续优化	3
（一）继续看好我国人身险市场前景	3
（二）市场竞争格局已步入利于龙头的持续优化期	5
二、集团长子平安寿险：新业务价值展现强大内生增长力	6
（一）平安寿险简介	6
（二）寿险价值内核-内含价值大、成长性高	8
1、内含价值高基数下仍保持高成长	8
2、新业务价值高成长带动内含价值高增长	9
（三）深耕个险、新业务价值率行业最高	11
1、个险为矛促新业务价值率稳步提升	11
2、客户基础强大，处于行业转型窗口机遇期	15
（四）相对友邦，平安还有哪些不足？	19
1、负债端平稳或是投资者最为看重的	19
2、从摊销载体一窥寿险利润期限	20
3、从利源结构、分红比率等方面看，平安道阻且长	22
三、平安寿险的内含价值受投资波动影响相对较小	24
（一）高比例权益投资增大业绩波动性	24
（二）平安投资能力较强，投资假设偏差往往利于 EV 增长	25
（三）长端利率下行压力最快于年底显现	26
四、盈利预测与估值分析	27
（一）EV 与 NBV 测算	27
（二）P/EV 相对估值	28
风险提示	29

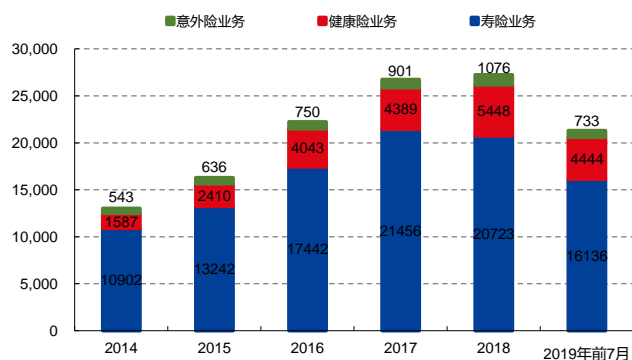
一、行业：人身险前景广阔、竞争格局持续优化

（一）继续看好我国人身险市场前景

寿险业务增速换挡、健康险维持高增长。银保监会数据显示，2018年全国人身险实现原保费收入2.72万亿元，同比增长1.87%。其中寿险业务、健康险业务、意外险业务原保费收入分别同比-3.42%、+24.12%、+19.33%至2.07、0.54、0.11万亿元，分别占人身险业务的76%、20%、4%。

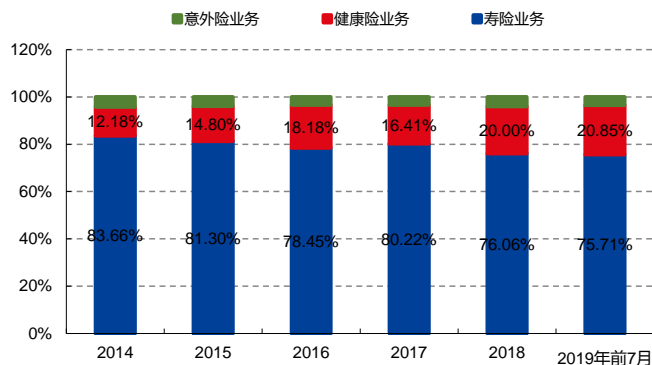
- 我们认为健康险业务增长势头强劲的原因主要在于1)我国居民收入水平持续提升，中产阶级比例进一步扩大；2)受工作生活压力加剧影响，重疾年轻化¹，刺激了重疾险和医疗险的需求；3)随着医疗负担的加重国家加大对健康产业的政策支持。**中长期来看健康险保费增速将会保持高于人身险业务的增速。**
- 近五年人身险原保费收入占总保费收入（财产+人身）约70%，其中寿险约55%、健康险12%、意外险3%（2019年前7月寿险57%、健康险16%、意外险3%）。2018年人身险保费的低增长主要受2017年正式实施的《134号文》影响，大量中短期存续产品被叫停，同时长期保障型产品销售难度较大，综合影响下拖累全年保费收入增长。2019年以来，在续期保费拉动下原保费收入增速改善明显、前七月同比增长13.85%。

图 1：2014-2019 前 7 月全国人身险原保费收入（亿元）



资料来源：银保监会，华金证券研究所

图 2：2014-2019 年前 7 月人身险险种占比情况

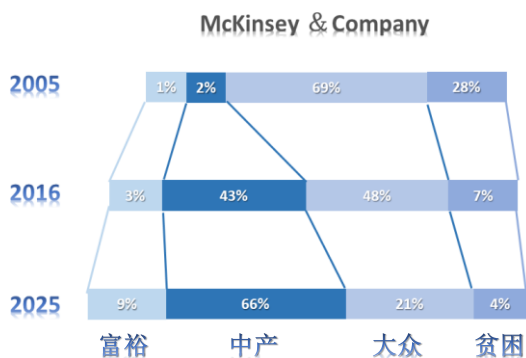


资料来源：银保监会，华金证券研究所

保险潜在需求空间大，主要表现为社会财富持续累积下人口老龄化加速。保险行业的发展和整个国家的经济发展水平密切相关，随着我国经济稳定增长，社会财富持续不断的积累，中产阶级进一步壮大。此外我国人口结构转变（老龄化社会加剧，2018年我国60岁以上人口占比17.90%、65岁以上占比11.90%，预计2030年我国60岁以上人口占比25%左右），均不断刺激社会大众对保险产品的需求，特别是以传统寿险和重疾险为代表的人身保险产品。消费者对保险产品的认知也逐步加深，投保意愿进一步增强，需求端有望长期持续驱动保费收入高增长。

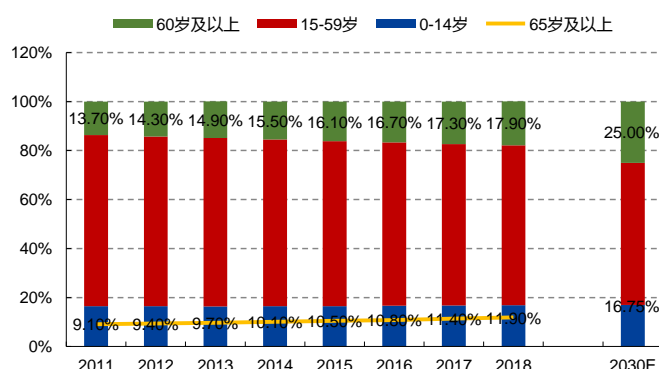
¹ 泰康人寿 H119 理赔报告显示，恶性肿瘤理赔中，31-50 岁理赔占比 60%，呈年轻化趋势。

图 3：我国中产阶级进一步壮大



资料来源：麦肯锡，华金证券研究所

图 4：我国 60 岁以上老年人 2030 年预计占比 25% 左右

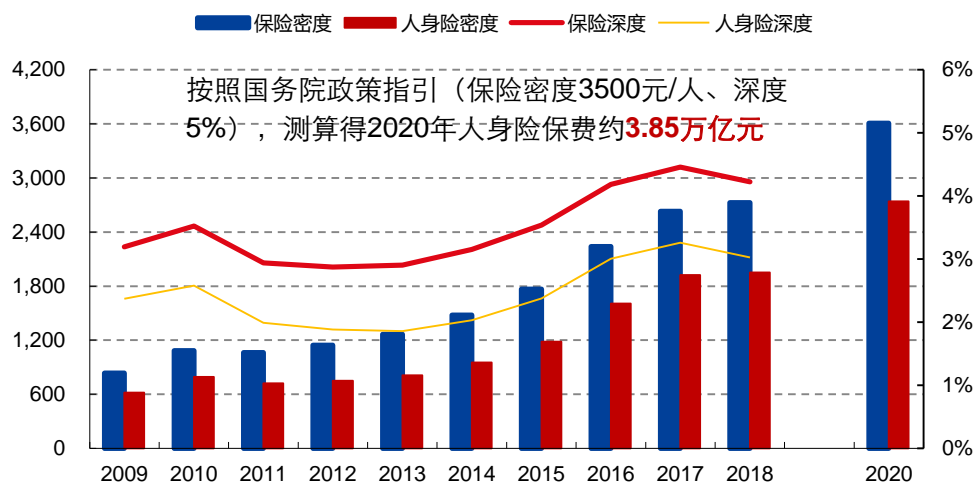


资料来源：国家统计局，国务院，华金证券研究所

人身险市场潜力巨大，有待挖掘。然而相对于经济发展状况，我国的人身险密度（2018 年 3.03%）和人身险深度（1953 元/人）仍处于较低水平²。一方面与我国居民的储蓄意识较深相关，另一方面保险行业早期乱象丛生极大地伤害了居民的投保意愿。随着居民理财意识的进一步提升，监管体系的进一步完善，代理人队伍素质的不断提升，寿险/人身险的发展前景值得期待。

基于新国十条提出“2020 年我国保险深度 3500 元/人、密度 5%”，测得我国 2020 年人身险保费收入 **3.85 万亿元**，较 2018 年增长 **41.35%**。

图 5：2020 年人身险保费达 3.85 万亿元，较 2018 年增长 41.35%



资料来源：银保监会，国家统计局，华金证券研究所

我国保险业的做大做强离不开保险代理人的贡献，代理人渠道贡献了半数以上我国原保费收入³。而实际上全国保险代理人在 2015 年之前一直在 300 万上下浮动，2015 年取消保险代理人资格考试后，行业出现短暂的代理人快速扩员，导致 2015 和 2016 年呈井喷式增长，两年增速分别高达 45% 和 39%，代理人规模从 2014 年的 325 万激增至 2016 年的 657 万，增幅超过 1x。截至 2018 年底全国保险代理人数量突破 870 万，以上市险企披露的个险人力粗略计算仅国寿、平安、太保及新华就占到近 47%。

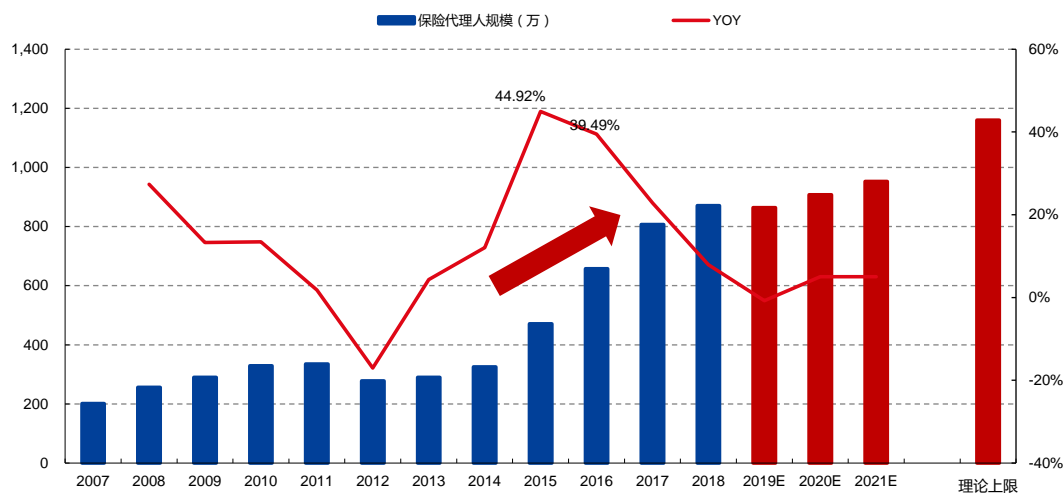
² 瑞再 2017 年数据：日韩人身险深度 6.26%/6.56%、密度 2411/1999 美元/人，港台为 14.58%/17.89%、6756/4195 美元/人

³ 北大汇丰《中国保险中介市场生态白皮书暨保险营销员调查报告》

诚然，代理人资格考试和入司标准化培训对于保险代理人规模粗放式增长起到了一定的抑制作用，2015 年之后保险公司代理人翻倍式扩张和资格考试取消及入司“快消”式培训上岗不无关系。但我们认为保险代理人从业资格考试的取消是治理资格考试乱象的必然举措，保险代理人资格考试过于简单，随着我国保险业从规模扩张向量质并举共进，对保险代理人的专业素质要求越来越高，资格证考试的确也不满足我国保险业的高质量发展要求。

我国保险代理人理论规模为 1160 万人。我们以台湾为参照对象测算我国代理人规模的理论上限，鉴于台湾地区发达的保险市场，以其 1% 的保险代理人占总人口比为参照指标⁴。我国人口峰值以 14.5 亿人、城镇化以 80% 的上限（实际上达到人口峰值时并不一定有 80% 的城镇化率），测算得代理人理论规模上限为 1160 万人。从目前我国保险代理人结束野蛮式增长迈上质量发展来看，理论上限值有一定参考意义。基于此我们预计保险代理人规模今年或呈现小个位数负增长或零增长，快速增长时代已经过去、之后或保持小个位数增长以适应业务扩张需求，保费增长更加依靠代理人效能提升。

图 6：全国保险代理人在 2015、2016 年快速扩张



资料来源：银保监会，国务院，华金证券研究所

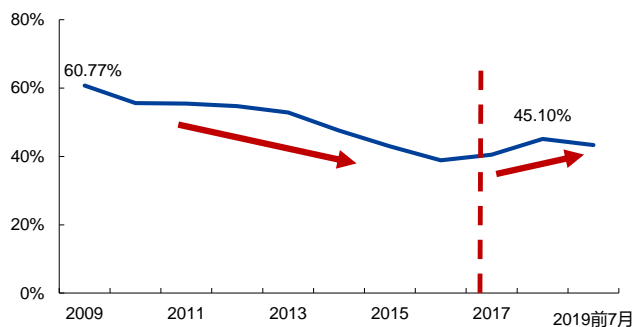
（二）市场竞争格局已步入利于龙头的持续优化期

集中度回升彰显行业竞争格局优化。市场竞争方面，2009-16 年行业集中度呈现不断下滑态势，CR3 自 2009 年的 60.77% 下滑至 2016 年的 38.87%。原因一方面是随着市场参与主体的增多，竞争进一步加剧，另一方面是众多中小保险公司纷纷以承诺高收益理财性质保险产品抢占市场。随着 2017 年一系列监管政策的落地，回归保障本源已经成为行业方向，由于龙头寿险企的综合优势，包括产品设计、品牌知名度、代理人规模（渠道）等，资产驱动负债型中小险企之前瓜分的市场份额一定程度上出现释放。基于此平安人寿的市场份额有望进一步提升，市场竞争格局进一步优化。反映到行业集中度上，CR3 在 2016 年触底 38.87%，此后连续两年回升至 2018 年的 45.10%。

⁴ 实际上发达保险市场保险代理人约占城镇人口的 1%

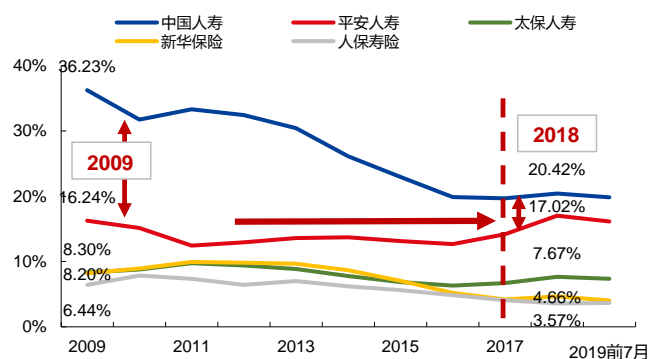
分公司来看，受行业影响头部险企尤其以中国人寿为甚、市场份额下滑明显，2016、2017年市场份额跌破20%，2018年回升至20.42%企稳，新华保险亦然，太保人寿比较稳定。平安人寿来看，在中小险企蚕食市场份额的年份仍能保持相对稳定的比例，2016年保费份额抬升。此外，与中国人寿的差距持续缩减，单月保费超过中国人寿频次增多（今年2/4/5/7均超过中国人寿），2019年前7月两者市场份额为19.84%和16.13%，仅相差3.71pct。我们认为，在行业转型的同时，龙头险企基于强大的产品研发、渠道铺设等有望获取更多市场份额。

图 7：人身险市场份额 CR3 企稳抬升



资料来源：银保监会，华金证券研究所

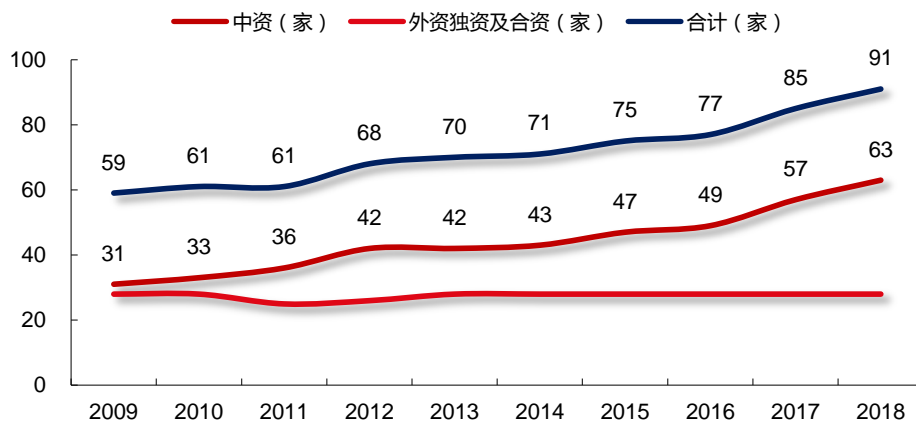
图 8：平安人寿人身险份额强势提升



资料来源：银保监会，华金证券研究所

诚如前文所述，行业集中度下滑背后的原因其中一方面在于市场参与者增多，根据银保监会统计保费收入的情况来看，2009-2018年全国人身险公司数量从59家增至91家，其中又多以中资企业增长为主（从31家增至63家），众多新成立的中小型保险公司通过售卖中短存续或偏理财性质保险产品，吸收了大量的保费，蚕食着龙头寿险企的市场份额直至2017、18年监管转向。

图 9：2009-2018 年寿险公司增长 32 家至 91 家



资料来源：银保监会，华金证券研究所

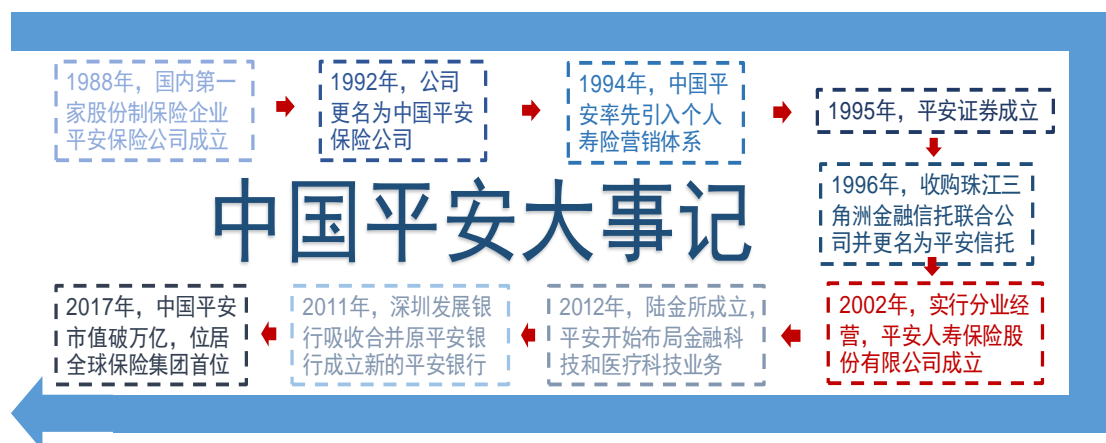
二、集团长子平安寿险：新业务价值展现强大内生增长力

（一）平安寿险简介

平安保险（集团）前身为于 1988 年在深圳成立的深圳平安保险公司，1994 年开始从事寿险业务，1997 年更名为“中国平安保险股份有限公司”。2002 年由于分业经营要求，公司更名为“中国平安保险（集团）股份有限公司”，公司以投资人身份分别成立并控股平安产险和平安人寿（为了与后文所述平安寿险业务（囊括健康险和养老险），本文将平安人寿保险股份有限公司简称为平安人寿）。

我们考察平安寿险业务主要囊括平安人寿、平安养老险及平安健康险三家公司的经营成果，平安人寿于 2002 年受分业经营规定从平安保险脱离而出成为平安控股公司，平安养老险于 2004 年底成立，是国内首家专业养老险公司，平安健康险则成立于 2005 年。

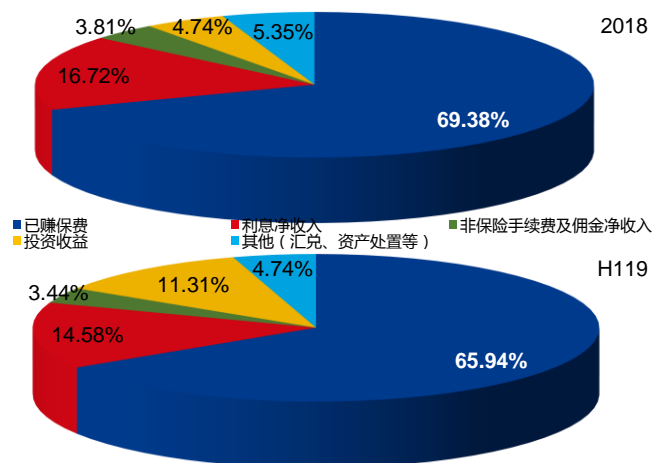
图 10：中国平安大事记



资料来源：公司官网，华金证券研究所

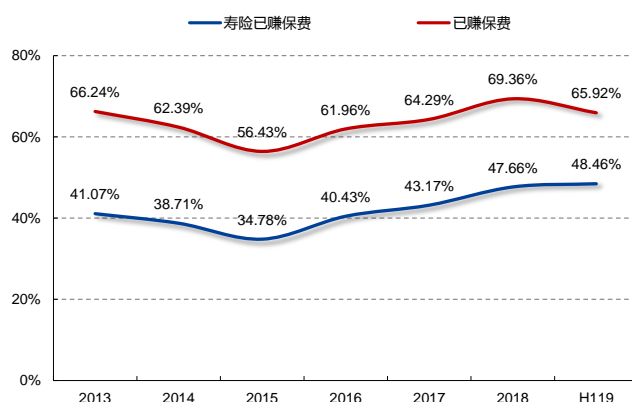
保险贡献半数以上营收，寿险盈利能力更强。从具体财务指标看，已赚保费占营收比常年处于 60% 以上，2018 年产险、寿险已赚保费占营收比分别为 21.69%、47.66%（H119 分别为 17.46%、48.46%）。寿险业务在 2018 年贡献了集团 53.92% 的归母净利润，H119 更是达到了 72.00%。从净资产占比来看，H119 寿险业务占比达 40.02%。

图 11：平安 2018 及 H119 营收结构图



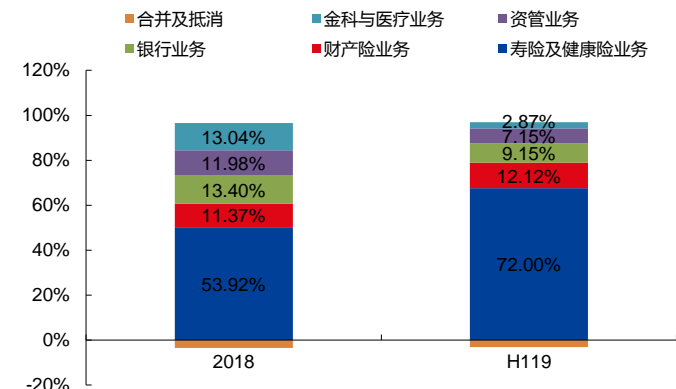
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 12：平安已赚保费占营收比（与前图误差在于合并抵消项）



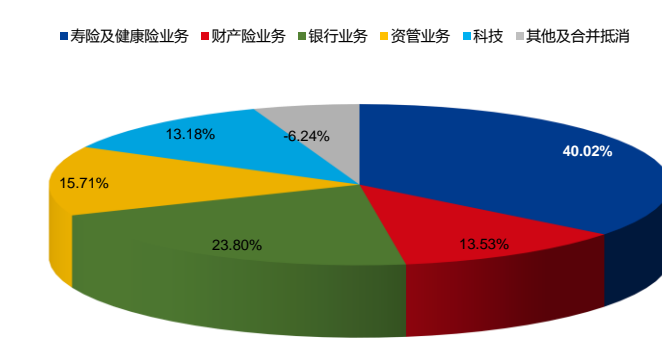
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 13：分部归母净利润结构图



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 14：H119 末平安净资产结构



资料来源：公司公告，华金证券研究所

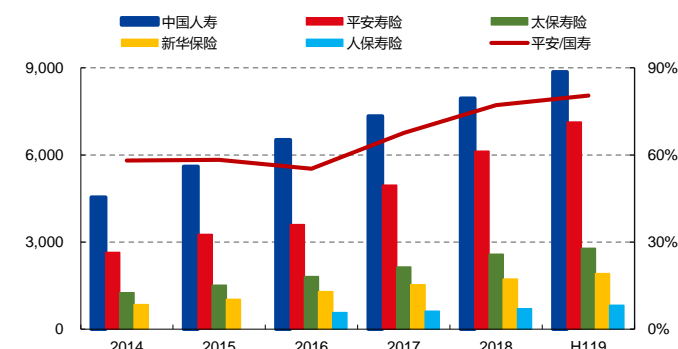
（二）寿险价值内核-内含价值大、成长性高

1、内含价值高基数下仍保持高成长

寿险内含价值增速持续超越可比公司。作为寿险价值最为有力的说明，内含价值 EV 一直是衡量不同寿险企发展的首要也是核心标准。平安自成立之初便着重发展寿险业务，并率先引入个人寿险营销体系。良好的寿险业务底蕴及适当的经营策略使得其内含价值长期处于行业第二，不断缩小与行业老大中国人寿的差距，目前内含价值已达到中国人寿的 80%。H119 中国人寿、平安寿险分别以 8864 亿元、7132 亿元的内含价值位列行业第一、二位。

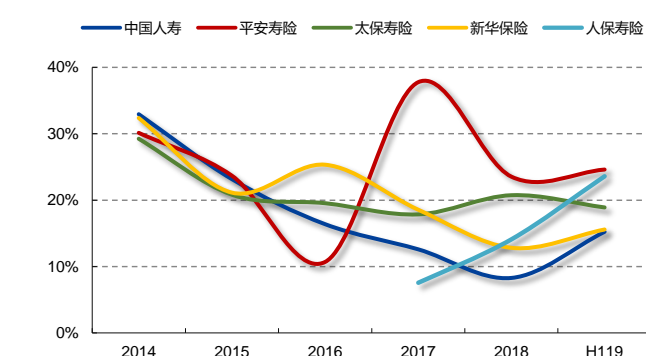
从成长性来看，平安寿险内含价值增速自 2017 年一直超越同业（2017/2018/H119 分别以 +37.76%/+23.54%/+24.61% 的增速位处上市险企第一）。2016 年偿二代正式实施，同时平安将投资收益率假设由 5.5% 下调至 5%，综合影响下内含价值增速放缓至 10.25%。若切换至偿一代口径，则实际增速为 7.45%，切换为偿二代口径下并对 2015 年做回溯调整则增速为 10.70%。

图 15：平安寿险内含价值已达到中国人寿的 80%



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 16：平安寿险内含价值增速变化



资料来源：公司公告，华金证券研究所

精算假设或有微差，但 EV 及 NBV 可比性仍较高。EV 的计算过程繁杂且不对披露，过程中掺杂诸多精算假设。国内寿险企由于处于同一宏观环境下，使用同一套生命表和疾病发生率表等，大体的精算假设相一致，EV 的可比性也较高。

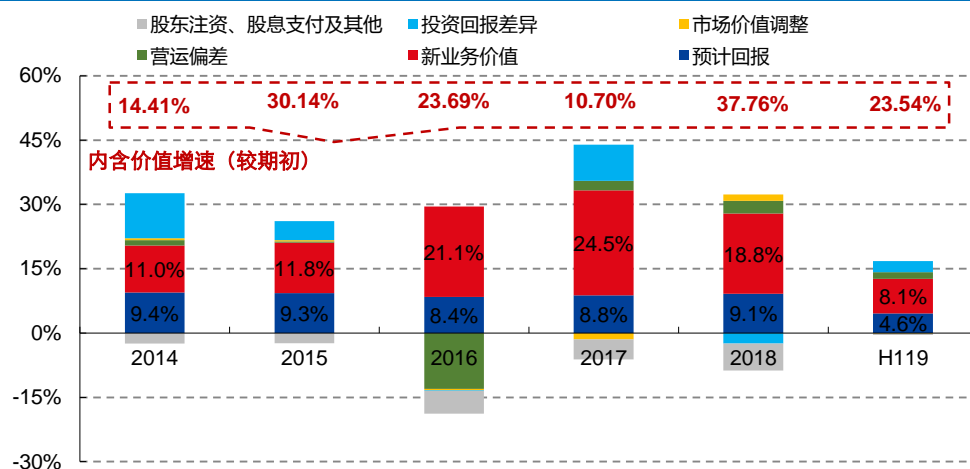
内含价值和新业务价值与贴现率成反比、投资收益率成正比。各险企由于自身业务能力（包括投资能力）的差异，在某些假设上或有微差，比如退保率、费用率等。影响较大的为贴现率假设（平安寿险和太保寿险为 11%、中国人寿为 10%、新华保险为 11.5%）和投资收益率假设（中国人寿统一披露为 5%、平安寿险除投连险外为 5%、新华则细分为多险种以及多期限、太保寿险分为短期险和长期险）。若折合至 11% 贴现率（静态调整、不作动态追溯），则 H119 末中国人寿、新华保险有效业务价值分别-8.73%、+4.88%（动态追溯下变化幅度更低）。值得注意的是，寿险公司精算假设相互关联，中国人寿 10% 的折现率调整至 11% 表面上有效业务价值降幅较大，若考虑其他假设项调整及动态追溯，实际降幅更低。

2、新业务价值高成长带动内含价值高增长

新业务价值是内含价值增长的核心驱动因子。具体解构平安寿险内含价值，首先可以看出对内含价值的拉动主要是内含价值的预期回报和新业务价值 NBV 的贡献，两者常年保持对于内含价值相对稳定的贡献比例。其次运营经验的差异对内含价值的贡献始终处于较低水平甚至是负面拖累影响，而投资回报偏差的波动性较大，其他方面影响相对较少。

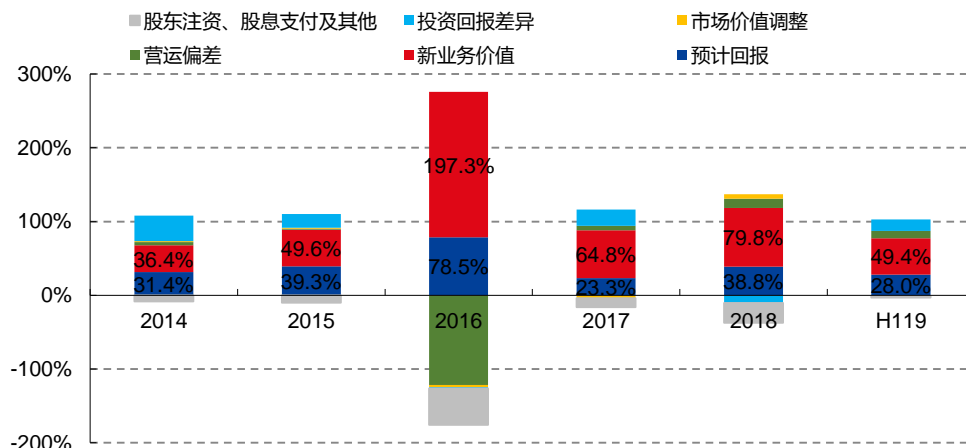
期初内含价值预期回报中，最核心的是调整净资产按 5% 的投资收益率增长及有效业务价值按 11% 的贴现率增长，其可持续性也是以新业务价值的不断补给为前提，所以不难理解 NBV 是 EV 增长的核心驱动因子。再进一步分解每年 EV 的变动，NBV 拉动在 2018 年达到 79.8%。

图 17：平安寿险内含价值变动/期初内含价值



资料来源：公司公告，华金证券研究所（H119 较 2018 年底比较）

图 18：平安寿险内含价值变动项结构比例



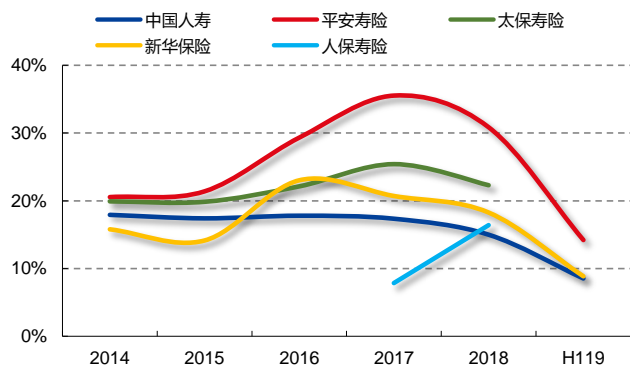
资料来源：公司公告，华金证券研究所

险企利润波动大，采用修正的营运利润更能衡量险企持续盈利能力。正如前文所述，影响内含价值变动因素中存在波动较大的损益项目如投资收益等，投资收益偏差受到宏观经济波动、投资资产规模与结构的影响不可避免的呈现偏离预期投资收益的情形，2016-2018 年投资回报偏差为-5.47 亿元、302.12 亿元和-122.33 亿元，H119 受资本市场回暖现 157.62 亿元的正贡献。考虑到短期投资波动影响、IFRS9 实施下以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产增加、750 日移动平均国债收益率下移导致准备金计提承压进而影响利润的当期分配，综合影响下采用营运利润更能衡量寿险公司长期可持续的盈利能力。

平安寿险 ROEV 位居上市险企第一。采用内含价值营运回报率（ROEV）来考察内含价值的稳定增长情况，具体来看其公式表现为 $ROEV = \text{内含价值营运利润} / \text{期初内含价值}$ ，在内含价值变动分析中营运利润=期初内含价值预计回报+新业务价值创造+寿险业务营运贡献。

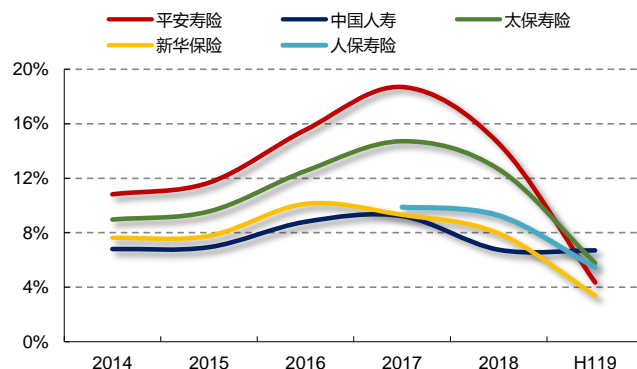
平安寿险的 ROEV 在行业内一直有着不俗的表现，近五年来一直保持行业第一的水平。2018 年平安寿险、太保寿险、新华保险、人保寿险和中国人寿的 ROEV（披露口径）分别为 30.85%、22.30%、18.28%、16.40%和 14.99%。

图 19：平安寿险 ROEV 表现亮眼



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 20：上市险企 NBV/期初 EV

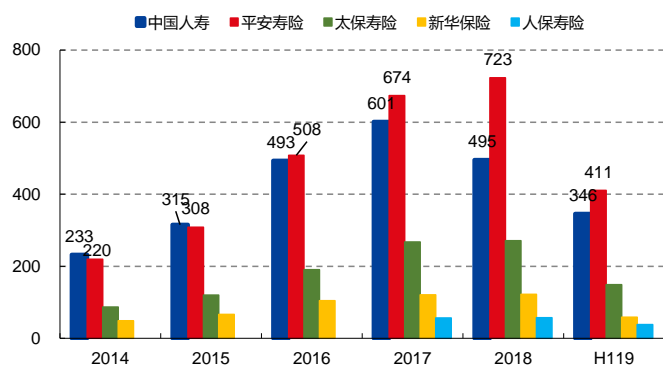


资料来源：公司公告，华金证券研究所

NBVM 增长支撑起 NBV。新单承压下，NBVM 提升挑起 NBV 增长大梁。从 NBV 绝对值来看自 2016 年以来平安寿险反超中国人寿成为行业第一且差距进一步拉大，至 2018 年平安寿险

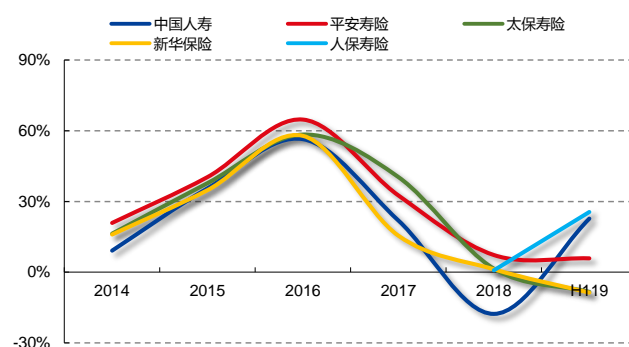
NBV 达 723 亿元，比中国人寿高出 228 亿元，H119 两者分别为 411/346 亿元。主要原因在于产生价值差异背后的产品和渠道存在不同，平安一直以个险为主攻方向，依托自身代理人团队，深耕保障市场，大力发展长期保障型产品，而这也正是中国人寿转型的逻辑之一。H119 年上市五家险企 NBV 同比增速分别为人保寿险 25.59%，中国人寿 22.73%、平安寿险 5.92%、太保寿险 -8.36%、新华保险 -8.70%。平安寿险对于个险的专注与投入，极大的增强了内含价值的内在成长动力，H119 平安寿险新单规模保费下滑 8.59pct，得益于新业务价值率 NBVM 的提升，新业务价值同比增长 4.70%⁵，反映出行业转型之难。

图 21：上市险企寿险新业务价值对比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 22：上市险企寿险新业务价值增速⁶



资料来源：公司公告，华金证券研究所

（三）深耕个险、新业务价值率行业最高

1、个险为矛促新业务价值率稳步提升

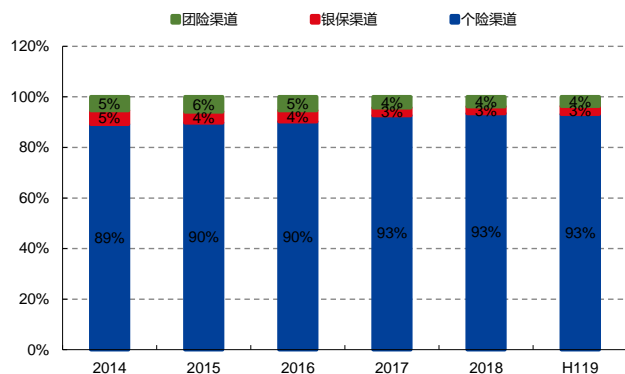
2017 年原保监会一纸公文宣告了持续三四年保费盛宴的落幕，《134 号文》通过对人身险产品产品设计开发的规定，弱化保险产品的投资属性，倒逼行业转型，重归保险保障的初衷。但是转型之路从来就不是一蹴而就，虽有短期阵痛但长期来看是有利于行业良性发展的。

平安较早地确立大个险方向，个险渠道素来是平安抢夺市场份额的主要抓手，依托极具竞争力的个险代理人，平安寿险业务个险代理人渠道保费贡献占比维持在 85% 左右。近年来在行业回归大个险的趋势之下，平安尚能不慌不乱沉着自如保持节奏不变，保费渠道保持着相对稳定的结构。H119 平安寿险、太保寿险、新华保险和中国人寿的个险渠道保费贡献分别是 93.17%、91.73%、81.07% 和 76.87%。

⁵ 计算 5.92% 采用的去年可比数据为去年披露数据、而 4.70% 为计算假设和方法调整为 H118 和 H119 一致导致

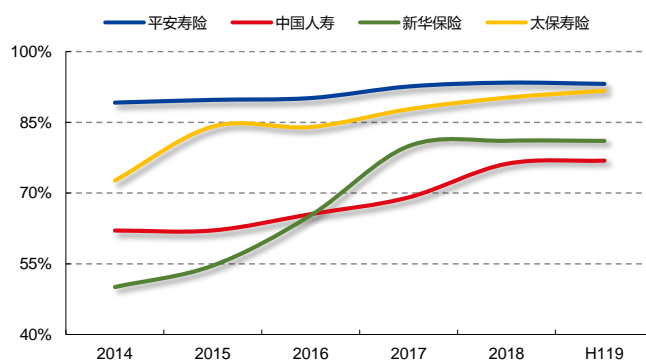
⁶ H119 评估假设和方法调整，若按照 H118 披露的口径计算则同比增速为 5.92%

图 23：平安寿险个险占比稳定在 93%（代理人 85%/电网等 8%）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 24：个险渠道保费贡献对比



资料来源：公司公告，华金证券研究所（注：各险企统计口径不一致，按照被保险人是否个人划分，剔除银保渠道后，实际国寿和太保的个险渠道占比更高）

渠道来看个险代理人 NBVM 最高，产品来看则长期保障型最高。个险渠道对于保险公司的重要性我们可以通过新业务价值率来说明，这里我们采取“新业务价值率=新业务价值/首年规模保费”计算，主要衡量新业务创造的潜在经济价值效率的高低。平安披露了较为详细的不同渠道和细分产品新业务价值率，渠道来看个险代理人渠道的新业务价值率是最高的，产品来看长期保障型保险新业务价值率远高于其他产品。

渠道不同对应分销的产品也不同。个险代理人渠道和银保渠道销售的产品略有差异，代理人渠道的产品多为储蓄+保障性质产品，相较于理财保险此类产品的价值率更高，而银保渠道本身的特质包括客户的理财属性较强，也决定了其更加适合销售简单、短期的偏理财性质保险产品，为保险公司提供部分现金流的补充，这也正是部分资产驱动负债型保险公司扩张的渠道。

通过平安寿险披露的数据我们可以知道，个险代理人渠道中的长期保障型产品的新业务价值率最高，已经达到 97%，而银保渠道的新业务价值率不足 20%，所以理论上来说提高高价值率的渠道及产品占比，对于整体新业务价值率的提升是显而易见的。

表 1：平安新业务价值率测量表（H119）

	首年保费（亿元）	新业务价值（亿元）	新业务价值率
个人业务	736.92	407.97	55.36%
代理人渠道	614.72	361.97	58.88%
长期保障型	254.19	247.27	97.28%
短交保障储蓄混合型	275.93	67.52	24.47%
长交保障储蓄混合型	51.09	32.57	63.57%
短期险	33.51	14.61	43.60%
电销、互联网及其他	83.07	38.67	46.55%
银保渠道	39.13	7.33	18.73%
团险业务	182.17	2.56	1.41%
合计	919.08	410.52	44.67%

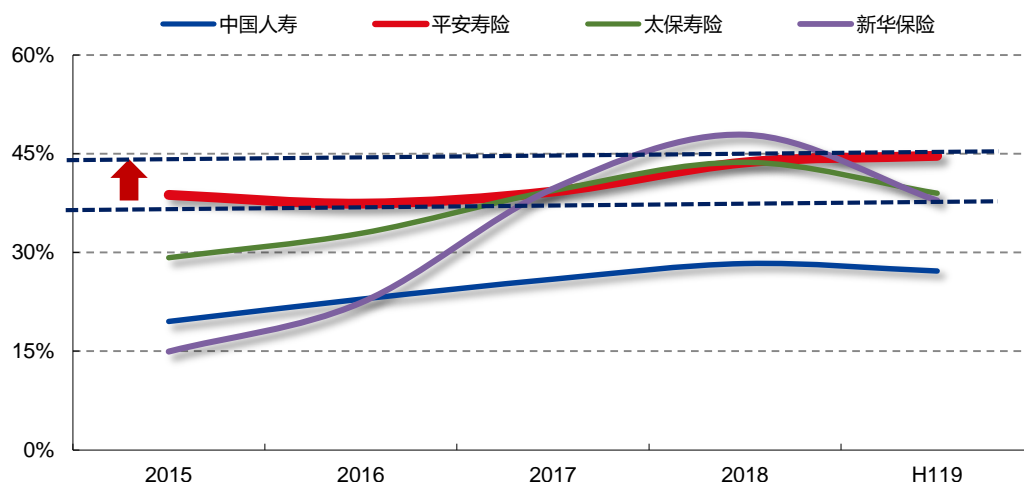
资料来源：公司公告，华金证券研究所

通过选取四家上市险企寿险新业务价值率（刨除人保寿险），我们可以看出其新业务价值率均在稳步上升，原因在于各大保险公司积极推进转型，聚焦大个险，聚焦期交，优化产品结构，

大力发展长期保障型保险产品。2018 年其新业务价值率分别为新华保险 47.9%、太保寿险 43.7%、平安寿险 43.7%、中国人寿 31.1%。

平安依靠 NBVM 提升拉动 NBV 逆势增长。H119 平安寿险 NBVM 较上年末逆势提升 1.0pct 至 44.7%，新华、太保、国寿分别下滑 10、5、4pct 至 37.9%、39.0%、27.2%。较去年同期来看，平安提升 5.7pct，在新单规模保费同比下滑 8.6%仍拖动 NBV 同比增长 4.7%，同期新华虽然新单增长 21.50%但在 NBVM 下滑 12.5pct 拖累下 NBV 下滑 8.7%，国寿在新单增长 1.24%和 NBVM 提升 4.8pct 双重影响下 NBV 增长 22.7%，太保新单承压叠加新业务价值率下滑拖累新业务价值下滑 8.4%。

图 25：平安寿险新业务价值率稳步提升



资料来源：公司公告，华金证券研究所

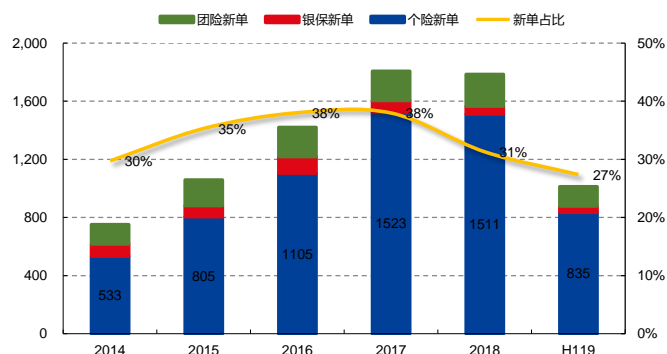
渠道结构调整往往和产品结构优化相辅相成，即在往大个险靠拢的趋势中往往伴随着产品结构的调整。正如前文所述，期交型、保障型产品往往可以带来更加的价值率，行业转型之难使得续期保费的拉动效应愈发明显，而续期保费也正是前期期缴保费的滞后效应，尤其是在新单承压下更能支撑公司度过较为困难的时期。

渠道：我们在前文已经论述平安寿险的个人业务保费占比已达到 93%，其中就新单来看代理人期缴占比持续稳定在 93%以上，支撑整体个人业务期缴占比 90%上下。值得注意的是银保渠道期缴占比持续提升表现亮眼，目前已达到 86%；而电网销在流量经济的带动下短期保险产品销售增多从而导致期缴占比下滑，但观察电网销渠道的 NBVM 发现并不算低这主要是由于电网销销售的短期保障险高 NBVM 拉动整体 NBVM 提升。

产品：保险产品由于繁杂的条款往往需要保险代理人的讲解和推销，这样一来保险产品的渠道属性就显现出来了。这就是为什么不同渠道的新业务价值率相差如此之大，刨除渠道成本之外其实影响最大的因素更在于渠道中销售的产品。设计复杂的保障型产品如长期健康险往往需要保险代理人对保单条款充分解读、对被保人的身体状况等做好充分尽调，而理财型保险、短期意健险等标准化保单则可以通过银行、互联网投放，往往效率更高。通过平安的产品投放可以看出，分红险和万能险近五年来份额持续下滑，而长期健康险和传统寿险提升明显，短期意健险虽增速较快但基数较小份额提升较为缓慢。

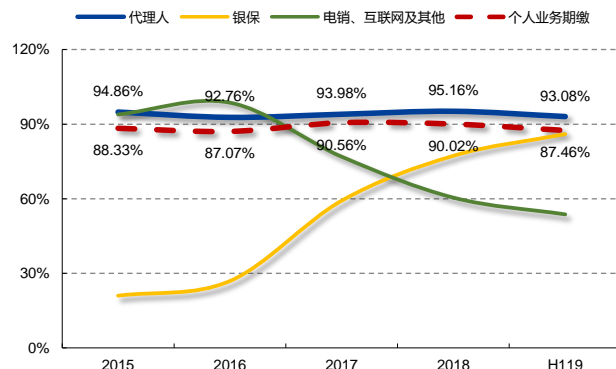
银保监于8月底印发关于调整人身险评估利率的通知,我们预计随着高预定利率年金险逐步退出市场,叠加保障险销售难度相对较大,行业分红险份额有望提升。但平安年金险占比较低,预计公司传统寿险及长期健康险份额仍有进一步增长空间。

图 26: 转型期下续期保费拉动明显 (新单占比下滑)



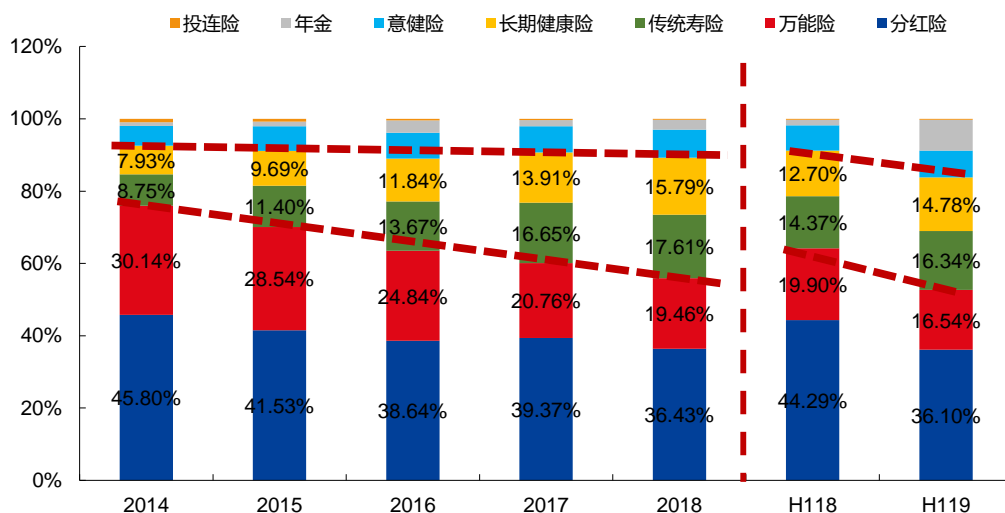
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 27: 个人业务新单中期缴保费占比 90%左右



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 28: 传统寿险+长期健康险占比逐步提升



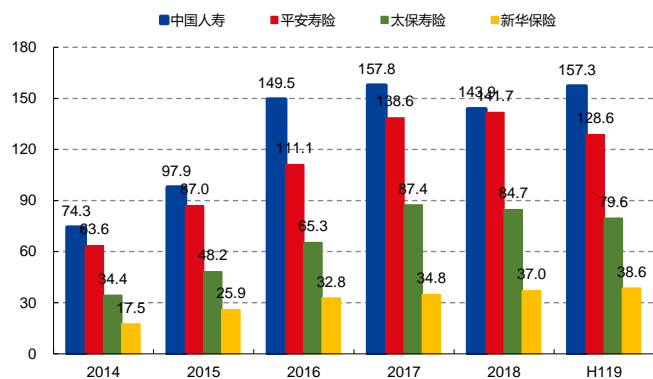
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

除了渠道和产品结构的优化,转型的落地也必定离开不了保险代理人。另一方面来说,从直接驱动 NBV 的因素考虑,新单保费增长源于代理人数量的高速增长和人均产能的快速提升,而价值率的提升则是长期保障型产品占比的提升。长期保障型产品的高 NBVM 使得整体 NBVM 进一步提升,而代理人制度在个险渠道中发挥着核心的驱动作用。

前文我们已经论述过保险代理人粗放式增长已然过去,接下来效能提升更为关键。中国平安通过复制友邦的模式,率先在国内建设代理人体系,代理人规模目前已达 129 万人,值得注意的是平安代理人规模一度和中国人寿相差两万人左右。目前时点来看,保险代理人增速出现放缓甚至是负增长,H119 年平安寿险代理人较年初减少 13 万人,从注重规模增长到更加追求效能提升。

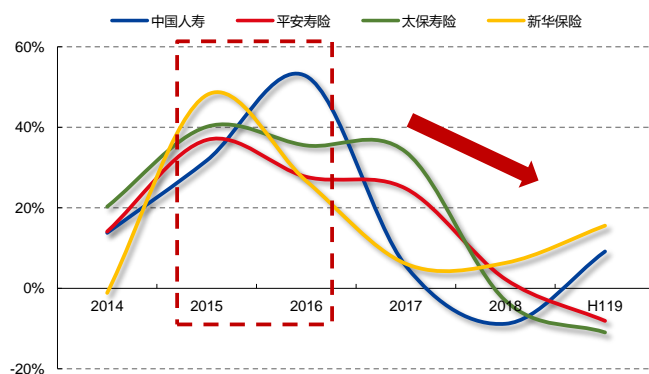
从渠道上来说，代理人的扩张一定程度上为转型之难的产品销售提供了支撑。但是前期粗放式扩员弊病渐显，从业人员信息不全、甚至错误，虚报虚挂虚增人员现象普遍，导致代理人队伍数据严重失真。今年以来银保监会多次发文，要求保险公司主动清虚、加强对代理人的管理。我们认为借助政策窗口的粗放式扩员红利已消耗殆尽，上市险企作为行业龙头下一步将更加注重队伍素质、人均产能以及留存率。从队伍规模来看，经历了 2015、2016 年的高增长，四大上市险企代理人进入低个位数增长甚至是负增长，H119 末代理人规模平安寿险、太保寿险较年初下滑 9.27% 和 6.02%，新华增长 4.32%，国寿在高基础上仍逆势增长 9.31%。

图 29：国寿和平安个险渠道代理人规模庞大（万人）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

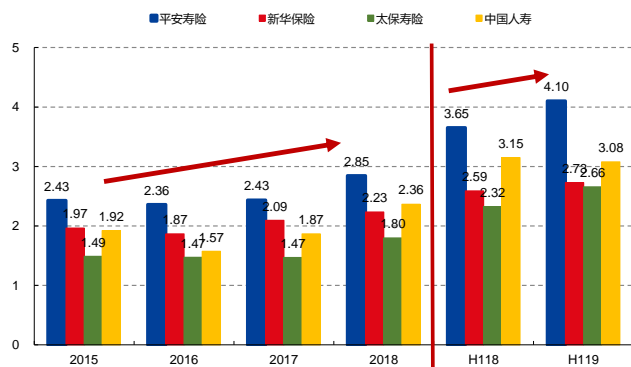
图 30：代理人规模增速放缓



资料来源：公司公告，华金证券研究所

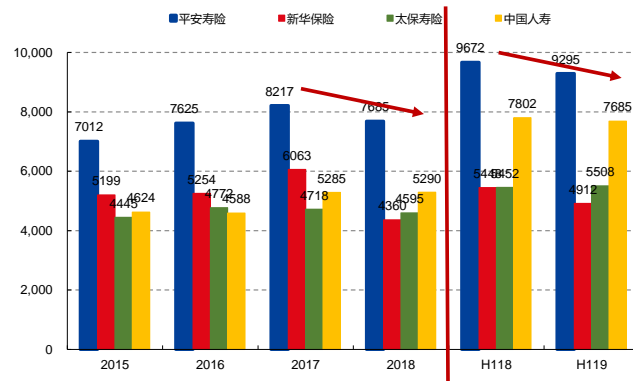
从效能来看，个险新单保费方面，行业转型之难叠加代理人规模居高不下，上市险企代理人新单保费整体呈下滑态势。H119 平安寿险代理人人均新单保费 9295 元/月，同比下滑 3.90%，结合上半年代理人较年初减少 9.27%、同比减少 8.08%，但代理人渠道 NBVM 较年初提升 1.75pct、同比提升 9.91pct，可以看出平安转型之坚决，不以质换量，从粗放式发展迈向高质量发展。

图 31：平安寿险代理人月均保费遥遥领先其他险企（万元/月）



资料来源：公司公告，华金证券研究所（注：国寿、新华披露口径为个险渠道记为代理人渠道使得数据稍有高估）

图 32：平安寿险代理人月均新单保费远高于其他险企（元/月）



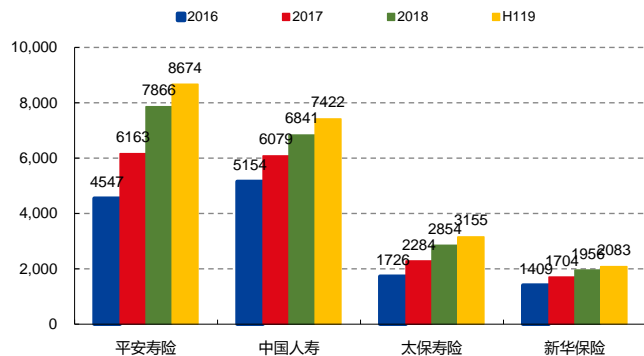
资料来源：公司公告，华金证券研究所（注：国寿、新华披露口径为个险渠道记为代理人渠道使得数据稍有高估）

2、客户基础强大，处于行业转型窗口机遇期

平安以寿险为基石，不断夯实保险业务，作为国内最早引入个人寿险营销体系的公司，聚焦并不断开发个人客户价值。公司积极开拓、不断在个人寿险领域攻城略地积累下来的保单为公司创造了源源不断的利润，我们可以通过观察公司寿险业务的剩余边际余额和有效业务价值一探平

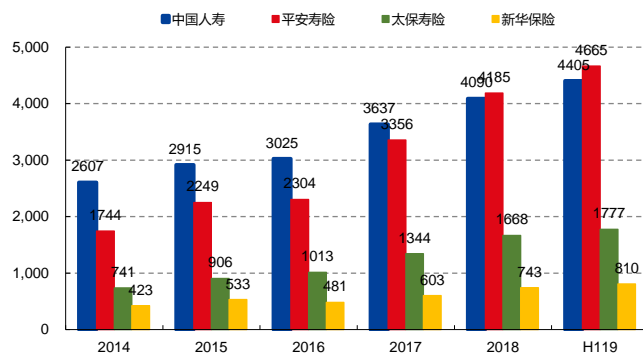
安寿险的利润池。平安寿险剩余边际余额在 2017 年超过中国人寿，在高基数上仍然保持 28% 高增长至 2018 年达 7866 亿元，H119 末较年初增长 10% 至 8674 亿元。有效业务价值方面，平安寿险不断与中国人寿缩短差距并于 2018 年完成超越，H119 达 4665 亿元超越国寿 260 亿元。

图 33: 平安寿险剩余边际余额行业第一 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 34: 平安寿险有效业务价值反超中国人寿 (亿元)



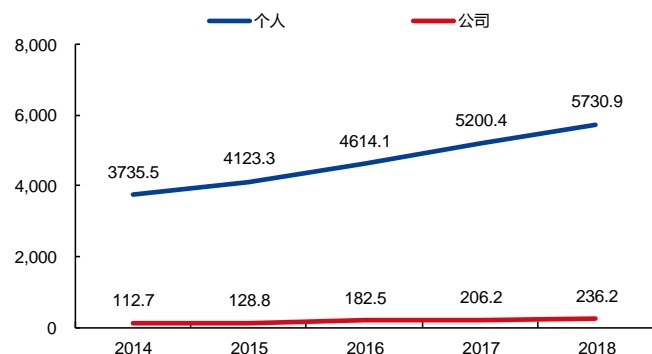
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

从客户基础来看, 公司始终跟随集团以聚焦个人客户价值为着力点。无论是从 2012 年提出的“个人综合金融服务集团”还是 2014 年提出并延续到现在的“个人金融生活服务提供商”的集团愿景, 无一不彰显集团业务路径方向。

近五年来平安寿险个人客户数量一直保持着 10%-13% 的增速, 至 2018 年已达到 5731 万人, 除去客户数量的增长, 平安寿险业务也展示出其强劲的客户粘性, 其保单退保率一直保持在 2% 以下的低位, 持续优于行业, 反映出无论是在产品本身硬性条件还是保险服务软性实力都凸显出平安的强大竞争力。高基数客户数量叠加高粘性, 将有望推动平安寿险业务更上一层楼。此外平安寿险实际资本也于 2018 年首超中国人寿, 达到 7647 亿元的水平, 展现出雄厚的资本实力和偿付能力, H119 平安寿险实际资本 8799 亿元, 中国人寿 8995 亿元。

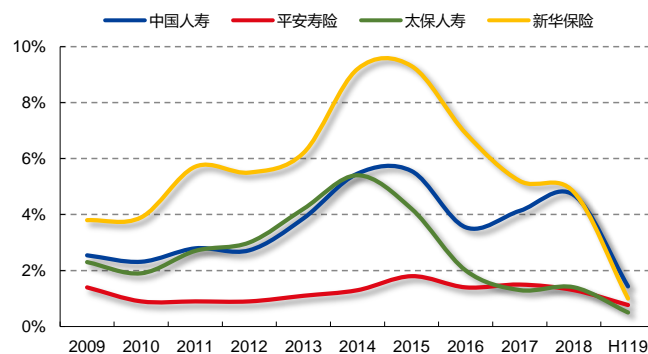
我们认为平安寿险业务背靠平安集团, 受益于平安集团 1.96 亿个人客户和 5.76 亿互联网用户的强大客户基础, 以及平安集团比肩全球的资本实力, 平安寿险将与集团形成积极的正面互相反馈机制, 推动寿险业务在量与质上取得更高的成绩。

图 35: 平安寿险稳步增长 (万)



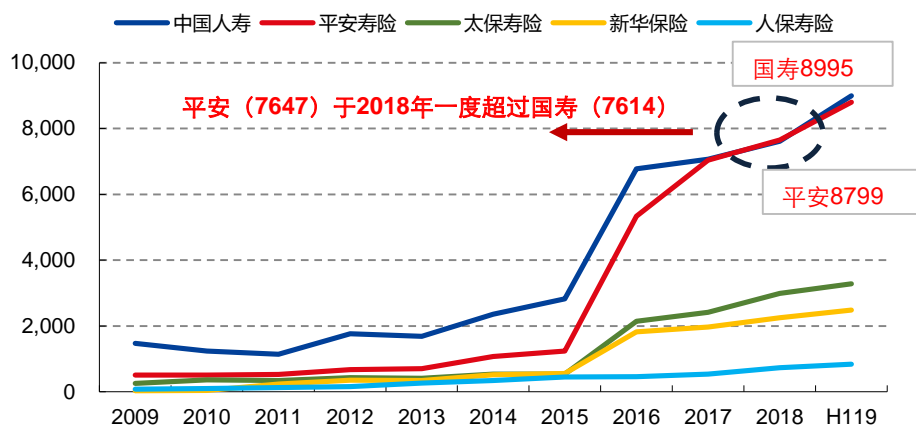
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 36: 保单退保率展示高粘性



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 37：雄厚资本实力（亿元）

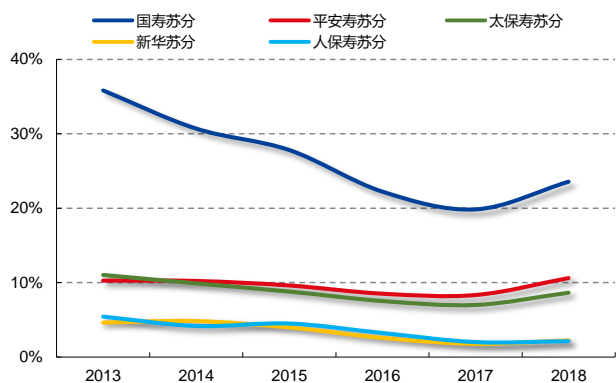


资料来源：公司公告，华金证券研究所

前文的分析我们也可以看出无论是渠道先天性优势、还是产品的高价值率，都对平安寿险的跑步式发展起到了积极的作用。诚然，在行业回归保险保障本源下，保险公司的转型不可避免的要度过阵痛期，不置可否的是涅槃重生的发展才是更加长久的。虽然过度追求保费规模和市占率是不可取的，但这是在产品结构差、渠道价值率低的基础上来说的，而平安寿险做到了质与量的双重发展。

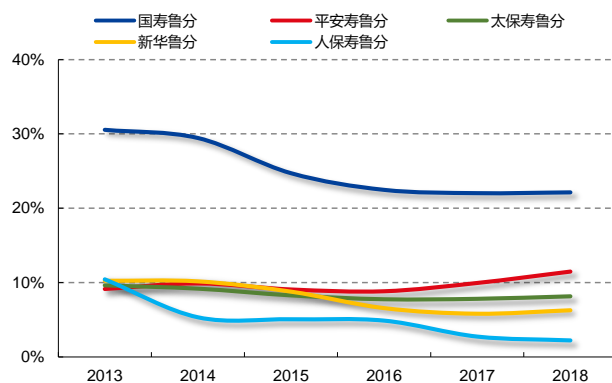
就目前长期期交保障型产品的发展方向，我们认为在**核心城区拥有较高的市占率也就说明能拥有更高的产品输出，带来的价值也就更高**。我们梳理了平安寿险和中国人寿保费收入来源前三地区的市场份额，江苏作为中国人寿第一大粮仓，近几年来随着人事的调整下滑的市场份额有望企稳回升。山东分公司平安寿险的市场份额开始抬升，与呈下滑态势的中国人寿差距进一步缩小。而广东分公司，平安寿险的主场优势渐显，我们认为有望维持甚至扩大差距，反转可能性较小。

图 38：平安寿苏分市场份额抬升不及国寿



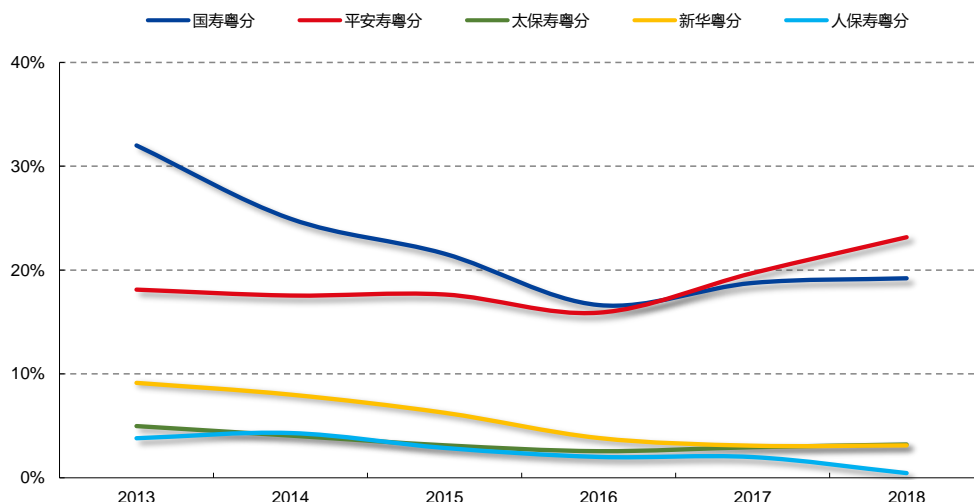
资料来源：江苏保监局，华金证券研究所

图 39：平安寿鲁分市场份额持续抬升



资料来源：山东保监局，华金证券研究所

图 40：平安寿粤分市场份额超过国寿粤分且差距有扩大趋势

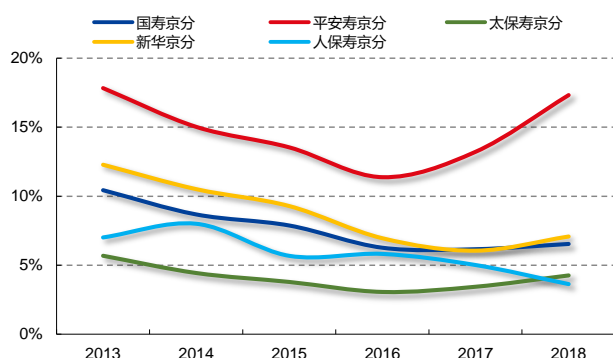


资料来源：广东保监局，华金证券研究所

更细化的市场我们来考察市场化程度更高的一线城市北京、上海、深圳，我们发现一线城市平安寿险已经全面甩开中国人寿，且敞口有进一步扩大趋势，就趋势来看平安寿险走出了相对于行业较为独立的保险市场行情，在一线城市攻城拔寨占据更多份额。

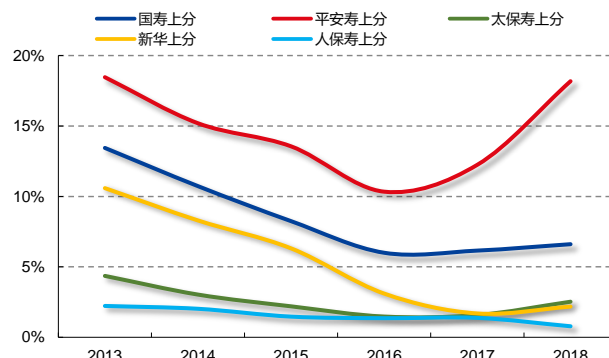
2018 年北京分公司平安寿险 VS 中国人寿为 17.33 和 6.54%（相差 10.79pct），上海分公司为 18.19%VS6.61%（相差 11.58pct），深圳分公司为 35.72%VS10.36%（相差 25.36pct）。基于保险产品的结构化转型，我们认为未来对于一线及新一线城市的市场份额的抢占是尤为重要的，经济发达地区的保险产品配置需求更大，对于长期保障型产品接受程度也更高，也是未来的市场方向，对于目前处于转型期的寿险业态来说，平安寿险有望抓住这个窗口期进一步企稳甚至扩大优势，对于业务的进一步开展有着积极的正面作用。但后期需时刻关注其份额变化，我们认为基于平安深耕个险市场、在目前的窗口机遇期有望持续保持领先地位。

图 41：平安寿京分市场份额急剧回升



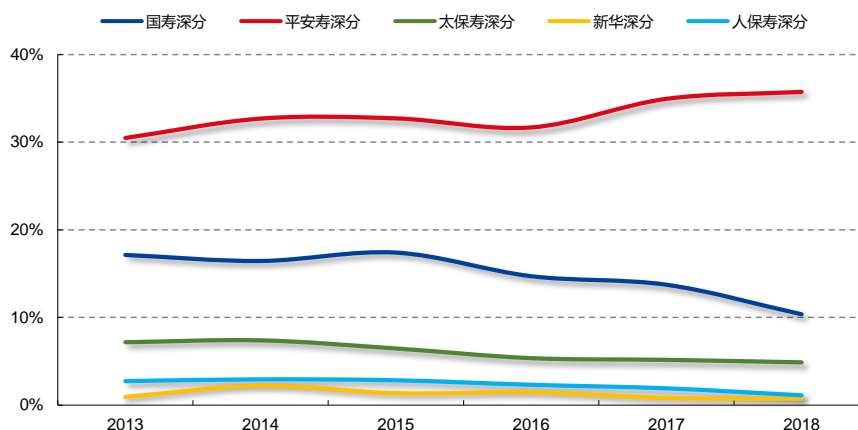
资料来源：江苏保监局，华金证券研究所

图 42：平安寿上分市场份额进一步拉开与行业差距



资料来源：山东保监局，华金证券研究所

图 43：平安寿深分市场份额遥遥领先



资料来源：广东保监局，华金证券研究所

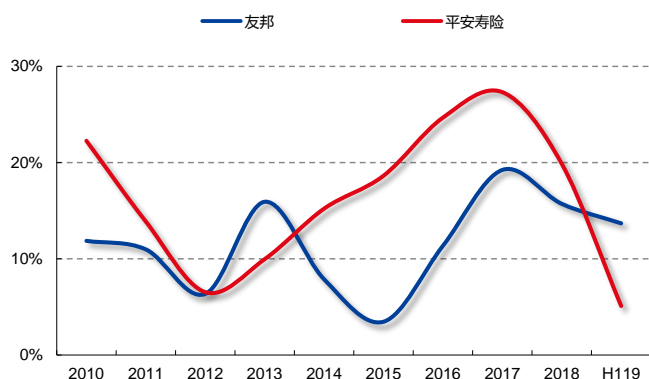
（四）相对友邦，平安还有哪些不足？

1、负债端平稳或是投资者最为看重的

从负债端来说友邦保费收入较为平稳。友邦作为一家深耕香港、辐射亚太、面向全球的国际保险公司，其保费来源一直呈现多元化特征。多元使得友邦的保费收入更加稳定，除非发生系统性金融风险或经济危机，否则部分市场下滑的冲击会因为保费结构的多元而得到缓冲。

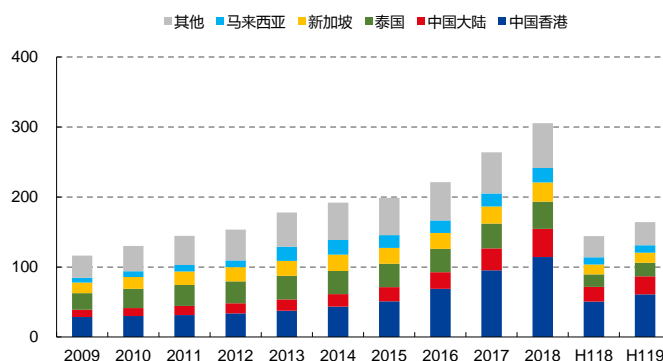
平安则不然，对单一市场即中国大陆地区的依赖性极强，这就导致平安保费收入的稳定性较差，目前我国保险密度和深度尚不及发达国家，经济虽步入新常态但仍是世界第二大经济体、GDP 增速保持在 6% 以上，保险业发展仍处在“黄金成长期”。而对单一市场依赖的风险将会随着时间的推移而暴露。

图 44：友邦和平安寿险保费增速比较



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 45：友邦保费来源多元更均衡



资料来源：公司公告，华金证券研究所（其他包括韩国、中国台湾、印尼等）

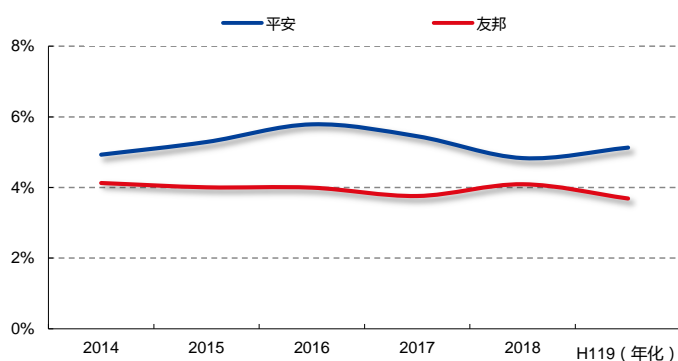
从资产端来看，友邦投资收益⁷并不优于平安。险企对于资金的配置从审慎角度出发多以固定收益类为主，因此险企净投资收益率往往呈现比较平缓的走势。从资产区域配置的角度来说，友邦拥有国际资产配置的优势，但得益于国内高速发展的经济，平安虽主要投资于国内但收益率表现并不逊色于友邦。实际上，凭借出色的投资能力以及国内经济发展的红利，平安近五年来净投资收益率高于友邦。而从总投资收益率来看，平安和友邦均呈现出较大的波动。

由于友邦只披露了政府类债券的区域分布（政府类债券占其总投资资产的 24%），其他资产区域分布并未公布，我们无法判断是否投资全球化给予友邦有效抵御经济下行下的投资风险。我们认为即使拥有全球资产配置能力，友邦受制于险企基于审慎的投资策略，以及东南亚动力不足的经济和欧美发达国家深陷低利率困扰，投资者对于资产端表现的考量或许远没有负债端重要。

友邦与平安万能险结算利率佐证内地投资收益率并不逊于海外。万能险结算利率一定程度上反映了其投资账户内资金的投资状况，友邦香港披露来看，其万用寿险⁸派息率（近五年）根据不同产品从 3.5%-4.5% 不等，而平安万能险结算利率一般为 4.5%-5.0%。

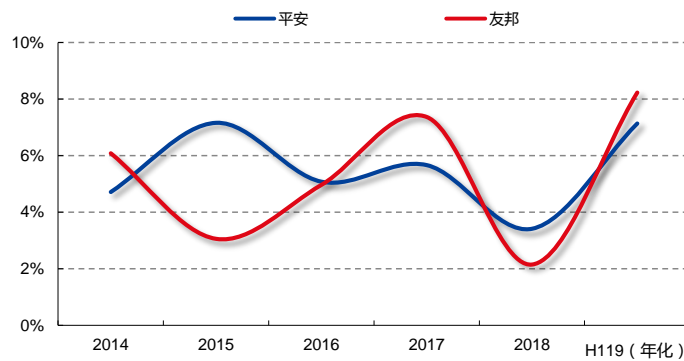
资产端或不是平安估值的拖累项。诚然，海外资产配置长期来看的确有抵御经济下行的功能。同时伴随着国内经济步入新常态，长端利率进入下行趋势。基于对中国经济未来发展前景的预期，我们认为平安即使投资区域较为集中，资产端表现也不是估值的拖累项目。此外，伴随着金融开放的深入以及政策的鼓励，平安投资也会愈将国际化。

图 46：平安净投资收益率高于友邦



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 47：平安与友邦总投资收益率波动均较大



资料来源：公司公告，华金证券研究所

我们认为，负债端对于估值的提升更加重要。即使考虑到统计口径问题，友邦资产端的投资并不令人惊艳，对比来看平安也并不逊色。令投资者更加青睐的或许是负债端的表现。负债驱动资产作为保险企业传统的经营模式，现在看来在保险密度和深度仍有极大提升空间的东南亚及国内赋予了负债端较为确定的前景。而在经济下行的大环境下，资产端的重要性相对负债端或许并没有我们想的那么重要。

2、从摊销载体一窥寿险利润期限

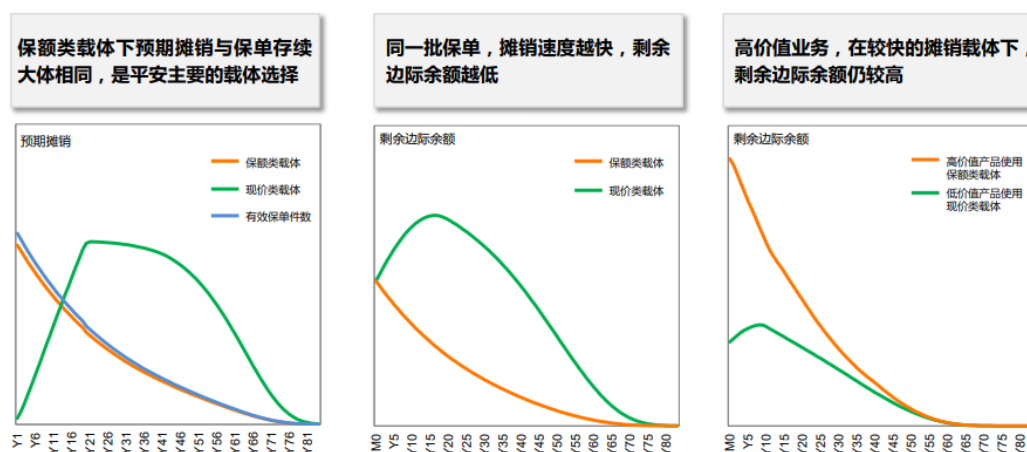
⁷ 因两者披露口径不一致，故投资收益率计算中分母采用期初期末投资资产均值，总投资收益平安采取披露口径、友邦采取投资回报，净投资收益率平安采取披露口径、友邦采取投资收入，按照公司披露如此对比基本一致

⁸ 香港地区万能险统称为万用寿险，包括传统寿险和年金险，派息率为内地结算利率

企业的存续以盈利为目的，如果从这个角度出发考察，利润期限因可以反映出企业的持续盈利能力是值得我们关注的。保险公司本质上经营着现金流，其盈利模式建立在大数法则和中心极限定理之上，通过一系列精算定价假设和公式推演来控制现金的“流量”。也即一类保单卖出的时点，其承保利润释放额就已基本锁定，关键在于利润释放的快慢。

现行会计准则下保险公司利润来源于剩余边际（或有风险边际），利润期限长短取决于剩余边际摊销的快慢。剩余边际摊销的快慢和诸多因素相关，其中最主要的是摊销载体和业务结构。从业务结构来看，保险公司产品主要分为偏储蓄类和偏保障类。偏储蓄类保险产品通常在保险期间后期发生给付，也即现金流支出通常在保险期间后期；此外储蓄类多采用现价类载体，在此类载体下剩余边际摊销相对均衡，利润释放也更加平稳。对于保障类保险产品而言，通常采用保额类载体，此类载体通常呈现出“前高后低”特征，即剩余边际会在前期集中摊销，导致利润前置效应明显。但考虑到摊销载体对应的险种不同，高价值业务即使在较快的摊销下，剩余边际余额仍维持较高的水平，从而拉长利润期限。

图 48：高价值业务在较快摊销下仍能保持较高的剩余边际余额



资料来源：公司公告，华金证券研究所

由于两地披露要求不同，我们无法获知友邦剩余边际相关情况，也就无法通过剩余边际摊销的快慢来测算利润期限。参考债券久期的价格敏感分析，以 Macaulay Duration（麦考利久期）为例，反映出债券价格对于利率变动的敏感程度，即用于考察险企的利润期限，可以转化为新业务价值 NBV 和有效业务价值 VIFB 对于风险贴现率的敏感性分析。

简要推导关系如下：

$$\text{ModD} = \text{MacD} / (1 + i)$$

$$\Delta p / p \approx -\text{MacD} * \Delta i / (1 + i)$$

根据以上两式则有： $\text{ModD} \approx -\Delta p / p / \Delta i$

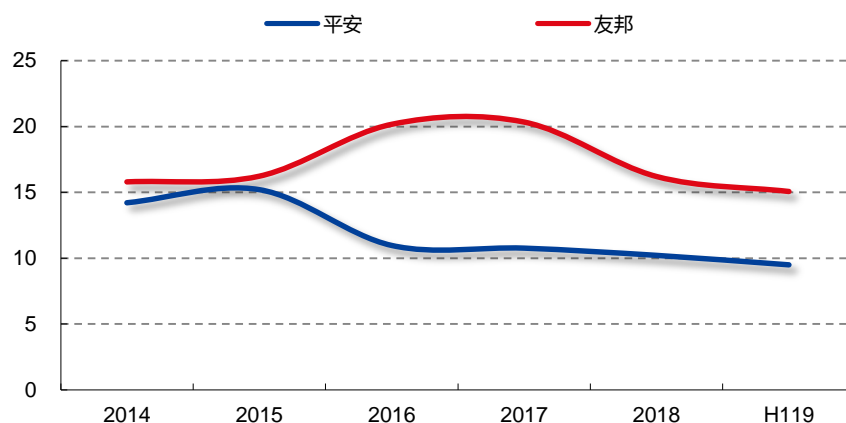
其中 MacD 表示麦考利久期、ModD 为修正久期、i 为贴现率、p 为价格。

考虑到平安和友邦均披露 NBV 对风险贴现率的敏感性分析，故我们以 NBV 利润期限为测算对象。同时，随着时间推移 NBV 转化为 VIFB，故对 NBV 的测算具有较强的代表性。虽然两地的披露口径有一定差异，主要涉及到一些精算假设，但并不影响大体判断，因为本质上都是资金

的时间价值问题，对于利率的变动敏感分析方向一致且边际更小。经测算，**平安 NBV 利润期限相对友邦要短**。平安在 2016 年切换至偿二代后利润前置更加明显，叠加业务结构调整（产品+渠道），期限明显缩短。

从利润释放的快慢以及业务价值的高低来看，友邦和平安同属利润前置型模式，但友邦明显高于平安 5 年左右时间。我们认为利润期限的拉长不能只看到对利润的稀释，相反更应该看到对于未来的利润有更高的增速保障，因投资收益波动对险企利润的影响较大，稳定性增长更为重要。此外，友邦产品的高价值也使得利润期限得以拉长。

图 49：平安 NBV 利润期限低于友邦（年）



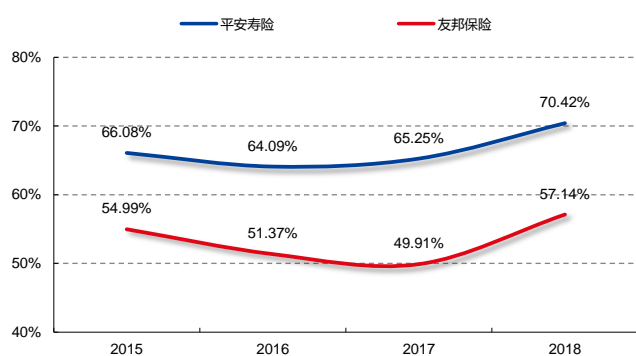
资料来源：公司公告，华金证券研究所

3、从利源结构、分红比率等方面看，平安道阻且长

友邦的高估值得益于其给予投资者的“安全感”。前文的分析我们可以看出，无论是从资产负债端（资负端）还是从利润端（期限长短）分析，平安寿险与友邦都有着一定的差距。诚然，国内保险（寿险）市场前景广阔，但就影响投资者最为重要的因素来说，友邦给予了更为明确的“预期”，或者说友邦的业务模式可以让投资者看到更长时间内确信的业绩表现，形成一段隐形的时间安全区。我们认为正是这种“安全感”给予投资者赋予友邦更高的估值。

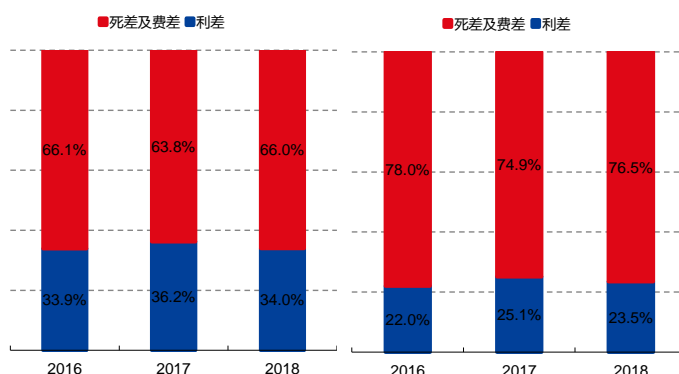
即使精算假设存在差异，数据可比性仍较强。两地经济水平、生活质量、监管环境等差异较大，这就导致险企搭建商业模式的底层数据和假设有一定差异，但模型的应用和商业运营的本质是相通的。在不同的精算假设下可比性或有所降低，比如友邦贴现率假设低于内地从而导致其 NBVM 远高于平安，但考虑到 NBVM 反映出的产品结构和渠道分布才是考量公司优异与否的要诀，所以 NBVM 以及 NBV 等指标在不同精算假设的对比参考性仍然很强。

图 50：友邦远超平安的新业务价值率或有失真



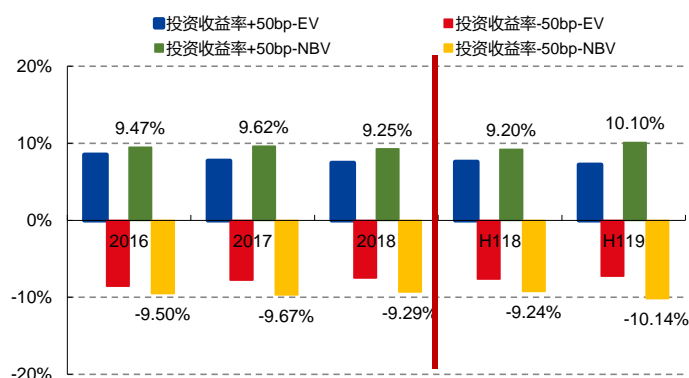
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 51：平安寿险利源结构也表明公司践行价值为先理念



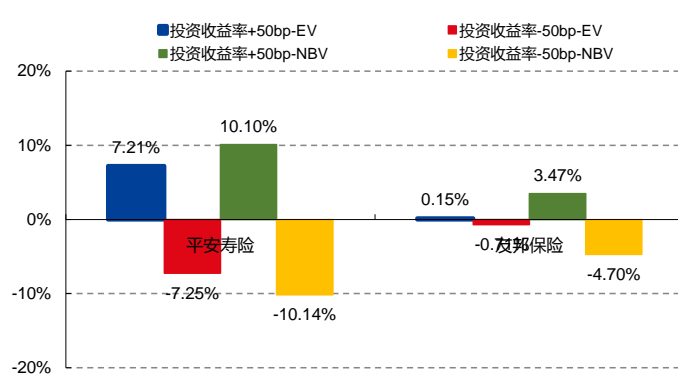
资料来源：公司公告，华金证券研究所（左侧为寿险整体、右侧为长期保障型）

图 52：平安寿险 EV、NBV 敏感性分析



资料来源：公司公告，华金证券研究所

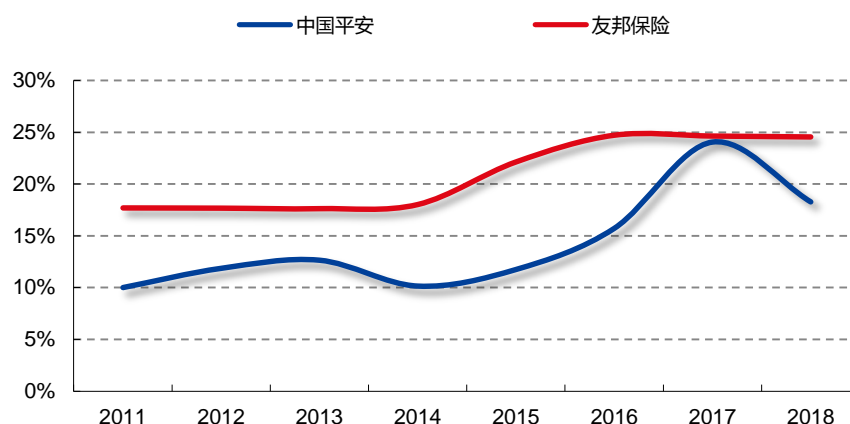
图 53：和友邦相比平安寿险受投资收益影响较大



资料来源：公司公告，华金证券研究所

投资最终要落实到利润的考量，分红可以坚定投资信心。对于投资者而言，寻求投资回报是最终目的。短期而言是股利派息和买卖差价、长期而言还包括参与公司经营。公司基本面是投资者持有的压舱石，我们关注内含价值而不是忽视利润，投资最终要落实到公司实际盈利，而持续稳定的分红则恰可以增强投资者持有的信心。

图 54：平安和友邦分红比较



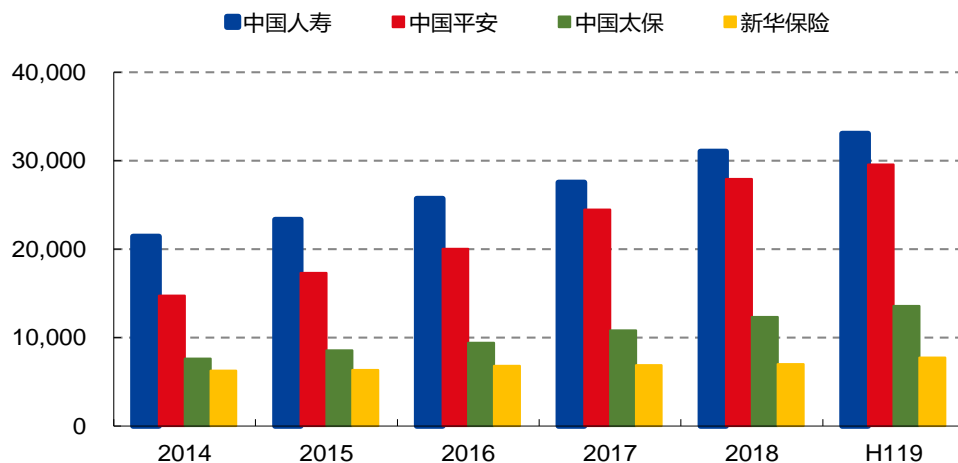
资料来源：公司公告，华金证券研究所

三、平安寿险的内含价值受投资波动影响相对较小

（一）高比例权益投资增大业绩波动性

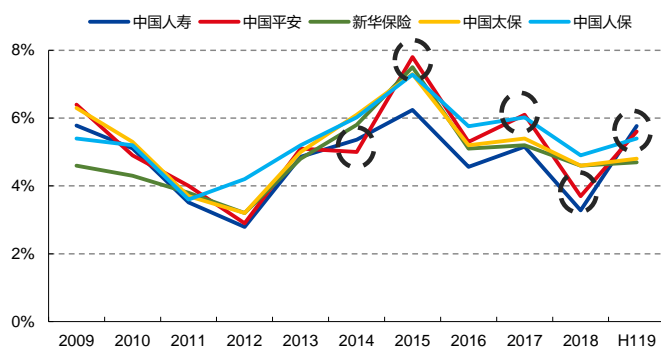
无论是总投资收益率还是净投资收益率，中国平安均呈现出较大的波动性。中国平安的投资规模持续扩张，H119 较上年末增长 5.80%至 2.96 万亿元。2018 年中国平安净投资收益率为 5.20%，同期新华保险、中国太保、中国人寿分别为 5.00%、4.90%、4.64%。而受资本市场波动影响上市险企总投资收益率均出现明显下滑，中国平安、新华保险、中国太保、中国人寿分别为 3.70%、4.60%、4.60%、3.28%。H119 得益于资本市场回暖拉动投资收益提升，平安净投资收益率（年化）同比提升 30bp 至 4.5%、总资产收益率（年化）同比提升 150bp 至 5.5%。

图 55：险企投资资产（亿元）



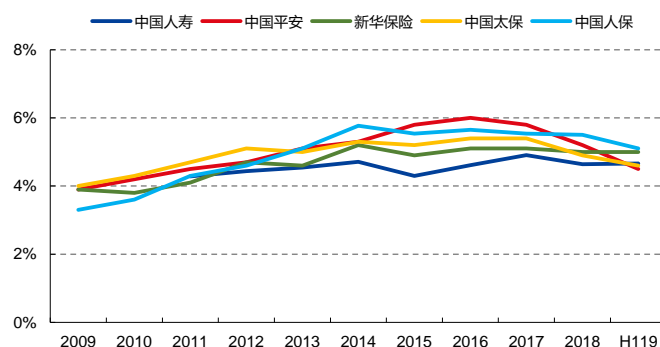
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 56：受投资结构影响平安总投资收益展现出较高弹性



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 57：平安净投资收益率波动因受权益资产分红影响高于行业



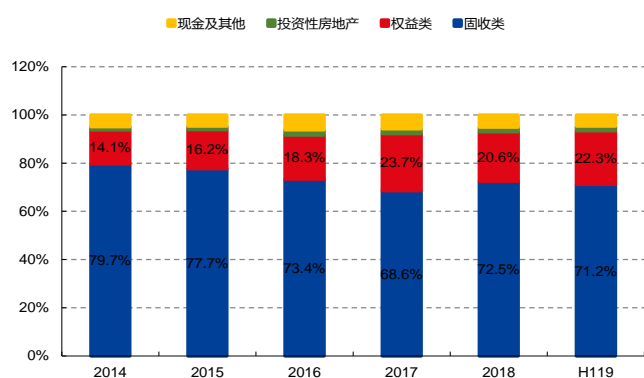
资料来源：公司公告，华金证券研究所

关于险企投资收益率，刨除公司投资策略外（主要为权益类买卖时点和固收类久期配置），主要取决于投资组合，险企投资受制于监管要求，在投资组合的选择上趋向于保守。由于上市险企投资资产披露口径略有差异，我们选取口径相差较小的平安和太保来进行比较。可以看出，险资主要配置固收类产品、其次是权益类，两者基本维持在 95% 上下，投资性房地产和现金及等价物等约为 5%。

平安的固收类配置低于太保，近几年来加大权益类资产配置（主要为股权投资）。平安资管 2018 年裁掉权益团队，今年中期投资者见面会披露将更多采用精选个股或通过 FOF/MOM 的形式。权益类资产配置的增加在 IFRS9 下明显加剧了总投资收益率的波动性。从细分配置来看，债券仍是上市险企的主要配置资产，基本维持在 40% 以上，股基的配置比例在 10% 左右，H119 在市场转暖下股基配置比小幅上升。

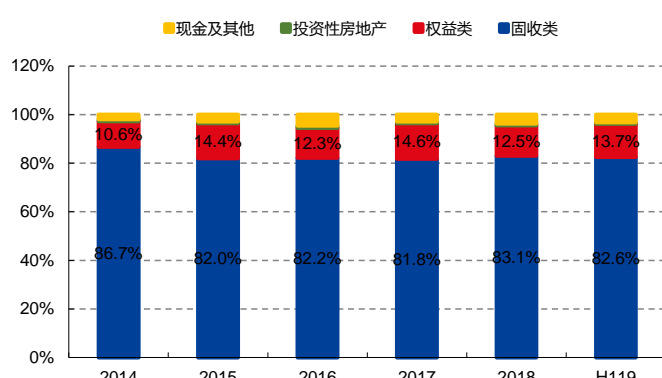
H119 平安固收类、权益类、投资性房地产、现金及等价物等配置占比分别为 71.2%、22.3%、1.8%、4.7%，固收类配置略低于行业、权益类则高于行业。其中债券、股票、基金、定期存款、长期股权投资占比分别为 44.58%、8.90%、3.73%、7.17%、3.51%，债股基较上年末 -89bp、+61bp、+59bp。

图 58：H119 平安投资组合固收类、权益类占比为 71.2%、22.3%



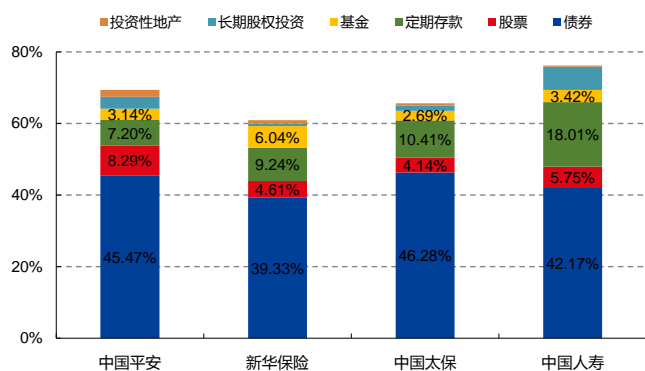
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 59：H119 太保投资组合固收类、权益类占比为 82.6%、13.7%



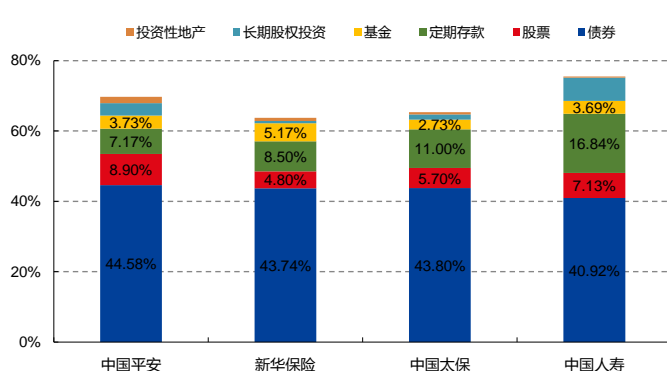
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 60：2018 上市险企部分投资资产占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 61：H119 上市险企部分投资资产占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

平安的投资策略相较于行业来说显得不那么“保守”，权益类资产的高配置势必会加大投资收益的波动性进而影响到利润的稳定性。诚如我们一贯坚持，对于险企的评估应该着眼于其内含价值的增长，所以对于投资收益的衡量应该着眼于其波动对于内含价值的扰动有多大。

（二）平安投资能力较强，投资假设偏差往往利于 EV 增长

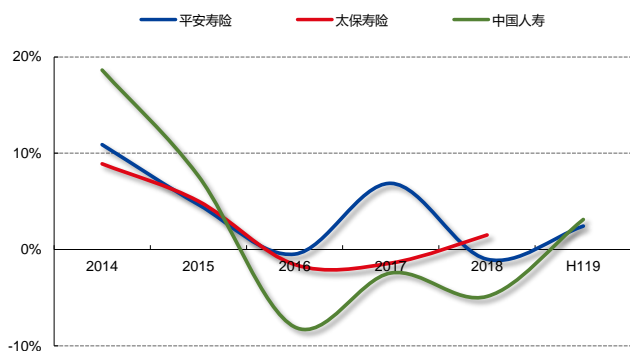
实际上考虑到精算假设下的偏差，平安寿险投资收益波动对于内含价值波动影响并不低，但多为正贡献。从投资偏差和市场价值调整等因素对 EV 增长的影响程度来衡量投资收益波动对于

EV 的稳定性影响，平安寿险“(投资偏差+市场价值调整)/寿险期初 EV”高于太保、但明显低于国寿，单论投资偏差对于 EV 的影响来看，平安寿险的波动明显，这主要是由于平安寿险权益类投资占比较高所致。

值得注意的是，投资偏差对于 EV 增长的正贡献并不在于投资收益的绝对增长，而在于精算假设和实际发生值的偏差。我们可以通过 EV 对于投资收益的敏感性分析来观测，上市险企的内含价值增长对于投资收益回报率的依赖度有多高。纵向来看，平安寿险内含价值受投资收益率波动影响逐年降低，目前投资收益率 $\pm 50\text{bp}$ 下，内含价值同向变动 7.25%左右。横向来看，其他三家上市险企有效业务价值在投资回报 $\pm 50\text{bp}$ 下，同向变动超 15%，考虑到调整净资产对于敏感性的调整程度，实际敏感度应该有所降低，但仍远高于平安寿险。

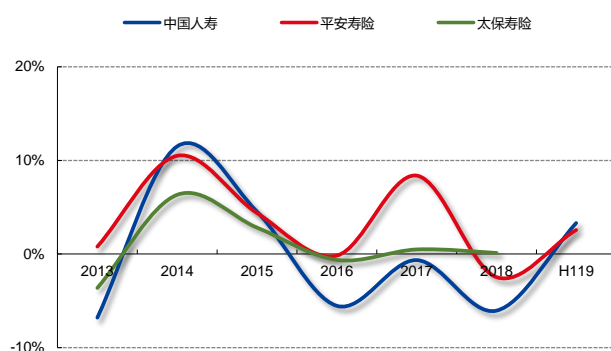
综上，投资收益波动对于内含价值的增长，不仅要考虑到投资收益的绝对正增长，更要结合险企的精算假设来评估。上市险企的投资风格或各有侧重，但对于内含价值的敏感度分析是同一标准的，敏感度越低越利于险企内含价值的稳定增长。

图 62: EV 受投资偏差影响 (指标: 投资偏差/期初 EV)



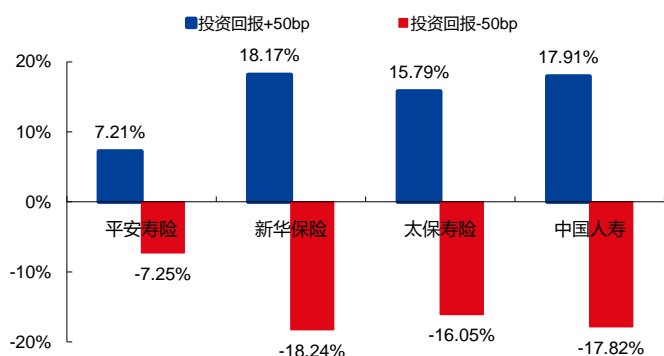
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 63: EV 受投资回报偏差影响 (指标: 投资回报偏差/期初 EV)



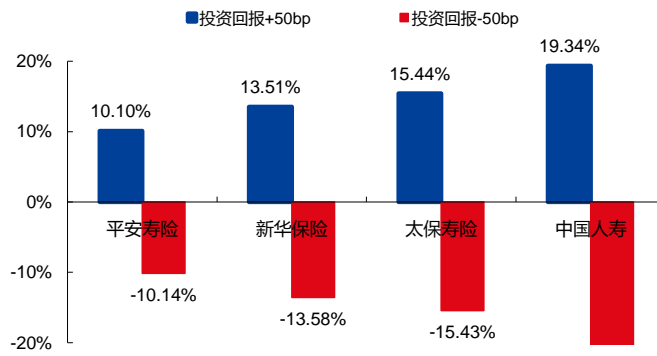
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 64: 平安寿险内含价值受投资收益率波动影响较小



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所 (新华、太保、国寿使用有效业务价值)

图 65: 平安寿险新业务价值受投资收益率波动影响较小



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

(三) 长端利率下行压力最快于年底显现

自 2013 年底以来，十年期国债收益率进入下行通道，至 2016 年 10 月下滑至 2.65% 的历史低点，2017 年 11 月底触及阶段性高位后一路下行，截至目前已跌至 3.12%，降幅达 87 个 bp。

长端利率变动对保险公司尤其是寿险公司影响尤为重要，险企准备金折现率是在 750 日移动平均国债收益率基础上计算所得，利率的下行将会导致折现率下降，公司将会计提更多准备金，从而影响利润释放的期限分布也即剩余边际的摊销；此外利率下行将导致险企投资端承压。

图 66：近七年十年期国债收益率水平（%）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 67：近两年十年期国债收益率水平（%）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

针对长端利率（十年期国债收益率）下行产生的影响，因为 750 日均移动平均收益率有明显的滞后效应，我们可以进行简单的走势模拟。采用中性维持目前收益率不变，悲观下行 50bp、乐观上行 50bp 来看，长端利率下行的压力最快于年底显现。但责任准备金计提并不影响公司利润总额，在精算假设不变的情况下对内含价值和新业务价值并不会产生影响。

图 68：长端利率下行压力最快将于年底出现



资料来源：wind，华金证券研究所

四、盈利预测与估值分析

（一）EV 与 NBV 测算

目前平安寿险的长端收益率假定在 5% 左右，这也是国内险企普遍使用的收益率假设，基于平安资产端的久期配置我们认为即使在低利率环境下，目前时点来看 5% 的投资收益率假设是可以维持的。同时贴现率基于审慎监管要求假定为 11%，而收益率假设及贴现率假设正是我们进行 EV 测算的基础。

NBV：我们从 NBV（新业务价值）增长的双因子即 NBVM（新业务价值率）和 FPY（首年保费）的假设开启。基于平安寿险的大个险优势，虽代理人清虚下新单增速暂时承压，同时考虑到目前转型期 NBVM 已经达到较高位置，保守估计 NBVM 需三年达到 50%，但目前来说高 NBVM 对 NBV 拉动明显。综合测得 2019-2021NBV 分别为 778.63、952.92、1187.97 亿元，同比增速分别为 7.70%、22.38%、24.67%。

EV：从平安披露的 EV 增长路径逐步测算，主要分为内含价值预期回报及新业务价值创造。预期回报我们采取在调整净资产和扣偿后有效业务价值按照收益率假设及贴现率稳定释放，而新业务价值创造保守采用一年新业务价值，据此我们测得 2019-2021 寿险 EV 分别为 0.80、0.96、1.15 万亿元，折合至集团分别为 1.24、1.47、1.76 万亿元。

表 2：平安寿险新业务价值及内含价值预测（亿元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
调整净资产价值	1839	2129	2866	3513	4307
扣偿有效业务价值	3125	4003	5174	6051	7144
期末内含价值	4964	6132	8040	9564	11451
新业务价值	674	723	779	953	1188

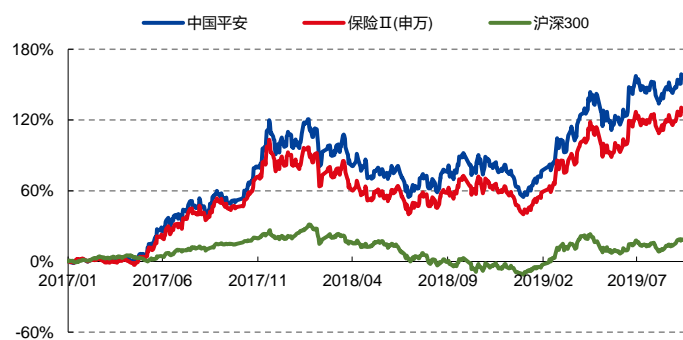
资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）P/EV 相对估值

我们以内含价值和新业务价值双重考量，假设友邦已得到充分且公允评估，以友邦 P/EV 为参考标准。按 9 月 25 日收盘价为参考，中国平安 2019-2021 年 P/EV 值为 1.31x、1.10x 及 0.92x，考虑到友邦 2019 对应 P/EV 为 1.94x，且国内精算假设更为保守（主要体现在折现率更高），若折算至同口径比较友邦 P/EV 则更高。

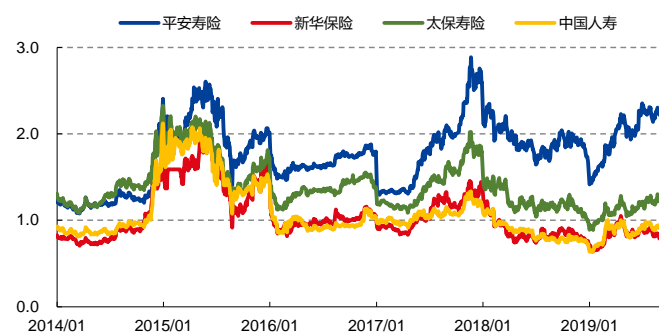
中国平安基于优秀的保险禀赋、强大的综合金融实力，在 2017 年保险板块走出独立行情以来表现始终优于行业，持续受到市场的青睐，这和公司坚定的基本面不无关系。诚然，今年以来上市险企估值得到一定的修复，尤其是平安，折算至寿险目前 P/EV 已在 2.0x 左右徘徊，但我们更应看到平安的长期成长空间。基于此，从公司基本面角度值得长期看好。值得注意的是，公司目前估值已达到较高水平，短期或有回调，需密切关注四季度 NBV 增速改善及 2020 年开门红。

图 69：中国平安领涨保险板块



资料来源：wind，华金证券研究所

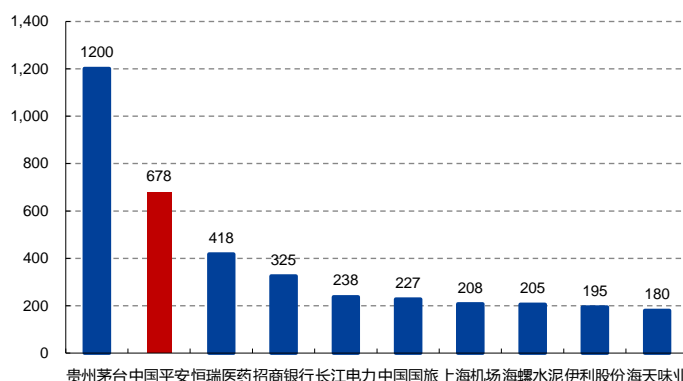
图 70：平安享有更高的估值



资料来源：wind，华金证券研究所

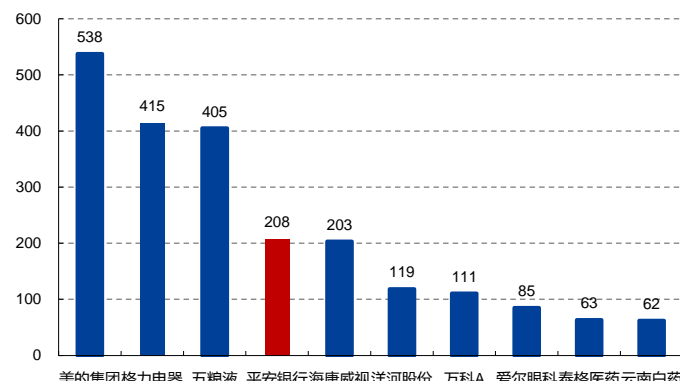
此外，中国平安一直被“smart money”即北上外资所青睐，截止 9 月 24 日，外资通过沪港通持股平安 678 亿元市值。基于发达国家成熟的保险市场，以及机构长时间的险企投资经验，我们认为对于平安的青睐正是对其经营业绩的肯定和前景的看好。

图 71：外资持股情况（沪港通；亿元；2019/9/24）



资料来源：wind，华金证券研究所

图 72：外资持股情况（深港通；亿元；2019/9/24）



资料来源：wind，华金证券研究所

基于此，从基本面角度我们长期看好平安寿险，但考虑到公司目前估值已达到较高水平，短期或有回调，因此我们将公司风险评级由“A”下调至“B”。此外我们认为进入四季度，需密切关注 NBV 增速改善情况及 2020 年开门红。

风险提示

长端利率下行、资本市场波动、长期保障型产品销售不及预期、监管政策变化、代理人大幅下滑。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

资产负债表

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
保费业务收入	605035	719556	829604	955674	1132064	货币资金	568399	474059	438816	500863	569415
减：分出保费	17420	19417	23465	27043	31563	拆出资金	60415	74434	96843	102802	109130
提取未到期责任准备金	14625	22436	23286	23462	23350	买入返售金融资产	99296	92951	104409	107881	113323
已赚保费	572990	677703	782853	905170	1077151	应收款项	72051	22798	22009	24210	26631
银行业务利息净收入	74885	74783	86656	93611	101384	长期应收款	112028	165214	173219	190541	209595
非保险业务手续费及佣金净收入	37808	37191	44267	51522	61016	发放贷款及垫款	1660864	1929842	2131122	2347358	2585581
非银行业务利息收入	88376	88546	101003	113028	128139	定期存款	154077	172033	197385	224559	258197
投资净收益	67543	74589	102837	102628	105177	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	153064	824939	912199	1025113	1158576
公允价值变动净收益	3271	(28284)	716	768	825	可供出售金融资产	763284				
汇兑净收益	(128)	(946)	104	126	151	持有至到期投资	1243768				
其他收益	2060	2785	917	752	752	应收账款类投资	847198				
其他业务收入	44078	50503	56881	61940	65047	债权投资		2075151	2262223	2478163	2750977
资产处置收益	(1)	(38)	(37)	(20)	(20)	其他债券投资及其他权益工具投资		533540	631234	705001	796117
营业收入	890882	976832	1176198	1329525	1539620	占合营企业与联营企业的权益	86207	154895	201191	272047	375176
						其他	672424	623104	684008	832763	920094
退保金	20519	21539	24744	25538	30928	资产合计	6493075	7142960	7854658	8811301	9872812
赔付支出	159113	203323	236779	277615	320742						
减：摊回赔付支出	8923	9466	11708	13952	16746	短期借款	90310	93627	101879	111804	122721
提取保险责任准备金	220024	190990	229768	285301	359559	银行同业及其他金融机构存放款项	422379	387096	322312	276035	244952
减：摊回保险责任准备金	492	642	(1733)	(1978)	(2306)	卖出回购金融资产款	133981	189028	222196	245271	270778
准备金						代理买卖证券款	22291	25315	27702	30473	33520
保户红利支出	13129	16445	14675	14443	13934	应付款项	8522	9779	10412	11147	11955
分保费用	28	11	(360)	(357)	(355)	应付保单红利	45622	52591	55370	59809	65114
税金及附加	3735	3884	5470	6035	6667	吸收存款	1930404	2089029	2336875	2615990	2902204
手续费及佣金支出	114559	130383	143555	162690	190008	保户储金及投资款	548846	622915	694005	786324	868702
管理费用	139688	147697	168037	177596	189286	保险合同准备金	1391548	1605411	1860107	2155234	2497209
减：摊回分保费用	6728	7966	(352)	(352)	(352)	长期借款	109165	148069	155638	167839	181261
非银行利息支出	11167	18227	18466	18982	19720	应付债券	451283	556875	611881	635050	659854
其他业务成本	45054	45255	53512	54502	55929	其他	750807	679582	767469	850173	944222
资产与信用减值损失	45251	53814	64579	67154	76439	负债合计	5905158	6459317	7165846	7945147	8802491
营业支出	756124	813494	949602	1077876	1248770						
营业利润	134758	163338	226596	251649	290850	股本	18280	18280	18280	18280	18280
税前利润	134740	163151	226385	251445	290652	资本公积金	120934	131148	13200	13200	13200
所得税	34762	42699	62437	69712	81281	其它综合收益	40146	4940	0	0	0
净利润	99978	120452	163948	181734	209371	盈余公积金	12164	12164	12164	12164	12164
归属于母公司股东的净利润	89088	107404	151365	167623	193288						
利润											

少数股东权益	10890	13048	12584	14111	16083	一般风险准备	44964	55794	56352	56915	57485
						未分配利润	236863	334182	464830	609687	776535
						归属于母公司所有者权益	473351	556508	564826	710246	877663
						合计					
主要财务指标						少数股东权益	114566	127135	123986	155908	192658
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	所有者权益合计	587917	683643	688812	866154	1070321
业绩和估值						负债及股东权益总计	6493075	7142960	7854658	8811301	9872812
EPS(元)	4.99	6.02	8.28	9.17	10.57						
BVPS(元)	25.89	30.44	30.90	38.85	48.01	保险相关指标					
PE(X)	17.79	14.75	10.72	9.68	8.40		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
PB(X)	3.43	2.92	2.87	2.28	1.85	寿险内含价值 (百万元)					
P/EV(寿险)			1.31	1.10	0.92	调整后净资产	183920	212922	286573	351300	430736
P/EV(集团)			2.02	1.70	1.42	扣偿后有效业务价值	312459	400301	517441	605109	714402
盈利能力						内含价值	496379	613223	804014	956409	1145138
						一年新业务价值	67357	72294	77863	95292	118797
净投资收益率	5.7%	5.2%	5.2%	5.0%	5.0%						
总投资收益率	6.0%	3.7%	5.5%	5.0%	5.0%	偿付能力充足率 (%)					
财产险综合成本率	96.2%	96.0%	95.5%	95.0%	95.0%	偿付能力充足率 (寿险)	214.9%	216.4%	220.0%	225.0%	230.0%
财产险赔付率	56.6%	54.9%	55.0%	55.0%	55.0%	偿付能力充足率 (产险)	234.1%	218.8%	220.0%	225.0%	230.0%
财产险费用率	36.6%	41.1%	40.5%	40.5%	40.5%	偿付能力充足率 (集团)	217.5%	223.8%	230.0%	235.0%	240.0%

资料来源：贝格数据，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师

声明

崔晓雁声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn