

# 中国平安 (601318)

证券研究报告

2018 年 10 月 09 日

## 寿险为盾，生态为剑，科技为魂

### 投资要点：

平安集团战略布局领先，打造“金融+生活服务”多场景多平台，且通过“一站式服务”，推动客户数量和客均利润双提升。平安寿险拥有“综合金融+科技武装+城区经营”的独特优势，代理人队伍收入、留存与品质积累较优，2012-2017 年 NBV 年均复合增速高达 33%，且 2018 上半年实现逆势增长，EV 的成长性和稳定性均显著领先同业。科技板块聚焦五大生态圈，探索“流量变现+科技输出”的盈利模式，已孵化多家独角兽，预计未来将不断带来新的利润与价值增量。分部估值法得到目标价 87.28 元，“买入”评级。

**中国平安**聚焦“金融+生态”，应用创新科技，搭建各类服务平台，驱动利润持续增长。1) 平安的盈利能力持续领先同业，2004 年以来净利润、净资产、内含价值的年均复合增长率均高于 20%。2) 个人业务的利润增长空间很大。2018 年中，平安已拥有 4.9 亿互联网用户数和 1.8 亿客户数，客均合同数 2.4 件，31% 的客户拥有多个子公司合同。广大的用户基础和客户数量以及多样化的客户迁徙路径可促进个人业务利润不断增长。3) 科技布局领先，智能认知、人工智能、区块链、云等四大核心技术成果显著，应用场景丰富，对内提质增效，对外科技变现。

**平安寿险**作为“价值经营”的领军者，EV 具有卓越的成长性和稳定性。1) 2012-2017 年 NBV 年均复合增速高达 33%，2018 年上半年也逆势实现正增长，预计全年增速亦领先同业。更高的 NBV 年均复合增速（NBV/期初 EV 更高）使得寿险 EV 的成长性最佳，2014 年以来平安寿险的 ROEV 持续领先同业，并且领先幅度不断扩大。2) 平安寿险拥有“综合金融+科技武装+城区经营”三大优势，这些优势均可在中长期存在。代理人月均收入已超过 6000 元，显著高于社平工资和同业水平，有利于队伍的长期留存与品质提升。3) 平安年均投资收益率领先于同业，并且“（投资偏差+市场价值调整）/期初 EV”的波动性更小使得 EV 的稳定性同样更优。

**平安科技**板块聚焦五大生态圈，“流量变现+科技输出”，贡献价值增量。1) 平安目前着力发展“金融、医疗、汽车、房产、智慧城市”五大生态圈，已孵化了陆金所控股、金融壹账通、平安好医生、平安医保科技等四只“独角兽”。2) 金融科技与医疗科技的各项业务快速发展，2018 上半年贡献利润已达 42 亿元，利润占比达到 7.2%。随着未来更多业态逐步迈入盈利期，我们预计利润贡献有望加速。

**风险提示：**1) 长端利率趋势下行；2) 股票市场大跌；3) 保障险保费增长不及预期或新业务价值率大幅下降；保险代理人增长不及预期。

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	712453	890882	976179	1152059	1334360
(+/-)YoY(%)	14.9%	25.0%	9.6%	18.0%	15.8%
净利润（百万元）	62394	89088	118346	147561	176584
(+/-)YoY(%)	15.1%	42.8%	32.8%	24.7%	19.7%
EPS（元）	3.41	4.87	6.47	8.07	9.66
P/E	18.98	13.29	10.01	8.02	6.71
BVPS（元）	20.98	25.89	27.78	33.96	40.89
EV（元）	34.89	45.14	54.42	65.37	78.33
1YrVNB（元）	2.78	3.68	4.03	4.70	5.54

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	非银金融/保险
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	64.78 元
目标价格	87.28 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	10,832.66
流通 A 股股本(百万股)	10,832.66
A 股总市值(百万元)	701,740.01
流通 A 股市值(百万元)	701,740.01
每股净资产(元)	28.23
资产负债率(%)	90.73
一年内最高/最低(元)	81.28/53.81

### 作者

**罗钻辉** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518060005  
luozuanhui@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《中国平安-公司点评:FRS9 放大净利润波动，全年 NBV 增速有望两位数》2018-05-07
- 《中国平安-年报点评报告:价值利润数据表现良好，2018 年基础管理优势将体现》2018-03-28
- 《中国平安-公司点评:健康医疗科技公司业务全解读和对平安市值影响测算》2018-02-01



## 内容目录

1. 平安集团	5
1.1. 盈利新蓝海：搭金融生活服务平台，建生态圈，深挖个人客户价值	5
1.2. 科技赋能：对内提质增效，对外科技变现	6
1.3. 平安 30 年历程：从保险业务，到综合金融，再到“金融+科技”和“金融+生态”	8
1.4. 盈利结构：平安寿险利润贡献最高，科技板块利润贡献提升	9
2. 平安寿险：NBV 逆势增长，EV 成长性和稳定性最高	10
2.1. 平安寿险 ROEV 高于其他公司，主要由 NBV 稳定增长带来	10
2.2. NBV 增长的深层支撑：制度和文化内核、“综合金融+科技”的平台和战略、城区经营的先发优势	11
3. 平安科技板块：筑造五大生态圈，探索“流量变现+科技输出”的盈利新路径	14
3.1. 金融服务生态圈	14
3.1.1. 陆金所控股：行业龙头金融资产交易平台，已进入利润高增长阶段	15
3.1.2. 金融壹账通：向中小金融机构输出金融科技，探索科技变现	15
3.1.3. 对标分析：平安金融服务生态圈 VS 阿里巴巴蚂蚁金服	15
3.2. 医疗健康生态圈	16
3.2.1. 平安好医生：营业收入高速增长	17
3.2.2. 平安医保科技：面向医保、商保、个人用户，输出“管理式医疗”科技服务	19
3.3. 汽车服务生态圈	19
3.4. 房产服务生态圈	20
3.5. 智慧城市生态圈	21
4. 中国平安估值与投资建议	22
4.1. 平安寿险估值：业务发展稳定性和成长性最高，给予 1.8 倍寿险 2018P/EV	22
4.1.1. 平安寿险 NBV 预估	22
4.1.2. 平安寿险 EV 预估	22
4.1.3. 平安寿险估值	23
4.2. 平安产险估值：保费增速和盈利能力均领先，给予 1.5 倍 PB	23
4.3. 平安科技板块估值	24
4.4. 整体估值与投资建议：分部估值目标价 87.28 元，继续推荐	25

## 图表目录

图 1：平安商业模式	5
图 2：平安个人业务利润	5
图 3：平安集团互联网用户数	6
图 4：平安集团客户数	6
图 5：客均合同数及持有多家子公司合同的客户占比	6
图 6：平安客均利润情况（单位：元）	6

图 7: 平安科技赋能示意图 .....	7
图 8: 平安科研人员数量 (单位: 人) .....	7
图 9: 科技专利申请数量 (单位: 个) .....	7
图 10: 平安业务分布 .....	9
图 11: 平安归母净利润构成 .....	9
图 12: 平安归母股东权益构成 .....	9
图 13: 平安寿险 EV 占比 .....	10
图 14: 上市公司寿险 ROEV .....	10
图 15: 上市公司寿险 “NBV/期初 EV” .....	11
图 16: 上市公司寿险 NBV 同比增长 .....	11
图 17: 上市保险公司总投资收益率 .....	11
图 18: 上市保险公司的 (投资偏差+市场价值调整) / 寿险期初 EV .....	11
图 19: 保险公司代理人收入和社平工资比较 (单位: 元) .....	12
图 20: 平安代理人收入增速和人均 FYP 增速 .....	12
图 21: 平安科技武装代理人 .....	13
图 22: 2018H 分地区原保险保费收入市场份额 .....	14
图 23: 2017 年寿险深密度比较 (单位: 元/%) .....	14
图 24: 平安金融服务生态圈架构 .....	15
图 25: 陆金所用户/客户数 (单位: 万) .....	15
图 26: 陆金所交易规模 (单位: 百万元) .....	15
图 27: 平安医疗健康生态圈 .....	17
图 28: 平安好医生业务模式 .....	18
图 29: 平安好医生营业收入 (单位: 百万) .....	18
图 30: 2018H 平安好医生营业收入构成 .....	18
图 31: 平安好医生注册用户和活跃用户 .....	19
图 32: 平安好医生日均在线咨询量 .....	19
图 33: 平安医保科技业务模式 .....	19
图 34: 平安汽车服务生态圈 .....	20
图 35: 2018H 汽车之家营业收入结构 .....	20
图 36: 龙头汽车 APP 月均活跃用户比较 (单位: 万) .....	20
图 37: 平安房产服务生态圈 .....	21
图 38: 平安智慧城市生态圈 .....	21
图 39: 友邦 2018 P/EV 变动 (倍) .....	23
图 40: 三大产险公司 ROE .....	24
图 41: 三大产险公司综合成本率 .....	24
图 42: 中国财险历史 PB .....	24
表 1: 平安核心技术成果及应用场景 .....	8
表 2: 新业务价值预估 .....	22
表 3: 内含价值变动预估 .....	22
表 4: 平安寿险估值 .....	23

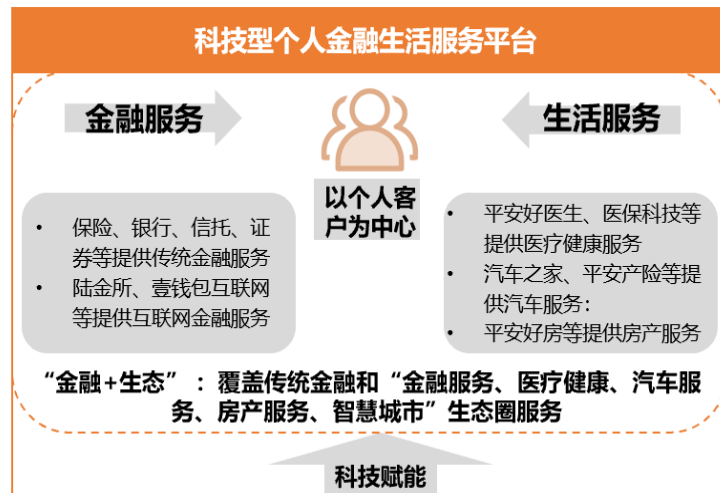
表 5：平安产险估值 .....	24
表 6：平安科技板块估值 .....	25
表 7：中国平安分部估值表（百万元） .....	25
表 8：上市保险公司估值及盈利预测 .....	27

## 1. 平安集团

### 1.1. 盈利新蓝海：搭金融生活服务平台，建生态圈，深挖个人客户价值

平安坚持“以个人客户为中心”，围绕个人客户的“风险保障”、“财富管理”、“医食住行玩”等场景，通过各子公司的产品及服务打造集合型的服务平台，为客户提供全方位和一站式服务，构建覆盖了金融及生活需求的大生态圈。平安将通过“金融+生态”商业模式，使各生态圈的产品和服务更加多元化，并获取海量的用户和数据流量。这些流量来源于广覆盖的金融和生活场景，具有很强的广度和深度。待用户进入生态圈，平安可凭借优质的服务和多样化的产品，实现从用户到客户的转化，进而带来客户粘度（客均合同数）和客户价值（客均利润）的提升，撬动盈利的新蓝海。

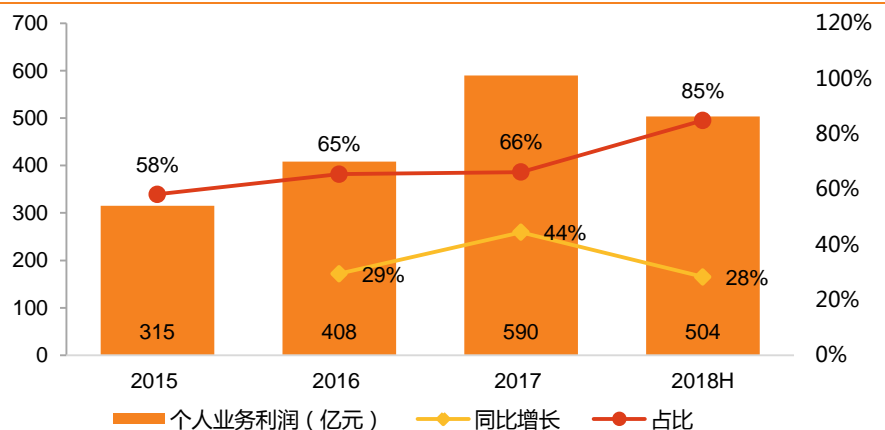
图 1：平安商业模式



资料来源：公司年报信息整理，天风证券研究所

个人业务是平安利润的主要来源，其利润占比已从 2015 年的 58% 逐年提升至 2018 年上半年的 85%。个人业务的高速增长来源于客户数量、客均合同数量及产品盈利能力的提升。

图 2：平安个人业务利润

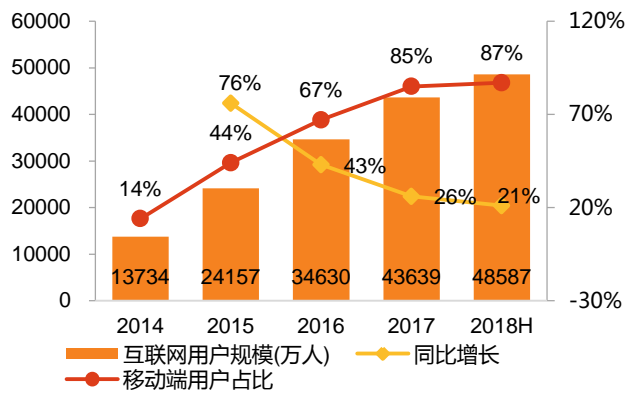


资料来源：公司年报/中报，天风证券研究所，2015-2017 为净利润，2018 上半年为营运利润

2018 上半年末，平安集团互联网用户数高达 4.86 亿人，较 14 年末增长了 2.5 倍。随着线上场景的增多，预计未来 3 年互联网用户规模的同比增速仍能保持在 15-20% 的高位。互联网用户已成为平安个人客户的重要增量来源，2018 上半年新增客户(2581 万人)中有 32.7% 来自集团五大生态圈的互联网用户，我们预计未来个人客户数量(2018H1 为 1.79 亿人)的同比增速将高于互联网用户，未来 3 年有望达到 20-25%。随着平安综合金融战略深化，

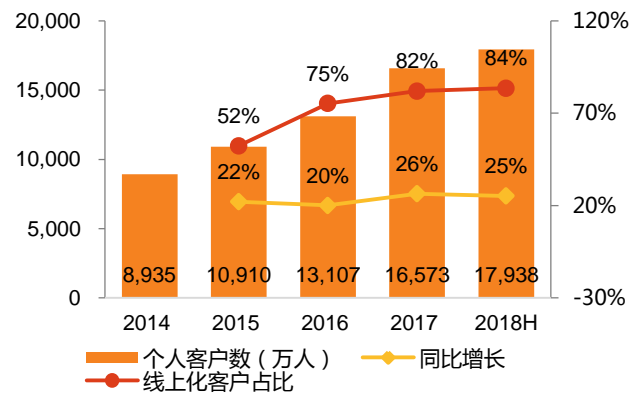
客户在各产品线中交叉渗透程度不断提高，客均合同数量预计未来 3 年将以 5% 的增速同比提升，持有多家子公司合同的客户占比将不断上升，这将势必带来客均收入/利润的持续上扬。综上，个人客户数量和客均收入/利润的双重提升是平安集团业绩增长的根本保证，但其前提是金融业务的利润率稳定。

图 3：平安集团互联网用户数



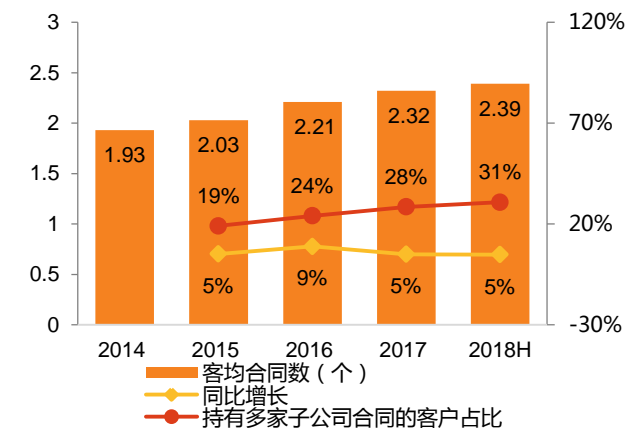
资料来源：公司年报/中报，天风证券研究所

图 4：平安集团客户数



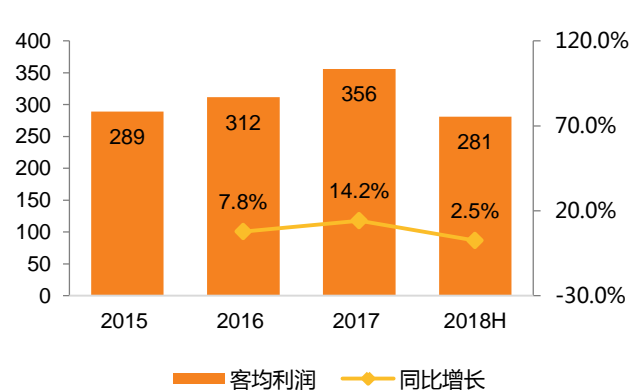
资料来源：公司年报/中报，天风证券研究所

图 5：客均合同数及持有多家子公司合同的客户占比



资料来源：公司年报/中报，天风证券研究所

图 6：平安客均利润情况（单位：元）



资料来源：公司年报/中报，天风证券研究所，2015-2017 为净利润，2018 上半年为营运利润

## 1.2. 科技赋能：对内提质增效，对外科技变现

平安的科技布局行业领先，近十年公司累计投入了 500 多亿元进行科技研发，未来还将持续加大科技研发投入。智能认知、人工智能、区块链、云技术等四大核心科技成果斐然，科技对内能够加强场景应用，助力业务降本增效，强化风险管理，打造客户极致体验，提升业务竞争力；对外能够输出创新科技及服务，加快科技成果转化。科技赋能与科技输出对平安业绩与价值的提升效果极难量化，因此往往被市场忽视，而这恰可成为平安集团业绩长期超预期的根本源泉。

图 7：平安科技赋能示意图

对内：提质增效，提升竞争力

- 提升效率
- 降低成本
- 改善体验
- 强化风控

平安四大核心科技

智能认知

人工智能

区块链

云技术

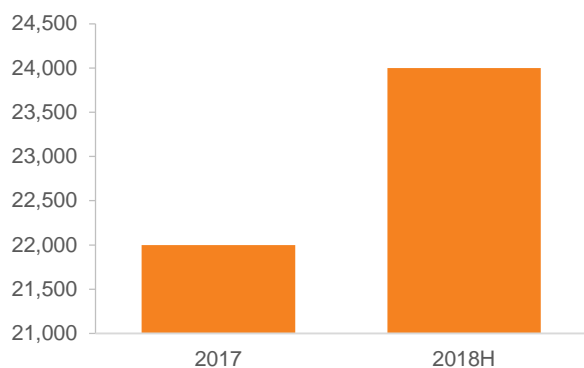
对外：输出服务，价值变现

- 金融服务生态圈
- 医疗健康生态圈
- 汽车服务生态圈
- 房产服务生态圈
- 智慧城市生态圈

资料来源：根据平安开放日报告整理，天风证券研究所

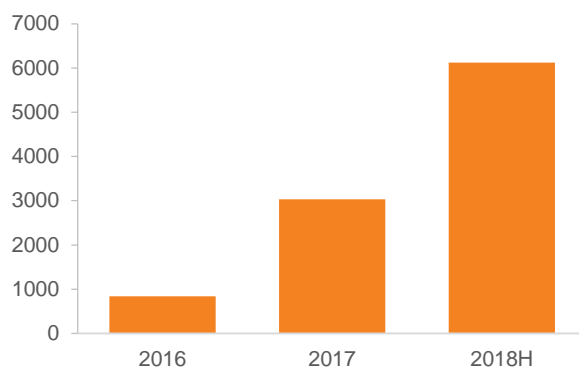
平安科技研发与应用成果显著。截至 2018 年 6 月 30 日，科技专利申请数累计达 6121 项，较 2016 年末增长了 6.3 倍，四大核心技术成果应用场景广泛。

图 8：平安科研人员数量（单位：人）



资料来源：公司年报/中报，天风证券研究所

图 9：科技专利申请数量（单位：个）



资料来源：公司年报/中报，天风证券研究所，2016 年数据根据 2017 年披露数据反算



表 1：平安核心技术成果及应用场景

科技成果		应用场景
智能认知	人脸识别技术识别准确率达 99.8%	应用于智能贷款、智能风控、智能客服、智能家居等场景，已应用于近 70 家金融及非金融机构。
	声纹识别技术 1 秒内识别准确率达 99.7%	
人工智能	表情识别技术识别准确率 95.8%，在 OMG 国际微表情评测中排名第一	金融领域，应用于代理人管理、保险电销、客户服务、车险理赔、风险管理等场景。医疗领域，辅助医疗机构提升医疗效率，包括智能疾病预测、智能分诊导诊、智能医疗影像筛查、智能辅助诊疗、智慧用药、智能 ICU 重症管理等。智慧城市领域，应用于交通、教育、口岸、安防、环保、生活等多个方面。
	智能预测、智能风控、智能服务等	
区块链	平安壹账链	已应用于跨境贸易与供应链金融、基建与 PPP、医药与医疗器械、保险、环保、汽车、房地产等 7 大场景，建立了 37,000 多个区块链节点，覆盖近 4 万家机构。已与香港金融管理局以及多家香港核心银行合作，推出以区块链为基础的贸易融资平台。
云技术	平安云（获得 9 项国内外权威认证）	承载万亿级资产规模的集团核心业务，并为金融、医疗、汽车、房产、智慧城市等领域用户提供高效、安全的云服务。截至 2017 年末平安专有云已向 415 家银行、14 家保险公司提供服务。

资料来源：公司年报/中报，天风证券研究所

### 1.3. 平安 30 年历程：从保险业务，到综合金融，再到“金融+科技”和“金融+生态”

历经保险业务-综合金融-“金融+科技”30 年的发展，平安已成为全国最大的综合金融服务提供商，为探索“金融+生态”商业模式奠定了坚实的基础。

**第一阶段（1988-1998）探索现代保险、搭建机制平台：**1988 年平安保险公司成立，开始经营产险业务。1994 年开始率先引进个人营销体系，推行个人寿险营销业务。平安不断优化股权结构，先后引入摩根士丹利、高盛公司、汇丰等海外投资者，较早形成了多元化的股权结构。同时，与台湾国华人寿、日本第一生命等国外成熟险企合作，吸收学习国际先进管理制度和国际化标准，搭建了以保险为主业的现代化经营平台。

**第二阶段（1998-2008）专注保险经营、探索综合金融：**平安早在 1995 年就开始布局综合金融业务，在 95、96 年先后成立了证券公司和信托公司。1998 年，在平安的全国工作会议上，马明哲先生作《构建跨世纪远景，实施新时期战略》报告，提出平安下一个十年将朝着“国际一流的综合金融服务集团”目标迈进。2003 年开始在平安集团的统筹下进行综合金融布局。通过 2003 年以来的一系列收购、兼并、整合，建立起了全国性的银行业务布局，实现金融全牌照。2006 年，平安全国运营管理中心在上海张江正式投入运营，率先在中国金融保险行业引入“金融工厂”概念，用统一的大后台为前线金融产品提供全方位的支持和服务。这一时期，平安从前线业务和后台支持上初步建立起“一个客户、一个账户、多个产品、一站式服务”的综合金融体系。

**第三阶段（2008-2018）强化综合金融实践、探索“金融+科技”：**在这一阶段，平安贯彻“科技引领金融”，明确“以个人客户为中心”的经营理念，在不断完善传统综合金融业务的同时，开始布局互联网与科技板块。2012 年，陆金所成立，平安互联网金融开启全面布局。2014 年开始，随着平安好房、平安好医生等公司成立，平安深化“互联网+综合金融”模式，围绕“医、食、住、行、玩”生活场景为客户提供一站式服务，平安的发展愿景也从“个人综合金融服务提供商”拓展为“个人金融生活服务提供商”。在科技运用方面，平安于 2010 年率先推出 MIT 移动展业平台，随后通过“E 行销”、“口袋 E”、“展 E 宝”等工具，在全销售流程上武装代理人，2015 年推出面向个人客户的平安人寿“E 服务”APP（后更名为“金管家”APP），打造成为联动线上、线下的移动综合金融生活服务平台。2017 年，平安确立“金融+科技”双驱动战略，以人工智能、区块链、云、大数据和安全五大核心技术为基础，深度聚焦金融科技与医疗科技两大领域，对内提质增效，提升

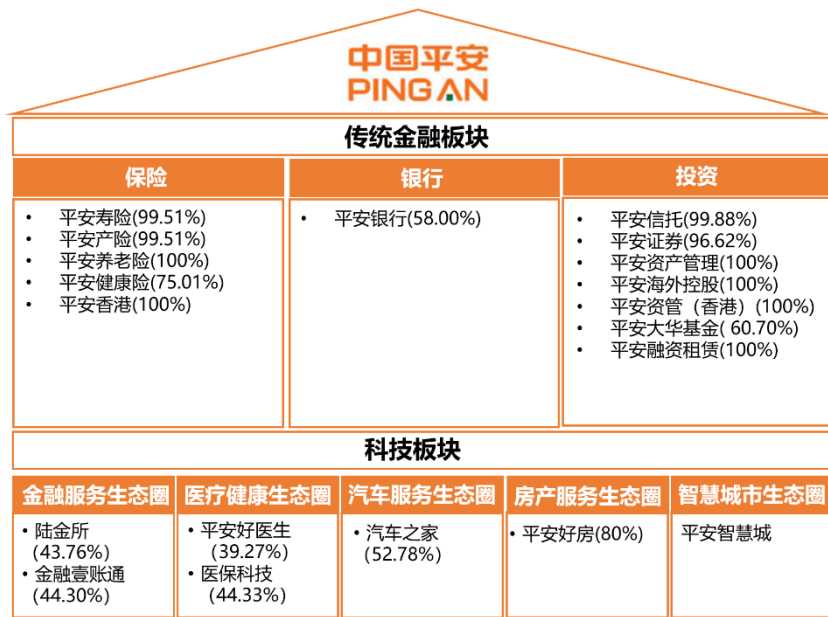


传统金融业务的竞争力，对外通过输出创新科技与服务，促进科技成果转化价值。

#### 1.4. 盈利结构：平安寿险利润贡献最高，科技板块利润贡献提升

平安借助旗下平安寿险、平安产险、平安养老险、平安健康险、平安银行、平安信托、平安证券、平安资产管理及平安融资租赁等公司经营保险、银行、资产管理三大核心金融业务，借助陆金所控股、平安好医生、金融壹账通、平安医保科技、汽车之家等公司经营金融科技与医疗科技业务，向客户提供多种金融产品和服务

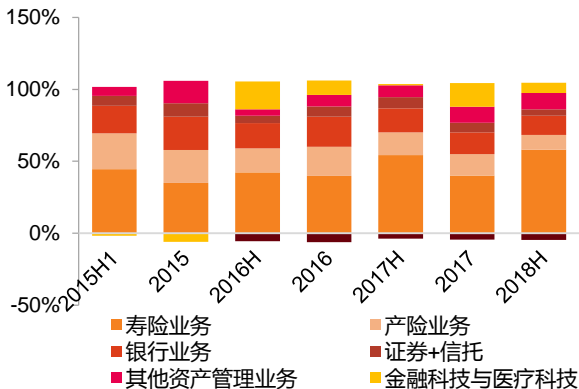
图 10：平安业务分布



资料来源：年报/官网信息整理，天风证券研究所

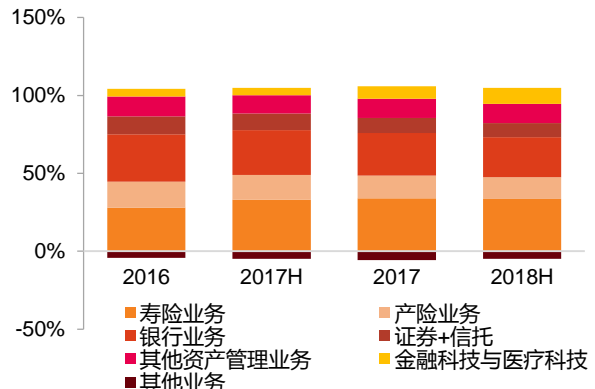
从利润的构成来看，寿险业务是集团利润的主要来源，产险、银行、证券和信托利润占比之和低于寿险且逐年下降。金融和医疗科技利润贡献呈提升趋势（2016 年及 2017 年分别确认了普惠业务和平安好医生重组交易的利润，所以利润较高；2018 年上半年占比同比提升 6%），平安“金融+生态”的战略红利释放预计将会带来这一板块利润较快增长，预计其利润贡献将持续提升。从股东权益来看，寿险股东权益占比约 30%，科技板块占比持续提升。

图 11：平安归母净利润构成



资料来源：公司年报/中报，天风证券研究所

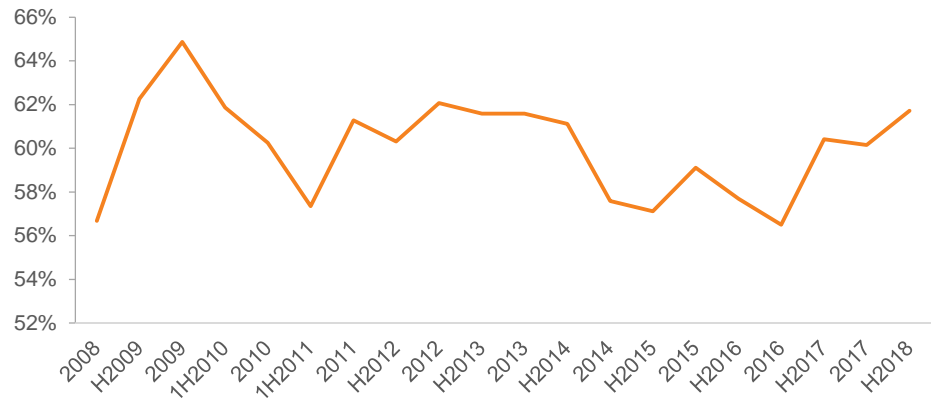
图 12：平安归母股东权益构成



资料来源：公司年报/中报，天风证券研究所

寿险具有经营长期负债的性质，需“额外”提取大量的准备金，而准备金中剩余边际摊销是未来稳定的利润来源。因此，单纯从股东权益角度来看寿险将会低估其价值，内含价值（调整后净资产+有效业务价值）更能衡量寿险业务价值贡献，平安寿险业务的内含价值贡献占比稳定在 60%以上，是集团稳定的价值来源。

图 13：平安寿险 EV 占比



资料来源：公司年报/中报数据整理，天风证券研究所

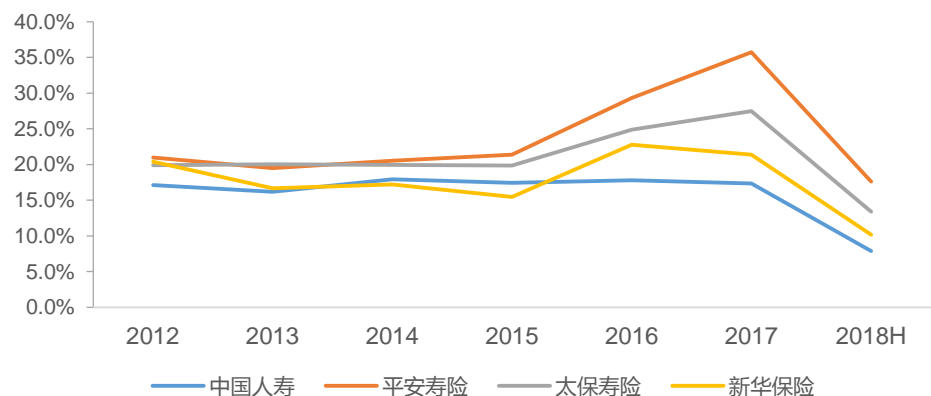
## 2. 平安寿险：NBV 逆势增长，EV 成长性和稳定性最高

若以新业务价值（NBV）为衡量标准，平安寿险已成为中国最大的寿险公司。在市场转型的攻坚期，平安寿险这艘巨轮仍然平稳前进，2018 上半年 NBV 增速逆势正增长，ROEV 远超同业。这主要得益于公司长期以来坚持保障理念，以长期保障型产品为发展重点，同时先于同业进行综合金融平台搭建、科技布局和城区经营，已取得了在行业整体转型过程中的先发优势，且这些优势能在中长期存在。

### 2.1. 平安寿险 ROEV 高于其他公司，主要由 NBV 稳定增长带来

平安披露的寿险内含价值营运回报率（ROEV）指标可用来衡量内含价值的成长性， $ROEV = (EV \text{ 预期回报} + NBV + \text{营运偏差}) / \text{期初寿险 EV}$ ，不计入投资偏差、市场价值调整、假设变更等短期影响因素，可以反映公司“稳定性价值”的成长性。自 2014 年开始，平安的 ROEV 持续领先太保、国寿、新华，且领先幅度不断扩大，预计这一趋势在中长期仍将保持。

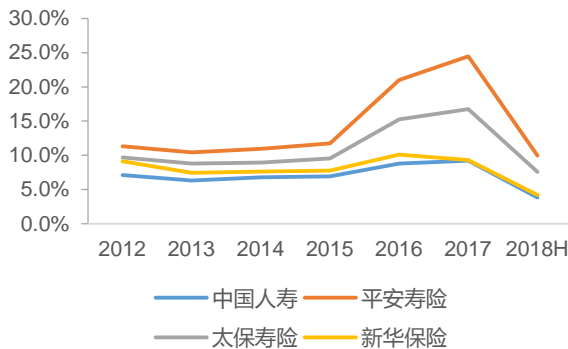
图 14：上市公司寿险 ROEV



资料来源：根据年报/中报数据整理，天风证券研究所

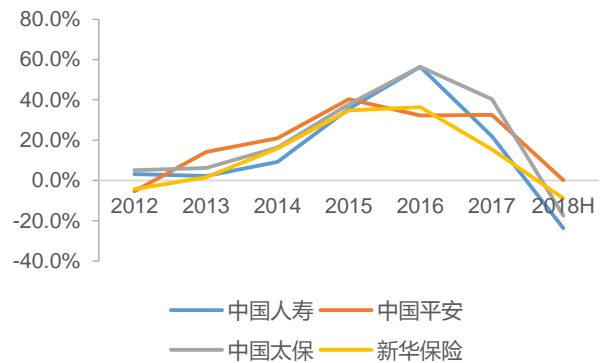
EV 的成长性主要取决于“NBV/期初 EV”，即 NBV 是 EV 增长的首要拉动因素。平安寿险 2012-2017 年 NBV 的年均复合增速为 33%，高于太保(+31%)、新华(+24%)、国寿(+24%)，2018 年上半年也逆势维持正增长。

图 15：上市公司寿险“NBV/期初 EV”



资料来源：公司年报/中报数据整理，天风证券研究所

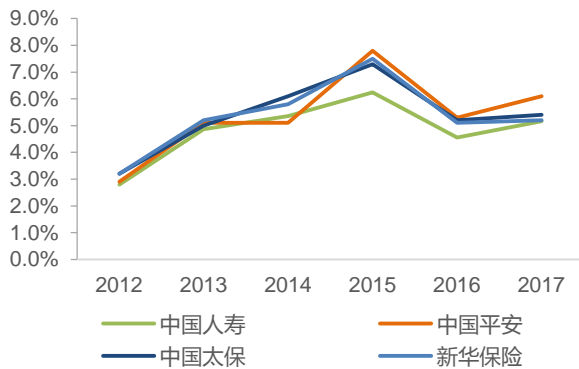
图 16：上市公司寿险 NBV 同比增长



资料来源：公司年报/中报，天风证券研究所

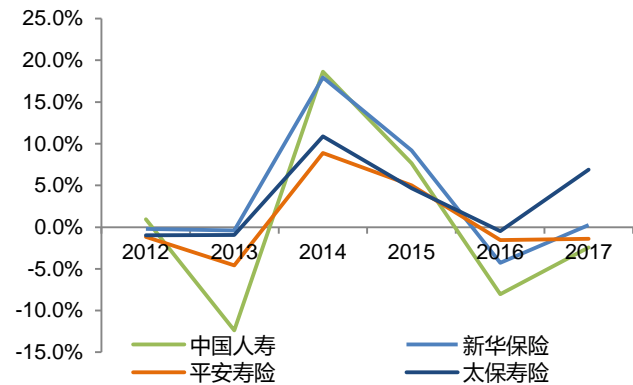
平安 EV 的稳定性同样更优，主要是源于“(投资偏差+市场价值调整)/期初 EV”的波动性更小。EV 的稳定性主要取决于投资偏差和市场价值调整等因素对于 EV 增长的影响程度，影响程度越小，则 EV 的稳定性越强。我们可以通过观察“(投资偏差+市场价值调整)/集团期初 EV”的波动性来进行判断。图 18 显示，平安寿险受到资本市场波动的影响程度显著小于其他公司。此外，平安的投资收益率水平亦高于其他同业。

图 17：上市保险公司总投资收益率



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 18：上市保险公司的(投资偏差+市场价值调整)/寿险期初 EV



资料来源：公司年报数据整理，天风证券研究所

## 2.2. NBV 增长的深层支撑：制度和文化内核、“综合金融+科技”的平台和战略、城区经营的先发优势

从直接驱动因素来看，平安新单保费增长和价值率提升双轮驱动着 NBV 高成长。新单保费增长源于代理人数量的高速增长（从 12 年的 51 万到 18H 的 140 万）及人均产能（月度）的稳步提升（从 12 年的 5795 元/人提升到 17 年的 8373 元/人）；价值率提升取决于险种结构优化，即高 NBV Margin 的长期保障型产品占比提升。

从内生动力来看，制度和文化内核、集团综合金融资源、科技布局的落地、以及城区经营的先发优势是平安寿险形成核心竞争力的内在支持。

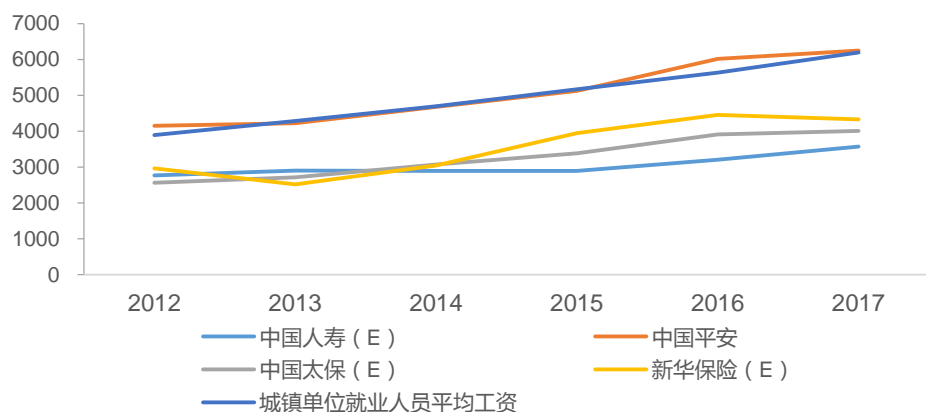
**制度和文化：**文化方面，平安寿险作为平安集团的全资子公司，其文化内核与集团一脉相

承，有两个核心点：危机意识和包容意识。平安一直倡导的“在竞争中求生存，在创新中求发展”、“高处即悬崖”的危机意识是平安寿险持续创新的源动力；平安的包容意识给予平安多元化的管理团队以及创新想法更大的发挥空间。制度方面，平安始终坚持以结果为导向的管理机制，对内勤员工遵循“竞争激励淘汰”的绩效考核，锻造出高强度的执行力；对代理人严格遵循基本法考核，未达到业绩考核则会被严格清退，筛选出更为优质的代理人。

**综合金融：**马明哲先生说过“大胜靠平台”，平安 20 多年来着力构建的综合金融平台对寿险业务提供了有利支持，借助不断完善综合金融生活平台引流、获客、粘客，促进寿险销售。平安发现销售寿险的最佳模式是在系列产品服务中，“将寿险作为第三个产品销售”。平安代理人可以将综合金融生活平台上的非寿险产品（如车险、信用卡等）作为第一个产品触点，然后通过渐进式的产品推荐和服务，达成寿险销售，还可以通过多样化的金融生活产品和服务提升客户粘度，促进老客户加保，形成“平安新客户-寿险新客户-加保老客户”盈利路径，推动客均利润和客户量的提升及代理人收入多元化。平安代理人收入在 6000 元以上，高于城镇社平工资，代理人收入中的 10%-15% 来源于交叉销售，代理人收入水平更加稳定，例如 2018 上半年代理人人均 FYP 下降 24%，而收入仅下降 5%，这有利于代理人留存。

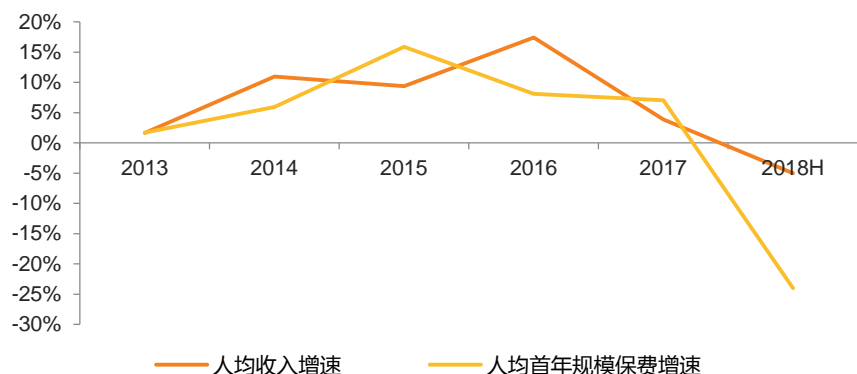
其他公司没有披露收入数据，但我们基于“每月人均首年保费”（假设“人均收入/人均首年保费”相同）推算出国寿、太保、新华代理人的月均收入为 3500-4300 元，明显低于城镇单位平均工资，因此面对的代理人留存压力将显著大于平安寿险。

图 19：保险公司代理人收入和社平工资比较（单位：元）



资料来源：年报数据整理，天风证券研究所

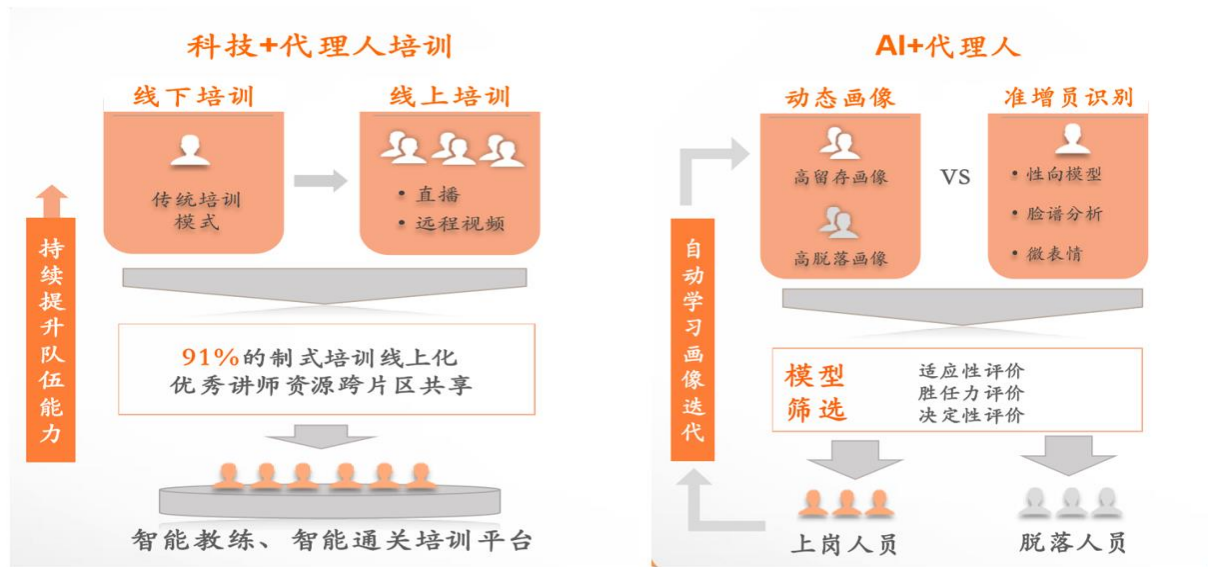
图 20：平安代理人收入增速和人均 FYP 增速



资料来源：年报/中报数据整理，天风证券研究所

**科技支撑：**平安寿险的科技布局走在行业前列，科技在销售和服务方面的应用成效不会快速显现，但中长期会对业务成长带来有力支撑。代理人管理方面，平安已经建立多个人工智能模型协助代理人，例如人工智能面试官根据高留存代理人大数据特征，在前端筛选出优质代理人，把控增员质量；人工智能产品通关，检验代理人学习成果；人工智能助理，给予代理人日常工作提醒和提问回答帮助；借助直播+远程视频技术，已实现 91%的制式培训线上化，同时根据代理人分类（资源型、专业型、科技型、勤奋型等）提供“千人千面”个性化培训；基于智能算法，对用户进行产品服务的最优推荐，推荐接触线索至客户及代理人。平安“智慧客服”应用 AI 技术不断升级业务甄别、风险定位、在线自助、空中门店四大核心能力，自上线以来累计受理空中业务超 83 万件，寿险整体客户净推荐率持续提升，客户体验的提升同样可以创造新的业务增量（通过推动老客户加保和转介绍），据了解，平安每年产生的新保费有 40%是来自于老客户的重复购买。

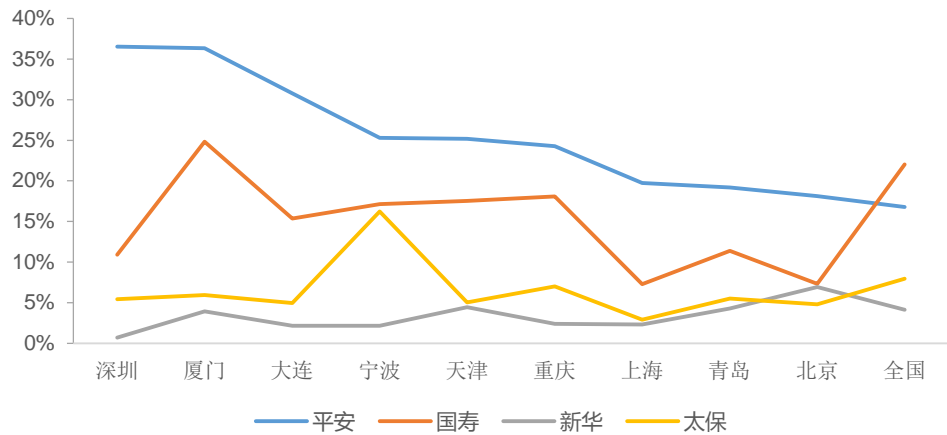
图 21：平安科技武装代理人



资料来源：中期业绩发布会报告，天风证券研究所

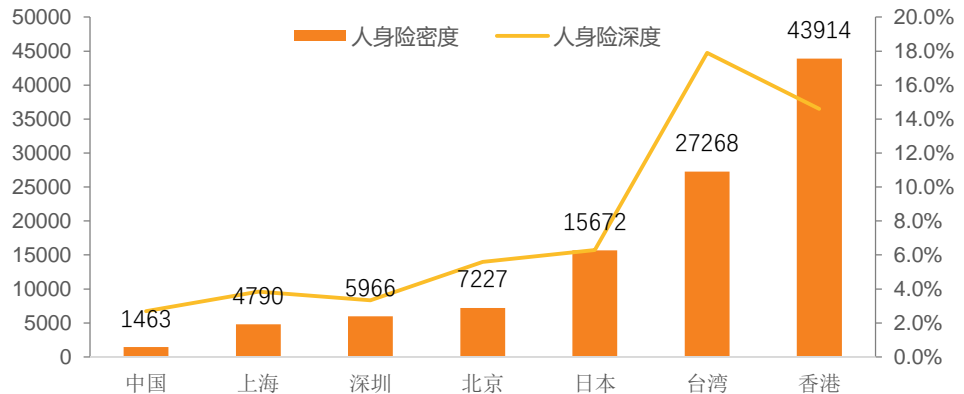
**城区经营：**平安从成立开始就持续深耕城区市场，城区市场人口密度大、人均收入水平高、保障意识较强，这些市场的客户量和客均保费会更高。平安在城区市场具有先入优势，以 9 个直辖市和计划单列市保费为例，平安在这些城市的保费占有率市场排名第一，远高于国寿、太保、新华。发达城市的寿险深密度普遍高于二、三线城市，但与发达市场比较，仍有较大的挖掘空间，平安对于这些城市客户的经营积累了更为丰富的经验，未来还将保持城区经营的优势。

图 22：2018H 分地区原保险保费收入市场份额



资料来源：银保监会网站，天风证券研究所

图 23：2017 年寿险深密度比较（单位：元/%）



资料来源：银保监会网站、统计局网站数据整理；sigma；天风证券研究所

### 3. 平安科技板块：筑造五大生态圈，探索“流量变现+科技输出”的盈利新路径

平安以人工智能、区块链、云、大数据等四大核心技术为基础，以平台和聚合者定位，构建金融服务、医疗健康、汽车、房产、智慧城市五大生态圈。通常创新型业务发展需经过搭建平台、聚集流量、提升收入三个阶段，最后实现盈利。平安整体的科技业务已经实现盈利，但 5 大生态圈中的很多新兴业态还属于前三个阶段，目前还未实现盈利，但预计未来有盈利成长空间，将会成为集团盈利的重要来源之一。

#### 3.1. 金融服务生态圈

平安已建立起“金融+科技”驱动发展的业务模式，通过金融壹账通、陆金所控股等子公司，为个人客户提供支付、财富管理、信贷服务，为金融机构和政府输出金融科技服务。金融服务生态圈主要有 3 条盈利路径：1) 通过金融生态平台提供付费金融服务实现盈利；2) 获取大量个人用户/客户流量，引流至传统金融业务或其他生态圈，实现用户/客户迁移；3) 向金融机构/政府输出金融科技，将科技转化为价值。



图 24：平安金融服务生态圈架构

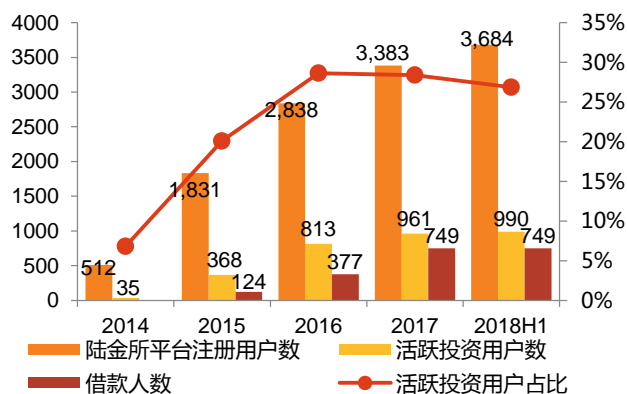


资料来源：根据平安开放日报告、公司年报/中报信息整理，天风证券研究所整理

### 3.1.1. 陆金所控股：行业龙头金融资产交易平台，已进入利润高速增长阶段

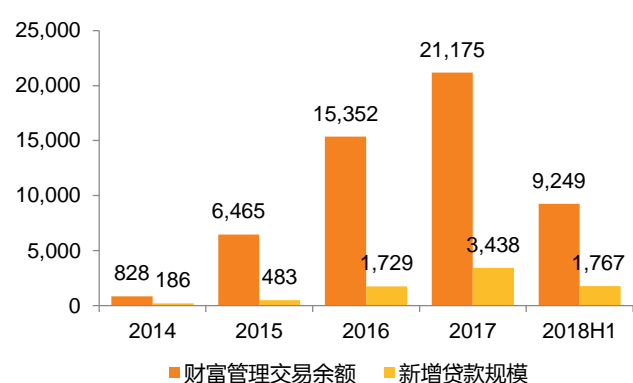
陆金所实施开放平台的战略，通过旗下的平安普惠、陆金所、重金所等子公司，致力于打造更广泛的金融资产交易平台。除 P2P 业务外，还成为包括银行、信托、证券、保险、公募基金、私募基金、地产/政府/大型企业、黄金等 8 个 B 端金融业务的入口，2017 年首次实现整体盈利，2018 年上半年盈利快速增长。

图 25：陆金所用户/客户数（单位：万）



资料来源：公司年报/中报，天风证券研究所

图 26：陆金所交易规模（单位：百万元）



资料来源：公司年报/中报，天风证券研究所

### 3.1.2. 金融壹账通：向中小金融机构输出金融科技，探索科技变现

金融壹账通的客户主要是中小金融机构，通过“3 朵云”输出金融科技帮助他们解决获客、产品、风险、运营、科技五大痛点。智能银行云围绕贷款、生活场景、聚合支付、理财产品，帮助银行经营客户，实现零售转型；智能保险云在理赔和运营领域输出解决方案，帮助中小保险公司提高运营效率和服务水平；智能投资云覆盖信托、私募、基金、证券，根据不同行业，构建不同企业风险特征动态画像。截至 2018 年 6 月底，金融壹账通已为 441 家银行、38 家保险公司、近 2,200 家非银金融机构提供金融科技服务，收费模式有固定收费（年费、专利使用费等）、交易收费（交易量收费、使用量收费等）、服务费（开发费用、运营及咨询费）、云服务费 4 种。金融壹账通前期科技投入较大，后期随着合作金融机构增多，科技收费增加的同时摊薄科技投入成本，预计盈利水平将有提升空间。

### 3.1.3. 对标分析：平安金融服务生态圈 vs 阿里巴巴蚂蚁金服

平安“支付+金融服务+技术输出”的金融生态圈与蚂蚁金服的金融版图类似，因此以蚂蚁金服作对标分析。

从核心优势来看，蚂蚁金服核心优势是累积用户规模庞大，支付是流量入口，多元化的支付场景带来广泛的用户基础与丰富的数据来源。平安金融服务生态圈核心优势是自有金融资源丰富，背靠大综合金融平台，可以为客户通过多样化的自有金融产品；流量多来源于各子公司的金融场景，更易于转化。

从未来发展的驱动力来看，蚂蚁金服“技术+全球化”双轮驱动，以做 TechFin 为定位，即重点做 tech（技术），帮金融机构做好 fin（金融），技术输出将成为未来最大收入来源；继续进行全球化扩张，打造全球支付网络。平安金融服务生态圈坚持“金融+科技”战略，拓宽金融服务场景，凭借集团用户资源、产品资源、渠道资源（代理人渠道，线上+线下销售）实现自身金融业务增长，同时发挥协同效应，提升集团整体盈利；输出金融科技，实现科技变现。

从具体的业务板块来看，平安金融服务生态圈和蚂蚁金服的业务都是由支付、金融服务、金融科技输出三大板块组成。

**支付板块：**支付宝和壹钱包分别为蚂蚁金服和平安服务生态圈的支付端。支付宝的支付业务是最重要的流量入口，是当前蚂蚁金服中规模最大的、营收占比最高的业务（占比超 50%）。壹钱包支付场景、用户数、交易规模大幅小于支付宝，但支付只是平安金融生态圈中很小的一环，平安各个业务板块的业务交易中产生的用户/客户流量才是平安最大的流量来源。支付宝用户流量规模绝对领先，平安流量深度更强。支付宝的很多流量来自于金融弱相关领域，如外卖支付、线下商店支付等，这些流量转化难度大；平安的流量更多的来源于金融相关场景，经过实名认证，与金融的关联强度高，更易转化和迁徙。

**金融服务板块：**支付宝通过支付宝平台、蚂蚁财富、网商银行提供理财、信贷、保险等服务，平安则通过陆金所控股提供一站式金融服务。蚂蚁金服的金融服务采取的是平台化的商业模式，通过与金融机构合作，提供信贷、保险和个人理财产品。陆金所核心的自营业务是 P2P，同时它也作为其他综合财富管理工具的销售平台，其金融产品和服务均来自集团其他子公司，可以产生较好的协同效应。

**金融科技输出板块：**蚂蚁金服于 2016 年启动蚂云计划，主要输出区块链、人工智能、安全、物联网、金融云五大技术，为金融企业提供一站式解决方案，科技收入在 2017 年营收中占比 34%。与蚂蚁金服类似，金融壹账通输出人工智能、区块链、云技术等金融科技，30 年的金融业实践经验是平安为中小金融企业提供解决方案的优势之一。

从估值来看，蚂蚁金服经过 3 轮融资，估值约为 1500 亿美元，高于平安金融生态圈（陆金所 600 亿、金融壹账通 75 亿）。平安有与蚂蚁金融类似的业务布局，凭借着独特的大金融平台下的金融资源、深度较强的用户流量、更多的金融科技应用落地输出，未来平安金融生态圈有盈利成长空间，可以期待估值向蚂蚁金融靠拢的潜力。

### 3.2. 医疗健康生态圈

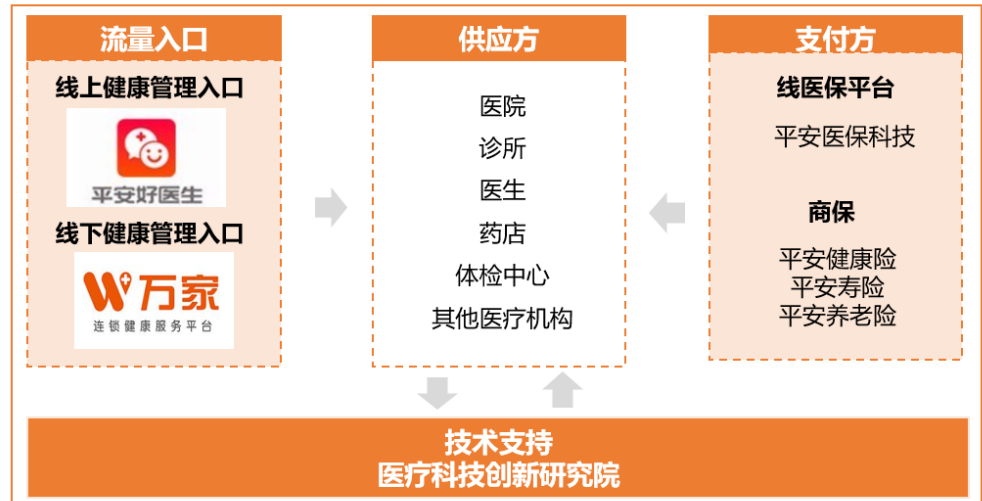
在医疗健康生态圈中，平安通过流量端和支付端进行切入，已构建完善的“患者－提供商－支付方”的综合模式。在流量端，通过“平安好医生（线上）+万家诊所（线下）”打造 O2O 的健康管理及医疗服务平台。在支付端，平安医保科技作为科技型管理式医疗平台，为医保、商保、医疗健康产业上下游的服务提供商乃至个人用户提供一揽子智能化解决方案。

医疗健康生态圈的盈利路径为：1）通过现有平台提供付费服务或产品盈利：主要面对 C 端的家庭医生服务、消费型医疗、健康商城等，面对 B 端/H 端的诊所运营管理解决方案、医保科技输出等；2）从整个大的生态圈来看，探索与商业保险合作变现模式：一是扩大用户规模，进行用户引流，医疗健康生态圈中的用户本身就具有强烈的健康保障需求和意识，有很大的潜力可以从健康管理服务引流至保险产品，切合“先服务后销售”的新型销

售模式；二是，与商保公司合作，构建“事前健康管理+事中保险风险保障+事后医疗服务”的健康生态闭环，通过不断丰富生态闭环中的服务和产品，挖掘客户价值，实现多方共赢。

2018 年，平安好医生与平安寿险合作，向平安寿险投保人提供“就医 360”计划，寿险客户可通过金管家 APP 选择加入就医 360 计划（需购买重疾产品），好医生提供医院挂号及住院安排、国内及海外二次诊疗服务以及随访安排。我们预计，这种生态合作会越加深入，发挥更大的协同优势。

图 27：平安医疗健康生态圈



资料来源：平安开放日报告，天风证券研究所

### 3.2.1. 平安好医生：营业收入高速增长

平安好医生作为在线健康咨询服务平台，以家庭医生与专科医生的在线诊疗服务作为切入口，用线上、线下相结合的方式，为客户提供一站式个性化医疗及健康管理服务。分板块来看，好医生的业务分为家庭医生服务、消费性医疗、健康商城、健康管理及健康互动四大板块。家庭医生服务：提供自有医疗团队及人工智能助理支持的在线家庭医生服务，并通过合作医疗服务网络提供多种线下服务，包括在线咨询、转诊及挂号、住院安排、第二诊疗意见及健康管理等多项服务内容；消费型医疗：提供体检、医美等标准化服务；健康商城：提供药品、护理品等产品的电商服务；健康管理及健康互动：提供健康管理工具和资讯。

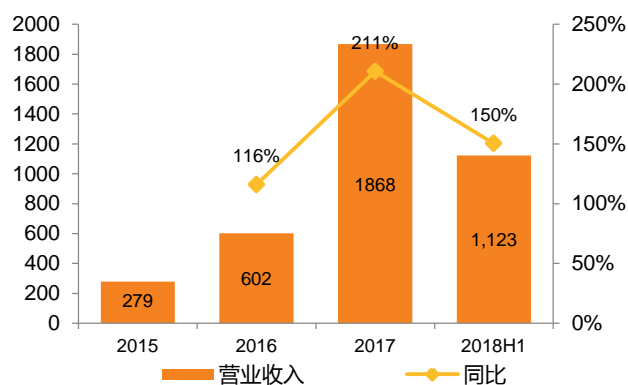
图 28：平安好医生业务模式



资料来源：平安好医生上市申请材料，天风证券研究所

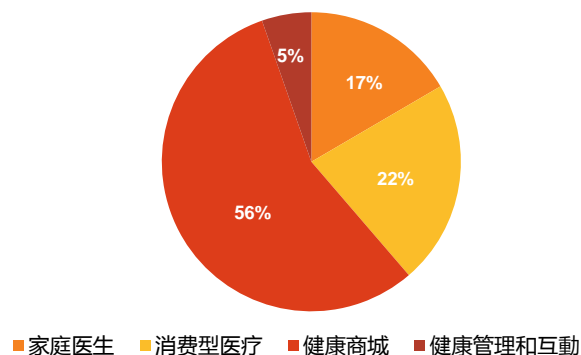
平安好医生现处于新创科技企业发展的第三阶段—提收入阶段，营业收入同比大幅增长，还未实现盈利，在收入中，健康商城占比最高超 50%。好医生 APP 的日均咨询量快速提升，自有团队和外部医生团队不断壮大，更好的问诊服务将提升用户粘性，预计未来家庭医生板块将会贡献更多的收入。

图 29：平安好医生营业收入（单位：百万）



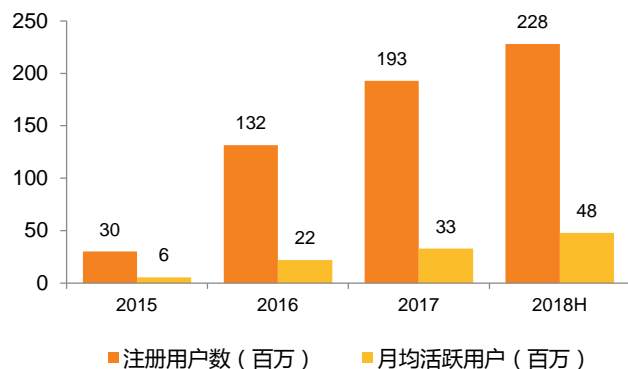
资料来源：平安好医生上市申请材料，平安好医生中报，天风证券研究所

图 30：2018H 平安好医生营业收入构成



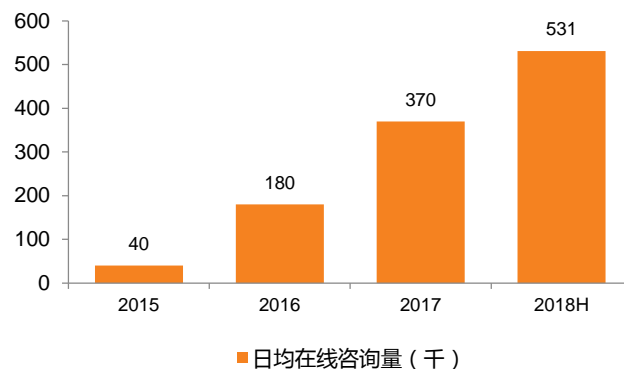
资料来源：平安好医生中报，天风证券研究所

图 31：平安好医生注册用户和活跃用户



资料来源：平安好医生上市申请材料，平安好医生中报，天风证券研究所

图 32：平安好医生日均在线咨询量



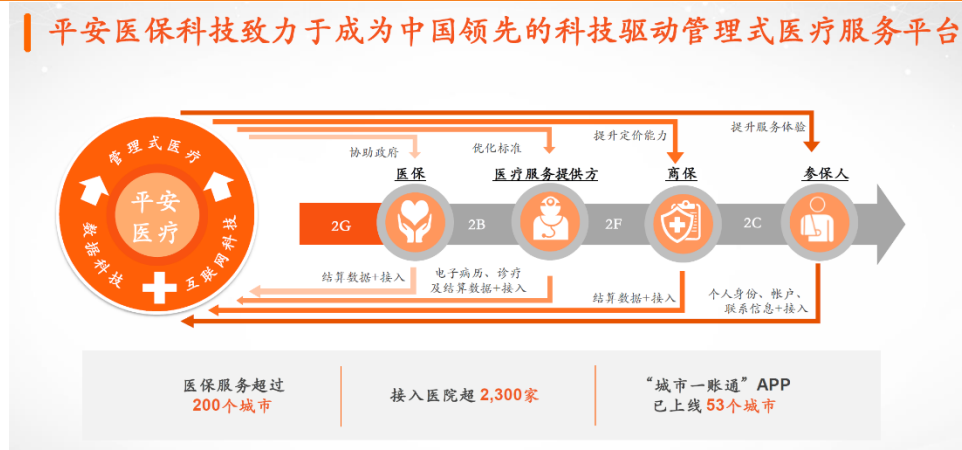
资料来源：平安好医生上市申请材料，平安好医生中报，天风证券研究所

### 3.2.2. 平安医保科技：面向医保、商保、个人用户，输出“管理式医疗”科技服务

平安医保科技属于医疗健康生态中的支付端，通过对支付方提供控费服务、精算服务、医保账户服务、医疗资源管理、健康档案应用等全方位的医保、商保管理服务和科技支持，目前医保科技处于“挖掘需求与搭建场景”的发展阶段。

医保服务方面，面向医保提供全流程的云服务平台，通过建立大数据应用模型，如个人医疗费用识别模型、反欺诈模型、人群风险分层管理模型等，针对不同人群主动干预管理，实现从被动控费到主动管理，已服务超过 200 个城市；商保服务方面，为商保公司提供在线核保、核赔、支付结算、数据通道等自动化运营服务，接入医院超 2,300 家；个人用户服务方面，“城市一账通”APP 已上线 53 个城市，通过连接医保、商保和医院、药店，打造以个人健康为核心的生活场景闭环，在深圳率先上线“人脸识别养老金领取生存认证”、“医保移动支付”、“个账活化”等创新服务。

图 33：平安医保科技业务模式



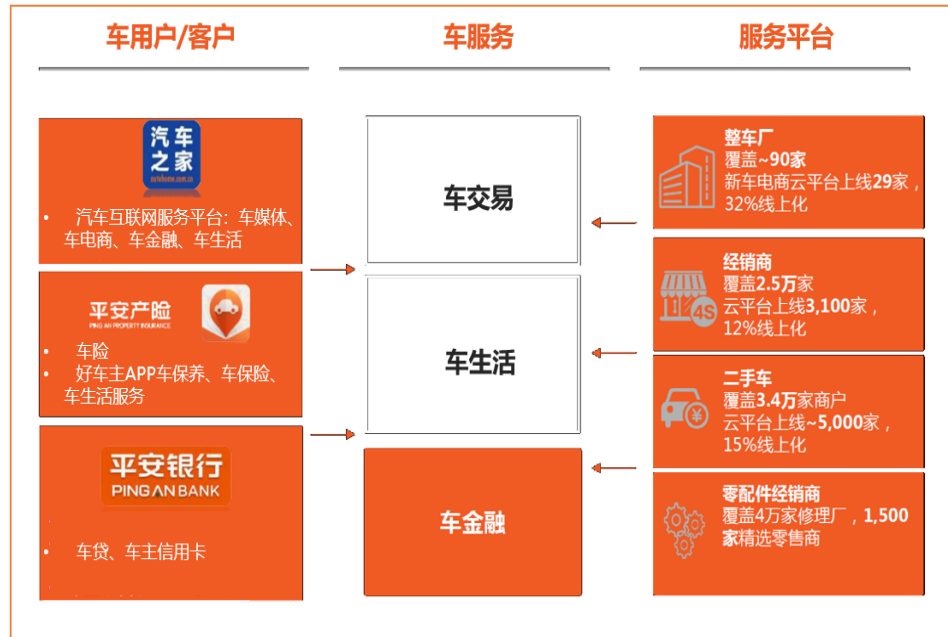
资料来源：中期业绩发布会报告，天风证券研究所

### 3.3. 汽车服务生态圈

平安汽车服务生态圈致力于打造“买车—用车—养车—卖车”的全流程交易及金融服务平台，通过汽车之家、平安银行、平安产险，覆盖大量 C 端车相关金融客户及互联网用户；通过汽车经销商平台、新车二网平台、二手车交易平台以及汽车零部件平台广泛覆盖 B 端服务提供商。



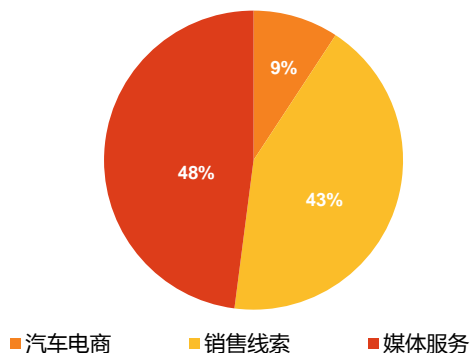
图 34：平安汽车服务生态圈



资料来源：平安开放日报告，天风证券研究所

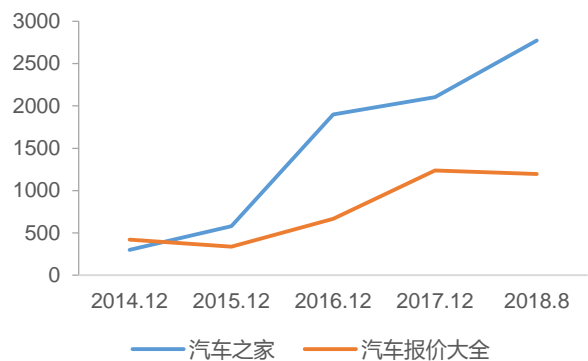
汽车之家是中国领先的汽车互联网服务平台，汽车之家收入来源有销售线索、媒体服务（网站广告收入）和汽车电商（在线商城、汽车金融相关业务、新推出的数据产品业务收入），其中线索收集和网站流量仍然是汽车之家变现的基础，营业收入占比超 90%。汽车之家一直在推进基于数据技术的“车媒体、车电商、车金融、车生活”的“4+1”战略，搭建了新的业务增长点，未来预计汽车电商板块将得到更大的增长。同时，汽车之家拥有大量活跃用户，将能在汽车生态圈乃至集团其他业务板块中找到更多的变现路径。

图 35：2018H 汽车之家营业收入结构



资料来源：公司中报，天风证券研究所

图 36：龙头汽车 APP 月均活跃用户比较（单位：万）



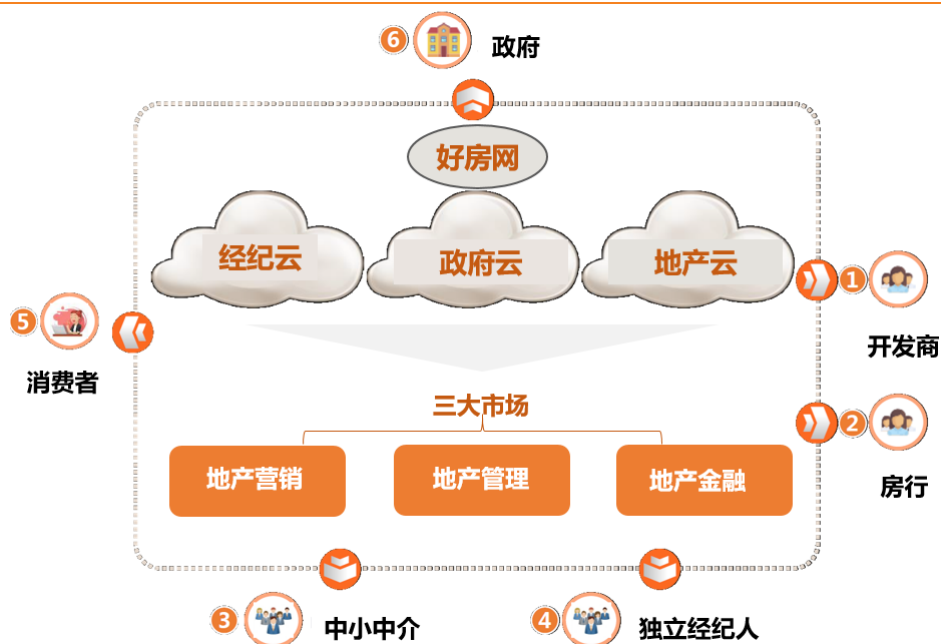
资料来源：wind，天风证券研究所

### 3.4. 房产服务生态圈

平安通过平安好房积极打造涵盖好房网、经纪云、政府云、地产云的“一网三云”房生态解决方案，以政府云解决方案作为切入点，加强服务、数据和管理能力，进而服务消费者和商业公司，打造房生态全链条解决方案。截至 2018 年 6 月 30 日，平安政府云项目已签约 29 个城市、落地 8 个城市。



图 37：平安房产服务生态圈

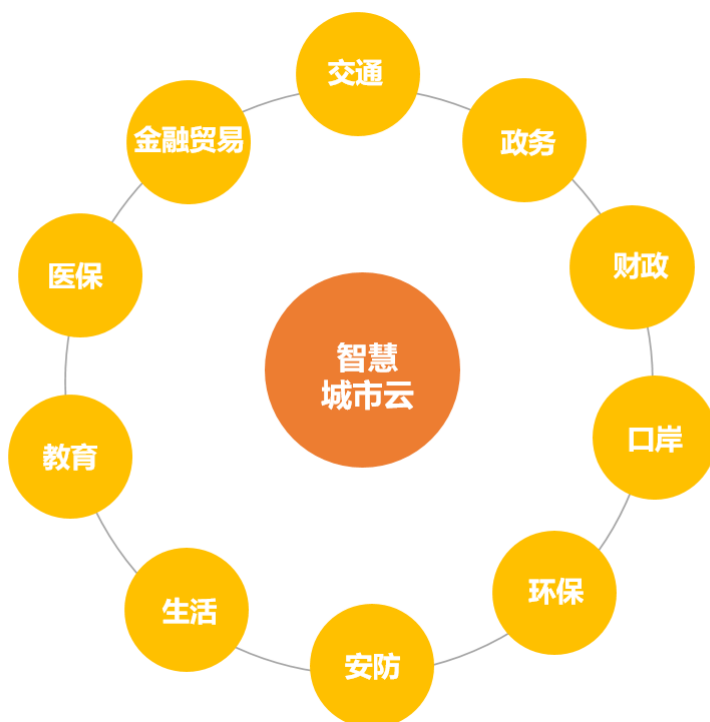


资料来源：平安开放日报告、年报信息整理，天风证券研究所

### 3.5. 智慧城市生态圈

平安的智慧城市战略由平安智慧城市子公司牵头，融合平安所有业务，打造“1+N”智慧城市平台体系，为城市生活的方方面面提供一揽子解决方案。“1+N”即1套智慧信息平台，集成平安全球领先的智能认知、人工智能、区块链、云计算四大创新科技，有力支撑N个智慧城市板块，包括智慧政务、生活、财政、安防、交通、口岸、教育、医疗、房产、环保等，这些都是与平安主业紧密结合的服务领域。

图 38：平安智慧城市生态圈



资料来源：年报信息整理，天风证券研究所

## 4. 中国平安估值与投资建议

平安集团业务盈利来源多元化，用单一的 PEV 估值会导致价值低估，因此我们应用分部估值法。考虑到平安业务板块之间的协同效应较好，我们对加总后的价值不予以折价。

### 4.1. 平安寿险估值：业务发展稳定性和成长性最高，给予 1.8 倍寿险 2018P/EV

#### 4.1.1. 平安寿险 NBV 预估

受 2017 年颁发的 134 号文影响，储蓄型产品销售难度加大，2018 年储蓄型产品保费出现下滑，随着队伍逐步适应新型储蓄型产品以及同期低基数影响，预计 2019-2020 年，储蓄型产品的销售情况将会有所好转，可以实现同比持平或小幅正增长。在保障型产品发展的机遇期，平安加大保障型产品开发和销售，其队伍销售高件均高价值的保障型产品能力高于其他公司，可以避免低件均产品的高竞争区域，实现保障型产品稳定增长。

假设：1) 储蓄型业务受宏观经济环境及监管政策影响大，预计 2018-2020 年，储蓄型业务新单保费同比增速分别为 -15%、0%、5%，储蓄型新业务价值率维持在 20%（2018H 实际值）。2) 长期保障型业务迎来发展的机遇，预计 2018-2020 长期保障型业务新单保费同比增速分别为 10%、20%、20%，长期保障型新业务价值率维持在 94%（2018H 实际值）。3) 根据历年数据经验，假设代理人渠道 NBV 占比为 90%。

表 2：新业务价值预估

单位：百万		2017	2018E	2019E	2020E
长期保障型	新单保费	53588	58947	70736	84883
	同比增速（E）	17%	10%	20%	20%
	新业务价值率	88%	94%	94%	94%
	NBV	46933	55174	66209	79451
储蓄型	新单保费	68209	57978	57978	60877
	同比增速（E）	53%	-15%	0%	5%
	新业务价值率	20%	20%	20%	20%
	NBV	13853	11325	11325	11891
代理人渠道	NBV	60786	66499	77534	91342
	同比增速（E）	31%	9%	17%	18%
整体 NBV（代理人渠道/90%）		67357	73688	85915	101216

资料来源：公司年报，天风证券研究所

#### 4.1.2. 平安寿险 EV 预估

假设：1) 期初内含价值的预计回报率为 9.5%；2) 投资偏差、运营偏差、假设调整等均为 0；3) 新业务价值与上述 NBV 预估一致，新业务价值分散效应和 2017 年比略有增加；4) 寿险向股东分红等资本事项预计和 2017 年比略有增长。

测算结果：2018-2020 年，寿险业务期末内含价值分别同比增加 24.2%、23.3%、22.6%。其中 2018 年寿险业务期末内含价值为 6167.43 亿元。

表 3：内含价值变动预估

单位：百万	2017	2018E	2019E	2020E
寿险业务期初内含价值	360,312	496,381	616,743	760,165
期初内含价值的预计回报	31,745	44,674	55,507	68,415
一年新业务价值	67,357	73,688	85,915	101,216

新业务价值分散效应	20,761	22,000	22,000	22,000
投资偏差	30,212	0	0	0
假设调整	-758	0	0	0
营运偏差及其他	3,471	0	0	0
资本事项	-16,718	-20,000	-20,000	-20,000
寿险业务期末内含价值	496,382	616,743	760,165	931,796

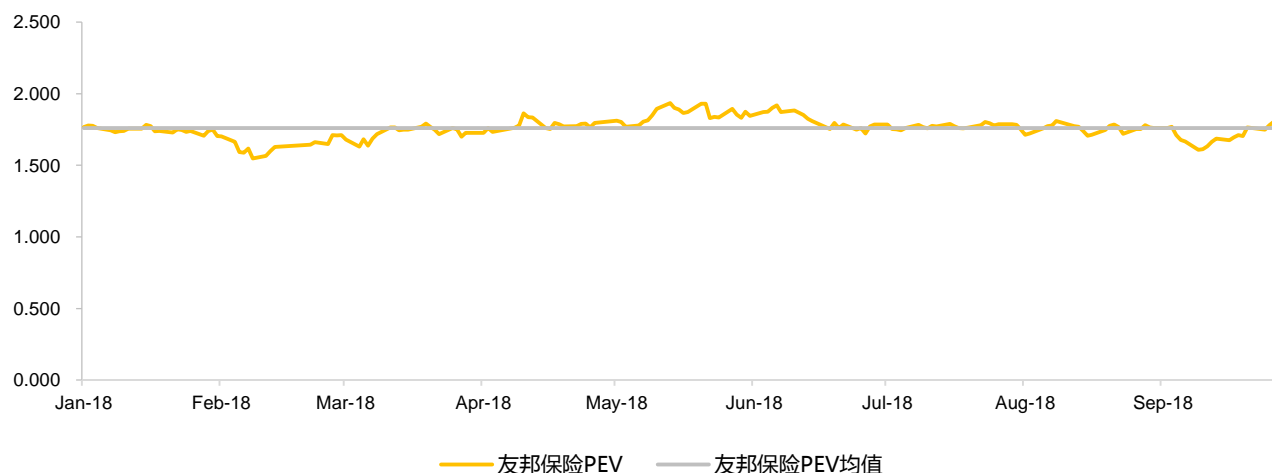
资料来源：公司年报，天风证券研究所

#### 4.1.3. 平安寿险估值

主要得益于长期以来坚持保障理念，以长期保障型产品为发展重点，同时先于同业进行综合金融平台搭建、科技布局和城区经营，平安寿险已取得了在行业整体转型过程中的先发优势，2012-2017 年 5 年间的 NBV 的复合增速为 33%，高于太保（+31%）、新华（+24%）、国寿（+24%），2018 年上半年也逆势维持正增长；得益于 NBV 增长拉动，平安的 EV 成长性最高（ROEV 最高）。

友邦保险是平安价值转型的最佳学习榜样，其 PEV 估值显著高于国内保险公司，并呈现出长期上升的趋势。平安的 EV 高成长性有望推动 PEV 向友邦保险靠近，我们以 2018 年友邦的动态 PEV 均值 1.76 为对标，确定平安寿险的 PEV，对应估值 1085.68 亿元。

图 39：友邦 2018 P/EV 变动（倍）



资料来源：上市保险公司年报，Wind，天风证券研究所

表 4：平安寿险估值

项目	数值	说明
2018 年底寿险内含价值（百万元）	616,743	
P/EV（倍）	1.8	对标友邦保险
估值（百万元）	1,085,468	

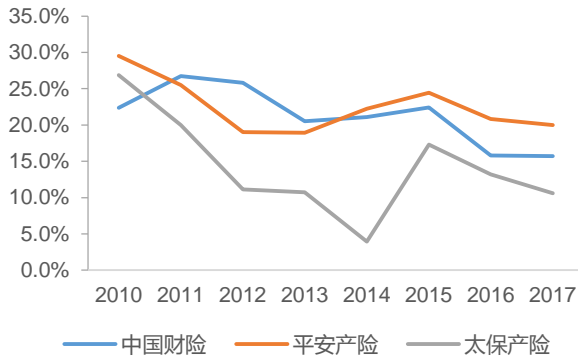
资料来源：公司年报，天风证券研究所

#### 4.2. 平安产险估值：保费增速和盈利能力均领先，给予 1.5 倍 PB

产险行业竞争格局相对稳固，呈现出强者恒强的特点。平安产险综合成本率处于行业低位，ROE 居行业之首，竞争优势显著。基于以上分析，选择行业龙头——中国财险的历史 PB

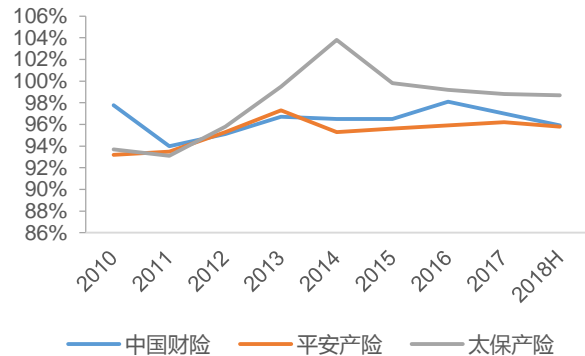
作为对标，我们给予平安产险 1.5 倍 PB 的估值水平，对应估值 1092.27 亿元。

图 40: 三大产险公司 ROE



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 41：三大产险公司综合成本率



资料来源：公司年报/中报，天风证券研究所

图 42: 中国财险历史 PB



资料来源：wind，天风证券研究所

表 5：平安产险估值

项目	数值	说明
2018 年 H1 净资产（百万元）	72,818	
PB（倍）	1.5	对标中国财险
估值（百万元）	109,227	

资料来源：公司年报/中报，天风证券研究所

### 4.3. 平安科技板块估值

中国平安的科技板块业务孵化了陆金所控股、金融壹账通、平安好医生、平安医保科技四只“独角兽”，其中平安好医生于 2018 年 5 月 4 日在香港联交所主板上市。平安科技板块基于陆金所控股、金融壹账通、平安医保科技的最新估值以及已上市的平安好医生、汽车之家、平安好房、平安科技等公司暂不计入估值范围。

陆金所 2016 年 1 月估值 185 亿美元(包括 B 轮投资者 9.24 亿美元投资和 A 轮投资者行使认购期权投资的 2.92 亿美元)， 2018 年 1 月估值升至 600 亿美元，支撑其高估值不仅是因为陆金所是国内龙头 P2P 业务平台，更重要的是作为综合的金融资产交易平台，陆金所成为包括银行、信托、证券、保险、公募基金、私募基金、地产/政府/大型企业、黄金等另外 8 个 B 端金融业务的入口。平安医保科技于年初完成 11.5 亿美元融资，投后估值达

88 亿美元；金融壹账通上半年完成 7.5 亿美元融资，投后估值达 75 亿美元。

表 6：平安科技板块估值

公司	项目	估值（百万元）	说明
陆金所	最新估值	412080	最新估值达到 600 亿美元
平安好医生	市值	47005	截至 2018 年 10 月 4 日市值
金融壹账通	最新估值	51510	A 轮估值达到 75 亿美元
平安医保科技	最新估值	6037	最新估值 88 亿美元
汽车之家	市值	59,318	截至 2018 年 10 月 4 日市值

资料来源：公司年报/中报，wind，天风证券研究所

#### 4.4. 整体估值与投资建议：分部估值目标价 87.28 元，继续推荐

其他分部业务的具体估值情况如下表所示。

长期保障型业务可持续提升寿险价值，平安寿险“综合金融+科技布局”的差异化竞争力将进一步促进寿险业务发展；科技业务发展迅速，带来新的盈利点，成长空间广阔。应用分部估值法，将目标价由 85.89 元上调至 87.28 元，维持“买入”评级，将盈利预测从 1077.02、1305.32、1562.83 亿元上调至 1183.46、1475.61、1765.84 亿元。

表 7：中国平安分部估值表（百万元）

	项目	数值	说明
平安寿险	2018 年底寿险内含价值	616,743	
	P/EV（倍）	1.8	对标友邦保险
	估值	1,085,468	
	中国平安持股比例	99.51%	
	平安寿险部分估值	1,080,149	
平安财险	2018 年 H1 净资产	72,818	
	PB（倍）	1.5	对标中国财险
	估值	109,227	
	中国平安持股比例	99.51%	
	平安财险部分估值	108,692	
平安银行	市值	1,897	截至 9 月 28 日市值
	平安集团对平安银行的持股比例	49.56%	
	平安银行部分估值	940	
平安信托	2018H1 净资产	19,514	
	信托业务 PB（倍）	3.5	对标安信信托
	平安信托估值	68299	
	平安集团对平安信托的持股比例	99.88%	
	平安信托部分估值	68217	
平安证券	2018H1 净资产	28,354	
	证券业务 PB（倍）	1.5	对标行业平均 PB
	平安证券估值	42531	
	平安集团对平安证券的持股比例	40.96%	
	平安证券部分估值	17421	
其他资产管理业务	2018H1 净资产	64436	
	PB（倍）	1	

	其他资产管理业务估值	64436	
陆金所控股	最新估值	412080	最新估值达到 600 亿美元
	中国平安持股比例	43.76%	
	陆金所部分估值	180326	
平安好医生	市值	47005	截至 2018 年 10 月 4 日市值
	中国平安持股比例	39.27%	
	平安好医生分部估值	18459	
金融壹账通	最新估值	51510	A 轮估值 75 亿美元
	中国平安持股比例	44.30%	
	金融壹账通部分估值	22819	
平安医保科技	最新估值	6037	最新估值 88 亿美元
	中国平安持股比例	44.33%	
	医保科技部分估值	2676	
汽车之家	市值	59,318	截至 2018 年 10 月 4 日市值
	中国平安持股比例	52.78%	
	汽车之家部分估值	31308	
其他科技业务	其他部分估值	0	其他科技业务暂不计入估值
整体估值	整体估值	1,595,443	
	总股本	18280	
	中国平安目标价	87.28	

资料来源：公司年报/中报，wind，天风证券研究所

风险提示：1）长端利率趋势下行；2）股票市场大跌；3）保障险保费增长不及预期或新业务价值率大幅下降；保险代理人增长不及预期。



表 8：上市保险公司估值及盈利预测

证券简称	价格 (元)	EV (元)				1YrVNB (元)			
A 股	人民币	2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E
中国平安-A	64.78	34.89	45.14	54.42	65.37	2.78	3.68	4.03	4.70
中国人寿-A	21.73	23.07	25.97	30.27	35.50	1.74	2.13	2.38	2.67
新华保险-A	47.91	41.49	49.19	57.37	66.35	3.35	3.87	2.94	3.48
中国太保-A	34.09	27.14	31.58	36.90	43.24	2.10	2.95	3.54	4.25
证券简称	价格 (元)	P/EV (倍)				VNBX (倍)			
A 股	人民币	2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E
中国平安-A	64.78	1.86	1.44	1.19	0.99	10.76	5.33	2.57	-0.13
中国人寿-A	21.73	0.94	0.84	0.72	0.61	-0.77	-2.00	-3.59	-5.16
新华保险-A	47.91	1.15	0.97	0.84	0.72	1.92	-0.33	-3.22	-5.30
中国太保-A	34.09	1.26	1.08	0.92	0.79	3.31	0.85	-0.79	-2.15
证券简称	价格 (元)	EPS (元)				BVPS (元)			
A 股	人民币	2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E
中国平安-A	64.78	3.41	4.87	6.47	8.07	20.98	25.89	27.78	33.96
中国人寿-A	21.73	0.68	1.14	1.46	1.80	10.74	11.35	12.35	13.48
新华保险-A	47.91	1.58	1.73	2.45	3.19	18.95	20.42	22.65	25.71
中国太保-A	34.09	1.33	1.62	2.18	2.74	14.87	15.17	16.76	18.56
证券简称	价格 (元)	P/E (倍)				P/B (倍)			
A 股	人民币	2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E
中国平安-A	64.78	18.98	13.29	10.01	8.02	3.09	2.50	2.33	1.91
中国人寿-A	21.73	32.11	19.04	14.88	12.07	2.02	1.91	1.76	1.61
新华保险-A	47.91	30.25	27.77	19.56	15.02	2.53	2.35	2.12	1.86
中国太保-A	34.09	25.62	21.07	15.64	12.44	2.29	2.25	2.03	1.84

资料来源：公司年报，wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表（百万元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标（元）</b>						寿险保费	373781	475895	592907	737635	873613
每股收益	3.41	4.87	6.47	8.07	9.66	非寿险保费	178291	216393	248852	286180	329107
每股净资产	20.98	25.89	27.78	33.96	40.89	总保费及管理费收入	552072	692288	841759	1023814	1202719
每股内含价值	34.89	45.14	54.42	65.37	78.33	减：分出保费	17827	17420	21703	27001	31978
每股新业务价值	2.78	3.68	4.03	4.70	5.54	净保费收入	534245	674868	820056	996814	1170741
<b>价值评估（倍）</b>						减：净提取未到期责	10108	14625	12017	24511	26858
P/E	18.98	13.29	10.01	8.02	6.71	已赚净保费	524137	660243	808039	972302	1143883
P/B	3.09	2.50	2.33	1.91	1.58	投资收益	109678	155919	141476	177812	206623
P/EV	1.86	1.44	1.19	0.99	0.83	<b>营业收入</b>	712453	890882	976179	1152059	1334360
VNBX	10.76	5.33	2.57	-0.13	-2.45	赔付及保户利益	305899	399656	410771	492738	559128
<b>盈利能力指标（%）</b>						保险业务综合费用	313186	356468	366629	421948	482838
净投资收益率	6.00%	5.80%	4.50%	5.00%	5.00%	<b>营业费用</b>	619085	756124	777400	914685	1041967
总投资收益率	5.30%	6.10%	4.80%	5.35%	5.34%	<b>营业利润</b>	93368	134758	198779	237374	292393
净资产收益率	16.27%	18.82%	23.30%	23.77%	23.62%	<b>税前利润</b>	94411	134740	198779	237374	292393
总资产收益率	1.12%	1.37%	1.93%	2.21%	2.42%	所得税	22043	34762	49695	59343	73098
财险综合成本率	95.90%	96.20%	97.08%	95.28%	96.20%	<b>归属于母公司股东的</b>	62394	89088	118346	147561	176584
财险赔付率	49.23%	56.60%	54.12%	53.67%	53.75%	少数股东损益	9974	10890	30738	30469	42711
财险费用率	41.20%	39.60%	42.96%	41.62%	42.45%						
<b>盈利增长（%）</b>						<b>资产负债表（百万元）</b>					
净利润增长率	15.11%	42.78%	32.84%	24.69%	19.67%	现金及存款投资	330212	304403	712831	823230	953445
内含价值增长率	15.63%	29.40%	20.56%	20.12%	19.82%	债权投资	1258849	1516997	1593388	1840161	2131230
新业务价值增长率	32.24%	32.58%	9.40%	16.59%	17.81%	股权投资	266752	580305	419313	484253	560850
<b>偿付能力充足率（%）</b>						其他投资	43442	47769	69885	80709	93475
偿付能力充足率（集	210.00%	214.90%	210.00%	220.00%	225.00%	<b>总投资资产</b>	1899255	2449474	2795417	3228352	3739001
偿付能力充足率（寿	212.30%	226.50%	230.00%	235.00%	240.00%	分保资产	27617	23622	11000	11000	11000
偿付能力充足率（产	237.40%	194.00%	220.00%	230.00%	235.00%	其他资产	3650031	4019979	3312815	3425725	3539722
<b>内含价值（百万元）</b>						<b>资产总计</b>	5576903	6493075	6119232	6665077	7289722
调整后净资产	407340	512713	589620	678063	779772	保险合同负债	1154056	1391548	1572023	1799817	2054176
有效业务价值	230363	312460	405234	516930	652076	投资合同负债	472557	548846	667427	814954	989677
内含价值	637703	825173	994854	1194993	1431848	次级债	349825	451283	451283	451283	451283
一年新业务价值	50805	67357	73688	85915	101216	其他负债	3114004	3513481	3004463	3020627	3026408
核心内含价值回报率	20.63%	21.76%	19.19%	18.60%	18.20%	<b>负债总计</b>	5090442	5905158	5695197	6086681	6521543
<b>寿险新业务保费（百</b>						实收资本	18280	18280	18280	18280	18280
短险和趸缴新单保费	36,014	35,395	31,163	27,211	22,236	<b>归属于母公司股东权</b>	383449	473351	507903	620719	747490
期缴新单保费	106,068	145,303	145,784	166,655	195,934	少数股东权益	103012	114566	22875	53344	96055
新业务合计	142,082	180,698	176,947	193,866	218,170	<b>负债和所有者权益合</b>	5576903	6493075	6119232	6665077	7289722
新业务保费增长率	34.22%	27.18%	-2.08%	9.56%	12.54%						
标准保费	-	-	-	-	-						
标准保费增长率（%）	-	-	-	-	-						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com