

消费金融时代的零售金融王者

■零售恒强卡位制胜，客户质优构建壁垒。公司致力于打造国际领先的个人金融生活服务提供商，2016年个人业务利润占比达65%，零售业务价值的快速发展，主要来自于个人客户规模持续增长与客户价值稳步提升。在消费升级的浪潮中，公司零售业务厚积薄发，正步入高速发展通道。

(1) 线上线下协同获客，客户规模持续增长。得益于在传统金融和互联网领域的全面布局，公司获客渠道广泛，获客能力持续提升，截至2017年一季度公司个人客户达1.38亿，较年初增长5%，互联网用户达3.77亿，较年初增长8%，互联网用户正源源不断地转化为个人客户，一季度互联网渠道新增客户占全部新增客户的17%，我们认为代理人规模的增长将继续提升传统金融获客能力，2017年一季度公司代理人规模增速将达到27%，而互联网渠道建设的逐步成型将推动更多的互联网用户转化为客户，我们预计公司2017年个人客户增速将达到20%。

(2) 客户迁徙增强粘性，客户价值稳步提升。公司持续推进集团内部的客户迁徙，2016年公司客均合同数达2.21个，较年初增长近9%，随着产品和服务的增加，客户的留存率在不断提高，单客持有合同达到10件左右的客户，平均留存年限达到9年。客户迁徙和交叉销售的持续推进，使得客户价值稳步提升，2016年客均利润达311元，同比增长近8%，我们认为公司金融科技的创新将有助于推进客户迁徙，提高金融产品渗透率，各项业务的盈利能力将稳定持续增长，我们预计2017年公司客均利润将保持10%的增速。

(3) 客户聚集经济发达地区，财富结构不断优化。公司在高质量客户的开发上占得先机，目前公司70%的个人客户集中于经济发达地区，平安产险上海市场份额占据三分之一，位列当地第一，而上海是我国人均可支配收入最高的省份或直辖市，并且2016年公司客户中中产及以上的占比达62%，较2015年提高了4.5个百分点，财富等级越高的客户，其人均持有合同数也越多，高净值客户人均持有合同数达10个。公司客户平均年龄约为38岁，意味着未来10年间，随着客户年龄增长，财富的积累，公司个人客户带来的价值将呈现出加速度上升的趋势。

(4) 消费升级下零售业务步入黄金时期。我国经济长期高速发展产生了一大批中产阶级，消费能力大幅提高，对于其而言，基本的温饱已经不是主要矛盾，他们的需求从基本温饱消费转向更高质量的消费，在中产阶级崛起和消费升级的带动下，零售业务将保持强劲增长，得零售者得天下。

■代理人精英荟萃，打造领先保险业务。

(1) 寿险打造最强个险，产能提升集聚精英。2012年至2016年间新业务价值年均复合增速达33%，新业务价值高速增长的重要驱动力在于公司个险业务增长强劲，平安寿险2011年至2016年寿险代理人由41万人增长至111万人，同时代理人产能持续提高，代理人留存率市场领先，营销精英集聚，使得近年来个险新单保持20%以上的增长，高于同业水平，预计2017年全年公司个险新单增速将达到55%以上。

(2) 寿险产品回归保障，消费升级死差丰厚。近年来公司拉长产品期限，发展保障型产品，2016年传统寿险保费增速达50%，在消费升级的背景下，保障型产品需求持续增长，保障型产品死差占比高，2016年长期保障型产品死差益和费差益占比达78%，保障型产品规模的增长将进一步丰厚死差益，推动剩余边际持续稳定释放。

(3) 产险深耕发达城市，客户优质盈利丰厚。平安产险在上海、深圳市场份额均位列首位，客户更优质使得产险保费增速好于同业，并且科技创新使得平安产险风险管控能力较高，综合赔付率低于同业，同时受益于公司内部交叉销售，综合费用率整体保持稳定，使得平安产险综合成本率长期优于同业，保持较好的盈利能力。

■养老个税递延呼之欲出，消费升级市场扩容。对标海外发达保险市场，我国寿险行业无论是市场规模还是产品结构，都有较大的提升空间，在人口老龄化和政策支持下，养老保险市场规模将扩容，我们预计将为保险行业带来千亿保费增量，而公司长期耕耘养老险市场，将显著受益。

■市场集中度高，龙头险企获得超额收益。目前寿险行业前5家保险公司保费市场份额合计达55%，产险行业前5家保险公司保费市场份额合计达72%，均显示出较高的市场集中度，中国平安市场份额位居前列，在市场规模扩容的过程中，保险业务将享受超额收益，业务利润率将高于同业。

■综合金融布局零售大资管。平安银行转型零售业务，2016年个人客户增长27%，公司在信用卡、汽车贷等零售领域具有领先优势，2017年平安银行将注重科技创新，降低运营成本，实现零售转型的多点突破。平安证券打造差异化竞争优势，互联网证券快速发展，未来平安证券将巩固交易技术优势并加强向资管业务输出。平安信托转型“财富+基金”发展新模式，公司围绕“财富管理、资产管理和私募投行”，促进差异化发展。

■创新成就科技金融集团。2016年互联网板块扭亏为盈，利润贡献达到53亿元，占比7%，作为互联网板块的重要支柱之一，陆金所横跨财富管理、机构间金融资产交易和消费金融三大领域，未来陆金所上市有助于提升集团价值。平安好医生是公司大健康医疗领域的重要组成部分，线上方面依托APP，线下提供O2O服务，完善服务闭环，预计2019年平安好医生用户数能达到3亿至5亿。

■盈利预测与估值：买入-A投资评级。预计中国平安2017-2019年归母净利润同比增速达到18%、25%、22%，EPS分别为4.04元、5.03元、6.12元，6个月目标价为70元。

■风险提示：保费增速趋缓/股票投资亏损/银行不良规模扩大/个人客户增速趋缓

摘要(百万元)	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
寿险保费收入	252,730	303,276	355,274	461,856	577,320	692,784
财险保费收入	143,150	177,152	177,908	213,490	249,783	294,744
归属于母公司净利润	39,279	54,203	62,394	73,766	91,939	111,921
每股收益(元)	4.93	2.98	3.41	4.04	5.03	6.12
每股净资产(元)	31.68	18.28	20.98	24.86	28.60	33.75
市盈率	10.27	16.98	14.83	12.54	10.06	8.27
市净率	1.60	2.77	2.41	2.04	1.77	1.50

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

保险

投资评级 买入-A

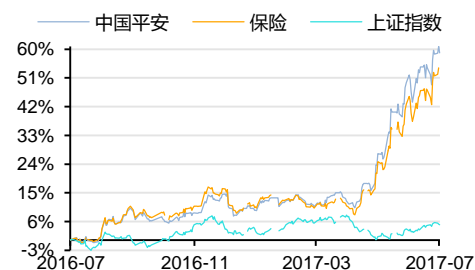
维持评级

6个月目标价：70元
股价(2017-07-12) 50.61元

交易数据

总市值(百万元)	925,163.02
流通市值(百万元)	548,241.15
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	32.15/51.39元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.32	44.85	57.13
绝对收益	4.56	42.07	63.9

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004
zhaoxh3@essence.com.cn
021-35082987

贺明之

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517060001
hemz@essence.com.cn
021-35082968

马琦

报告联系人

maqi@essence.com.cn
021-35082773

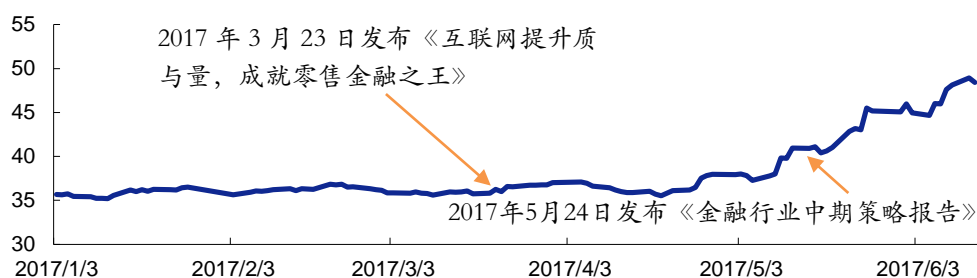
相关报告

中国平安：互联网提升质与量，成就零售金融之王/赵湘怀	2017-03-23
中国平安：寿险新业务价值保持高速增长/赵湘怀	2016-10-30
中国平安：个险增长引领行业，但投资收益率下行/赵湘怀	2016-08-18
中国平安：保费高速增长，客户大迁徙/赵湘怀	2016-04-27

1. 2017 年 4 月下旬以来涨幅达 40%

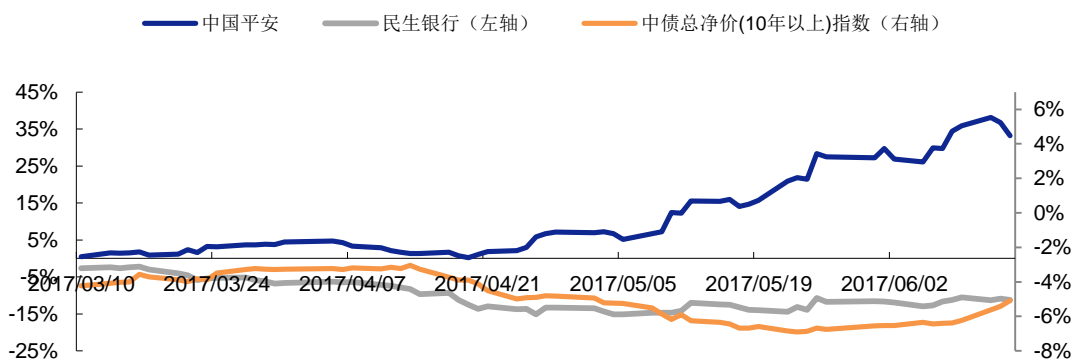
2016 年底先于市场提出公司目标价 50 元,2017 年 3 月 23 日发布报告《互联网提升质与量,成就零售金融之王》强调公司零售金融业务价值,客户迁徙提升协同效应,金融生态圈将逐步完善,2017 年 5 月 24 日发布《金融行业中期策略报告》提出股债震荡使得避险资金寻求白马股“抱团取暖”,而寿险业务仍处于景气周期,死差占比将提升,中国平安作为金融白马股,是避险资金的首选,2017 年 4 月下旬以来中国平安股价涨幅达 40%。

图 1: 2017 年 4 月下旬以来涨幅达 40%



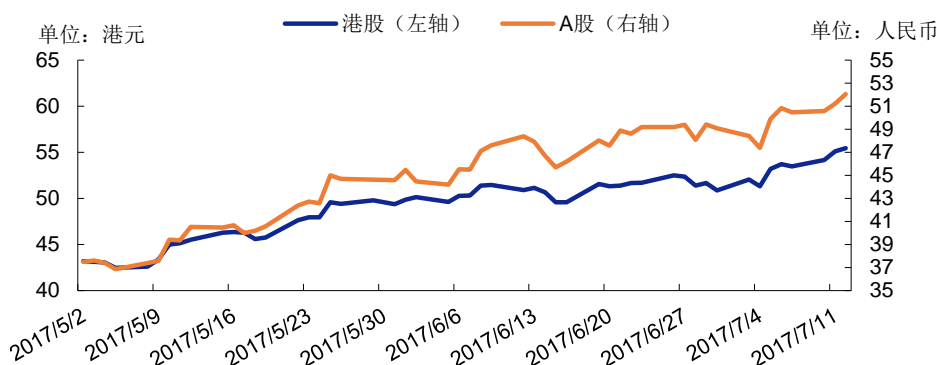
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 2: 保险股避险性凸显



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 3：2017 年 5 月以来中国平安 A 股价格超过港股价格

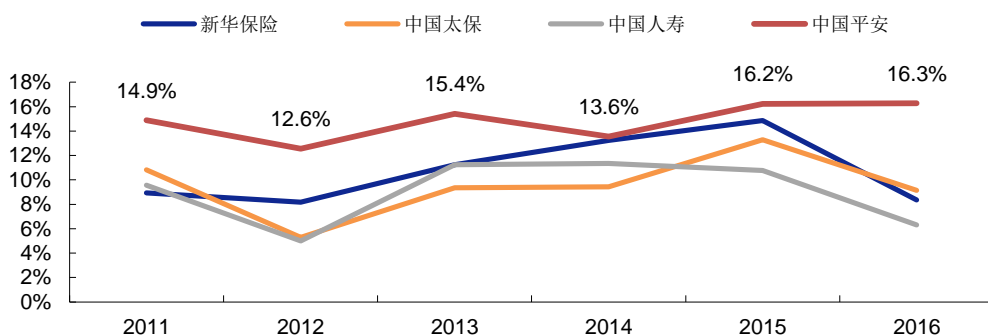


资料来源：Wind，安信证券研究中心

2. 综合金融盈利稳健，科技创新布局未来

中国平安以保险起家，积极布局综合金融，近年来聚焦科技创新，打造科技金融集团，受益于各项业务的多轮驱动，公司盈利能力整体保持稳健，近两年来 ROE 均达到 16%，高于同业水平。

图 4：中国平安 ROE 高于同业



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

中国平安依托自身禀赋优势，布局综合金融，推动客户迁徙和交叉销售，激活业务协同效应。

(1) 全牌照布局奠定客户迁徙基础。公司在保险方面拥有寿险、产险、养老险、健康险等，银行方面拥有平安银行，资产管理方面拥有信托、证券、资管租赁、基金等，此外还拥有陆金所、普惠金融等互联网金融机构，公司对各个金融牌照具备较强的控制能力，为推进客户迁徙奠定基础。

(2) 客户迁徙推动交叉销售。公司通过保险业务和银行业务，积累了大量的个人客户，并且近年来互联网成为了重要的流量入口，进而推动了集团内部大规模的客户迁徙，形成交叉销售，如 2016 年平安产险通过交叉销售获得保费占比达到 16%，养老险通过交叉销售获得保费占比达到 44%。

表 1: 2016 年平安通过交叉销售获得的新业务

	2016 年金额 (亿)	渠道贡献占比
平安产险保费收入	287.92	16.2%
养老险团体短期险保费收入	54.89	44.4%
平安健康险保费收入	1.13	14.2%

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 5: 平安构建综合金融平台



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

中国平安长期以来重视对 IT 技术的投入, 通过科技创新, 改善风控措施, 提高营运效率。

(1) 公司积极寻求与外部机构的合作。目前公司已与科技研究院、MIT、NTH、科技投资基金展开合作, IT 人员超过 17000 名, 其中 35%在平安科技, 人工智能 AI 应用于众多场景, 如 AI+金融、AI+医疗健康、AI+生活等。

(2) 金融科技创新带来业务流程颠覆性变化。前台方面, 科技创新提高获客效率、提升营销成功率, 如智能推荐引擎支持超过 1000 项的产品和服务; 中台方面, 科技创新使得产品定价更加精准, 通过信用评估、风险定价、动态监控三大维度强化分控; 后台方面, 基于数据建模和可视化展现助力远程智能管理, 实现云平台数据迁移金融系统上云, 如车险业务, 系统能够识别超过 1000 种主流车险, 仅需 0.15 秒确认车型, 外观件更换准确率达 99%。

(3) 科技创新应用广泛。平安险谱目前识别精度 99.8%, 应用于超过 100 种金融及生活场景, 累积亿级的用户人脸数据; 平安声纹具备自主声纹特征提取和核身能力, 支持文本相关、文本无关与动态密码, 文本相关的正确率达 99%, 智能客服机器人小安支持图文、音频交互, 准确度达 90%; AI 平台应用首创“宏观+微观”预测法, 能够用于传染病及慢性病动态预测; 在业务场景进行区块链实践, 目前进行区块链实践的场景包括同业资产交易、主账户交易、供应链金融、银行间清结算、跨境支付、众筹、P2P、中小企业贷款、征信、电子处方、出险记录等, 基于区块链的信用护照, 整合了覆盖金融和生活多个场景的完善的个人信息。

3. 零售恒强卡位制胜，客户质优构建壁垒

3.1. 个人客户是公司核心资源

公司战略定位为国际领先的个人金融生活服务提供商，聚焦大金融资产和大医疗健康两个领域，提供医、食、住、行四大生态服务。公司致力于通过“一个客户、多种产品、一站式服务”的综合金融经营模式，以及“一个账户、两个超市、一扇门”的商业模式，打造个人金融生活服务提供商。

图 6：平安打造个人金融生活服务提供商



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

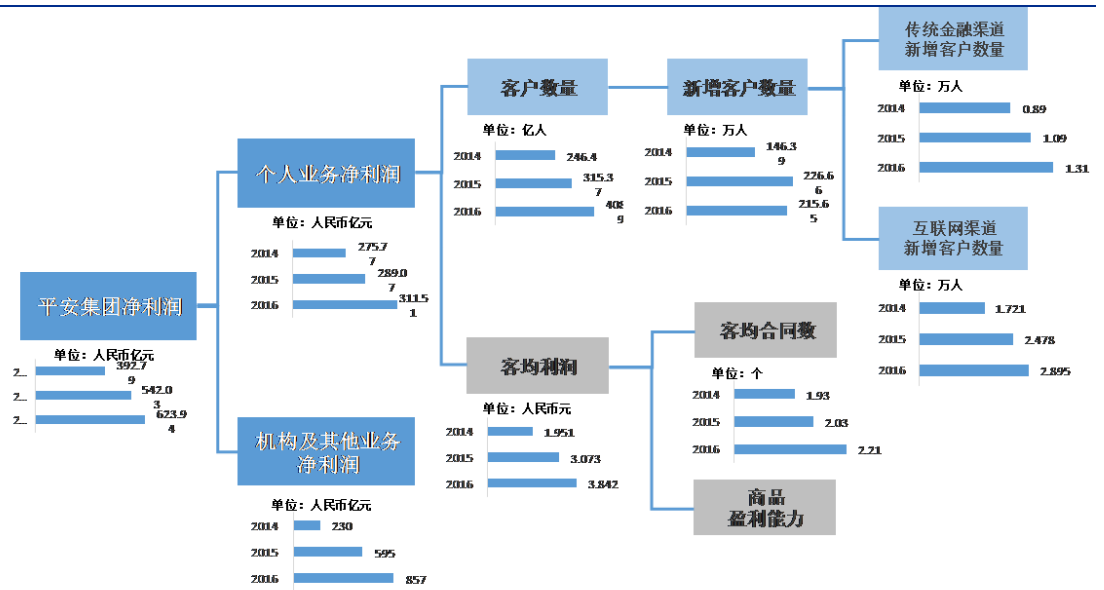
图 7：平安“一个账户、两个超市、一扇门”商业模式



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

零售业务是公司价值增长的核心驱动力。公司大力发展零售业务卓有成效，客户规模的持续增长与客户价值的稳步提升形成双轮驱动，2016 年个人业务实现总利润 408 亿元，占集团归属母公司股东净利润 65%。

图 8：平安集团利润增长核心驱动因素



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2. 线上线下协同获客，客户规模持续增长

得益于在传统金融和互联网领域的全面布局，公司获客渠道广泛，获客能力持续提升。截至 2017 年一季度公司个人客户总量达到 1.38 亿，较年初增长 5%，互联网用户正源源不断地转化为个人客户，一季度新增客户 1178 万，其中互联网渠道客户占比超过 17%，截至 2017 年一季度末互联网用户总量约 3.77 亿，较年初增长 8.7%，其中 APP 用户量 2.65 亿，月活跃用户量 6464 万。我们认为代理人规模的增长将继续提升传统金融获客能力，2017 年一季度公司代理人规模增速达到 27%，而互联网渠道建设的逐步成型将推动更多的互联网用户转化为客户，我们预计公司 2017 年个人客户增速将达到 20%。

表 2：2017 年一季度个人客户达 1.38 亿

(万人)	2017 年 3 月 31 日	2016 年 12 月 31 日	较上年末比 (%)
个人客户数	13,760	13,107	5.0
其中：			
同时持有多家子公司合同	3,502	3,150	11.2
互联网用户数	37,653	34,630	8.7
其中：			
APP 用户	29,469	23,336	13.4
月活跃用户	6,494	6,199	4.3

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.3. 客户迁徙增强粘性，客户价值稳步提升

中国平安的核心竞争力在于不同业务条线间客户的大规模迁徙，通过客户迁徙，不仅节约了获客成本，还提高了客户粘性，事实证明，随着业务合同和服务的数量不断增加，客户的留存率将持续改善，客户价值也不断提高。

客户迁徙促进产品渗透。2016 年用户在各互联网平台之间迁徙量达到 6905 万人次 (YoY+31%)，实现金融产品间高度渗透，个人客户中有 3150 万同时持有多家子公司的合

同（占比24%），未来传统金融业务与互联网业务的协同效应有望进一步提升。

表 3：主要产品渗透率（截至 2016H）

主要金融产品线	主要产品渗透率				
	人寿保险	车险	银行存款理财	信用卡	互联网金融
人寿保险	—	12%	14%	14%	3%
车险	16%	—	11%	12%	1%
银行存款理财	18%	10%	—	26%	4%
信用卡	29%	19%	44%	—	3%
互联网金融	23%	10%	24%	14%	—

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

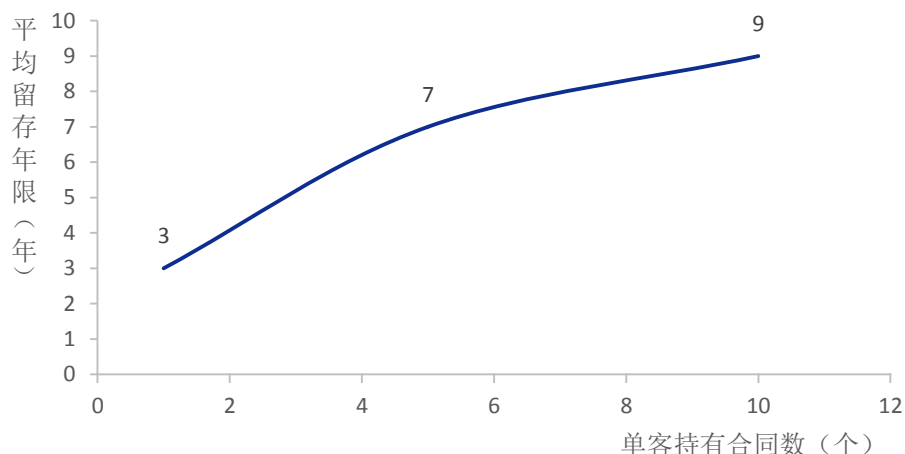
产品渗透提高客户粘性。客户迁徙和产品渗透带来人均合同数的逐步提高，2015 年人均合同数为 2.03 件/人，2016 年人均合同数达到 2.21 件/人，客户年资越高，拥有的合同数量越多，5 年资及以上客户平均拥有 2.46 个合同，较之 1 年资以下的新客户多出 59%。随着产品和服务的增加，客户的留存率在不断提高，单客持有合同在 1 件左右的客户，平均留存年限为 3 年左右，而达到 10 件左右的客户，平均留存年限则达到 9 年。

表 4：平安人均合同数情况（件）

	2016H1	2015
核心保险		
人寿保险	1.76	1.73
车险	1.87	1.86
银行存款理财	1.40	1.36
银行贷款	1.49	1.47
信用卡	1.12	1.19
证券基金信托	1.70	1.45
其他保险	1.13	1.14
其他贷款	1.09	1.09
互联网金融	2.18	2.16
金融合计	2.16	2.03

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 9：产品合同数与平均留存年限正相关



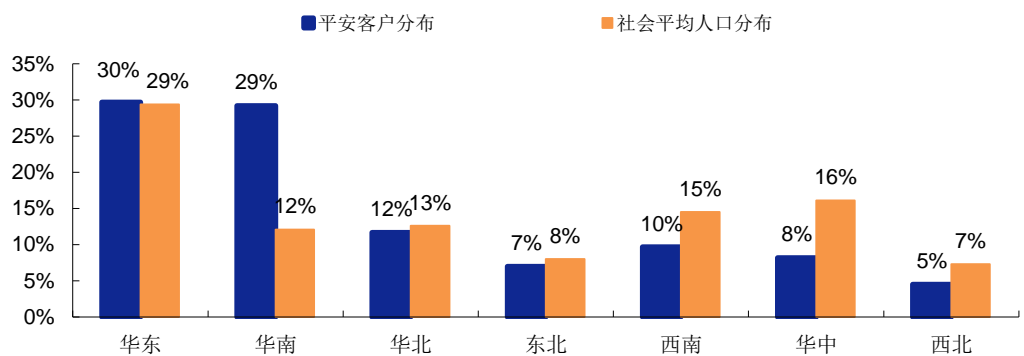
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

客户迁徙和交叉销售的持续推进，使得客户价值稳步提升，2016年客均利润达311元，同比增长近8%，我们认为公司金融科技的创新将有助于推进客户迁徙，提高金融产品渗透率，各项业务的盈利能力将稳定持续增长，我们预计2017年公司客均利润将保持10%的增速。

3.4. 客户聚集经济发达地区，财富结构不断优化

公司在高质量客户的开发上占得先机。目前公司70%的个人客户集中于经济发达地区，平安产险上海市场份额占据三分之一，位列当地第一，而上海是我国人均可支配收入最高的省份或直辖市，加强对经济发达地区客户的开发会提升公司客户价值。

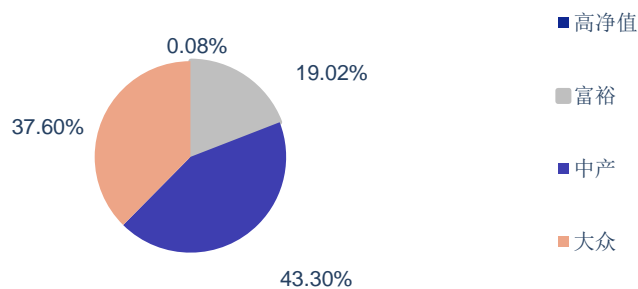
图 10：2016 年客户集中于经济发达地区



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

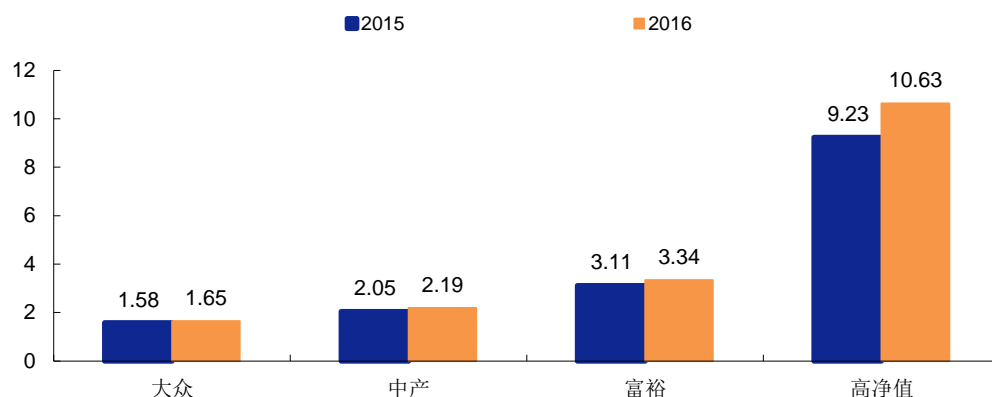
客户财富结构逐步优化。2016年中产及以上客户占比达62.4%，较2015年提升4.5个百分点。而随着客户财富等级的提升，人均合同数也在增加，中产级别客户人均合同数为2.19件/人，高净值人均合同数超过10件/人，财富结构的优化意味着公司客户价值在边际提升，客户粘性也在增强。

图 11：2016 年客户财富结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 12: 2016 年客均合同数随财富等级提升递增 (个)



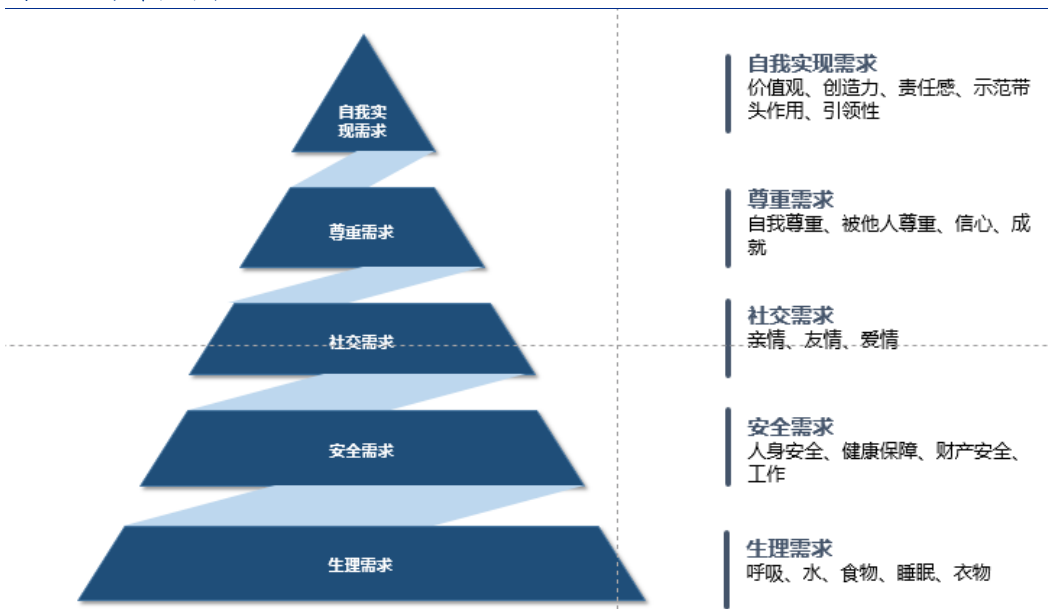
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

从年龄结构来看, 公司客户整体较为年轻。公司客户平均年龄约为 38 岁, 意味着未来 10 年间, 随着客户年龄增长, 财富的积累, 公司个人客户带来的价值将呈现出加速度上升的趋势。

3.5. 消费升级下零售业务步入黄金时期

中产阶级逐步崛起, 消费升级利好零售业务。根据马斯洛需求理论, 在满足最基本的生理需求以后, 人们会去追寻安全需求。我国经济长期高速发展产生了一大批中产阶级, 对于中产阶级而言, 随着收入水平的提高, 消费能力也逐步提高, 基本的温饱已经不是主要矛盾, 他们的需求从基本温饱消费向财富管理、健康、医疗等领域转变, 在中产阶级崛起和消费升级的带动下, 零售业务将保持强劲增长, 得零售者得天下。

图 13: 马斯洛需求理论



资料来源: 安信证券研究中心

4. 代理人精英荟萃, 打造领先保险业务

4.1. 寿险打造最强个险, 消费升级死差丰厚

寿险业务是公司重要支柱业务之一。2013 年以来寿险业务利润占比基本保持在 30% 以上，2016 年受益于产品和渠道结构优化，寿险贡献归母净利润达到 224 亿元（占比 35%），同比增速达到 18%。

寿险的发展对其他业务产生辐射效应。公司寿险业务长期以来沉淀大量客户，截至 2016 年寿险个人客户达 7725 万，机构客户 182 万，2017 年一季度代理人将近 120 万，能够为其其他业务迁徙大量客户和业务资源。

图 14：2016 年寿险业务利润占比 36%

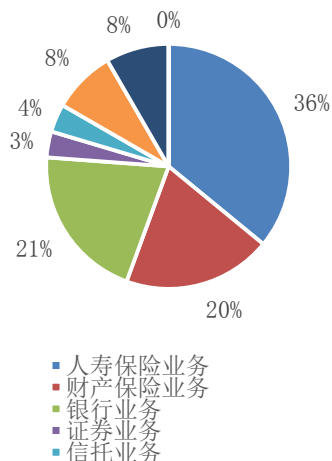
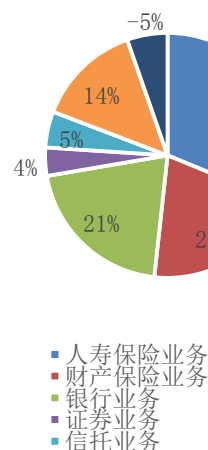


图 15：2015 年寿险业务利润占比 31%



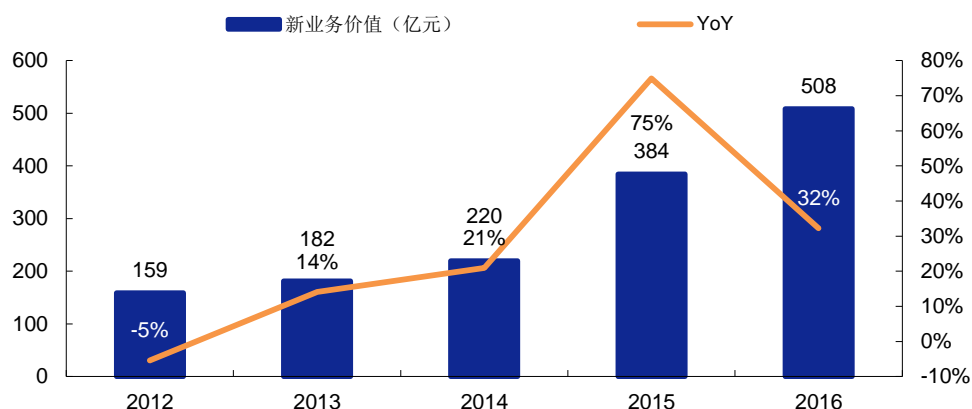
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.1.1. 新业务价值高速增长

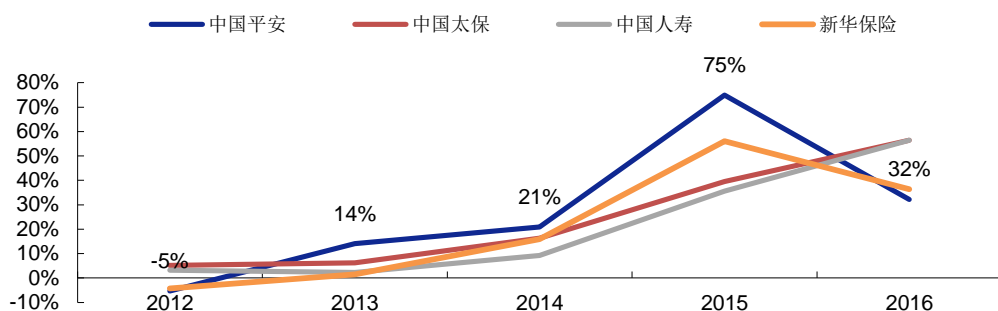
2012 年至 2016 年间，公司新业务价值由 159 亿元增长至 508 亿元，年均复合增速达 33%，高于同业水平，2017 年一季度公司新业务价值同比增长达 60%。我们认为新业务价值高速增长的主要原因在于个险业务蓬勃发展。

图 16：公司新业务价值维持较高增速



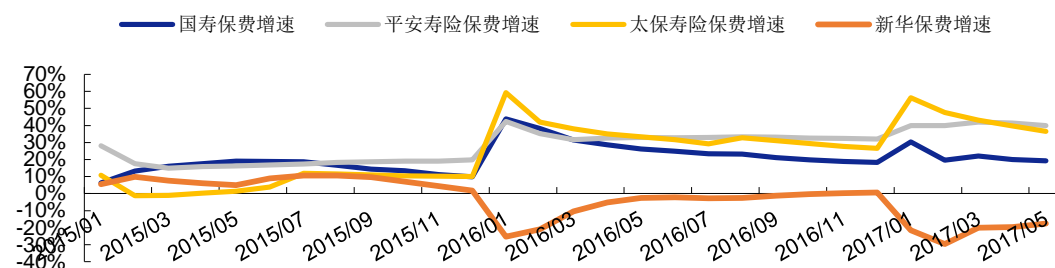
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 17: 公司新业务价值增速整体高于同业



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 18: 公司寿险保费增速领先同业

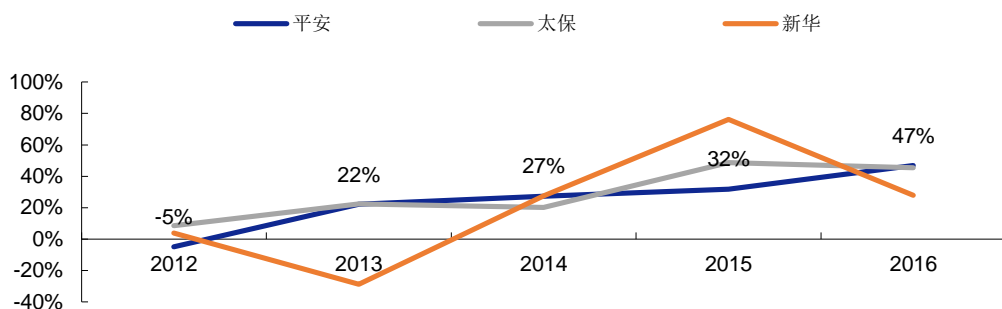


资料来源: 保监会, 安信证券研究中心

4.1.2. 个险业务领先同业, 产能提升集聚精英

平安寿险在业内率先由银保转型个险, 打造市场富有竞争力的代理人队伍, 近年来个险新单保持 20% 以上的增长, 高于同业水平, 2017 年一季度个险新单增速达到 60%。

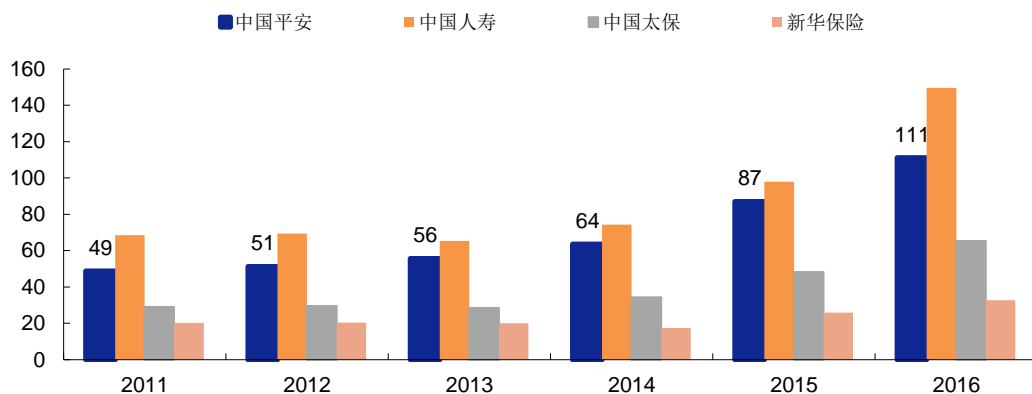
图 19: 公司个险新单维持较高增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

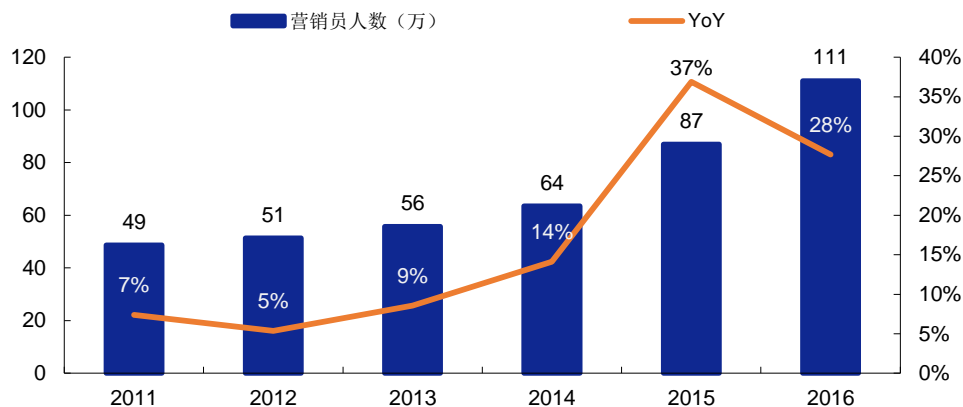
我们认为个险新单高速增长的动力在于两个方面，一是代理人规模维持较高增速。2011年至2016年寿险代理人由41万人增长至111万人，2017年一季度公司代理人达到119万人，同比增速达到27%。二是代理人产能提高汇聚营销精英。2016年人均每月首年规模保费达到7821元，同比增速8%。代理人产能的稳步增长使得留存率领先同业，同时吸引更多销售精英加盟公司，代理人质量的提升将进一步推动代理人规模和产能的提升，形成良性循环，我们预计2017年代理人数量将保持30%左右的增长，全年公司个险新单增速将达到55%以上，新业务价值率将达到38%左右，新业务价值增速预计保持在40%以上。

图 20：公司代理人规模仅次于国寿



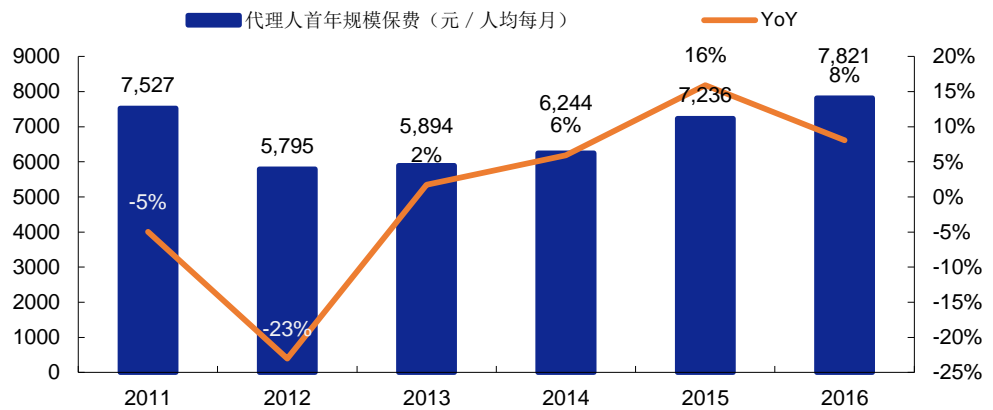
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 21：公司代理人人数维持高增速



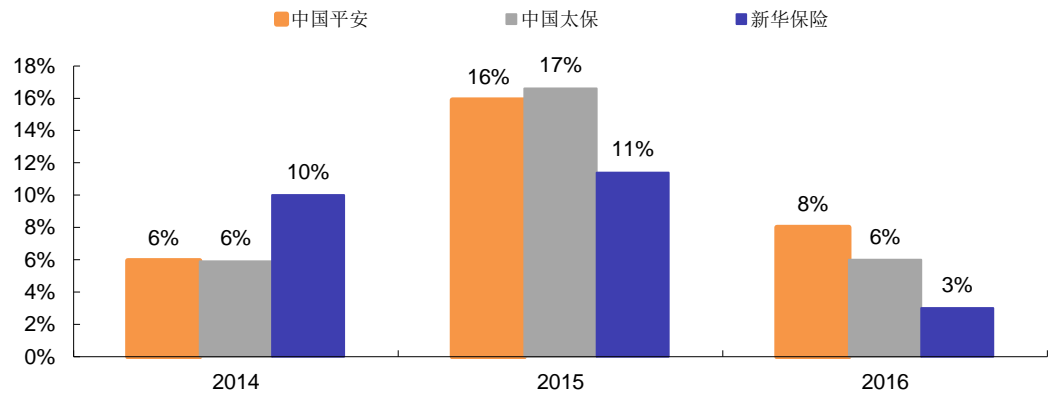
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 22: 公司人均产能稳步提升



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 23: 2016 年公司人均产能增速高于同业

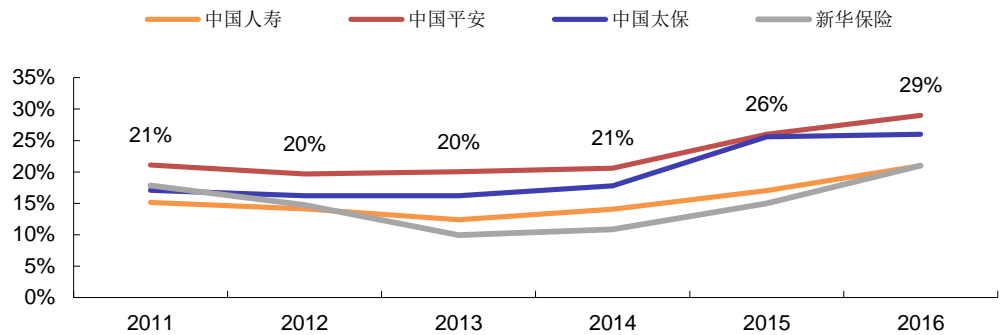


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

4.1.3. 寿险产品回归保障，消费升级死差丰厚

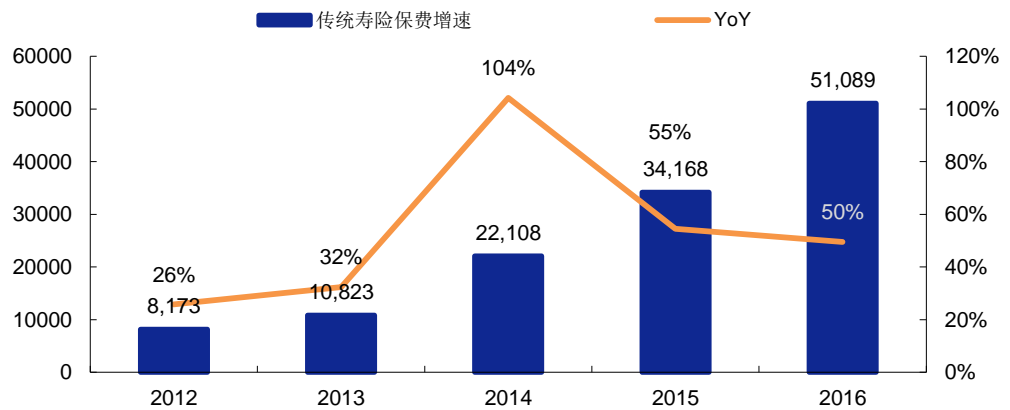
近年来公司拉长产品期限，发展保障型产品。2016 年公司实现个险期缴保费 860 亿元（占比 78%，与同业相比水平较高），同比增速达到 47%，公司重点加强长期保障型产品的开发与推广，2016 年传统寿险规模保费达到 510 亿元（YoY+49%），占比 14%（YoY+2pc），长期健康险保费达到 442 亿元（YoY+52%），占比 12%（YoY+2pc），2016 年下半年完成旗舰保障型产品“平安福”升级，推出“平安福+平安 RUN”产品组合，扩大疾病保障范围并内嵌健康管理服务。

图 24：平安个险期缴保费占比较高



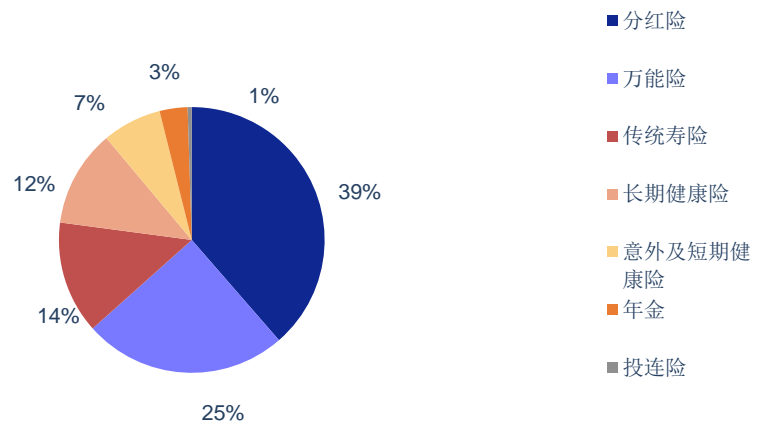
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 25：2014 年以来传统寿险增速超过 50%（百万元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 26：2016 年健康险保费占比达到 12%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

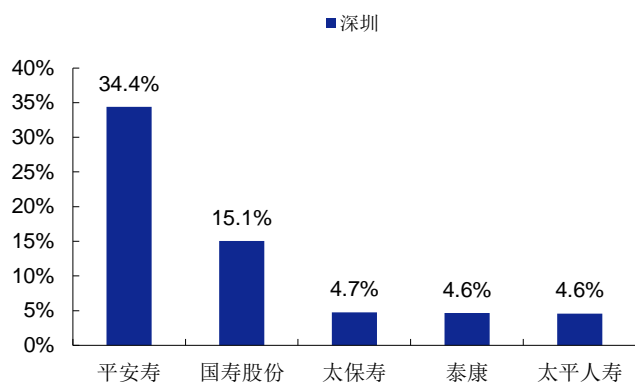
表 5：长期保障型产品新业务价值率最高

	2016 年	2015 年
个人业务	45.70%	49.10%
代理人渠道	51.40%	55.00%
长期保障型	82.90%	84.60%
短交储蓄型	15.30%	19.00%
长交储蓄型	31.00%	44.70%
短期险	27.20%	23.90%
电销、互联网及其他渠道	43.00%	46.00%
银保渠道	2.80%	4.10%
团险业务	1.10%	1.70%
寿险业务合计	37.40%	38.80%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

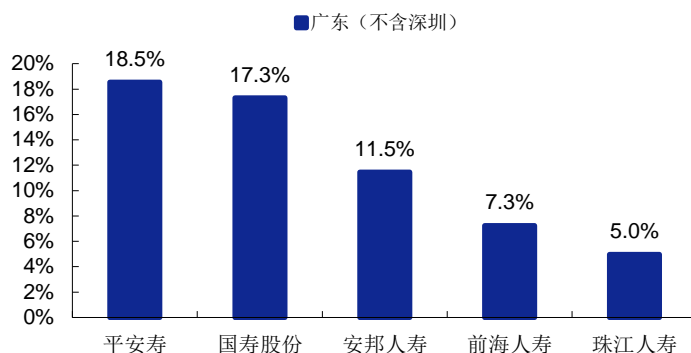
消费升级在经济发达地区会体现的更为明显，而平安寿险一二线城市均具备较强的市场竞争力。平安寿险在深圳广东市场份额均位居第一，在北京上海市场份额位居第二，在消费升级的过程，平安寿险凭借在经济发达城市的布局，将持续受益。

图 27：平安寿险在深圳市场份额位居第一



资料来源：深圳保监局，安信证券研究中心

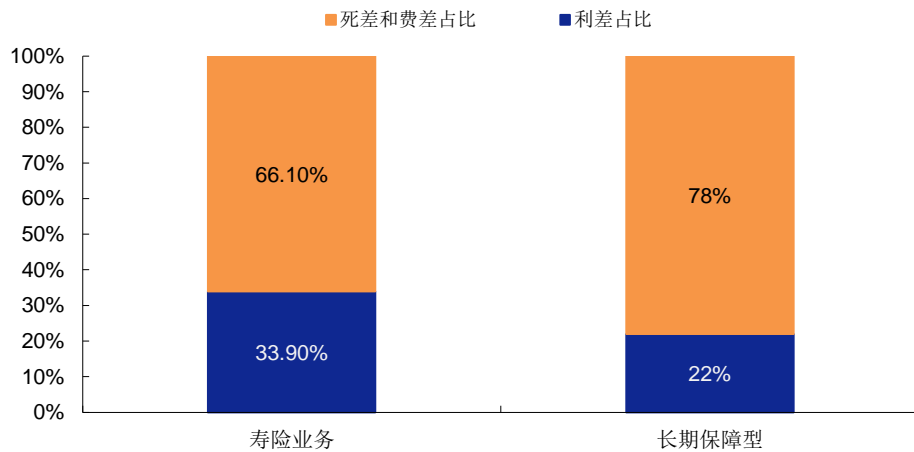
图 28：平安寿险在广东市场份额位居第一



资料来源：广东保监局，安信证券研究中心

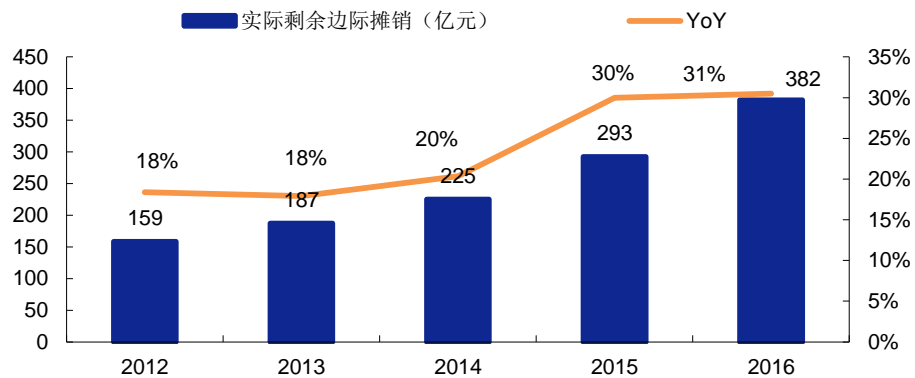
消费升级下，保障型产品需求提升，推动剩余边际持续释放。公司 2016 年长期保障型产品死差益和费差益占比达到 78%，将带动整体死差益占比提高，并且推动剩余边际持续稳定释放。截至 2016 年末平安寿险剩余边际余额为 4546 亿元 (YoY+37%)，受益于长期保障型业务占比持续提升，剩余边际摊销逐年稳步增长，2016 年达到 381 亿元 (YoY+31%)，其中长期保障型业务贡献占比 69%，未来公司长期利润将受益于剩余边际释放。

图 29：寿险新业务价值中死差益占比较高



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 30：中国平安剩余边际摊销逐年增长



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.1.4. 率先布局养老险业务，政策支持需求扩张

公司是养老险行业领军者。平安养老险成立于 2004 年，是国内首家专业养老险公司，2016 年平安养老险成为首批获得基本养老保险基金投资管理牌照的公司，截至 2016 年末，平安养老险注册资本达 48.6 亿元，是国内最大的专业养老险公司。

业绩稳健增长，市场份额位居前列。在人口老龄化等因素的影响下，市场需求快速增长，得益于布局较早，平安养老品牌优势明显，业绩稳健增长，2016 年平安养老险实现净利润 6.75 亿元，同比增长近 5%，市场份额位居行业前列，截至 2016 年末，平安养老险管理的企业年金受托资产、投资资产、养老保障及其他委托管理资产共计 4400.94 亿元，在国内专业养老保险公司中保持领先，在养老险个税递延政策的催化下，市场规模还将大幅扩张，平安养老作为行业领军者，业绩将持续释放。

表 6：平安养老管理资产规模不断增长

人民币百万元	2016 年	2015 年
企业年金受托管理资产	165,605	127,226
企业年金投资管理资产	152,189	135,480
养老保障及其他委托管理资产	122,300	50,138

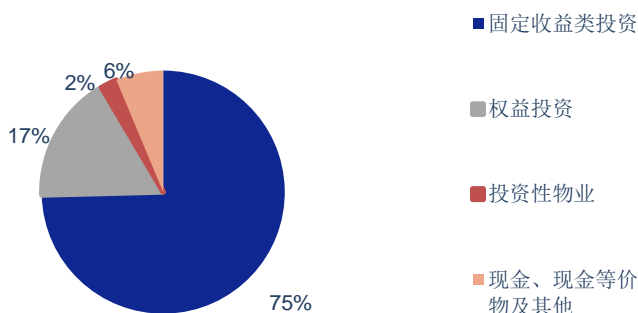
资料来源：公司报告，安信证券研究中心

4.1.5. 投资价值增长源于结构优化

4.1.5.1. 聚焦优先股，提升净投资收益率

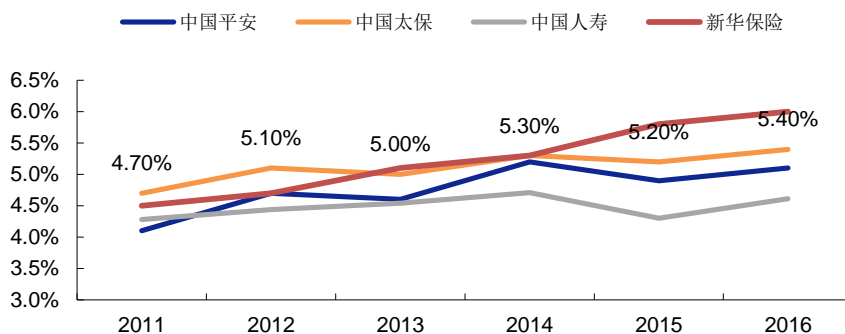
公司提前布局优质固定收益资产、优先股等，2016 年优先股账面价值同比增长 70%，使得当年净投资收益达到 1050 亿元 (YoY+23%)，净投资收益率提升至 6%，但受国内资本市场低迷的影响(2016 年全年上证综指下跌 12%，深证成指下跌 19%)，公司总投资收益下降 20%，总投资收益率回落至 5.3%。

图 31：2016 年资产配置



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 32：2016 年公司净投资收益率有所提升

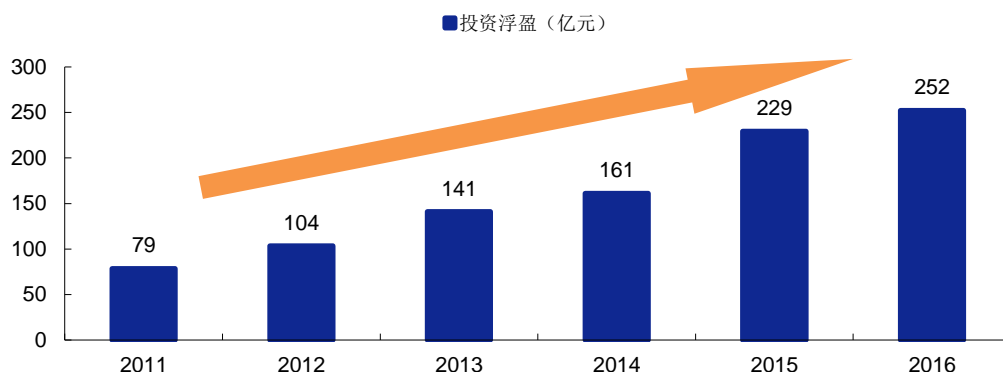


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.1.5.2. 投资性房地产存在投资浮盈

房地产投资浮盈较高。公司投资性房地产以历史成本计价，使得该项目下存在大量投资浮盈。根据 2016 年数据，平安的投资性房地产净值为 424 亿元，而公允价值达到 676 亿元，投资浮盈已经高达 252 亿元。

图 33: 公司投资性房地产投资浮盈逐年增加



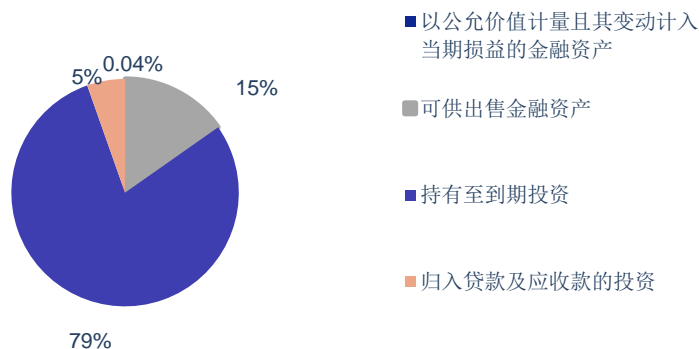
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

历史成本计价的投资性房地产资本占用较低。在偿二代下投资性房地产的资本占用也较低, 以历史成本计价的投资性房地产的房地产价格风险最低资本基础因子为 0.08, 而相比较而言, 以公允价值计价的投资性房地产的房地产价格风险最低资本基础因子则为 0.12。

4.1.5.3. 利率上行影响中性, 股市震荡影响负面

市场利率温和上行, 对保险公司投资收益率影响有利有弊。从债券投资角度来看, 利率上行会改善新增债券资产收益率, 但计入 AFS 存量债券资产 (平安占比 15%) 浮亏增加, 短期来看新增资产收益率改善幅度不及存量资产浮亏增加幅度。根据敏感性测试, 如果市场利率提高 50 个基点, 平安利润将减少 2.5 亿元。而 2017 年二季度以来上证综指回调 2%, 对权益类投资浮盈也带来负面影响。预计 2017 年全年公司总投资收益率将在 5.4% 左右。

图 34: 中国平安 2016 年债券资产在会计科目中的分布



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 35: 2017 年以来 10 年期国债收益率波动上行

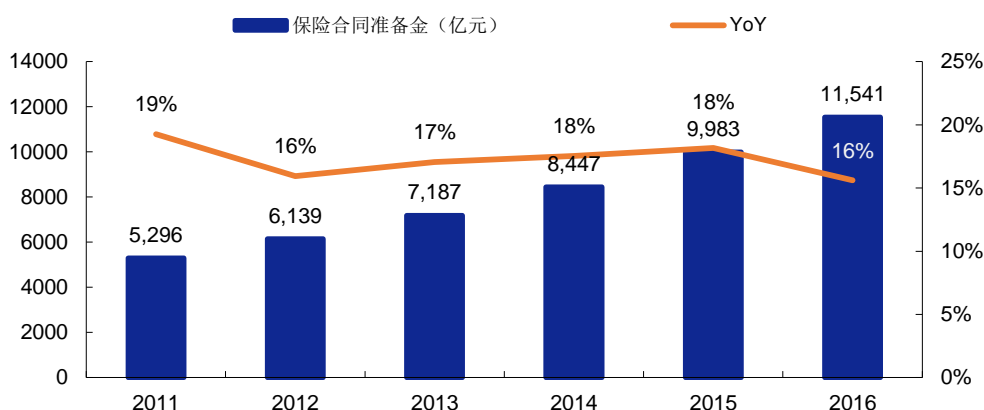


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

4.1.6. 准备金补提不影响公司利润总额

受到低利率的影响, 2016 年准备金计提规模大幅增加, 公司保险合同准备金规模达到 1.1 万亿, 同比增长 16% 左右, 使得平安利润减少 289 亿元, 准备金的计提不影响公司利润总额, 只影响利润的分配时间, 随着利率止降, 预计未来数年内公司利润将进入释放周期。

图 36: 2016 年准备金规模增速达 16%

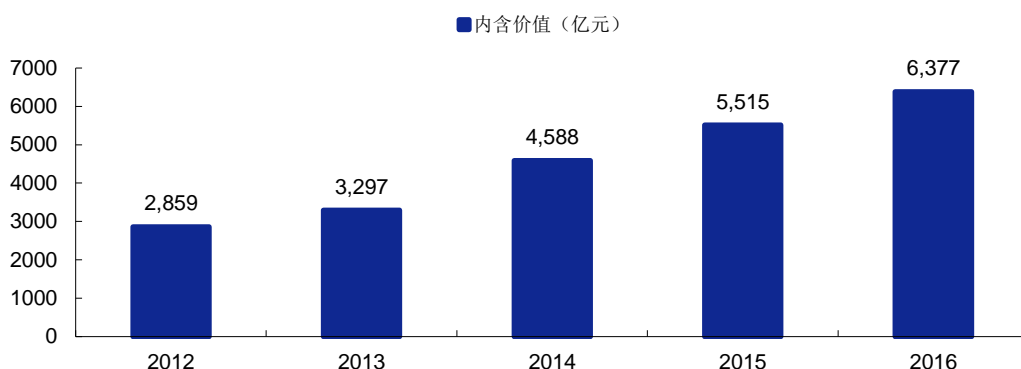


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

4.1.7. 内含价值增长稳定, 精算假设谨慎可靠

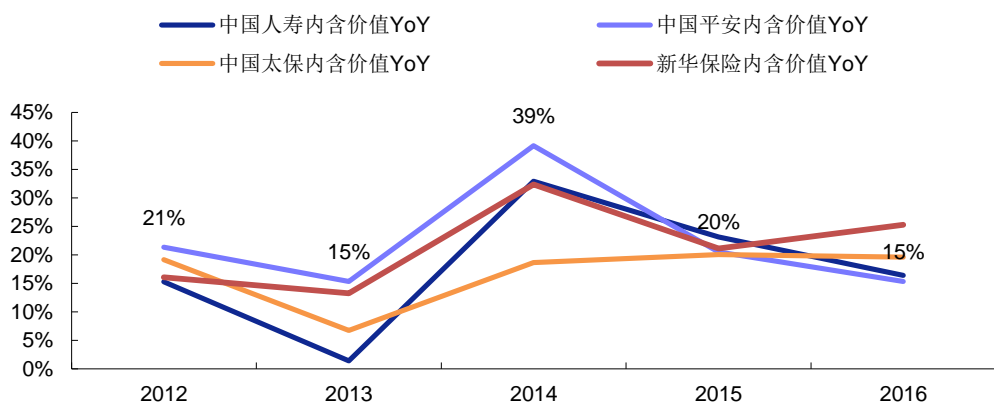
内含价值主要增长动力来自于新业务价值增长和预期回报。2012 年至 2016 年公司内含价值保持 15% 以上的增长, 一方面公司精算假设谨慎可靠, 近十年来平均总投资收益率超过 5.5%, 贴现率中风险溢价平均为 7.6%, 预期回报近年来基本保持稳定, 另一方面, 新业务价值成为内含价值增长的重要驱动力, 一年新业务价值在内含价值中的占比维持稳步提升的趋势, 2016 年公司新业务价值同比增速维持在 30% 以上, 2017 年一季度该增速达到 60%, 预计受益于新业务价值的增长, 2017 年内含价值增长将达到 20% 左右。

图 37：平安内含价值稳步提升



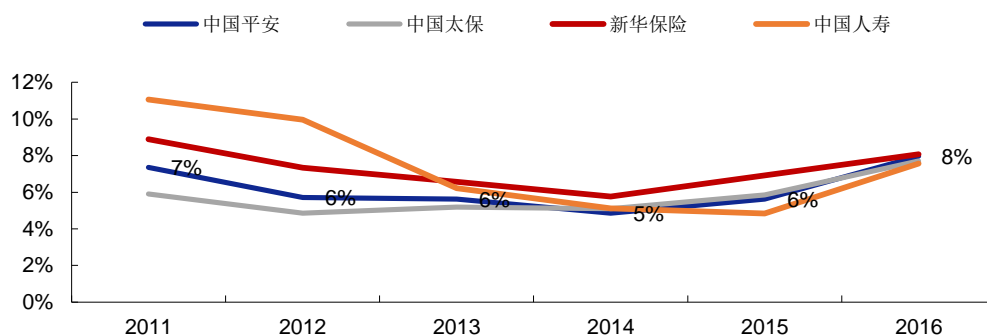
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 38：内含价值维持较高增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 39：2016 年一年新业务价值占内含价值比例为 8%



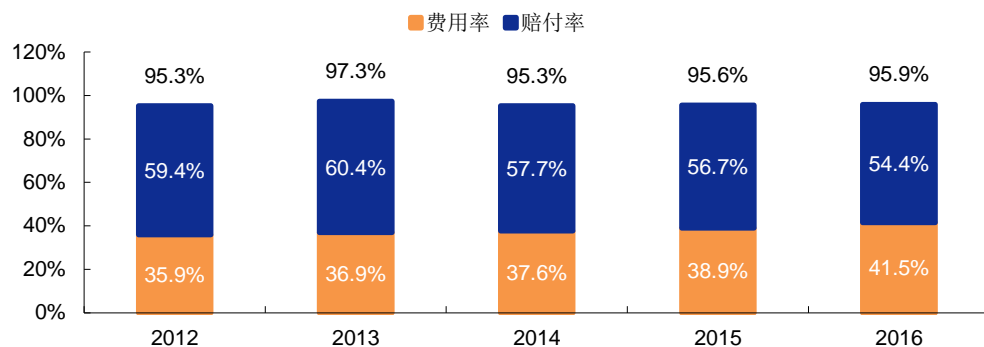
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.2. 产险深耕发达城市，客户优质盈利丰厚

4.2.1. 科技创新风控完善，赔付率低于同业

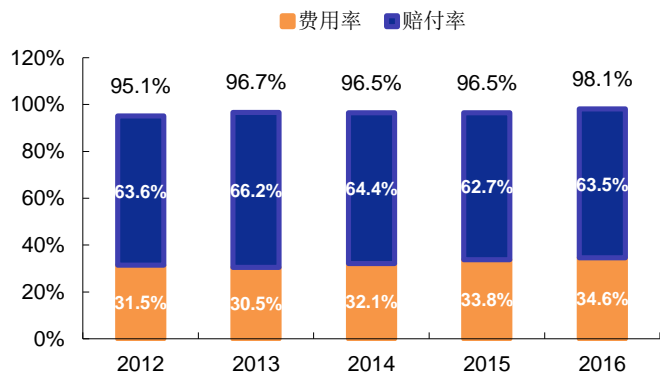
受益于公司金融科技的支持下，平安产险风控措施完善，赔付率好于同业。2016 年赔付率降至 54.4%（同期人保产险 63.5%），同时依赖于公司内部客户迁徙和交叉销售，费用率整体保持稳定，使得平安产险综合成本率长期优于同业，2016 年综合成本率为 95.9%，保持较好的盈利能力。我们认为公司金融科技越发成熟，对于平安产险产品设计、定价策略、理赔管理等能够起到有效地促进作用，产险业务综合成本将保持在 94%左右，实现较好的盈利。

图 40：平安产险综合成本率保持稳定



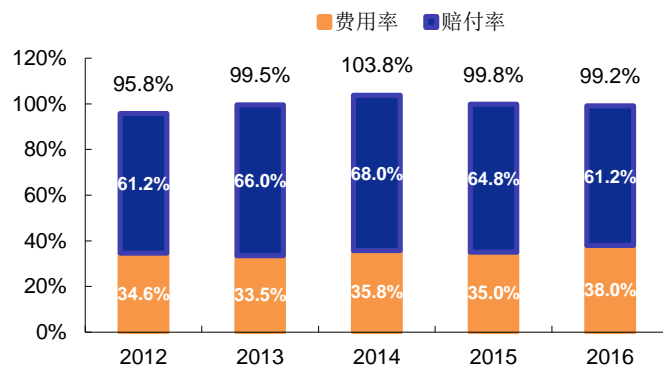
资料来源：公司报告，安信证券研究中心

图 41：中国财险综合成本率高于平安



资料来源：公司报告，安信证券研究中心

图 42：太保产险综合成本率高于平安



资料来源：公司报告，安信证券研究中心

保证业务成为独特竞争优势。受益于普惠金融的业务协同，平安财险保证保险快速发展，盈利规模接近车险业务，2016 年保证保险承保利润达 26.9 亿元，占比 22%，仅次于车险 27 亿元的承保利润，如果考虑利润率情况，则远超车险业务。

表 7：车险和保证保险承保利润较高

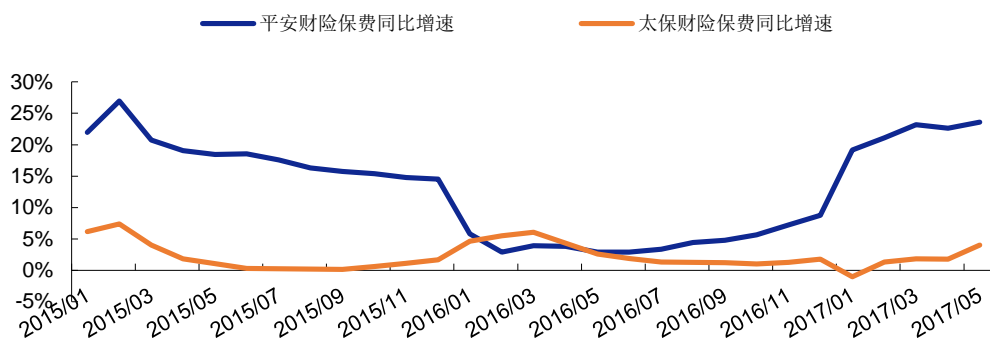
百万元	保险金额	保费收入	承保利润
车险	32,427,751	148,501	2,704
保证保险	131,296	8,136	2,696
意外伤害保险	206,529,263	4,157	1,141
责任保险	9,658,060	5,183	376

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.2.2. 扎根发达城市，享有区域先发优势

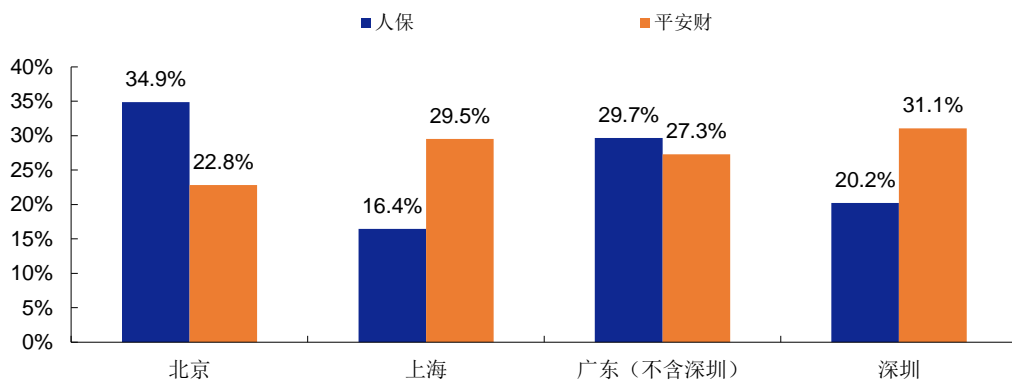
平安产险在发达城市具备明显的优势地位。平安在上海深圳市场份额位居第一，超过人保财险，而上海 2016 年人均可支配收入位居全国首位，深耕发达城市使得平安产险的客户具备较好的消费能力，受益于此，平安产险近年来保费基本保持两位数的增长，2017 年一季度实现产险保费收入 536 亿元 (YoY+23%)，增速高于同业 (行业 11%、太保 YoY+4%)，其中交叉销售、电网销渠道保费收入达到 232 亿元 (YoY+7%，占比 43%)，市场份额不断提高，由 2013 年的 17% 增长至目前的 20% 左右。我们预计 2017 年平安产险保费增速将保持在 20% 左右。

图 43：平安产险保费增速高于同业



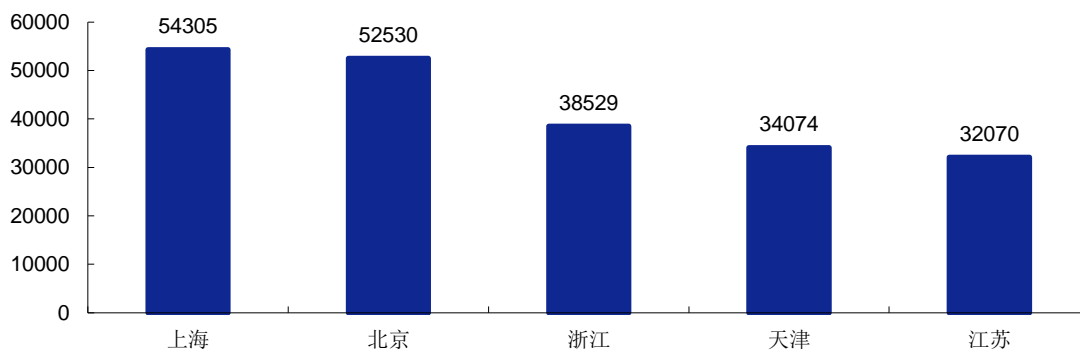
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 44：平安产险在上海深圳领先人保



资料来源：保监会，安信证券研究中心

图 45: 2016 年人均可支配收入上海居首 (元)



资料来源: 统计局, 安信证券研究中心

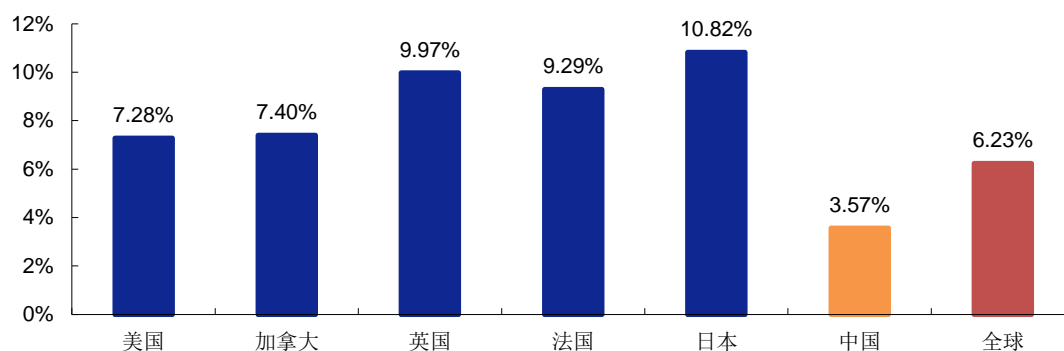
4.3. 我国保险行业仍处于景气周期

4.3.1. 对标海外, 寿险行业成长空间较大

结合国外发达保险市场经验来看, 我们认为我国寿险行业与国外相比有较大的提高空间, 在市场规模扩张过程中, 中国平安作为行业龙头, 将最为受益。

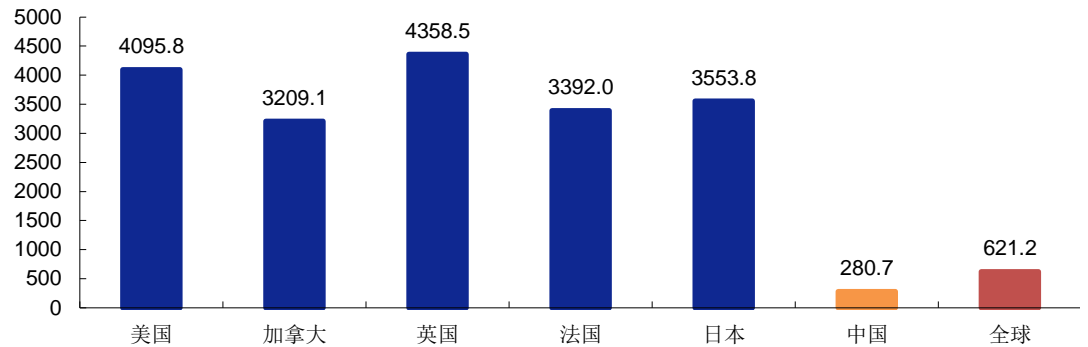
我国保险密度和保险深度均为全球平均水平的一半左右。美国保险密度为 4095 美元/人, 保险深度为 7%, 日本保险密度为 3553 美元/人, 保险深度为 10%。根据“新国十条”, 到 2020 年我国保险深度要达到 5%, 保险密度要达到人均 3500 元, 据此测算, 如果要达到这个目标, 2017 年至 2020 年间寿险行业保费年均增速将在 15%左右。

图 46: 2015 年我国保险深度为 3.57%



资料来源: Sigma, 安信证券研究中心

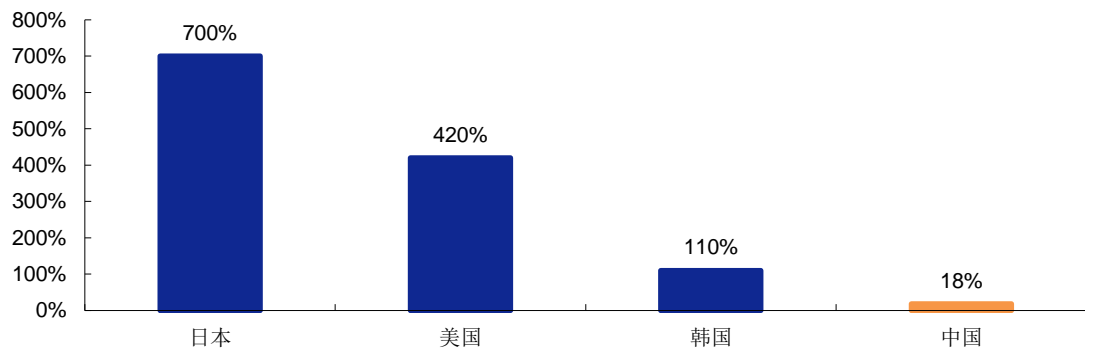
图 47：2015 年我国保险密度为 280 美元/人



资料来源：Sigma、安信证券研究中心

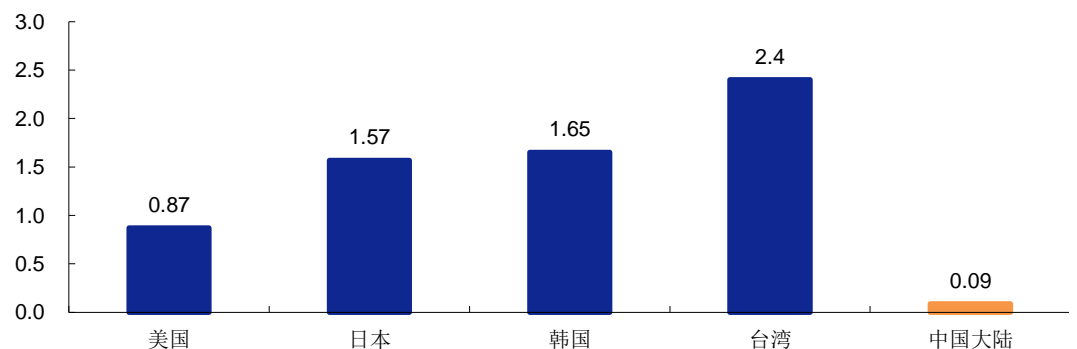
我国投保率和人均保单持有量仍偏低。由于我国投保率较低，长期寿险投保率仅为 18%，而日本已经达到了 700%，使得中国大陆人均持有保单数量远低于发达市场，目前大陆地区人均持有保单数仅有 0.09 份，而日本已经达到了 1.5 份，台湾则达到了 2.4 份的高水平。

图 48：我国长期寿险投保率仅为 18%



资料来源：保监会、安信证券研究中心

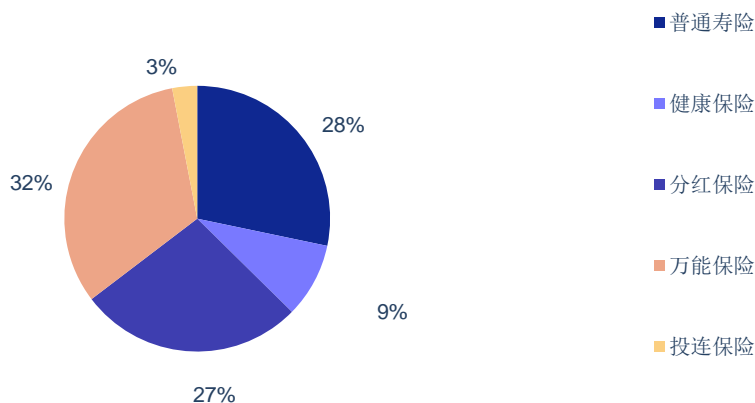
图 49：我国人均持有保单数仅为 0.09 份



资料来源：安信证券研究中心

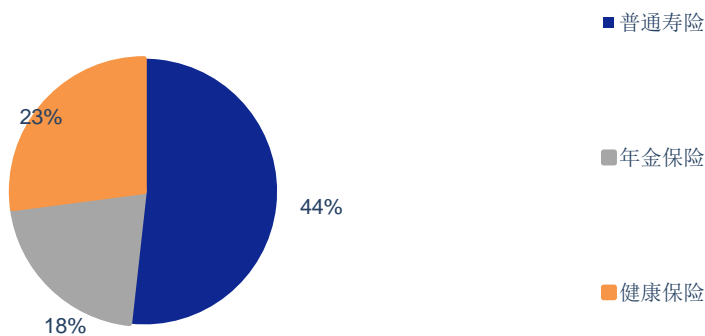
长期以来我国保险产品以理财为主，未来将逐步提消费属性。世界主要寿险市场的主要产品包括年金保险、普通寿险和健康险，更加偏向于保障，如英美主要以年金保险为主，英国年金保险占比 90%，美国年金保险占比 55%，日本和香港则是以普通寿险为主，日本普通寿险占比 69%，香港普通寿险占比 44%，而中国大陆市场则是以万能险为主，占比 32%，意味着长期以来我国保险产品还是以理财为主，保障性不足。

图 50：我国保险产品以理财型产品为主



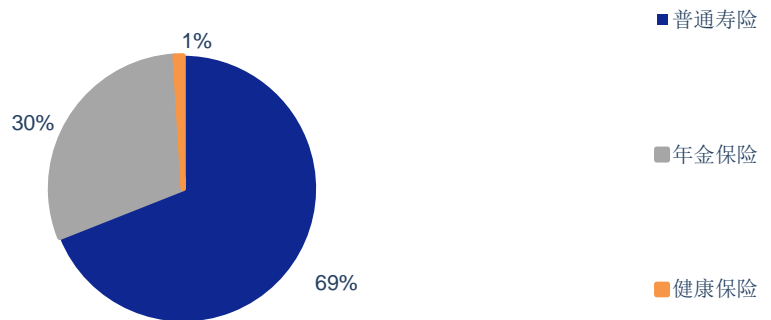
资料来源：《保险监管参考》第 918 期《我国内地与国际主要保险市场人身保险产品对比研究》、安信证券研究中心

图 51：香港保险以普通寿险产品为主



资料来源：《保险监管参考》第 918 期《我国内地与国际主要保险市场人身保险产品对比研究》、安信证券研究中心

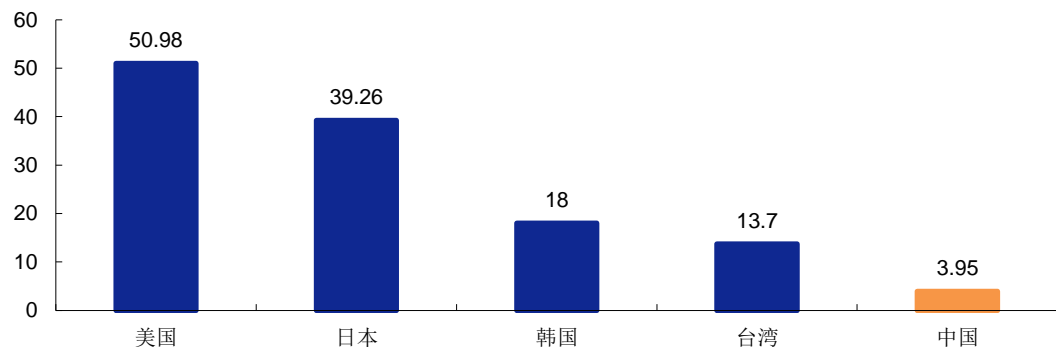
图 52: 日本保险以普通寿险为主



资料来源:《保险监管参考》第 918 期《我国内地与国际主要保险市场人身保险产品对比研究》, 安信证券研究中心

我国保单保额仍然较低。中国大陆人均寿险保额(总保额/总人口)仅有 5050 元, 仅为发达保险市场的 14% 左右。造成人均保额较低的重要原因在于大陆地区的单均保额较低, 仅为 3.95 万元, 为发达保险市场的 10% 至 30%。

图 53: 我国单均保额不足 4 万元



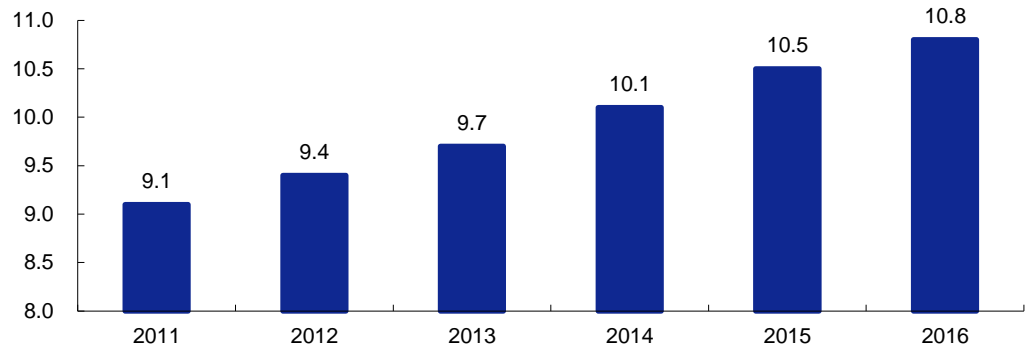
资料来源: LIAJ、MIC、FSS、KLIA、statista 网站、data.gov.tw 网站、《保险监管参考》第 99 期《我国个人寿险保障水平分析报告》, 安信证券研究中心

4.3.2. 养老个税递延呼之欲出, 消费升级市场扩容

2017 年 7 月国务院办公厅印发《关于加快发展商业养老保险的若干意见》(以下简称《意见》)对商业保险机构一年期以上人身保险保费收入免征增值税, 并明确 2017 年年底启动个人税收递延型商业养老保险试点。

老龄化发展提升养老保障需求。随着中国劳动年龄人口总数到顶回落, 2015 年中国 16 至 59 岁劳动年龄人口占比下降至 71.9%, 预计到 2020 年末人口老龄化率将会达到 18.9%, 到 2030 年将逐步进入人口老龄化的高峰期, 带动养老保障需求提升。而 2016 年具备养老功能的人身保险保费收入为 8600 亿元, 在人身保险保费收入中的占比为 25%, 其中退休后分期领取的养老年金保险的保费收入 1500 亿元, 在人身保险保费收入中的占比仅为 4.4%。精算技术相对发展较慢、社会商业保险意识不够、以及此前政策支持不足, 使得我国商业养老险发展较为缓慢。

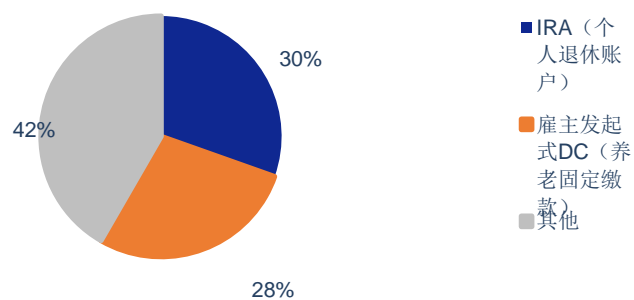
图 54：我国 65 岁及以上人口占比逐年提升（%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

个税递延养老将加快养老体系第三支柱发展。与美国类似，我国养老体系由三大支柱组成，第一支柱是社会基本养老保险，第二支柱是企业年金，第三支柱是个人退休账户，第三支柱在美国体现为由政府提供税收优惠、个人自愿参与的补充养老金计划（美国 IRA），在国内则主要靠个人购买商业养老保险。截止 2015 年底美国私人养老金总资产高达 24 万亿美元，其中，IRA 持有养老金资产约为 7.3 万亿美元，占比近 1/3，主要原因在于美国政府税收政策推动以及 IRA 具有灵活便捷等优势。目前，我国保险业的第一支柱仅能保证老年人温饱需要，第二支柱所覆盖的劳动者也较为有限，而作为第三支柱的商业养老保险发展相当不足，因此，以自我保障为主的养老保险市场空间巨大，在人口老龄化加速的大背景下，未来随着个税递延试点在年底前启动，商业养老保险将迎来发展。

图 55：美国私人养老金资产分布（2015 年）



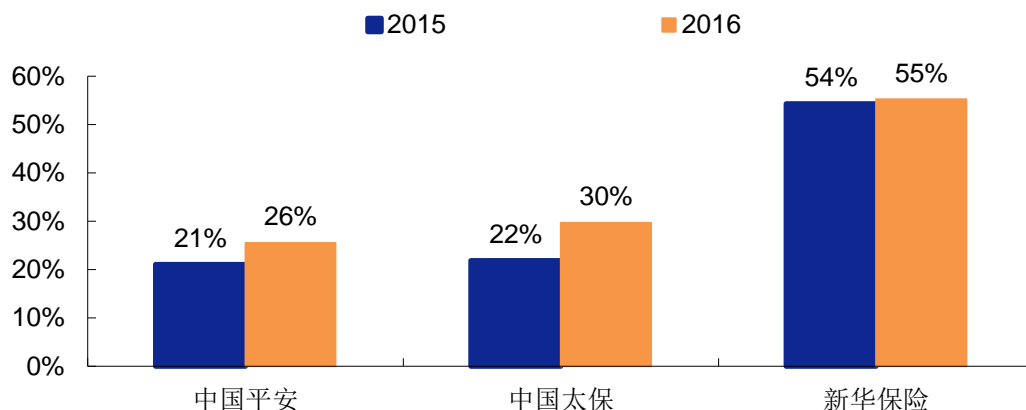
资料来源：《2016 年美国基金业年鉴》，安信证券研究中心

个税递延养老方案将带来千亿保费增量。由于在购买保险和领取保险金的时候，投保人处于不同的生命阶段，其边际税率有非常大的区别，个税递延对于投保人有一定的税收优惠，从而将能够拉动个人购买养老保险的需求。根据测算，未来如果个税递延养老方案落地，将为保险行业带来千亿保费增量。

保险消费与保障属性提升带来发展空间。《意见》提出一年期以上人身保险保费收入免征增值税，将进一步带动保险行业长期保障型产品发展，推动新业务价值率提升，强化“保险姓

保”。一方面，从长期来看，保险公司聚焦保障型产品和期缴产品，死差益占比提升，业务质量大幅提升，保险业基本面整体向好，保障属性提升。另一方面，保险产品回归保障迎合了社会大众需求，预计未来消费水平提升、人口老龄化等外部因素，将与保险产品回归保障等公司内部因素将形成良性循环，推动保险产品属性持续由理财向消费转化。在消费属性与保障属性双轮驱动下，保险发展前景可期，仍属朝阳行业。

图 56：2016 年上市险企保障型产品占比提升



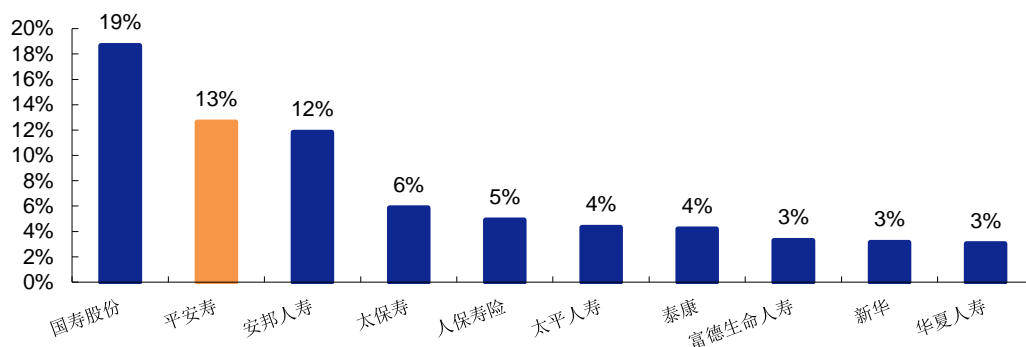
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.3.3. 市场集中度高，龙头险企获超额收益

截至 2017 年 5 月寿险行业共有保险公司 82 家，但行业前 5 家保险公司保费市场份额合计达 55%，产险行业共有保险公司 83 家，但行业前 5 家保险公司保费市场份额合计达 72%，无论是寿险行业还是产险行业，均显示出较高的市场集中度。

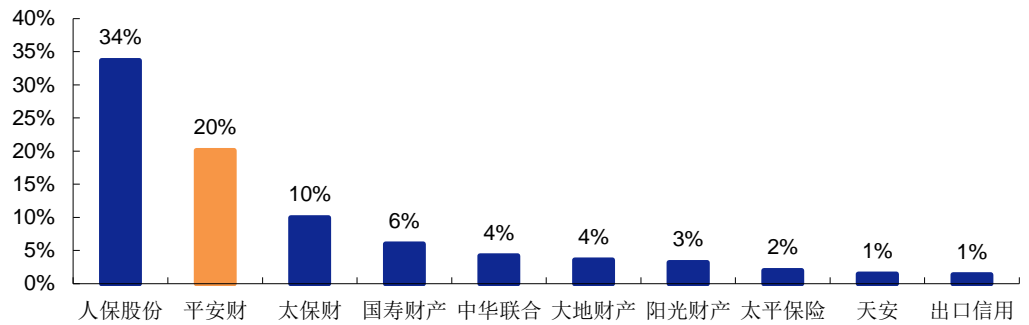
根据经济学理论，市场集中度较高会有助于处于行业前列的企业获得超额利润。平安寿险、平安产险和平安养老险，均处于行业领先地位，品牌效应突出，2016 年中国平安位居福布斯全球 2000 强中第 16 名、财富 500 强中第 41 名，作为市场份额领先的行业标杆，在市场规模扩容的过程中，平安保险业务将享受到超额收益，业务利润率将高于同业。

图 57：平安寿险市场份额 13%



资料来源：保监会，安信证券研究中心

图 58: 平安产险市场份额 20%



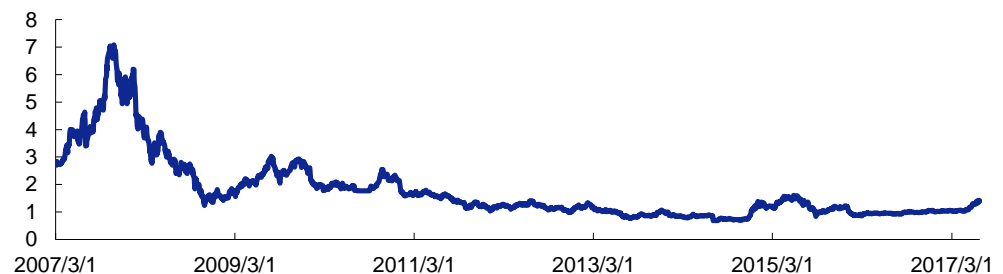
资料来源: 保监会, 安信证券研究中心

4.4. 保险业务估值分析

4.4.1. 寿险业务目标市值 6755 亿元

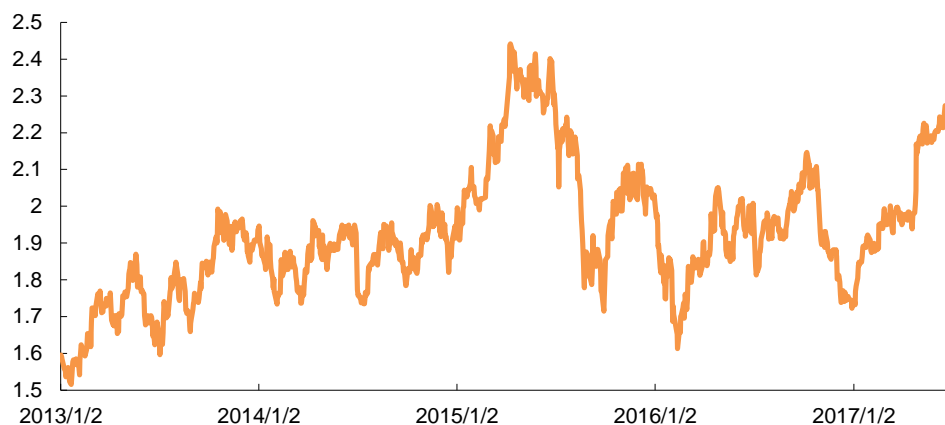
参考公司 2015 年以来 PEV 倍数平均约为 1.2 倍, 借鉴香港友邦保险经验, 在业务结构优化的过程中, 估值会逐步提升, 我们给予公司 PEV 倍数 1.5 倍, 对应目标市值 6755 亿元。

图 59: 2015 年以来公司 PEV 平均为 1.2 倍



资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

图 60: 2013 年业务结构优化以来友邦估值提升 25%

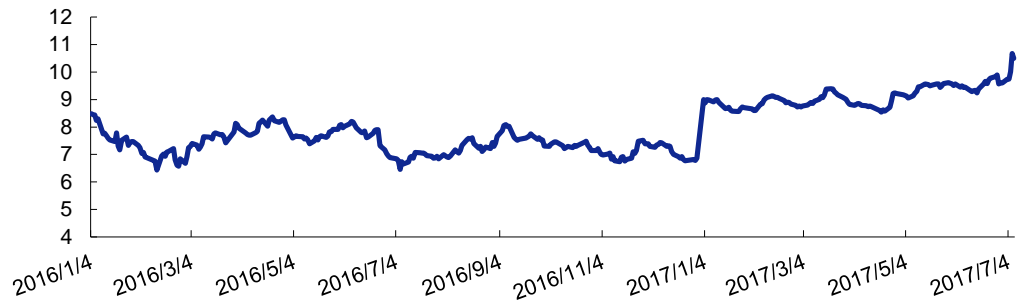


资料来源：WIND、安信证券研究中心

4.4.2. 产险业务目标市值 1299 亿元

中国财险 2016 年以来平均 PE 估值在 8 倍,考虑到目前 A 股保险股较港股平均溢价率在 20% 左右,我们给予平安产险 10 倍 PE 估值,对应市值 1299 亿元。

图 61: 中国财险 2016 年以来 PE 平均值为 8 倍



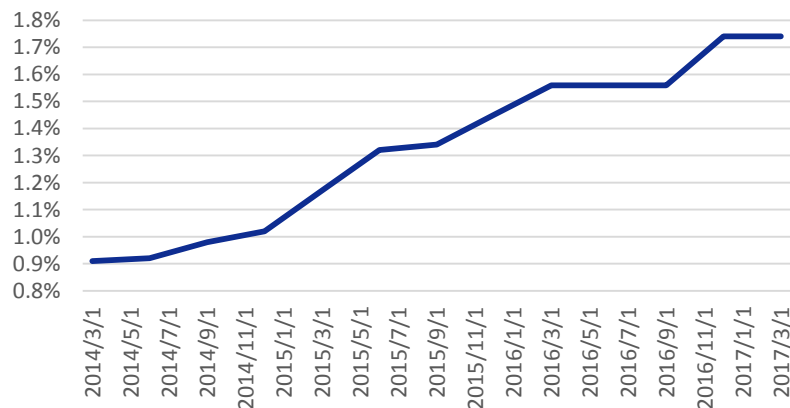
资料来源：Wind, 安信证券研究中心

5. 综合金融布局零售大资管

5.1. 平安银行全面转型零售业务

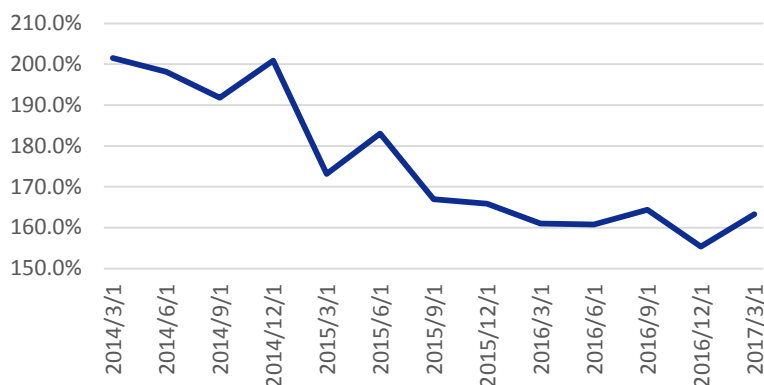
战略目标明确, 坚定转型零售。2016 年底平安银行对组织架构进行了大规模调整, 精简的部门共 13 个。最新架构中, 平安银行大对公条线下设公司、资金和特殊资产管理三个模块, 大零售则包括私行与财富管理、零售网络金融、零售风险管理、消费金融部、零售战略部等部门。平安银行新管理层确定了“以零售为核心, 对公、同业协同发展, 打造领先的智能化零售银行”这一全新的总体愿景及核心战略, 这次是首次以全行核心战略的高度确定零售业务的地位。平安银行提出在目前营收占比为 27% 的零售业务在行内业务占比的大幅提升, 并在未来 3-5 年时间承接平安集团亿级客户迁徙。

图 62: 不良率趋稳



资料来源：公司公告, 安信证券研究中心

图 63：拨备覆盖率逐步改善

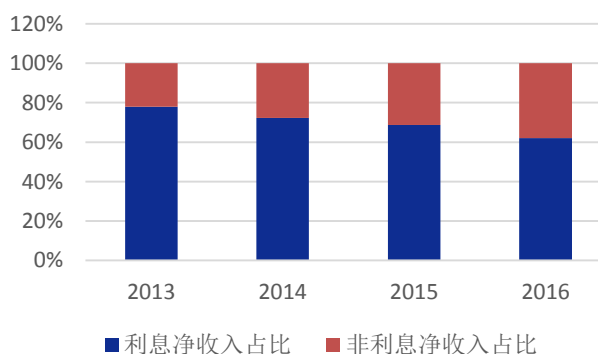


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

零售转型成果显著。平安银行在零售转型的同时推出以“SAT（社交媒体+客户端应用程序+远程服务团队）+智能主账户”为核心的智能化、移动化、专业化的零售银行服务，到 2016 年末，平安银行零售客户数达到 4047 万户，同比增长 27.4%；其中财富及以上客户（私财客户）、私行达标客户分别达 34.38 万户、1.69 万户，较年初增长 20.20%、16.69%；管理个人客户资产（AUM）快速增长，期末余额 7976.00 亿元，较年初增幅 19.54%；零售贷款余额 2913 亿元，较年初增长 42%。

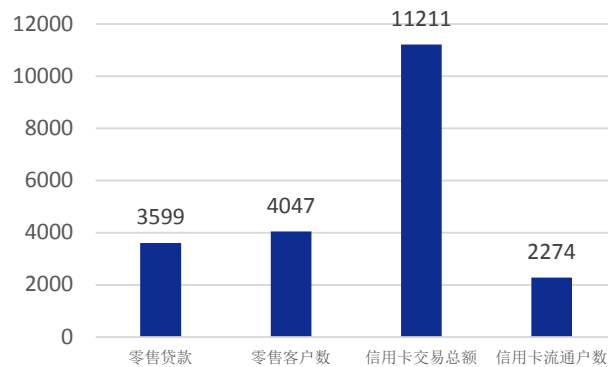
加强不良清收，资产质量改善。2016 年平安银行成立了特殊资产事业部，组建了由 300 多人组成的 49 个团队，在全国开展特殊资产经营。特殊资产事业部在问题资产上实施了“两大转变”：从传统的清收、处置转化为经营；由分过去的现金和抵押物清收改为运用资产置换、资本运作来进行特殊资产、问题资产、不良资产的转化。2017 年一季度收回不良资产 24 亿元，同比倍增，其中 90%为现金收回，不良清收能力有效提升，对利润贡献上升，一季度拨贷比达 2.84%，环比进一步提升 0.13 个百分点，显著高于 2.5%监管要求，缓解未来拨备计提压力。一季度关注贷款率 4.12%，不良贷款率 1.74%，环比持平。从贷款结构来看，不良率高的个人经营贷款余额开始下降，不良率低的按揭贷款有所上升，且规模首超经营性贷款。

图 64：利息净收入占比下降



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 65: 零售业务蓬勃发展 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2017 年以来平安银行市值平均约为 1573 亿元, 对应集团市值 912 亿元。

图 66: 2017 年以来平安银行市值平均为 1573 亿元



资料来源: 安信证券研究中心

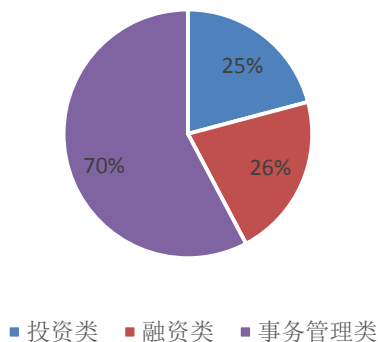
5.2. 平安信托转型“财富+基金”发展模式

平安信托转型“财富+基金”发展新模式。公司围绕“财富管理、资产管理和私募投行”三大核心业务, 促进差异化发展, 2016 年平安信托实现归母净利润 23 亿元 (占比 3.7%), 截至 2017 年一季度末公司资产规模维持 6700 亿元左右。

个人财富管理方面, 平安信托以客户为核心, 活跃财富客户数达到 6 万人 (QoQ+17%); 机构资产管理方面, 重点开拓保险公司、城商行、农商行客户; 私募投行方面, 公司采用以股权、债权、夹层融资、基金等多种方式开展服务。

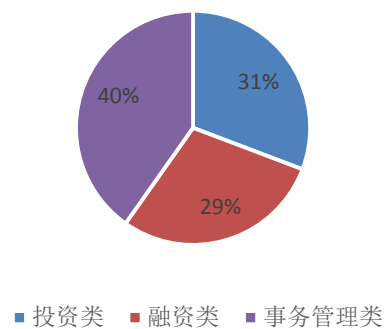
私募投行与股权投资方面, 公司以以股权、债权、夹层融资、基金等多种方式开展项目投资, 参与了地产、基建、新能源、PPP、一带一路、国企混改等诸多领域, 还积极推动基金化转型, 深耕健康医疗、消费升级、节能环保、现代服务和先进制造等行业。

图 67: 2016 年平安信托业务结构



资料来源: 公司报告、安信证券研究中心

图 68: 2015 年平安信托业务结构



资料来源: 公司报告、安信证券研究中心

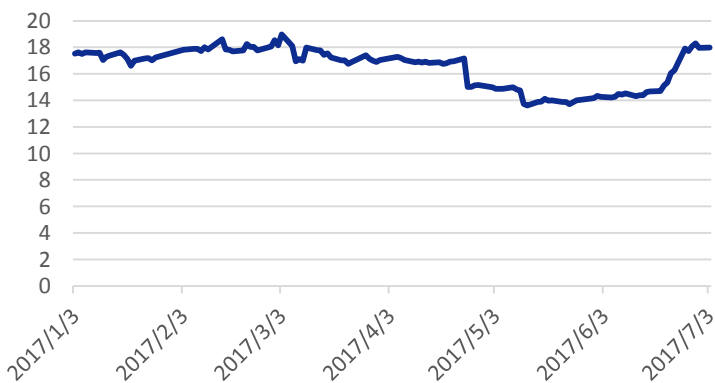
参考可比公司估值水平(安信信托/经纬纺机/陕国投 A), 给予 27 倍 PE, 对应市值 645 亿元。

表 8: 信托可比公司 2017 年以来 PE 平均值

	PE
安信信托	16
经纬纺机	29
陕国投 A	37
平均 PE	27

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 69: 2017 年以来安信信托 PE 平均为 16 倍



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 70: 2017 年以来陕国投 PE 平均为 37 倍



资料来源: WIND, 安信证券研究中心

图 71: 2017 年以来经纬纺机 PE 平均为 29 倍



资料来源: WIND, 安信证券研究中心

5.3. 平安证券强化获客优势，打造智能投顾

平安证券打造差异化竞争优势，2016 年净利润行业排名较上年提升 9 名至第 15 名，实现归母净利润 21 亿元（在平安集团占比 3.4%），净利润虽然同比下 10.6%，但整体业绩表现优于同业，分类评级回归 A 类。

平安证券互联网证券快速发展。受益于集团的互联网生态圈，平安证券客户数量高速增长，截至 2016 年末，经纪客户数达 1008 万，同比增长达 138%，市场份额达 5.7%，APP 活跃用户数稳步增长，月活跃用户数 434 万。

平安证券金融产品丰富。截至 2016 年末客户购买并持有的产品规模达 587 亿元，同比增长 197%，平安证券探索智能化财富定制服务，率先使用大数据精准定位客户需求，为客户出具动态定制化配置方案，实现客户自助一站式资产配置服务。

未来平安证券将不断提升投行业务获取优质资产的能力，巩固交易技术优势并加强向资管业务输出，为互联网经纪业务快速增长的零售客户及机构客户提供更多的产品与更优质的服务，将互联网经纪业务获客优势转化为业绩增长胜势，打造以零售为核心的领先互联网券商。

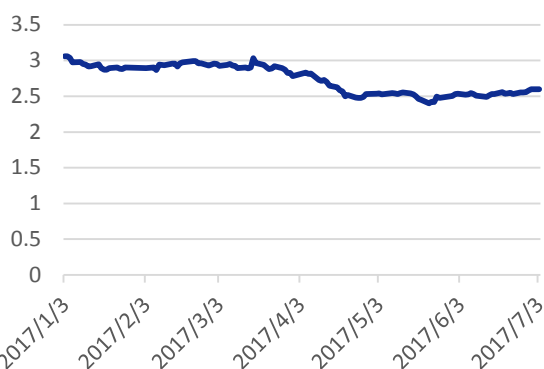
参考可比公司整体估值水平，给予平安证券 2 倍 PB 估值，对应市值 540 亿元。

表 9: 券商可比公司 2017 年以来 PB 平均值

	PB
东兴证券	2.7
东吴证券	1.8
国元证券	1.8
方正证券	1.9
长江证券	2.1
平均 PB	2

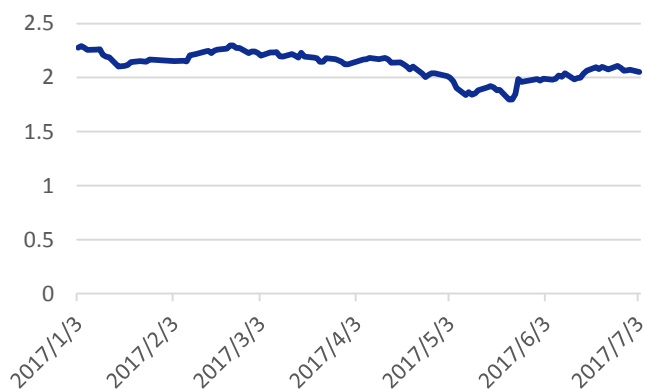
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 72: 2017 年以来东兴证券 PB 平均为 2.7 倍



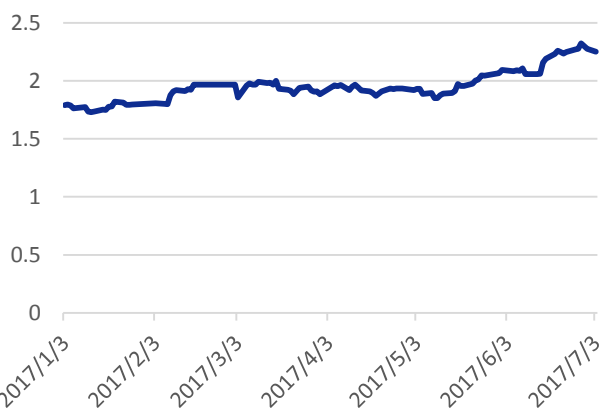
资料来源: WIND, 安信证券研究中心

图 73: 2017 年以来长江证券 PB 平均为 2.1 倍



资料来源: WIND, 安信证券研究中心

图 74: 2017 年以来方正证券 PB 平均为 1.9 倍



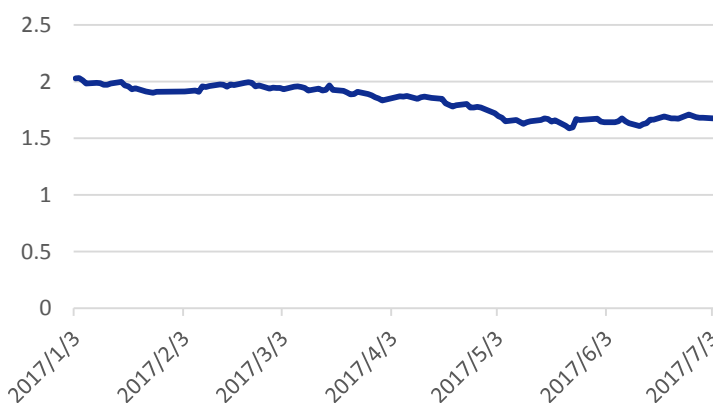
资料来源: WIND, 安信证券研究中心

图 75: 2017 年以来国元证券 PB 平均为 1.8 倍



资料来源: WIND, 安信证券研究中心

图 76: 2017 年以来东吴证券 PB 平均为 1.8 倍

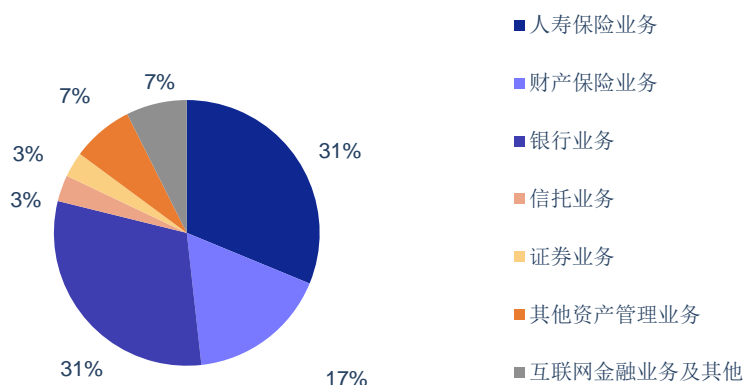


资料来源: WIND, 安信证券研究中心

6. 创新成就科技金融集团

互联网板块在初创期时,更多作为公司的获客渠道,但近年来快速发展,自身“造血”能力不断提高,互联网板块 2016 年扭亏为盈,实现归母净利润 53 亿元,占比达到 7%。

图 77: 2016 年互联网金融利润占比 7%

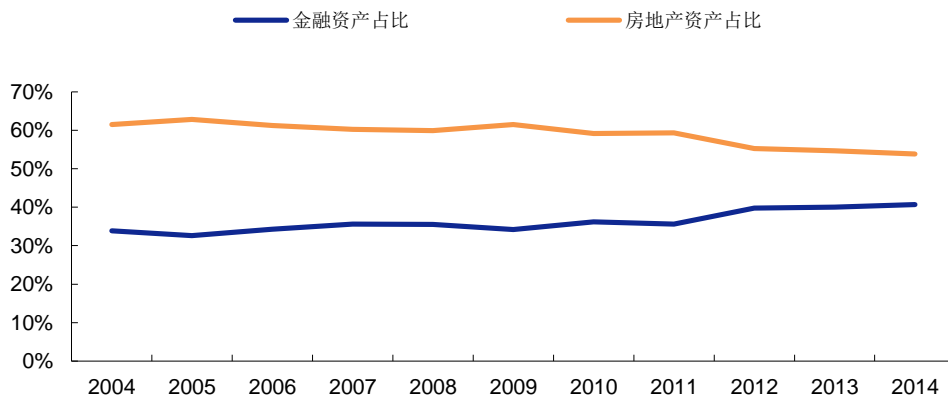


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

6.1. 布局个人财富管理, 联通资产端与资金端

中产阶级崛起, 资产配置向金融资产转型。近十多年来, 我国居民资产配置结构中房地产占比整体呈现出下降的趋势, 从 2004 年的 61% 下降到 2014 年的 53%, 而与此相反的是, 金融资产的占比则不断提升, 从 2004 年的 33% 上升到 2014 年的 40% (WIND 数据), 这也意味着居民的资产配置结构正趋向于多元化, 可以预期未来金融资产的占比还将继续提高, 并超过房地产占比。

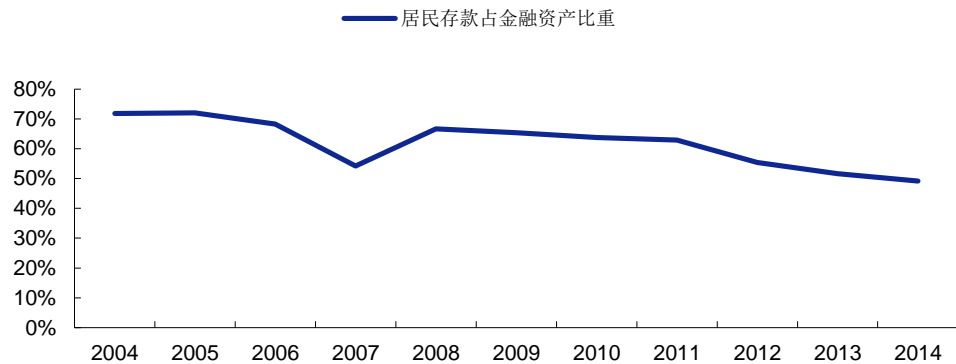
图 78: 居民资产配置向金融资产转型



资料来源: 安信证券研究中心

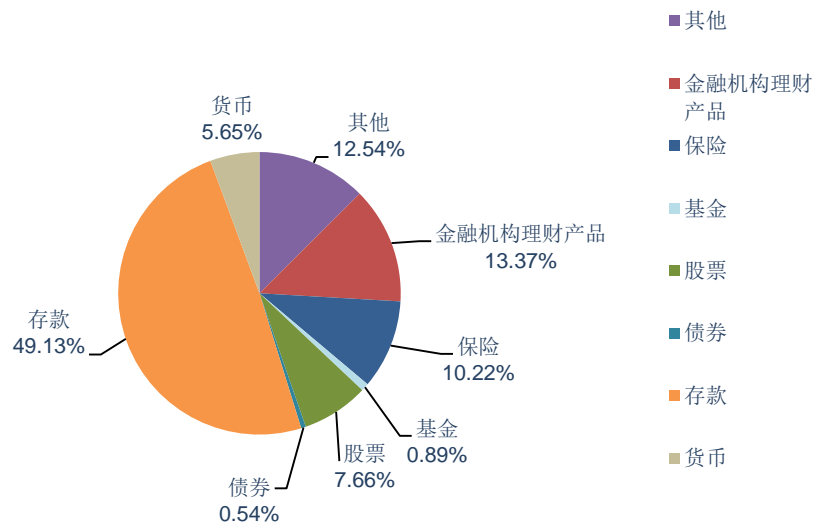
金融资产中存款占比大幅下降, 金融资产配置多元化趋势明显。近年来受到利率下行、金融资产类型多样化的影响, 我国居民金融资产结构更加多元化, 最明显的表现是存款占金融资产比重大幅下降, 存款占金融资产比重从 2004 年的 71% 下降到 2014 年的 49%, 而理财产品、保险、股票、基金等资产的占比总体不断提高, 更加多元化的资产配置需求需要更加多元化的金融机构。

图 79：居民存款占金融资产比重大幅下降



资料来源：WIND，安信证券研究中心

图 80：居民金融资产配置多元化



资料来源：WIND，安信证券研究中心

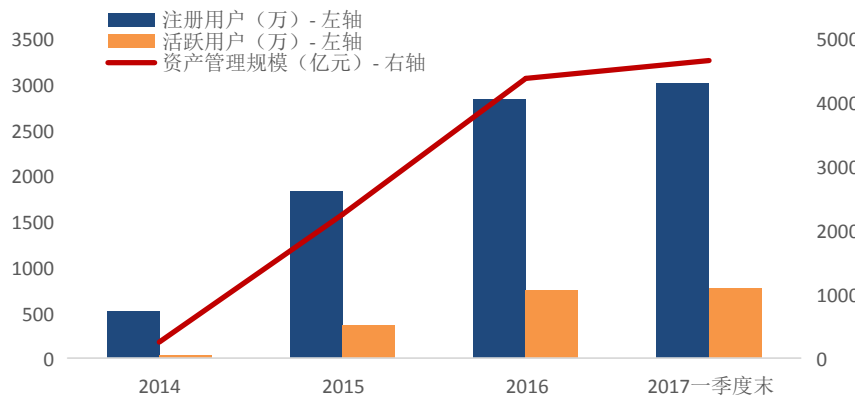
公司布局陆金所、金融壹账通等互联网资产管理平台，契合了当前中产阶级对财富管理和资产配置的需求，并且有效地链接了集团内部的资产端，进一步推动了客户迁徙，提高了业务盈利能力。

陆金所横跨财富管理、机构间金融资产交易和消费金融三大领域。在财富管理领域，陆金所专注于通过线上平台服务个人客户的财富管理和增值需求，致力于为中国的个人投资者提供一站式投资理财的金融服务。在机构间金融资产交易领域，陆金所控股通过旗下的陆金所、重金所和前交所为机构的金融资产交易需求提供服务，同时前交所和重金所也分别致力于跨境业务和机构间金融资产撮合业务的开拓。在消费金融领域，普惠金融服务于个人消费金融需求，是中国最大的个人消费金融服务提供商之一。在规模和风险管理并重的同时，普惠金融积极布局未来，为提升运营效率及客户体验，改革线下门店模式、全线上审批及轻资本模式等战略项目取得显著突破。

陆金所业务规模高速增长。2017 年陆金所零售端交易量达 1.5 万亿元，零售端资产管理规模达 4384 亿元，活跃投资用户数 740 万，机构端交易规模超过 4 万亿元。截至 2017 年一季

度末，陆金所用户数量突破三千万（3013 万），其中活跃用户达 765 万，资产管理规模达 4664 亿元，普惠业务的管理贷款余额以更快的速度增长（由 2016 年末的 1466 亿元增至 1892 亿元）。

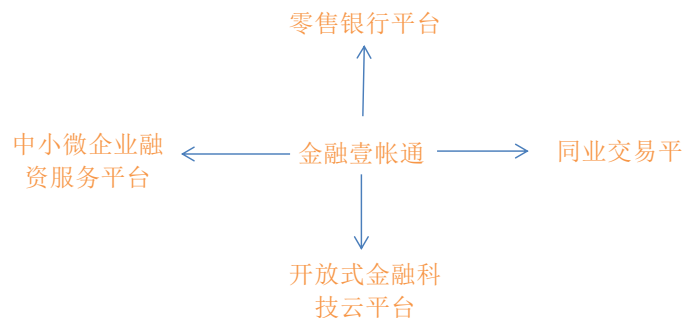
图 81：陆金所业务规模高速增长



资料来源：安信证券研究中心

金融壹帐通引领平安 3.0 开放平台战略。金融壹帐通重磅推出金融科技自助式服务开放平台——“金科空间站”，该网站主要面向中小银行以及金融机构，用户只需登陆注册，即可自助选购站内各项金融科技产品，实现与自身服务和产品的无缝对接，从而快速提升金融科技水平，截至目前，全国已有十多家中小金融机构正式签约该开放平台。

图 82：金融壹帐通业务结构



资料来源：安信证券研究中心

6.2. 布局养老健康医疗全产业链

我国养老健康行业潜力巨大。根据经济合作与发展组织（OECD）数据显示，大健康产业通常占一个国家 GDP 的 11% 至 15%，美国这一项占比甚至接近 20%。在我国，目前大健康产业的体量经测算大约在 3 至 4 万亿左右，仅占我国 GDP 的 5%。随着我国人口老龄化加速、慢性病人群的增加、购买力水平的提高和人们普遍对健康的更加重视，养老、医疗、健康产业进入腾飞阶段。按 GDP 的 10% 测算，我国大健康行业在未来的市场体量将达到 10 万亿元。

中国平安实现对养老、医疗、健康的全方位覆盖。公司的大健康战略除了医疗保险之外，还

包括健康医疗服务和健康云两个部分，而健康医疗服务又包括了移动医疗 APP 平安好医生和连锁健康服务平台平安万家医疗。

6.2.1. 平安好医生构建金融医疗生态体系

平安好医生构建金融医疗生态体系。平安好医生发展健康管理和移动医疗两方面，向 B 端、C 端用户服务，线上方面依托 APP、线下提供 O2O 服务，完善服务闭环。截至 2017 年一季度平安好医生完成 A 轮 5 亿美元融资，估值达 30 亿美元，已累计为 1.4 亿用户提供健康管理服务。

网络直播助平安好医生扩大影响。平安好医生利用健康直播传播健康相关的知识和理念。由于直播成为炙手可热的新商业模式，中国平安积极探索、尝试及创新，不断推出新玩法、新项目。目前，平安好医生上线的健康直播项目，涵盖了医疗知识、健身、瑜伽、塑型、舞蹈等多种形式，从而帮助人们科学便捷地了解医疗知识，并实现健身塑形、减肥瘦身的健康目标。

业务预计将高速发展。预计 2019 年平安好医生用户数为 3 亿至 5 亿，其中来自平安集团的个人客户为 7500 万，来自平安集团的企业客户达 9000 家。社会医疗保险用户预计累计将转化 6,900 万用户，占医疗保险 4 亿用户的 17%；预计 2019 年推荐用户的外部医生人数将达到 40 万名，平均每人每年介绍 120 名用户。

表 10：平安好医生用户快速增长

(万人)	2016 年	2015 年
注册用户数	13,150	3,026
月活跃用户数峰值	2,625	920
日咨询量峰值	44	12

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

6.2.2. 平安万家医疗创建连锁健康平台

平安万家医疗是国内第一家连锁健康服务平台，于 2016 年 7 月正式上线。同年 12 月，平安万家医疗上线诊所突破 1.6 万家，成为国内最大的基层诊所服务平台。万家医疗瞄准以诊所为核心的基层医疗领域，致力于通过大平台布局引导患者就医过程中更多地到基层服务机构，构建一个良好的生态，从根本上去解决目前就医的核心痛点。目前国内基层医疗机构大概 20 万家，平安万家医疗正在大规模整合优质的线下基层医疗机构的服务资源。

借鉴国外经验，制定认证标准。目前我国基层医疗领域充满了挑战，比如医疗机构的数量和质量欠缺，基层配套服务滞后，患者的就医习惯无法被现有资源满足等。平安万家医疗借鉴了国外平台模式的经验，联合 JCI、DNV、GL 等国际医疗认证标准体系服务商，制定万家诊所认证标准，遴选出优质诊所，为商业健康险对接基层优质医疗机构服务。

6.2.3. 平安健康云提供精准的医疗数据

中国平安于 2016 年 5 月推出“随身病历”新产品，核心是电子健康病历档案管理。同年 8 月，中国平安推出“医院一账通”平台，分别针对用户、医疗机构及商业保险支付方的不同需求，在产品设计上利用互联网技术手段，打造场景化、O2O 式的医疗产品服务。平安健康云的终极目标是建立一个基于标准的、具有互操作性的医疗健康信息共享平台，提高专业医疗信息的标准水平与易用性。

目前，平安健康云已与中国平安旗下的健康险、寿险、产险、养老险达成合作，并已于多家医院和保险公司实现“商保线上结算”业务，并计划通过打通社保、商保结算的数据通道，

真正实现社保、商保的结算一体化业务，成为全国首个社商平台。平安健康云下一步将聚焦医疗机构，目标构建互联网+医疗服务的社区平台，并将携手平安养老险共同打造商保理赔的快捷便利一站式服务体系。

6.3. 互联网板块估值分析

互联网板块估值方面，我们重点评估陆金所、平安好医生和金融壹账通三项业务的价值。

(1) 对陆金所评估主要采用“市值/用户数”指标，主要类比公司为美国互联网金融公司 Lending Club。截至 2017 年一季报末，陆金所用户数达 3013 万，Lending Club 市值约为 23 亿美元，2017 年一季度用户达到 200 万，参考 Lending Club “市值/用户数”，陆金所市值应达到 347 亿美元，折算成人民币约为 2355 亿元，考虑到持股比例，陆金所以对集团市值贡献约为 1036 亿元。

(2) 对金融壹账通评估主要参考支付宝。蚂蚁金服于 2016 年 4 月 B 轮融资时获得 600 亿美元的估值，作为蚂蚁金服中重要的组成部分，我们假设支付宝价值占比达 80%，即 480 亿美元市值，2016 年 4 月支付宝用户将近 5 亿，2017 年 3 月末金融壹账通用户达 1.9 亿，按比例对应估值约 129 亿美元，考虑到金融壹账通在市场份额等方面与支付宝存在的差距，我们给予 30% 的折价，得到市值 38 亿美元，折合人民币约为 258 亿元人民币。

(3) 对平安好医生评估主要参考已有融资情况。平安好医生在 2016 年完成 A 轮融资，估值达到 30 亿美元，折合人民币 203 亿元人民币。

综上所述，互联网金融业务整体市值应为 1497 亿元。

7. 盈利预测与估值分析

7.1. 盈利预测

我们预计中国平安 2017-2019 年寿险保费同比增速分别达到 30%、25%、20%，财险保费同比增速分别为 20%、17%、18%，新业务价值同比增速分别为 60%、36%、33%，归母净利润为 737 亿元、919 亿元、1119 亿元，同比增速达到 18%、25%、22%，EPS 分别为 4.04 元、5.03 元、6.12 元。

7.2. 估值分析

根据惯例，如果企业开展跨行业的多元化经营（比如房地产+制造+零售等），那么在各个产业分部估值汇总基础上应进行折价处理，主要原因是企业的跨行业多元化经营容易分散公司资源，降低经营效率，催生决策失误。

但实践表明，金融机构利用多牌照优势进行混业经营往往会提升自身价值。在台湾等地区的关系型社会中，上市的大型金融机构大多是金融控股集团，金控集团往往能够促进业务协同，增强风险抵御能力，提高客户粘着度，相对单一金融机构不应给予折价。

我们对中国平安采取分部估值法，并且考虑到集团客户迁徙成果显著，在市值加总时并不给予折价，各部分估值情况见下表，综合各部分业务的价值，我们给予中国平安目标市值 12721 亿元，每股目标价 70 元。

表 11：平安估值明细（百万元）

业务板块	估值	对应市值
寿险	1.5 倍 PEV	675585

财险	10 倍 PE	129903
券商	2 倍 PB	54024
信托	27 倍 PE	64503
其他资管业务	20 倍 PE	107160
互联网金融业务及其他	-	149700
银行	-	91261
合计市值		1272136

资料来源：安信证券研究中心

8. 往期公司重点报告

表 12：重点报告汇编

报告标题	日期
互联网提升质与量，成就零售金融之王	2017-03-23
金融生态圈建设大幅提升价值	2016-12-27
寿险新业务价值保持高增长	2016-10-30
个险增长引领行业，但投资收益率下行	2016-08-18
保费高增长，客户大迁徙	2016-04-27

资料来源：安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						资产负债表					
(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E

营业收入	619,990	712,453	823,750	951,011	1,290,105	投资资产-定期存款	283,221	336,955	405,755	490,745	592,436
已赚保费	349,846	441,620	589,010	692,387	948,027	投资资产-债券	1,062,080	1,263,581	1,394,784	1,686,934	2,036,498
提取未到期责任准备金	10,079	10,170	7,945	7,818	12,984	投资资产-其他固定到期投资	61,955	73,709	88,759	107,350	129,595
投资收益及公允价值变动	137,969	113,509	170,264	165,696	198,318	投资资产-权益投资	265,520	315,895	380,396	460,073	555,409
其他收入	122,096	147,154	56,532	85,109	130,776	投资资产-基建投资	17,701	21,060	25,360	30,672	37,027
营业支出	527,043	619,085	695,769	804,665	1,109,407	投资资产-现金及其他等价物	79,656	94,769	240,917	291,380	351,759
退保金	16,578	16,050	30,052	36,062	32,588	投资资产-其他资产	70,805	84,239	101,439	122,686	148,109
赔付支出	118,125	140,236	182,593	228,488	331,809	投资资产-发放贷款及垫款	1,770,134	2,105,968	2,535,970	3,067,153	3,702,724
提取保险责任准备金	140,108	149,613	179,648	214,640	312,849	其他资产	52,092	64,634	65,250	76,342	89,320
保单红利支出	8,455	11,236	16,475	13,314	18,061	其他资产	3,185,163	3,406,301	3,923,757	4,490,727	5,139,995
保险业务手续费及佣金支出	50,633	78,742	60,103	57,699	79,002	资产合计	5,007,389	5,576,903	6,524,977	7,634,223	8,932,040
业务及管理费	112,737	129,997	138,237	151,460	207,381	准备金	915,566	1,058,844	1,261,287	1,475,643	1,725,602
资产减值损失	36,548	48,894	36,170	39,536	55,454	保户储金及投资款	410,365	472,557	585,701	689,631	804,598
其他支出	43,859	44,317	52,492	63,467	72,262	其他负债	3,267,887	3,559,041	4,123,423	4,831,199	5,649,295
营业利润	92,947	93,368	127,981	146,345	180,698	负债合计	4,593,818	5,090,442	5,970,411	6,996,472	8,179,495
营业外收支	393	359	415	507	609	归属母公司所有者权益	334,248	383,449	454,448	522,842	616,909
利润总额	93,413	94,411	129,178	147,693	182,222	少数股东权益	79,323	103,012	100,117	114,908	135,636
所得税费用	28,235	22,043	40,304	36,923	47,378	股东权益合计	413,571	486,461	554,566	637,750	752,545
净利润	65,178	72,368	88,875	110,770	134,844	内含价值					
每股数据	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
每股净资产	18.3	21.0	24.9	28.6	33.7	期末内涵价值	551,514	637,702	719,575	839,851	997,398
每股盈利	3.0	3.4	4.0	5.0	6.1	经调整净资产	318,194	407,340	448,253	517,995	614,490
每股内涵价值	30.2	34.9	39.4	45.9	54.6	有效业务价值	206,485	230,362	271,322	321,856	382,908
估值水平						一年新业务价值	30,838	50,805	81,288	110,552	147,034
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E						
P/B	2.77	2.41	2.04	1.77	1.50						
P/E	16.98	14.83	12.54	10.06	8.27						
P/EVPS	1.68	1.45	1.29	1.10	0.93						

■ 公司评级体系

收益评级:

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

风险评级:

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

■ 分析师声明

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

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

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

■ 免责声明

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

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

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034