

【广发非银&海外】中国平安 (601318.SH) (2318.HK)

保险行业的领跑者，价值有望持续高增长

核心观点:

● 综合金融全面布局，科技创新构筑壁垒

中国平安在综合金融+互联网的发展模式下，构筑了保险、银行和资产管理三大支柱，并积极发展医疗健康、汽车服务和房产金融等新生态圈。我们认为，通过业务协同，平安的综合金融已经构建起了区别同行的强大竞争壁垒，而率先深度布局科技金融与互联网，则为明天的竞争构建更强的新壁垒。

● 寿险聚焦长期保障，价值增速与业务品质领跑同行

平安寿险通过传统保障型产品升级，强力驱动内含价值增长和剩余边际释放。2011-2016年，平安寿险原保费收入、内含价值和新业务价值复合增速分别为18.61%、22%和25%，2016年平安新业务价值率为37%、利源中死费差占比66%，价值增速和业务品质领跑国内同行。随着保障型业务的崛起，中国平安依托强大的品牌和渠道优势，受益更为明显。

● 产险增速与承保盈利行业领先

2011-2016年平安产险保费收入复合增速16.38%，行业为14.17%，同时，运用新技术和大数据强化风险筛选能力，并拓展高品质信用保证保险，近三年综合成本率控制在95%-96%，保持行业领先。2012-2016年，平安财险ROE均值为19.46%，同期人保财险为18.81%、太保财险为11.67%。

● 员工持股与分拆上市，价值发现与价值重估并行

中国平安已连续三年实施员工持股计划，此举有助于绑定优秀人才，亦显示出管理层对公司价值的认同和未来发展的信心。同时，平安证券、陆金所分拆上市正持续推进，隐性资产价值有望重估。

● 综合优势明显，给予买入评级

中国平安综合金融优势明显，保险业务更是领跑行业，前瞻而深度布局互联网和科技金融进一步构筑长期竞争壁垒。目前公司P/EV为1.3倍，纵向上处于低位，随着业务品质逐步向友邦看齐，估值仍有较大提升空间，对2017年各项业务分部估值，合理股价62.71-74.20元/股，给予买入评级。H股对应17年P/EV1.09倍，给予买入评级。

● 风险提示

利率下降超预期、新单保费增速不及预期、转型效果不及预期等。

公司盈利预测:

指标(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	619,990	712,453	818,502	938,126
同比%	14.9%	14.9%	14.6%	15.0%
归母净利润	62,394	76,745	91,940	110,328
同比%	15.1%	23.0%	19.8%	20.0%
每股EV(元)	34.88	40.18	46.21	55.45
P/EV	1.50	1.31	1.14	0.95

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心(采用2017年8月8日收盘价计算)

公司评级	买入
当前价格	52.45元
合理价值	62.71元
前次评级	买入
报告日期	2017-08-09

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	18,280/10,833
流通A股市值(百万元)	941,514
每股净资产(元)	22.51
资产负债率(%)	91.02
一年内最高/最低(元)	54.01/32.15

相对市场表现



分析师: 陈福 S0260517050001

0755-82535901

chenfu@gf.com.cn

分析师: 曹恒乾 S0260511010006

020-87574529

chq@gf.com.cn

分析师: 文京雄 S0260517060001

020-87572429

wenjingxiong@gf.com.cn

相关研究:

【广发非银&海外】中国平安 2017-04-28

(601318.SH) (2318.HK):
长期业务厚积薄发, 新业务价值高增

中国平安(601318.SH): 业绩保持稳健, 风控优势体现 2017-03-23

中国平安(601318.SH): 业绩稳健, 多管齐下 2016-10-28

目录索引

保险为主，金融领域全面开花.....	5
（一）保险为主，综合金融全面布局	5
（二）业务协同，实现 1+1>2 的战略构想	6
科技与互联网，构建起更高的竞争壁垒	7
（一）互联网客户规模庞大，价值有待深度挖掘	7
（二）依托大数据与人工智能，金融注入科技基因	7
寿险业务：业务品质高，与友邦差距不断缩小	8
（一）保费收入高增长	8
（二）保险回归保障，平安顺应时势	9
（三）新业务价值高速攀升，强力驱动内含价值和剩余边际	11
（四）代理人规模产能双提升，寿险保费增速可观	13
财险：综合成本率行业最低，商车费改再促转型	14
（一）综合成本率业内最低	14
（二）新政策倒逼行业转型升级，技术优势立于不败	16
投资资产优化配置，风险监控严格把关	17
（一）秉承价值投资，加强风险管理	17
（二）支持战略新兴产业发展，服务国家经济转型	18
员工持股计划彰显信心	19
估值分析	20
（一）分部估值法	20
（二）内含价值+新业务价值法，对比友邦	21
投资建议	22

图表索引

图 1: 2016 年客户数量的业务结构.....	6
图 2: 归母净利润业务构成.....	6
图 3: 客均合同数增长情况 (单位: 件).....	6
图 4: 平安的用户及客户迁徙模式.....	6
图 5: 四家上市公司寿险业务历年增速.....	9
图 6: 四家上市公司寿险业务市占率.....	9
图 7: 行业累计新增万能险资占比 (保户投资新增交费/规模保费) 下降.....	10
图 8: 行业保户投资款新增交费规模下降.....	10
图 9: 行业投连险独立账户新增交费规模下降.....	10
图 10: 平安寿险结构.....	11
图 11: 平安寿险保障型保费占比.....	11
图 12: 平安寿险过去 6 年的实际剩余边际释放.....	12
图 13: 新业务价值率同比变化.....	12
图 14: 同行业新业务价值对内含价值增长贡献率对比.....	13
图 15: 平安寿险代理人规模和产能同比.....	13
图 16: 平安产险主要险种结构.....	15
图 17: 中国平安保险资金投资组合.....	17
图 18: 非标资产与标准资产占比变化.....	19
图 19: 同行业 PEV 对比 (单位: 倍).....	21
图 20: 同行业新业务价值倍数对比 (单位: 倍).....	21

表 1: 中国平安公司架构	5
表 2: 不同渠道新增客户数	7
表 3: 平安人脸识别技术在各场景的应用	8
表 4: 四家上市公司保险代理人规模及同比增速 (%)	9
表 5: 同行业新业务价值对比 (单位: 百万元)	11
表 6: 同行业新业务价值同比增速对比	11
表 7: 同行业内含价值对比 (单位: 百万元)	12
表 8: 同行业内含价值同比增速对比	12
表 9: 同行业寿险原保费收入及同比增速 (单位: 亿元)	14
表 10: 平安保证保险盈利能力突出	15
表 11: 同行业产险综合成本率对比	15
表 12: 同行业历年 ROE 对比	16
表 13: 平安产险费用率和赔付率	16
表 14: 保险资金投资收益	17
表 15: 主要保险公司债券等级对比	18
表 16: 偿二代体系下计算的集团偿付能力充足率对比	18
表 17: 三次员工持股计划具体情况	19
表 18: 中国平安分部估值表	20
表 19: 分部可比公司估值 (估值采用 16 年静态数据)	21
表 20: 保险行业估值表 (元)	22
表 21: 中国平安财务摘要	23

保险为主，金融领域全面开花

（一）保险为主，综合金融全面布局

中国平安于1988年诞生于深圳蛇口，是中国第一家股份制保险企业，至今已发展成为融保险、银行、投资三大主营业务为一体、核心金融与互联网金融业务并行发展的个人金融生活服务集团之一。公司为香港联合交易所主板及上海证券交易所两地上市公司。**2016年中国平安获《福布斯》“全球上市公司2000强”中名列第20位，蝉联中国保险企业第一；美国《财富》杂志“全球领先企业500强”名列第41位，并蝉联中国内地非国有企业第一。**

平安集团聚焦“大金融资产”和“大医疗健康”领域，在综合金融+互联网的发展模式下，平安构筑了保险、银行、资产管理三根支柱，旗下行和资产子公司包括平安寿险、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、平安大华基金等。在互联网+金融/生活的发展模式下，平安依托陆金所、平安好医生、平安好车和平安好房，积极发展金融服务、医疗健康、汽车服务和房产金融四大生态圈，致力于为客户提供一站式生活服务平台。此外，经过多年的部署和努力，平安互联网业务蓬勃发展，互联网用户规模高速增长。

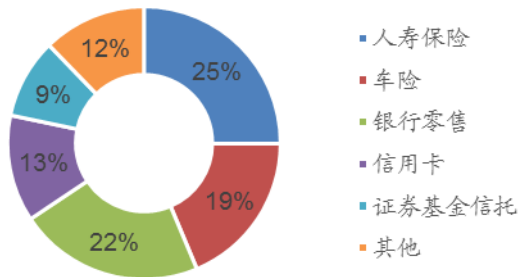
表 1：中国平安公司架构

中国平安保险（集团）股份有限公司		
保险	银行	投资
平安寿险	平安银行	平安信托
平安产险		平安证券
平安养老险		平安资产管理
平安健康险		平安海外控股
平安香港		平安资产管理（香港）
		平安大华基金
		平安融资租赁
互联网金融		
陆金所、惠普金融、平安好医生、金融壹账通、平安医疗健康管理、壹钱包、平安科技		

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

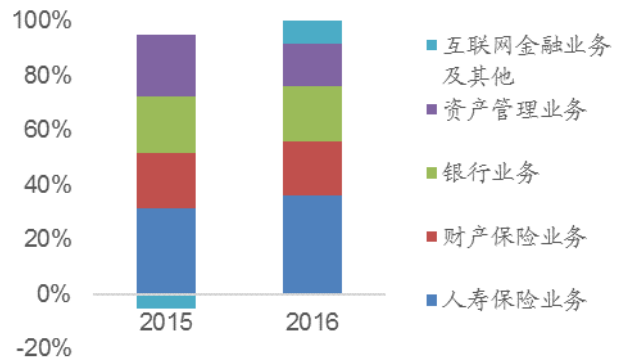
从中国平安的客户结构和利润构成来看，保险业务依然是平安集团最核心和利润贡献率最高的业务，2016年客户比例为44%，归母净利润占比超过50%；盈利能力第二的是平安的银行业务，2016年客户比例为35%，归母净利润比例达到21%；资管业务为平安的第三大主营业务，包括平安证券、平安信托、平安大华基金等，2016年客户比例为9%，归母净利润占比15%。此外，值得一提的是平安的互联网金融业务，如陆金所、平安好医生等，在2016年扭亏为盈，归母净利润比例为8%。

图1: 2016年客户数量的业务结构



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图2: 归母净利润业务构成

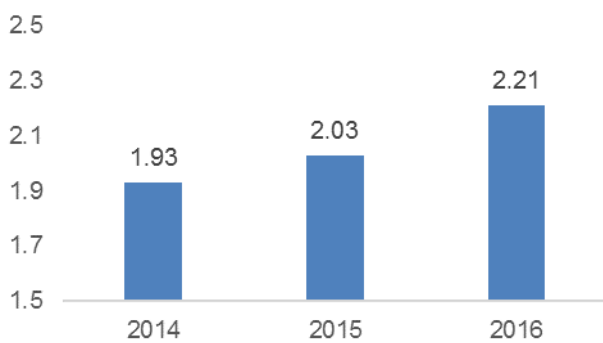


数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(二) 业务协同, 实现 1+1>2 的战略构想

平安通过“任意门”将各互联网服务平台紧密相连, 用户可以在平安构建的互联网生态圈中自由穿梭, 实现服务与产品的协同共享。截至2016年底, 集团通过各项服务积累的互联网用户数达3.46亿, APP用户2.33亿, 用户在各互联网平台之间的迁徙量达**6,905万人次, 同比增长31.0%**, 2015年集团各子公司新增客户中的**33.9%**来自客户迁徙。平均每个互联网用户使用平安1.94项服务, 较年初增长16.2%。同时, 用户的活跃度逐步提升, 2016年月均活跃用户达6,199万人, 同比增长42.3%。全年累计高活跃用户占比19.1%, 用户黏性持续增强。

图3: 客均合同数增长情况 (单位: 件)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图4: 平安的用户及客户迁徙模式



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

平安持续推动核心金融公司之间的客户迁徙, 2016年, 集团个人客户中有3,150万同时持有多家子公司的合同, 在整体客户中占比24.0%, 客均合同数2.21个, 较年初提升8.9%。同时, 平安充分利用集团核心金融优势, 持续提升产品线服务效率, 推动客户价值提升, 实现主要产品线盈利能力的稳健增长。2016年, 集团实现客均利润311.51元, 同比增长7.8%。

科技与互联网，构建起更高的竞争壁垒

（一）互联网客户规模庞大，价值有待深度挖掘

互联网金融业务方面，平安持续深化互联网金融战略，积极探索互联网转型新模式，打造开放式的互联网平台。陆金所进一步推进平台化转型战略，全方位布局财富管理、机构间金融资产交易和消费金融领域，进一步巩固在互联网金融行业的领先优势。截至2016年12月31日，陆金所平台累计注册用户数2,838万，较上年末增长55.0%。陆金所控股完成B轮12亿美元融资，估值185亿美元。平安好医生完成A轮5亿美元融资，估值达30亿美元。平安好医生累计为1.3亿用户提供健康管理服务，日咨询量峰值44万次。

截至2016年12月31日，平安互联网用户规模约3.46亿，即每5个中国人里就有1位平安的互联网客户，较年初增长43.4%，继续保持快速增长。互联网渠道建设逐步成型，2016年新增客户857万，占当年整体新增客户的22.3%，已成为客户增长的重要驱动。

表 2: 不同渠道新增客户数

(万人)	2014	2015	2016
新增客户数	1,951	3,073	3,842
传统金融渠道新增客户数	1,721	2,478	2,985
互联网渠道新增客户数	230	595	857

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

平安在2016年完成了陆金所、重金所、前交所和普惠金融的整合，形成“三所一惠”战略布局，早已不再是原有单一的陆金所定位，而是全面布局财富管理、机构间资产交易和消费金融领域。同时正式将P2P业务拆离，由旗下平台陆金服负责网贷业务的发展。截至2016年12月31日，陆金所平台累计注册用户数2,838万，交易额超过5.7万亿元，资产管理规模达到4200亿元。

（二）依托大数据与人工智能，金融注入科技基因

放眼国内的互联网金融企业，谁掌握了数据，谁就拥有了风险定价的能力。中国最大的个人大数据征信服务平台，平安旗下的全资子公司前海征信通过国际领先的征信技术和模型，深度挖掘每一位集团客户的信用记录、社交行为、消费行为和生活轨迹。前海征信拥有超过300个第三方数据源，与超过2,200家机构合作，覆盖了65%的中国人口，其数据采集范围和规模都十分可观。

为了应对大数据时代的巨大挑战，平安还选择与百度战略合作，与阿里巴巴、腾讯等合资成立“众安保险”，以此获得BAT等的外部优质大数据资源支持，结合自身4亿左右用户（截至2015年底）的保险大数据，依托领先的大数据技术，共同推出大数据保险，创新金融服务，从传统保险企业，稳步转型为保险大数据公司。

保险定价十分依赖历史数据和客户习惯数据，大数据和云计算能够通过记录每个客户的消费习惯、搜索习惯、风险偏好等数据，识别客户的类型和风险级别，从而为客户精细化制定价格，并为不同客户群体制定差异化营销策略。

在人工智能领域，平安集团每年会将前一年营业收入的1%投入研发，研发人员有两

万名以上，申请的专利数为1458个，专利申请量这在中国金融机构中居首。坐落于深圳八卦岭的平安科技创新技术研究院，已经对人脸识别技术进行了近三年的探索。数据显示，人眼的识别准确率极限是97.53%。而中国平安的人脸识别技术精确度在很多测试条件下已达99.993%以上，甚至面对生命老化和双胞胎等行业内公认的难题，平安科技创新技术研究院也已经有了可行的解决方案。

平安人脸识别已应用于平安集团12个专业公司近50个场景，帮助寿险、银行、普惠、陆金所等大大提升了工作效率，节省了人力成本。目前，在外部场景中，平安人脸识别技术已经运用于机场、房管局、社保等场景。

表 3: 平安人脸识别技术在各场景的应用

场景	应用
寿险	出单效率提升: 2 hours->1 min; 线上考勤效率提升约 100 倍
银行	远程面签效率提升: 20-30 mins->5 mins; 线上核身: 5 mins->2s
普惠	线上核身: 24 hours->3 mins; 日业务量: 10k->50k
陆金所	账户绑定效率提升: 5 mins -> 1 min; 无需填写密保问题
深圳机场	机场大厅 1:N 安防比对、VIP 识别, 覆盖 100%机场区域; 目前已上线试点, 日均调用比对接口 28 万次; 自助登机口人票比对, 将覆盖全部 72 个登机口, 实现机场智能化安检流程
深圳房管局	刷脸 1:1 比对身份证信息, 自助打印房产信息; 全市 9 个点已经覆盖 3 个点, 9 月底全部上线; 业务量提升 500%, 耗时从 2.5 分钟减至 20 秒
深圳社保	刷脸 1:1 比对, 确认存活, 领取养老金; 5 月 11 日已正式上线; 每月为近 5000+退休老人提供足不出户养老金认证领取

数据来源: 平安推介会材料、广发证券发展研究中心

除了在人脸识别上久经考验、领先业界，平安声纹识别技术也具有突出优势：通过利用双声道分离技术可提取客户有效语言，经过比对可进行身份判定。该项技术已开始在陆金所、产险等多个场景试点应用，准确率达到95%。

人脸识别、声纹识别等人工智能技术被平安应用于客户的每个生活场景，为客户提供更安全和便捷的生活服务，使客户使用平安的产品时更放心，也降低了平安因为无法核实客户身份而受到损失的风险，未来人工智能等创新科技将有望成为平安集团的核心竞争力。

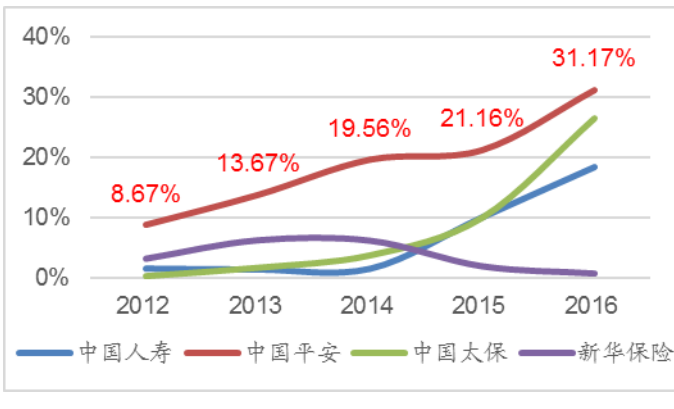
寿险业务：业务品质高，与友邦差距不断缩小

（一）保费收入高增长

在寿险原保费收入方面，平安寿险市场份额仅亚于中国人寿，排名寿险公司第二，但同比增速一枝独秀，连续多年保持行业领先。2016 年寿险原保费收入达到 2,913 亿元，同比增长 31.17%。高速增长的原保费收入得益于：（1）平安先进的代理人培训体系和高

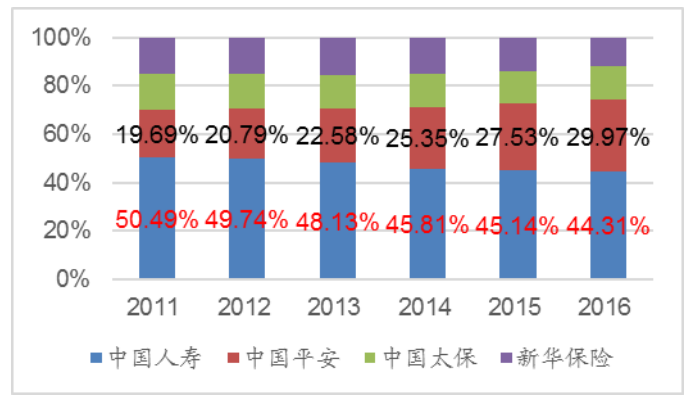
增的代理人规模产能；（2）平安寿险在一、二线城市均有绝对优势，公司销售渠道逐渐向人均收入较高的三、四线城市渗透；（3）平安期缴保单占比远超出其它保险公司，且平安寿险的期缴保单缴费期长，利润率高。

图5：四家上市公司寿险业务历年增速



数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

图6：四家上市公司寿险业务市占率



数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

平安寿险业务的持续高增长与代理人持续增长密不可分。截至2016年12月31日，平安代理人数量达到110万，同步增长27.7%，创历史新高，代理人产能也达到了7,821元/月。2012-2016年期间，四家上市险企中，平安是唯一的代理人规模持续增长的公司。

表4：四家上市公司保险代理人规模及同比增速（%）

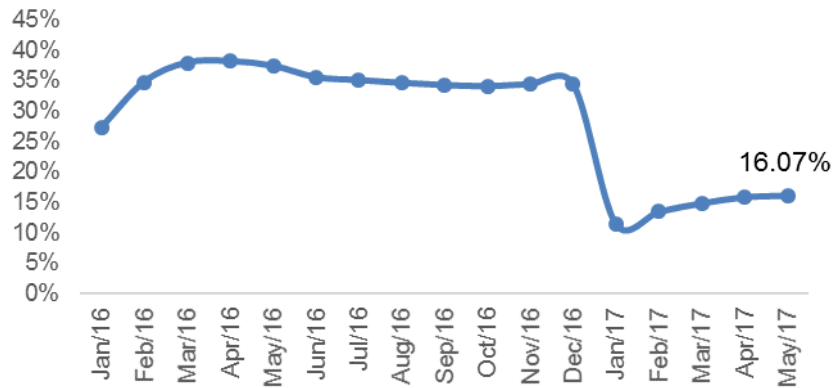
单位：人、%	2012	2013H	2013	2014H	2014	2015H	2015	2016
中国人寿	693,000	684,000	653,000	640,000	743,000	949,000	979,000	1,814,000
中国平安	512,937	548,814	556,965	607,780	635,551	797,870	869,895	1,100,000
新华保险	204,000	192,000	201,000	176,000	175,000	192,000	259,000	328,000
中国太保	295,000	282,000	286,000	301,000	344,000	415,000	482,000	653,000
中国人寿	1.17%	0.29%	-5.77%	-6.43%	13.78%	27.7%	31.76%	85.3%
中国平安	5.35%	11.19%	8.58%	10.74%	14.11%	25.54%	36.87%	27.7%
新华保险	0.99%	-7.25%	-1.47%	-8.33%	-12.94%	9.71%	47.6%	26.6%
中国太保	1.03%	4.44%	-3.05%	6.74%	14.29%	20.64%	40.1%	35.5%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（二）保险回归保障，平安顺应时势

2016年初，中国金融市场整体格局强调去杠杆、防风险。在险资于股票二级市场举牌乱象、新兴保险公司资产负债久期严重错配背景下，监管层连续出台政策抑制中短存续期的万能险。这使寿险行业在2017年1-5月累计新增万能险资占比（保户投资新增交费/规模保费）下降21.30个百分点，保户投资款累计新增交费规模同比下降59.40%。

图7: 行业累计新增万能险占比 (保户投资新增交费/规模保费) 下降



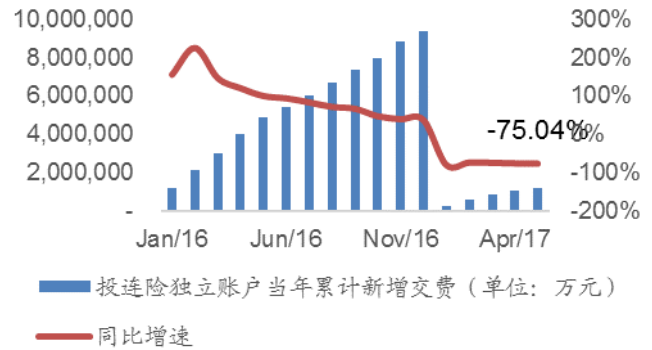
数据来源: 保监会、广发证券发展研究中心

图8: 行业保户投资款新增交费规模下降



数据来源: 保监会、广发证券发展研究中心

图9: 行业投连险独立账户新增交费规模下降

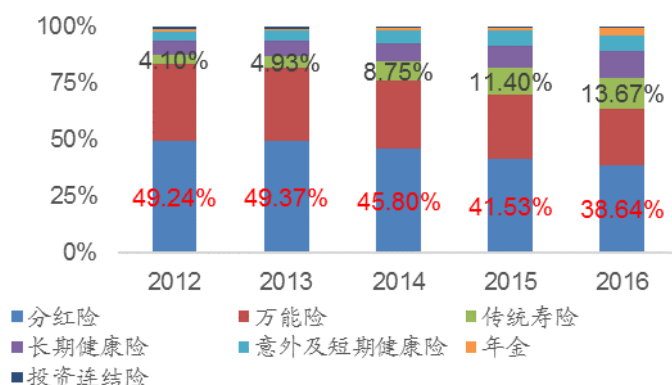


数据来源: 保监会、广发证券发展研究中心

相比投连险及万能险,传统险和分红险给保险公司带来的保费结构风险更低。同时,在2010年新会计准则下,投连险、万能险保费收入只能部分计入公司保费收入,传统险和分红险则可以全部计入保费收入,新业务价值率更高。在寿险行业承保端回归传统,强调业务价值,监管层强调风险控制的背景下,寿险保障型和分红型保费将会持续稳定增长。

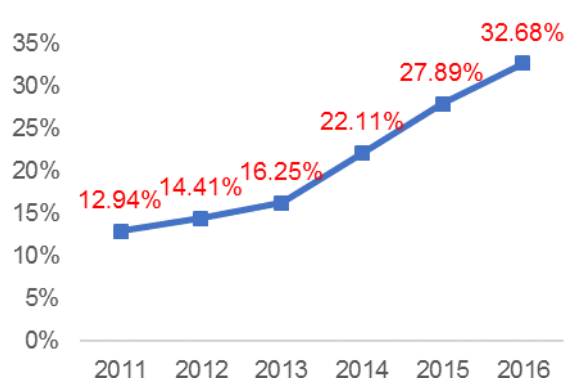
目前中国平安的险种结构和三差结构良好。在产品策略上,平安保持传统、分红、万能均衡发展的产品策略,加强保障型产品推动,通过传统保障型产品升级,增强产品市场竞争力,不断提升长期传统保障型产品占比。同时,促进产品结构持续优化,支持公司业务规模及内含价值的健康成长;在个险代理人渠道,平安加强保障型产品的培训和销售支持,旗舰保障型产品“平安福终身寿险”和“护身福终身寿险(分红型)”在2015年规模保费达到160亿;同时平安积极探索O2O产品经营模式,依托平安人寿管家APP,推出精准定位的保障型产品“百万任我行”,上线首日规模保费突破了1个亿,2015年规模保费即达到20亿。在三差结构方面,死差和费差在寿险业务中占比66.1%,在长期保障型业务中更是高达78.0%,符合保监会对于保险行业未来的监管要求和发展规划。

图10: 平安寿险结构



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图11: 平安寿险保障型保费占比



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(三) 新业务价值高速攀升, 强力驱动内含价值和剩余边际

中国平安稳步发展盈利能力较高的个人寿险业务, 以客户需求为导向持续丰富产品体系, 坚持保障理念, 以长期保障型产品为发展重点, 不断优化产品结构, 实现业务稳健、有价值的增长, 市场竞争力不断提升。

2016年寿险业务新业务价值为508.05亿元, 同比增长64.75%。其中, 代理人渠道新业务价值为464.13亿元, 占比91%, 而长期保障型业务的新业务价值占比74.5%, 同比提升4.7个百分点。自2015年起, 中国平安凭借代理人规模和产能的快速增长, 其新业务价值首次超越中国人寿成为行业第一。2011-2016年, 中国平安、中国人寿、中国太保和新华保险新业务价值复合增速分别为25%、20%、23%和19%。

表5: 同行业新业务价值对比 (单位: 百万元)

	2011	2012H	2012	2013H	2013	2014H	2014	2015H	2015	2016H	2016
中国人寿	20,199	12,494	20,834	12,589	21,300	13,459	23,253	18,637	31,528	28,021	49,311
中国平安	16,822	9,160	15,915	17,169	18,163	19,852	21,966	27,198	30,838	38,030	50,805
中国太保	6,714	4,061	7,060	4,254	7,499	5,230	8,725	7,227	12,170	11,264	19,041
新华保险	4,360	2,338	4,172	4,070	4,236	4,620	4,912	5,965	7,663	7,259	10,449

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表6: 同行业新业务价值同比增速对比

	2012	2013H	2013	2014H	2014	2015H	2015	2016H	2016
中国人寿	3.14%	0.76%	2.24%	6.91%	9.17%	38.47%	35.59%	50.35%	56.40%
中国平安	-5.39%	87.43%	14.13%	15.63%	20.94%	37.00%	40.39%	39.83%	64.75%
中国太保	5.15%	4.75%	6.22%	22.94%	16.35%	38.18%	39.48%	55.86%	56.46%
新华保险	-4.31%	74.08%	1.53%	13.51%	15.96%	29.11%	56.01%	21.69%	36.36%

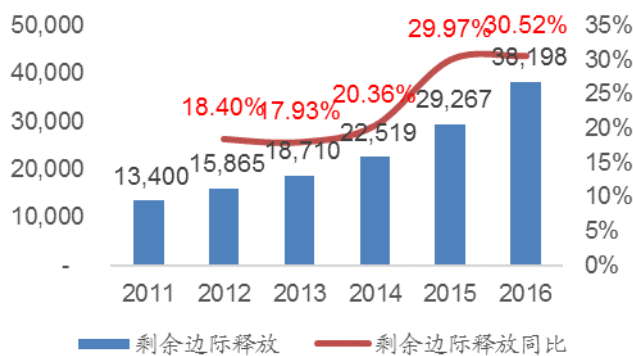
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

新业务价值率是衡量首年新增保费对新业务价值的转化率的指标 (新业务价值率=新业务价值/首年新增保费)。平安的新业务价值率稳中有升, 基本维持在30%以上。长期保障型产品贡献的新业务价值率及剩余边际较高, 是公司价值及利润增长的主要因素。2015和2016年, 长期保障型产品保费收入占首年保费收入的比例分别为32.0%和

33.6%，长期保障型产品新业务价值率分别为 84.6%和 82.9%。

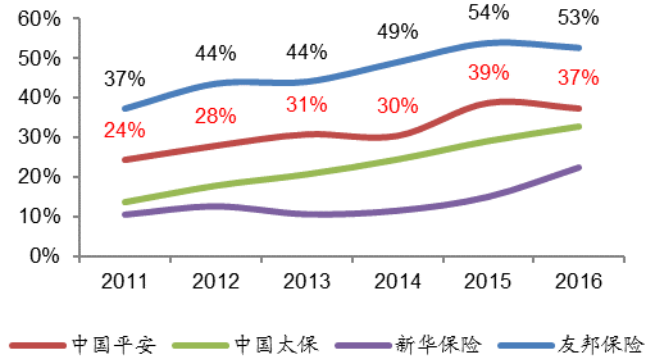
寿险公司的利润可以分解为四个部分：剩余边际摊销、投资回报偏差、经营偏差（包含风险边际释放）和会计估计变更，其中剩余边际摊销是会计利润的主要来源。剩余边际是公司未来利润的现值，摊销模式在保单发单时刻锁定，摊销稳定不受资本市场波动影响。截至 2016 年 12 月 31 日，平安寿险剩余边际余额 4,546.77 亿元，较 2015 年底增长 37.4%，主要来自于新业务强劲增长的贡献。2016 年剩余边际摊销为 381.98 亿元，较 2015 年同期增长 30.5%。

图 12: 平安寿险过去 6 年的实际剩余边际释放



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 13: 新业务价值率同比变化



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

新业务价值贡献率是衡量新业务价值对内含价值增长驱动的程度（新业务价值贡献率=新业务价值/（预期内含价值回报+新业务价值+营运经验差异））。内含价值（Embedded Value）是保险公司引用“经济价值”的概念，利用精算方法进行改进，形成的能够反映保险经营特征的一种评估价值。2011-2016 年，中国平安、中国人寿、中国太保和新华保险内含价值复合增速分别为 22%、17%、17%和 21%。

表 7: 同行业内含价值对比 (单位: 百万元)

	2011	2012H	2012	2013H	2013	2014H	2014	2015H	2015	2016H	2016
中国人寿	292,854	334,326	337,596	363,359	342,224	390,367	454,906	516,822	560,277	583,756	652,057
中国平安	235,627	259,005	285,874	311,851	329,653	364,376	458,812	529,408	551,514	614,537	637,703
中国太保	113,564	121,833	135,280	139,723	144,378	153,891	171,294	193,866	205,624	215,355	245,939
新华保险	48,991	56,150	56,870	60,785	64,407	73,141	85,260	99,247	110,650	109,684	129,450

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

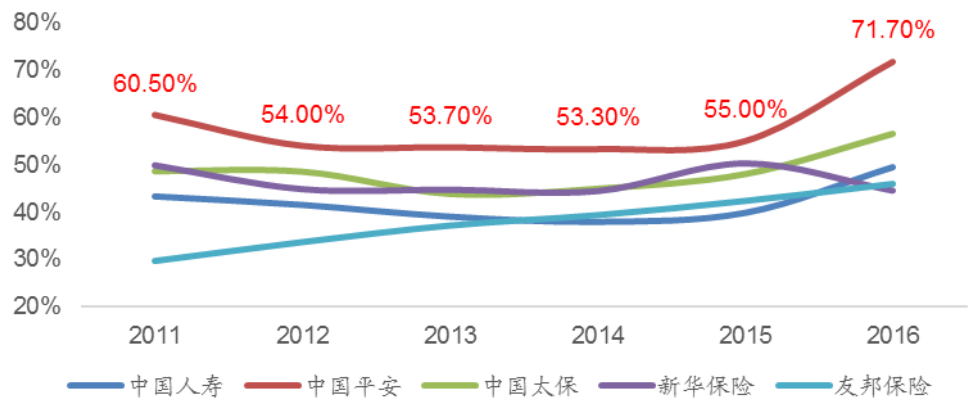
表 8: 同行业内含价值同比增速对比

	2012	2013H	2013	2014H	2014	2015H	2015	2016H	2016
中国人寿	15.28%	8.68%	1.37%	7.43%	32.93%	32.39%	23.16%	12.95%	16.38%
中国平安	21.32%	20.40%	15.31%	16.84%	39.18%	45.29%	20.20%	16.08%	15.63%
中国太保	19.12%	14.68%	6.73%	10.14%	18.64%	25.98%	20.04%	11.08%	19.61%
新华保险	16.08%	8.25%	13.25%	20.33%	32.38%	35.69%	29.78%	10.52%	16.99%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

内含价值的变动较为复杂，受到许多假设差异影响，但最主要受到三大因素影响：预期内含价值回报、新业务价值和营运经验差异。其中内含价值预期回报反映的是过去存量内含价值对当期的持续回报；新业务价值则体现当期新增业务对公司的效应；营运经验差异则反映实际营运情况和假设的差异（主要为死费差）。其中，新业务价值是中国平安内含价值增长的主要驱动因素，其贡献率在2016年高达71.7%，远高于同行业其他保险公司，诠释了平安新业务价值稳健增长对内含价值的持续助推。

图14：同行业新业务价值对内含价值增长贡献率对比



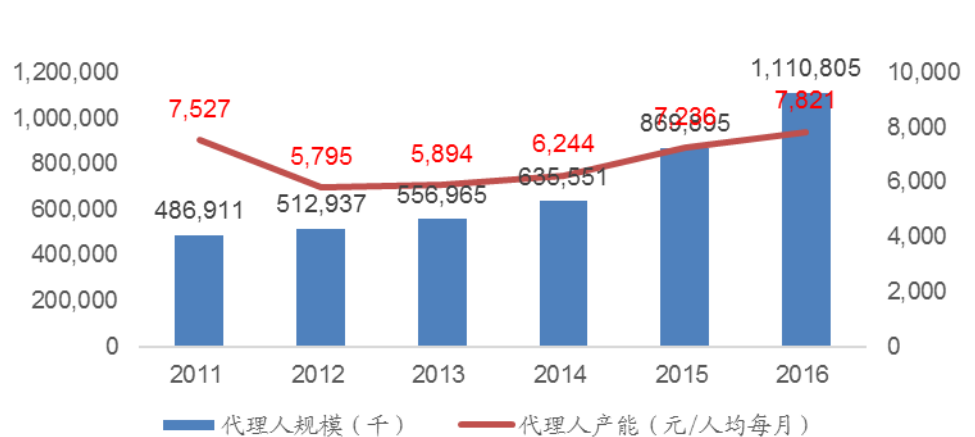
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

注：新业务价值 / (预期内含价值回报 + 新业务价值 + 营运经验差异)

(四) 代理人规模产能双提升，寿险保费增速可观

平安寿险以“成为中国最受尊敬的寿险公司”为愿景，聚焦“产品+科技”的核心竞争力，创新驱动，推动代理人、银保、电销、互联网等多渠道共同发展，致力于内含价值及规模的持续、健康、稳定增长。个人寿险代理人渠道在发展队伍规模的同时，不断加强队伍管理，队伍规模和产能稳步提升。截至2016年12月底，代理人数量超110万，较年初增长27.7%；人均每月首年规模保费7,821元，同比增长8.1%；代理人每月人均收入6,016元，同比增长17.4%。

图15：平安寿险代理人规模和产能同比



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

依据中国保监会公布的 2016 年人身保险公司保费收入数据计算，平安寿险的保费收入约占中国寿险公司保费收入总额的 12.7%。从保费收入来衡量，平安寿险是中国第二大寿险公司。2016 年，平安寿险经营的所有保险产品中，保费收入居前 5 位的保险产品是尊宏人生两全保险（分红型）、平安福终身寿险、尊御人生两全保险（分红型）、鑫利两全保险（分红型）、鑫盛终身寿险（分红型），前五大产品保费收入合计占平安寿险 2016 年保费收入的 27.6%。

2016 年平安寿险原保费达到 2,913 亿元，同比增长 31.17%，这主要得益于平安代理人规模和产能（人均每月首年规模保费）持续增长。2011-2016 年，中国平安、中国人寿、中国太保和新华保险原保费收入复合增速分别为 18.61%、6.23%、8.07% 和 3.49%。

表9：同行业寿险原保费收入及同比增速（单位：亿元）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
中国人寿	3183	3227	3267	3312	3641	4306
中国平安	1241	1349	1533	1833	2221	2913
中国太保	932	935	951	987	1086	1374
新华保险	948	977	1036	1099	1119	1126
中国人寿	0.03%	1.38%	1.24%	1.38%	9.93%	18.26%
中国平安	28.15%	8.67%	13.67%	19.56%	21.16%	31.17%
中国太保	6.03%	0.32%	1.71%	3.78%	10.03%	26.50%
新华保险	-	3.06%	6.08%	6.01%	1.81%	0.63%

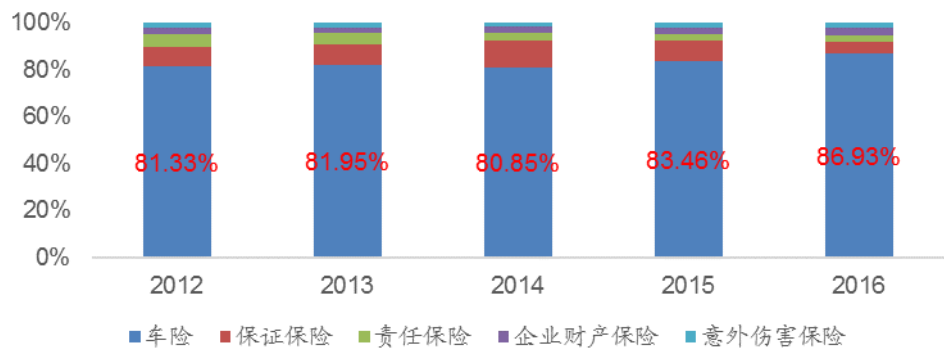
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

财险：综合成本率行业最低，商车费改再促转型

（一）综合成本率业内最低

依据中国保监会公布的中国保险行业数据计算，平安产险的原保险保费收入约占中国产险公司原保险保费收入总额的 19.2%，其中车险原保险保费收入约占市场车险原保险保费收入总额的 21.7%。从原保险保费收入来衡量，平安产险是中国第二大财产保险公司。平安产险经营的所有商业保险产品中，保费收入居前五位险种是车险、保证保险、责任保险、企业财产保险和意外伤害保险，这五大类商业险种保费收入合计占平安产险 2016 年保费收入的 96.0%，其中，车险一业独大，占比 87%。

图16: 平安产险主要险种结构



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

2016年, 中国产险行业市场经营秩序总体良好, 但竞争日趋激烈。平安产险坚持创新发展, 应用新科技和大数据, 进一步强化行业领先的风险筛选能力, 不断提高资源使用效率, 盈利能力保持优良。平安产险加强保单质量管理, 对于出险概率较高的车险客户提高其保险费率, 可能导致客户转投其他公司, 但降低了其赔付率。同时, 平安产险产品结构亦有改善, 平安的小额消费信贷信用保证保险占据保证保险市场的近七成份额, 其对于平安产险的地位类似农险对于中国财险的地位, 且保证保险的承保收益率远高于其他险种, 并有逐年递增的趋势, 进一步降低了平安产险的综合成本率。

综合成本率是衡量一家财险公司经营优劣的最佳指标。2016年平安产险综合成本率为95.9%, 继续保持行业领先, 其中车险业务综合成本率为97.9%。

表 10: 平安保证保险盈利能力突出

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
保费占比	5.65%	8.05%	8.30%	10.69%	8.25%	4.56%
承保利润率	-0.44%	4.36%	13.41%	18.07%	23.63%	33.14%
综合成本率	100.44%	95.64%	86.59%	81.93%	76.37%	66.86%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

表 11: 同行业产险综合成本率对比

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
平安产险	93.50%	95.30%	97.30%	95.30%	95.60%	95.90%
太保产险	93.10%	95.80%	99.50%	103.80%	99.80%	99.20%
中国财险	94.00%	95.10%	96.70%	96.50%	96.50%	98.10%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

平安产险 ROE 常年稳定在 20%附近, 锁定行业领先地位。2013-14 年平安大面积配置高息非标资产, 因此 ROE 得以逆势增长。受国内资本市场低迷影响, 股票基金买卖差价等已实现收益大幅减少, 2016 年平安产险投资端总收益略有下滑, 导致 ROE 有所调整。但相信二次商车费改等政策将加速财险行业转型, 强者恒强成为不变趋势, 未来平安等大型险企将迎来 ROE 的拉升。

表 12: 同行业历年 ROE 对比

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
平安产险净利 润(百万元)	4,979	4,648	5,856	8,807	12,522	12,315
同比增速	-	-6.65%	25.99%	50.39%	42.18%	-1.65%
平安产险净资 产(百万元)	22,021	26,838	30,531	44,157	58,251	63,649
同比增速	-	21.87%	13.76%	44.63%	31.92%	9.27%
平安产险 ROE	22.61%	17.32%	19.18%	19.94%	21.50%	19.35%
太保产险 ROE	15.92%	11.05%	10.57%	3.71%	15.89%	12.87%
中国财险 ROE	22.83%	22.89%	18.36%	17.62%	20.05%	15.10%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(二) 新政策倒逼行业转型升级, 技术优势立于不败

2017年6月9日, 保监会发布了《关于商业车险费率调整和管理等有关问题的通知》, 在全国范围内扩大财产保险公司商业车险费率定价自主权, 完善车险费率市场化形成机制。这是继2015年6月以来第二次商业车险条款费率改革。据悉, 这次的车险最低折扣率将下调至0.3825, 部分地区低至0.3375。

二次商车费改费率调整继续提高优质客户费率优惠空间, 鼓励安全驾驶习惯。同时, 费率空间下调后, 短期可能对行业车险保费规模造成一定下滑影响, 但考虑到行业整体综合成本率逼近100%, 保险公司实质承保盈利空间可调整范围不大。**在一次商车费改后, 由于车主不出险保费有优惠浮动空间, 因此赔付率明显降低。**而各家保险公司为了争取优质客户, 均加大了费用投入, 因此费用率有所提升。**此次费率调整一定程度上会降低行业费用率, 强化市场机制, 进一步遏制不正当价格战。**长期来看, 二次商车费改在一次次的数据和经验基础上, 更加趋同市场化, 倒逼保险公司做好客户分类和差异化服务, 有利于行业升级和转型。

表 13: 平安产险费用率和赔付率

	2014	2015	2016
综合成本率	95.3%	95.6%	95.9%
费用率	37.6%	38.9%	41.5%
赔付率	57.7%	56.7%	54.4%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

针对这次商车费改, 平安凭借其大数据和人工智能的技术优势, 有足够的把握继续维持其行业领先的综合成本率, 立于不败之地。通过与BAT合作, 平安获得了外部大数据资源的支持, 结合自身4亿用户的保险大数据, 依托大数据技术, 向客户提供多元化的保险产品, 精准营销, 精细化定价, 差异化服务, 平安正在从传统保险公司转型为保险大数据公司; 同时, 平安为保险行业整合外部大数据资源, 提供了一种模式。

投资资产优化配置，风险监控严格把关

(一) 秉承价值投资，加强风险管理

2016年，中国平安保险资金投资组合的净投资收益同比增长23.9%，主要原因是固定收益类投资利息收入和权益投资分红收入增加。净投资收益率为6.0%，同比上升0.2个百分点，主要原因是公司优化资产配置，提前布局配置优质固定收益资产、优先股，动态配置权益资产。受国内资本市场低迷影响，股票基金买卖差价等已实现收益大幅减少，2016年公司保险资金组合总投资收益同比下降20.1%，总投资收益率为5.3%，同比下降2.5个百分点。

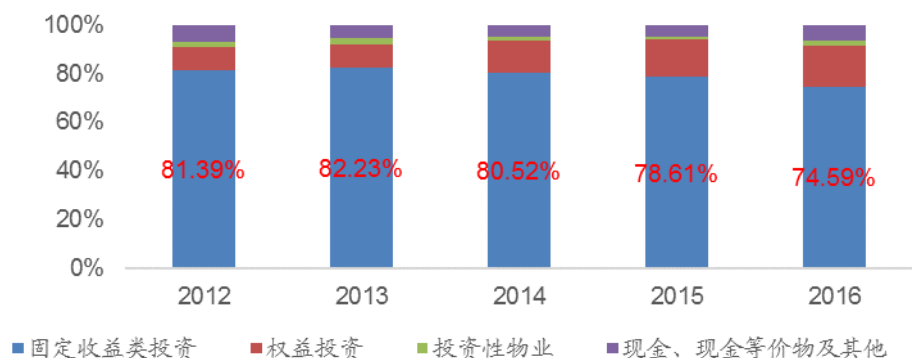
表 14: 保险资金投资收益

(人民币百万元)	2016	2015
净投资收益	105,030	84,740
净已实现及未实现的收益	-12,821	34,278
减值损失	-495	-4,268
总投资收益	91,714	114,750
净投资收益率(%)	6	5.8
总投资收益率(%)	5.3	7.8

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

中国平安的保险资金投资组合以固定收益类投资为主，占比74.59%，其中债券投资占总投资资金的比例为46.2%，且风险程度较低，收益较稳定，企业债信用评级在AA及A-1级以上的占总企业债的99.23%，金融债信用评级在A级以上的占总金融债的99.55%。此外固收类投资还包括定期存款、债权计划投资、理财产品投资以及其他固定收益类投资。

图 17: 中国平安保险资金投资组合



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

表 15: 主要保险公司债券等级对比

	企业债信用评级	占总企业债比率	金融债信用评级	占总金融债比率
中国平安	AA 及 A-1 级以上	99.23%	A 级以上	99.55%
中国人寿	AA 及 A-2 级以上	99.0%	AA 及 A-2 级以上	99.9%
新华保险	AA 及 A-2 级以上	100%	AA 及 A-2 级以上	100%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

根据中国保监会关于2016年SARMRA评估结果的通报,平安寿险得分为86.06分,在全国72家寿险公司中排名第一,该得分使得平安寿险截至2016年12月31日的偿付能力最低资本要求减少73.84亿元;平安产险得分为83.58分,在全国77家产险公司中排名第三,该得分使得平安产险截至2016年12月31日的偿付能力最低资本要求减少4.85亿元。截至2016年12月31日,平安集团偿付能力充足率符合监管要求,综合偿付能力充足率为210.0%。

表 16: 偿二代体系下计算的集团偿付能力充足率对比

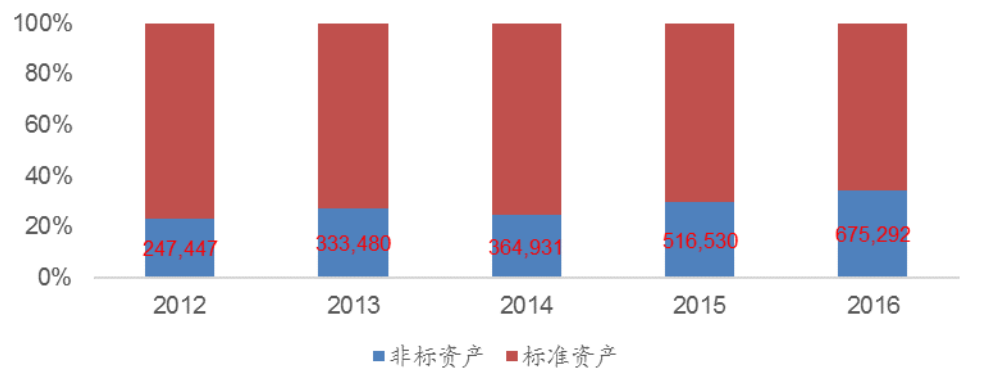
	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险
核心资本(百万元)	889,883	639,396	280,012	168,616
实际资本(百万元)	929,883	677,768	285,512	182,616
最低资本(百万元)	442,729	228,080	97,247	64,917
核心偿付能力充足率	201.0%	280.34%	288%	259.74%
综合偿付能力充足率	210.0%	297.16%	294%	281.30%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(二) 支持战略新兴产业发展,服务国家经济转型

在投资管理上,平安践行保险资金投资的核心原则,资金运用符合保险负债长期、稳定的特点,根据负债特性以**固收和类固收资产为主、权益和另类资产为辅进行多元化、分散化投资,在风险可控的前提下追求收益最大化**。平安将价值投资与服务国家经济转型相结合,从转型中寻找投资机会,同时服务于转型。为此,平安通过**PPP等形式积极参与城市开发、水利建设、公共交通等重大基础设施建设,通过PE、非上市股权投资等形式支持战略新兴产业发展,服务国家经济转型**。非标资产投资占比稳中有升,2016年非标资产总值为6,953亿元,占投资资产比重为34.25%。在风险管理上,一是通过产品策略优化风险分布,坚持均衡发展各类业务,平衡不同周期下的利率风险和保险风险。二是通过投资资产与产品负债在收益率及期限方面的科学管理及匹配,维护客户利益,实现公司“百年老店”的理想。

图18: 非标资产与标准资产占比变化



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

员工持股计划彰显信心

员工持股计划也是平安的亮点之一。2017年3月29日, 中国平安公告显示, 2017年度核心员工持股已完成购买, 自2017年3月23日至2017年3月27日通过二级市场购买方式共购得公司A股股票1642万股, 占目前公司总股本的0.09%, 总金额涉及6亿元, 成交36.74元/股, 锁定期为2017年3月29日至2018年3月28日, 此次参与2017年度员工持股计划的人数为1157人。

这是中国平安自2014年来第三次公告员工持股计划完成增持。作为推行员工持股的试点单位, 早在上世纪九十年代初, 中国平安就曾推出过员工持股计划, 而彼时的员工持股计划统称为“员工受益所有权计划”。截至2010年9月, 中国平安员工持股计划的股份解禁时, 该计划的员工人均获得的收益超过200万元, 年化收益接近30%。

而2014年推出的核心人员持股计划, 以二级市场直接购买股票方式, 其收益空间大打折扣, 员工的参与更多的是对于二级市场股价表现的期望。员工持股计划为了让更多员工认识和购股, 将其与部门负责人的业绩考核挂钩, 这也刺激了员工对于参与的积极性。而员工的出资作为公司发展的资本金, 则真正实现了收益和风险共担。

表17: 三次员工持股计划具体情况

	第一次	第二次	第三次
锁定期	2015.3.20-2016.3.26	2016.3.17-2015.3.21	2017.3.29-2018.3.28
参与人数	839	773	1,157
购买 A 股股本	405 万	1,480 万	1,642 万
占公司总股本	0.044%	0.081%	0.09%
成交金额 (含费用)	3.12 亿元	4.82 亿元	6.00 亿元
成交均价 (前复权)	37.53 元/股	32.53 元/股	36.74 元/股
累计收益率	40.55%	62.16%	43.58%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

估值分析

(一) 分部估值法

对平安集团采用分部估值法进行估值，对于平安的寿险业务价值我们采用“寿险内含价值+新业务价值*新业务价值倍数”的公式进行估值，参照友邦估值，我们把平安新业务价值倍数设为5-8倍（行业16年对应倍数为4.66倍，友邦平均倍数为15-20倍，保守估计，随着未来保险市场价值重估，给予5-8倍新业务价值倍数），最后估算出来的寿险业务每股价值为42.41-53.89元；对于平安银行，我们用平安的持股比例乘以平安银行的总市值，估算出平安的银行业务每股价值为5.85元，至于其他业务，我们采用相应行业的PB指标进行相对估值，用分部估值法计算的平安每股价值的合理区间为62.71-74.20元。此外，考虑到平安还有平安壹钱包、平安好医生等互联网金融业务，该目标价还有上升空间。

表18: 中国平安分部估值表

	方法	倍数	净资产/市值 (百万)	价值 (百万)	每股价值 (元)
寿险业务					
寿险内含价值				425,168 (2017年预测值, 参考表 8, 假设增长 18%)	23.26
新业务价值				70,000	3.83
未来新业务价值	VBNX*VBN	5-8 倍 (参考表 20)		350,000-560,000	19.15-30.63
寿险评估价值				775,168-985,168	42.41-53.89
其他业务					
财产保险	PB	1.36	70,014 (2017年预测数据, 参考表 12, 假设增长 10%)	140,028	4.74
银行	市值法	57.94%	184,400	106,952	5.84
证券	PB	1.90	25,649 (2016年历史数据)	48,605	2.66
信托	PB	3.12	22,511 (2016年历史数据)	70,159	3.84
陆金所	估值法	47.49%	124,337(185 亿美元)	59,048	3.23
分部估值					62.71-74.20
总股数(百万)			18,280		

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

注: 寿险、财险17年预测增速根据历年增速均值估算, 银行、信托、证券估值采用16年静态数据和行业平均估值倍数, 详见表19

表19: 分部可比公司估值 (估值采用16年静态数据)

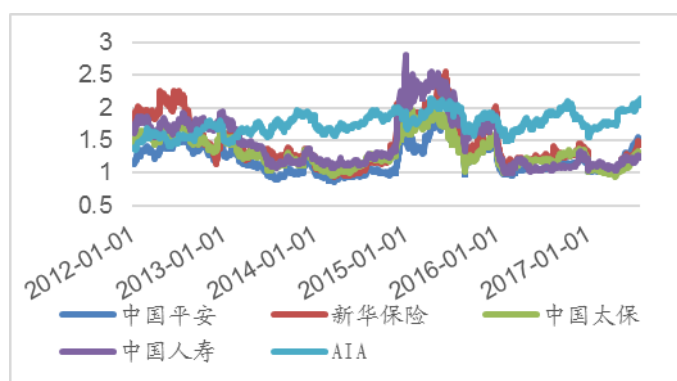
标的	总资产	净资产	PE	PB	市值/估值
安信信托	19,126	13,718	28.41	3.57	48,973
陕国投	9,505	7,728	50.92	2.99	23,107
爱建集团	15,663	6,392	32.15	2.79	17,834
均值			37.16	3.12	
平安信托	26,113	22,511			70,159
方正证券	152,339	36,197	15.39	1.77	64,069
兴业证券	136,535	34,298	12.29	1.62	55,563
长江证券	107,095	25,742	16.19	2.22	57,147
东吴证券	89,477	20,489	14.70	1.97	40,363
均值			14.64	1.90	
平安证券	91,079	25,649			48,605
中国财险	475,949	119,312	6.87	1.36	162,264
平安产险	283,623	63,649			86,563

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

(二) 内含价值+新业务价值法, 对比友邦

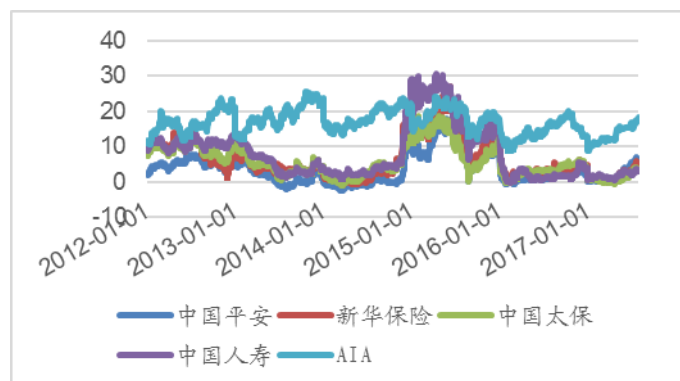
保险行业的净利润具有延期性的特点, 因此相对于市盈率和市净率, 保险行业更为普遍和通用的估值指标是P/EV (即总市值和内含价值 (Embedded Value) 的比率) 和新业务价值倍数 (VBNX)。保险公司的评估价值=内含价值+新业务价值*新业务价值倍数, 目前国内保险板块整体估值较低, 中国平安、中国人寿、新华保险、中国太保的最新P/EV分别为1.30倍、1.04倍、1.27倍、1.11倍, 而友邦保险 (AIA) 的最新P/EV约为2倍, 中国平安、中国人寿、新华保险、中国太保的最新VBNX分别为6.29倍、3.00倍、3.44倍、5.32倍, 而友邦保险 (AIA) 的最新VBNX高达18.25倍, 表明国内险企高速增长的新业务价值对未来内含价值增长的贡献被投资者低估, 因此其估值相较友邦等国外险企仍有较大上升空间。考虑国内保险市场朝阳属性, 中国平安作为保险龙头品种, 目前估值仍有向上弹性。

图19: 同行业PEV对比 (单位: 倍)



数据来源: 保监会、广发证券发展研究中心

图20: 同行业新业务价值倍数对比 (单位: 倍)



数据来源: 保监会、广发证券发展研究中心

投资建议

中国平安作为国内保险行业龙头企业，多年发展围绕核心保险业务，金融版图不断扩张。在市场化激励和国际化战略的引导下，公司始终抓住市场需求，寿险、财险业务核心指标表现突出，业务品质不断提升。在当前保障转型时点，中国平安率先公布多项转型指标，彰显公司转型信心和能力。目前公司对应17年P/EV1.3倍，仍有弹性提升空间，维持对公司买入评级。H股对应17年P/EV1.09倍，给予买入评级。

表 20: 保险行业估值表 (元)

证券简称	价格	EV				1YrVNB				P/EV				VNBX			
		2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E
中国人寿	27.40	16.09	23.07	26.30	30.25	0.82	1.74	2.47	3.33	1.70	1.19	1.04	0.91	13.74	2.49	0.45	-0.85
中国平安	52.45	25.80	34.88	40.18	46.21	2.47	2.78	3.89	5.25	2.03	1.50	1.31	1.14	10.79	6.32	3.15	1.19
中国太保	34.68	18.90	27.14	31.21	35.89	0.96	2.10	2.81	3.79	1.83	1.28	1.11	0.97	16.39	3.59	1.23	-0.32
新华保险	62.43	27.33	41.49	47.71	53.91	1.57	3.35	4.36	5.89	2.28	1.50	1.31	1.16	22.30	6.25	3.38	1.45
行业平均										1.96	1.37	1.19	1.04	15.80	4.66	2.05	0.37

证券简称	价格	EPS				BVPS				P/E				P/B			
		2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E
中国人寿	27.40	1.23	0.66	0.76	1.09	11.41	10.74	12.35	13.96	22.32	41.52	36.17	25.16	2.40	2.55	2.22	1.96
中国平安	52.45	4.42	3.50	4.31	5.16	32.56	20.98	23.02	26.01	11.87	14.99	12.18	10.17	1.61	2.50	2.28	2.02
中国太保	34.68	1.96	1.33	1.37	1.85	14.71	14.54	15.19	17.17	17.73	26.08	25.31	18.75	2.36	2.39	2.28	2.02
新华保险	62.43	2.76	1.58	1.64	3.16	18.54	18.95	19.89	22.48	22.64	39.51	38.07	19.76	3.37	3.29	3.14	2.78
行业平均										18.64	30.52	27.93	18.46	2.43	2.68	2.48	2.19

数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

注: 收盘价截止 2017 年 8 月 8 日

表 21: 中国平安财务摘要

单位: 百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
利润表摘要						
营业总收入	462,882.00	619,990.00	712,453.00	818,501.53	938,126.45	1,078,845.42
营业总成本	400,541.00	527,043.00	619,085.00	704,750.09	807,823.59	928,997.13
营业利润	62,341.00	92,947.00	93,368.00	113,751.44	130,302.86	149,848.29
利润总额	62,353.00	93,413.00	94,411.00	112,757.00	129,089.65	129,090.65
净利润	47,930.00	65,178.00	72,368.00	89,012.64	106,637.14	127,964.57
归属母公司股东的净利润	39,279.00	54,203.00	62,394.00	76,744.62	91,940.05	110,328.07
非经常性损益	64.00	311.00	878.00	500.00	500.00	500.00
扣非后归属母公司股东的净利润	39,215.00	53,892.00	61,516.00	76,244.62	91,440.05	109,828.07
资产负债表摘要						
流动资产						
固定资产	26,408.00	32,291.00	36,147.00	40,463.46	45,295.37	50,704.27
长期股权投资	12,898.00	26,858.00	48,955.00	89,231.96	162,646.16	296,460.76
资产总计	4,005,911.00	4,765,159.00	5,576,903.00	6,526,927.45	7,638,788.39	8,940,054.66
负债合计	3,652,095.00	4,351,588.00	5,090,442.00	5,954,745.66	6,965,799.02	8,148,518.63
股东权益	353,816.00	413,571.00	486,461.00	572,197.53	673,044.73	791,665.79
归属母公司股东的权益	289,564.00	334,248.00	383,449.00	420,643.55	475,327.21	537,119.75
资本公积金	129,374.00	117,965.00	122,510.00	127,230.11	132,132.08	137,222.92
盈余公积金	7,470.00	8,498.00	11,366.00	15,201.92	20,332.44	27,194.46
未分配利润	98,748.00	135,011.00	175,932.00	229,255.90	298,741.95	389,288.79
现金流量表摘要						
销售商品提供劳务收到的现金						
经营活动现金净流量	170,260.00	135,618.00	227,821.00	382,710.32	642,904.69	1,079,998.14
购建固定无形长期资产支付的现金	13,530.00	16,529.00	16,624.00	16,719.55	16,815.64	16,912.29
投资支付的现金	1,071,077.00	2,042,361.00	3,266,503.00	5,224,366.24	8,355,725.55	13,363,946.22
投资活动现金净流量	-236,889.00	-273,732.00	-330,616.00	-399,321.01	-482,303.55	-582,530.62
吸收投资收到的现金	29,181.00	7,124.00	14,153.00	28,117.27	55,859.58	110,974.27
取得借款收到的现金	37,792.00	69,649.00				
筹资活动现金净流量	85,368.00	204,976.00	133,004.00	86,303.10	56,000.01	36,337.06
现金净增加额	19,083.00	69,365.00	34,227.00	16,888.74	8,333.47	4,112.01
期末现金余额	263,960.00	333,325.00	367,552.00	405,293.55	446,910.54	492,800.91
折旧与摊销	5,388.00	6,206.00	6,805.00	7,461.82	8,182.03	8,971.75

数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

风险提示

利率下降超预期、新单保费增速不达预期、转型不及预期等

广发非银行金融行业研究小组

- 陈福: 首席分析师, 经济学硕士, 2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 曹恒乾: 资深分析师, 英国达勒姆大学 (University of Durham) 金融学硕士, 2008年进入广发证券发展研究中心。
- 商田: 分析师, 安徽财经大学金融学硕士, 2014年进入广发证券发展研究中心。
- 文京雄: 分析师, 英国阿伯丁大学 (University of Aberdeen) 金融投资管理硕士, 武汉大学双学士, 2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈卉: 研究助理, 英国布里斯托大学 (University of Bristol) 金融投资专业硕士, 2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈韵杨: 研究助理, 香港中文大学经济学硕士, 中山大学学士, 2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15% 以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司 (以下简称“广发证券”) 具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布, 只有接收客户才可以使用, 且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况, 不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。