

评级: 买入 (维持)

市场价格: 85.50

分析师: 陆韵婷

执业证书编号: S0740518090001

Email: luyt@r.qlzq.com.cn

分析师: 戴志锋

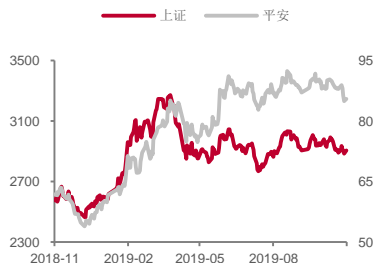
执业证书编号: S0740517030004

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	18280
流通股本(百万股)	10832
市价(元)	85.5
市值(百万元)	1535039
流通市值(百万元)	926193

股价与行业-市场走势对比



相关报告

《从可分配资本看中国寿险公司价值创造能力和 P/OPAT 估值水平》-2019/7/14

《从 MDRT 数据看寿险公司高产能代理人培养能力》-2019/10/08

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿元)	8909	9766	11216	12443	14173
增长率 yoy%	25.04%	9.62%	14.84%	10.94%	13.90%
归母净利润 (亿元)	891	1074	1608	1912	2411
增长率 yoy%	42.78%	20.56%	49.68%	18.94%	26.09%
每股内含价值 (元)	45.14	54.83	65.46	76.27	88.22
P/EV	1.89	1.56	1.31	1.12	0.97

备注: EV 指内含价值

投资要点

- **事件: 平安集团孵化的金融一账通 (one connect) 于 2019 年 11 月 13 日正式向美国证券交易所 (SEC) 递交招股说明书, 计划以 ADS (美国存托凭证) 的形式募资并上市。**
- **一账通定位为金融全产业链科技服务平台, 营收和客户的交易量挂钩。**一账通通过创造更多收入 (连接银行和中小企业等), 提高销售效率 (SAT 等方式), 管理风险 (贷后, 反欺诈等), 提高服务质量 (车险远程定损赔付等), 降低成本 (用机器代替人工等) 为客户赋能。根据客户类型 (银行, 保险, 资产管理) 和方案领域 (营销, 产品, 风控, 运营, 技术), 一账通当前主要提供 12 种解决方案。其使用“采取-深化-融合”的营收模式, 以交易量为基础收费, 2018 年一账通有 221 家主要客户和 3272 家基础客户, 较 2017 年分别增加 452.5% 和 25.2%; 且主要客户客均购买产品数量由 16 年的 1.7 件提高到 18 年的 3 件。2017-2019Q3, 一账通来自于交易和支持的收入占其营收的比例达到了 91.3%, 79.1% 和 78.4%, 在 2019 年前 3 季度交易支持的营收中, 业务发展 (business origination), 风险管理 (risk management) 和运营支持 (operation support) 的占比分别为 36.6%, 17.5% 和 20.0%, 营收结构相较于 17 年显著的均衡化。
- **一账通的股权结构安排体现平安高管利益。**一账通当前有三个主要股东: 1) 持股比例达到 50% 的 Sen Rong Limited, 它可拆分成三个持股主体, 分别是代表一账通董事会管理股票期权计划的 Xin Deng Heng Limited (持股比重为 13.2%); 由一账通高管李捷和许良持有的 Yi Chuan Jin Limited (持股比重为 39.9%); 以及由平安集团高管王文君和窦文伟作为名义持有人的 Rong Chong Limited (持股占比为 47%), 由平安集团元老作为名义持有人入股是平安集团近年来在金融科技股权安排上的常用方式, 王文君和窦文伟也是平安好医生股东“帮骥健”的名义持有人; 2) 持股比例为 39.8% 的 Bo Yu Limited。该持股主体由平安集团 100% 实际控制, 且在 lpo 之后的 1-10 年间可以用约定的价格购买第一大股东持有的 39.9% 的一账通股份; 3) 持股比例为 6.1% 的 SBI StellarS 和其附属实体实益, 穿透下去实际控制人是 Mr Mao Zhang。
- **一账通经营依赖平安集团。**以营业收入为例, 虽然名义上 2017-2019Q3 一账通从平安集团获得的营业收入占其收入的比重分别为 40.5%, 37.3% 和 43.56%, 但由于陆金所等未并表进平安集团, 若考虑陆金所这些客户贡献的营收, 平安集团及其孵化出来的联合运营公司对一账通的营业收入贡献至少在 50% 以上。同时, 平安集团也是一账通最主要的技术支持, 客户获取和人力资源支持的提供商, 一账通 2017-2019Q3 从平安集团采购的支出占总支出费用的比重为 23.9%, 27.6% 和 15%。在投资和财务领域上, 一账通和平安集团的交易往来频繁, 包括为平安集团发放委托贷款, 从平安集团购买理财产品和获取贷款, 租赁设备等。
- **累计亏损近 34 亿元, 费用支出以业务拓展, 无形资产摊销和薪酬为主。**2018 年和 2019Q3 金融一账通的营业收入为 14.13 亿元和 15.54 亿元, 增速 142.9% 和 72.3%。成本支出分为两部分, 一部分是和营业收入相关的成本, 主要是技术服务支出, 业务拓展支出, 外包人工支出和无形资产摊销, 另一部分支出是营运相关支出。截止 2019 年 Q3 累计亏损 33.84 亿元, 且未有缩小的态势。同时一账通归母公司权益总额 29.2 亿元, 较年初 37.2 亿元缩小 8 亿元, 变动主要来自于当期亏损和母公司与当前股权持有者的交易。
- **一账通对标三类标的, 其上市对平安股价影响较为有限。**一账通主要对标三类机构: 隶属于金融机构的 it 服务公司 (CIB Fintech), 传统的 IT 公司 (恒生电子, 神州数码) 和互联网公司 (BATJ); 根据其对标公司的营收和市值, 我们判断一账通的估值可能在 30-60 亿美元, 对平安整体股价影响有限。我们采用分部估值法来测算平安 12 个月的股价表现, 其中寿险采取内含价值估值法, 银行采取市值法, 财险, 证券和信托对标行业, 采取

市净率估值法，汽车之家，众安在线和平安好医生这3家已经上市的科技类企业采取市值法，一账通这里采用情景估计法，即假设整体估值40亿美元，其他未上市的科技业务如医保科技，陆金所等企业采用一倍净资产估值，最后可得平安12个月合理每股股价约为98.47元。

- **投资建议：**一账通开启上市进程代表着平安“金融+科技”生态的进一步深化，但暂时对平安集团的股价影响较为有限。从对集团的营收贡献和市场格局来看，寿险业务的表现仍是平安股价最重要的影响因素，我们认为平安集团的优势不在于某个人的能力，而是其集团以业绩和目标为导向的文案化，因此近期的首席保险官离职事件长期影响很小，关键在于平安寿险当前的战略由传统的人力发展转型至数据化经营的科技导向能否走通。当前平安股价对应的19和20年内含价值估值分别为1.31倍和1.12倍，维持买入评级。
- **风险提示事件：**权益市场大幅度下降，长期无风险收益率持续大幅度下行，新单保费增速不如预期，过分注重科技而忽略代理人传统的训练。

内容目录

一账通定位为金融全产业链科技服务平台，营收和客户的交易量挂钩.....	- 4 -
一账通赋能客户创收，提高效率和风险管控等五大领域.....	- 4 -
一账通当前有 12 个主要解决方案.....	- 5 -
一账通使用“采取-深化-融合”的营收模式，以交易量为基础收费.....	- 5 -
一账通的股权结构安排延续平安金融科技一贯特征，营收高度依赖平安集团....	- 7 -
一账通的股权结构安排体现了平安高管利益.....	- 7 -
当前营业收入非常依赖平安集团.....	- 8 -
累计亏损近 34 亿元，费用支出以业务拓展，无形资产摊销和薪酬为主.....	- 9 -
一账通对标三类标的，其上市对平安股价影响较为有限.....	- 10 -
投资建议：重点关注寿险由人力发展向数据化经营的战略导向.....	- 12 -
风险提示：.....	- 12 -

一账通定位为金融全产业链科技服务平台，营收和客户的交易量挂钩

金融一账通 (one connect) 于 2019 年 11 月 13 日正式向美国证券交易委员会 (SEC) 递交招股说明书，计划以 ADS (美国存托凭证) 的形式募资并上市。

金融一账通对外注册成立立于 2015 年 12 月，之前在平安内部承载投融资平台和科技孵化两大职能。当前金融一账通将自己定位为“中国唯一的金融全产业链科技服务云平台”，涵盖全行业 (银行，保险，投资)，全覆盖 (大，中，小金融机构)，全客群 (C 端，B 端，F 端，G 端)，全场景 (金融，生活，经营)，全流程 (前，中，后台)，全产品 (营销，产品，风控，运营)，全系统 (业务，运营，管理，核心) 和全技术 (人工智能，区块链，云计算)。

一账通赋能客户创收，提高效率和风险管控等五大领域

金融一账通主要通过以下 5 个方面给客户创造价值：

1) 创造更多收入。金融一账通使得客户能够拓展新的市场，比如进入到用传统模式很难奏效的中小企业客户的市场。Oliver Wyman 推测 2018 年中国有 53.3% 的中小企业，合计 78.5 万亿人民币的银行融资需求未得到满足。金融一账通使用区块链技术连接供应链，政府机构和第三方服务商，通过互动关联和数据分析使得中小企业的信誉度变得可靠，增加银行服务此类企业的概率；

2) 提高销售效率。一账通能提供 SAT (social, app, telephone) 工具帮助金融机构销售人员通过社交，现场访问，人工智能辅助的电话和文本为客户随时随地的服务，从而完成销售。截至 2018 年 12 月 31 日，全国有 240 多万金融机构销售队伍是 SAT 用户。

3) 管理风险。零售风险管理模块为金融机构提供了反欺诈、信用分析，决策、贷款后监控以及信用管理系统等工具。该解决方案整合了平安集团丰富的消费贷款经验，以及多种算法和模型。截至 2019 年 9 月 30 日，自成立以来已经提供了 1.067 亿次反欺诈检查和 40 亿次信用风险评估。

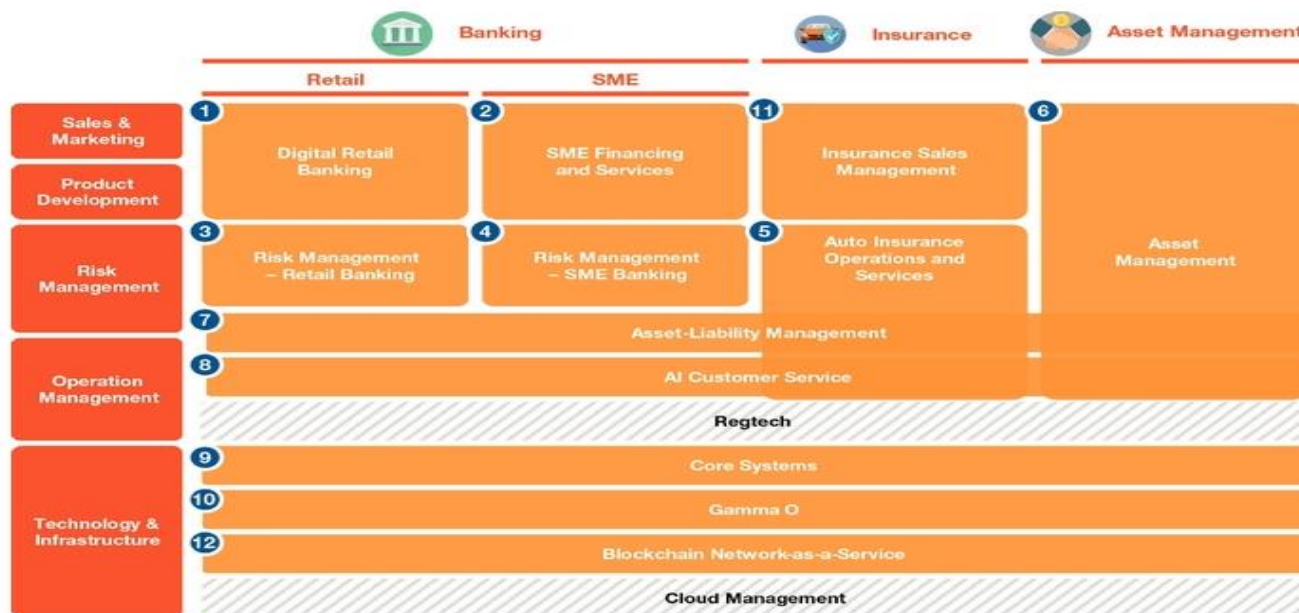
4) 提高服务质量。客户可以直接使用一账通提供的方便和可靠的产品使。例如，根据 Oliver Wyman 的数据，当前中国保险公司共有 10 万名理赔员处理汽车理赔。一账通基于图像识别功能，允许保险公司远程检查汽车事故，识别潜在的欺诈和准确有效的确定损害金额。这些功能的实现得益于平安车险业务 30 年来积累的 11.4 万辆汽车类型和 3350 万个零部件的数据库。截至 2019 年 9 月 30 日的 9 个月里，使用该解决方案的客户平均每天处理约 1.3 万份汽车保险索赔。

5) 降低成本。一账通方案通过业务操作的自动化和数字化，减少人工操作，帮助客户降低成本优化效率。以客户服务为例，根据 Oliver Wyman 估计，中国五大银行将其员工总数的 34% 至 39% 用于客户服务。相比之下，在 2019 年 9 月，平安集团 76% 的客户服务案例是由聊天机器人回答的，它可以像人一样打电话和发短信。

一账通当前有 12 个主要解决方案

根据客户类型（银行，保险，资产管理）和方案领域（营销，产品，风控，运营，技术），一账通当前主要提供如图 1 所示的 12 种解决方案。

图 1：金融一账通当前提供的 12 种解决方案



来源：招股说明书，SEC，中泰证券研究所

以第一个解决方案“零售银行数字化转型”为例，一账通同时提供智能营销（快速完成新产品客户问答设置，高准确率的识别金融文本），智能产品（实时企业在线贴现，多层的企业穿透融资），智能风控（微表情识别，贷款情况信贷减损）和智能运营（节省电话客服次数）等多项功能；又以“资产负债管理”解决方案为例，它一共包含 4 个模块：预测和分析功能为主的 ALM 模块，FTP 资金转移定价模块，成本分摊模块和经济资本模块。

一账通使用“采取-深化-融合”的营收模式，以交易量为基础收费

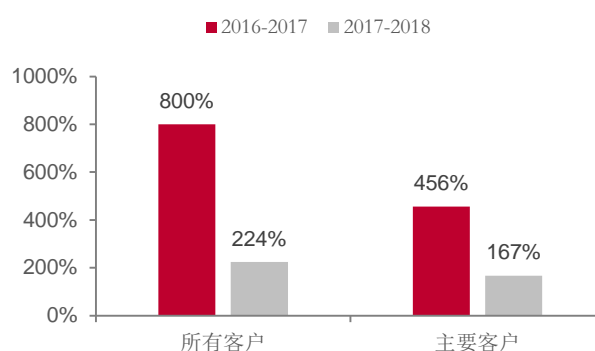
和一般金融服务提供商收取前端费用不同，一账通的营收模式更加侧重和客户的合作，使用“采取-深化-融合”的营收模式，根据交易数量（贷款生成、索赔处理、数据库查询和 API 调用）收取费用。

采用。一账通前期不收取或者只收取极少的费用来鼓励客户使用其产品。2018 年一账通有 221 家主要客户（年营收贡献大于等于 10 万元人民币）和 3272 家基础客户（营收贡献小于 10 万元人民币），较 2017 年同比分别增加 452.5% 和 25.2%；

深化。和平安集团看重每个客户同时开立多个子公司的账户一样，一账通关注每个客户对其产品使用数量频率的增加。2018 年一账通的主要客户客均购买产品数量为 3 件，较 2016 年的 1.7 件有所增长。一账通 2017-2018 年的总客户和主要客户的净扩张率（分母是某特定客户群在一年内的收入贡献，分子是同一客户群在下一年的贡献值）分别为 224% 和 167%。

图表 2: 一账通主要客户和基本客户数量: 个


来源: 招股说明书, SEC, 中泰证券研究所

图表 3: 一账通客户净扩张率: %


来源: 招股说明书, SEC, 中泰证券研究所

融合。当客户在一账通的平台上增加他们的业务数量时,一账通也就成为他们运营的组成部分,从而与平台深度融合。

2017年,2018年和2019年前9个月,一账通来自于交易和支持的收入占其营收的比例达到了91.3%,79.1%和78.4%,而在2019年前3季度交易支持的营收中,业务发展(business origination),风险管理(risk management)和运营支持(operation support)的占比分别为36.6%,17.5%和20.0%,相较于17年显著的均衡化。

图 4: 金融一账通营收主要来自于交易支持业务: %

营业收入占比	2017年占比	2018年占比	2018Q3占比	2019Q3占比
实施收入	8.72%	20.94%	17.30%	21.61%
基于交易和支持的收入	91.28%	79.06%	82.70%	78.39%
业务发展服务	77.55%	39.26%	45.73%	36.61%
风险管理服务	0.01%	14.51%	14.09%	17.48%
运营支持服务	8.78%	21.90%	20.11%	20.04%
安装后支持服务	0.90%	1.94%	2.06%	2.28%
其他	4.04%	1.45%	0.70%	1.99%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

来源: 招股说明书, SEC, 中泰证券研究所

一账通的股权结构安排延续平安金融科技一贯特征，营收高度依赖平安集团

一账通的股权结构安排体现了平安高管利益

金融一账通在本次 IPO 之前有三个主要股东，主要持有人为平安集团，平安集团高管和金融一账通的董事会成员，是平安内部孵化出来的金融科技机构典型的股权结构安排，具体如下：

- 1) **持股比例达到 50% 的 Sen Rong Limited**，它又可以拆分成三个持股主体，分别是代表一账通董事会管理股票期权计划的 Xin Deng Heng Limited（持股占 Sen Rong Limited 比重为 13.2%）；由一账通高管李捷和许良持有，同时授予当前一账通第二大股东，即平安集团全资持有的 Bo Yu Limited 在本次 Ipo 结束后的 1-10 年后续购买这部分股权权利的 Yi Chuan Jin Limited（持股占 Sen Rong Limited 比重为 39.9%）；以及由平安集团高管王文君和窦文伟作为名义持股人，代表一个 5 人委员会行使股权权利的 Rong Chong Limited（持股占 Sen Rong Limited 比重为 47%）。由平安集团元老作为名义持有人入股是平安集团近年来在金融科技股权安排上的常用方式，王文君和窦文伟也是平安好医生股东“帮骐健”的名义持股人；
- 2) **持股比例为 39.8% 的 Bo Yu Limited**。该持股主体由平安集团 100% 实际控制，且如上文所述，在 Ipo 之后的 1-10 年间可以用约定的价格购买第一大股东持有的 13.2% 的一账通股份；
- 3) **持股比例为 6.1% 的 SBI StellarS 和其附属实体实益**，该持股实体由 2017 年成立的星瑞资本控制，穿透下去实际控制人是 Mr Mao Zhang。

图 5：金融一账通主要股东：%

主要持股人	持股比例	备注
Sen Rong Limited	50.00%	又拆分成三个持股主体（具体见下表）
Bo Yu Limited	39.80%	是平安集团的全资子公司
SBI StellarS and its affiliated entities	6.10%	由 2017 年成立的 StellarS Capital（星瑞投资）控制，星瑞又是由自然人 Mao Zhang 所控制

来源：招股说明书，SEC，中泰证券研究所

图 6：一账通第一大股东 Sen Rong Limited 具体股权结构：%

一级持股人	二级持股人	持股比例	备注
Sen Rong Limited	Xin Ding Heng Limited	13.20%	一账通董事会的股票期权计划管理人
	Yi Chuan Jin Limited	39.90%	由一账通的高管李捷和许良持有，且授予 Bo Yu 后续购买其股份的权利
	Rong Chang Limited	47%	由王文君和窦文伟作为名义持股人，代表一个 5 人委员会行使权力

来源：招股说明书，SEC，中泰证券研究所

当前营业收入非常依赖平安集团

作为平安集团孵化出来的金融科技公司，金融一账通的经营在各个方面都非常依赖平安集团。

以营业收入为例，虽然名义上 2017 年，2018 年和 2019 年前 3 季度一账通从平安集团获得的营业收入为 2.36 亿，3 亿和 6.77 亿元，占一账通总体营业收入的比重分别为 40.5%，37.3%和 43.56%，但由于陆金所等未并表进平安集团，若考虑陆金所这些客户贡献的营收，平安集团及其孵化出来的联合合营公司对一账通的营业收入贡献至少在 50%以上。

图7：一账通营业收入贡献按照客户分类：%

百万元	2017 年		2018 年		2018Q3		2019Q3	
	客户数量	客户营收	客户数量	客户营收	客户数量	客户营收	客户数量	客户营收
平安集团	N/A	235.7	N/A	527.6	N/A	300.7	N/A	677.3
主要客户	40	345.2	221	865.3				
基本客户	2614	1	3272	20.6	3131	601.8	3701	877.6
合计		581.9		1413.5		902.5		1554.9

来源：招股说明书，SEC，中泰证券研究所

同时，平安集团也是一账通最主要的技术支持，客户获取和人力资源支持的提供商，一账通 2017-2019Q3 从平安集团采购的支出占总支出费用的比重为 23.9%，27.6%和 15%。在投资和财务领域上，一账通和平安集团的交易往来频繁，包括为平安集团发放委托贷款，从平安集团购买理财产品和获取贷款，租赁设备等。

图8：一账通和平安集团的交易情况：%

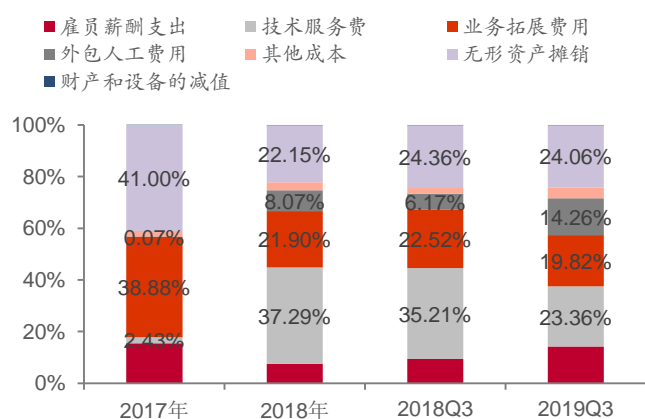
百万元	2017 年	2018 年	2019Q3
经营活动			
从平安集团获取的收入	235.7	527.6	677.3
收入占比	40.50%	37.33%	43.56%
从平安集团采购的支出	358.1	675.8	391.5
支出占比	23.90%	27.61%	14.98%
投资或者财务活动			
从平安集团购买理财产品获得的收益	22.6	102.6	36.1
向平安集团支付的租赁费用	46.8	41.2	13.4
从平安集团获取的贷款	1500	4196.3	2300
向平安集团支付的利息	79.5	139.5	64.5
向平安集团发放的委托贷款	200	15	15
从平安集团获得的委托贷款利息	2	0.1932	0.417
期末短期贷款余额和应付利息余额	1502.2	3072.8	1210.9
从平安集团获得存款利息	2	117.2	58.4
存放在平安集团的现金及等价物	758.4	4317.4	2238.8

来源：招股说明书，SEC，中泰证券研究所

累计亏损近 34 亿元，费用支出以业务拓展，无形资产摊销和薪酬为主

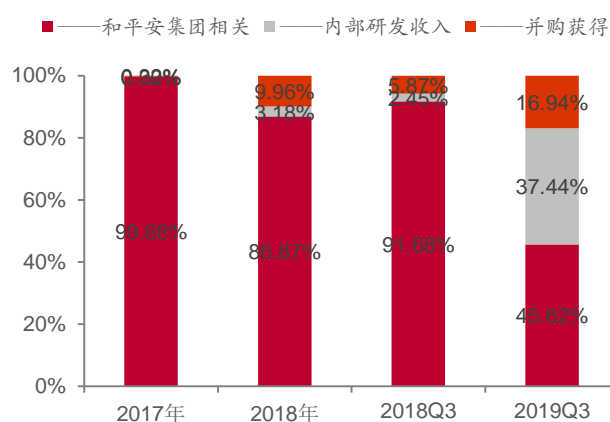
2018 年和 2019Q3 金融一账通的营业收入为 14.13 亿元和 15.54 亿元，增速分别达到 142.9%和 72.3%。成本支出分为两部分，一部分是和营业收入相关的成本，主要是技术服务支出，业务拓展支出，外包人工支出和无形资产摊销，这四部分占 2019Q3 营业相关支出的比重分别为 24.06%，19.82%，14.26%和 23.36%。无形资产摊销又包含了和平安集团相关的技术摊销，内部研发摊销，以及并购获取资产的摊销，分别占 2019Q3 无形资产摊销支出的 45.6%，37.4%和 16.9%。另一部分支出是营运相关支出，包括研发支出（云和 it 基础建设费用，研发人员薪酬和无形资产摊销，其中和平安集团相关的摊销已经于 2019 年 7 月全部计提完毕），营销费用（主要是营销职能员工的薪酬支出），行政费用等。

图表 9：和营业收入相关的支出分类占比：%



来源：招股说明书，SEC，中泰证券研究所

图表 10：无形资产摊销分类：%



来源：招股说明书，SEC，中泰证券研究所

2017，2018 年和 2019Q3 一账通归母亏损额分别达到了 6.07 亿元，11.95 亿元和 10.41 亿元，截止 2019 年 Q3 累计亏损 33.84 亿元，且未有缩小的态势。

截止 2019 年 Q3 末，一账通归母公司权益总额 29.2 亿元，较年初 37.2 亿元缩小 8 亿元，变动主要来自于：1) 2019 年前 3 季度综合损失 8.96 亿元（净亏损 10.41 亿元，以及外汇兑现收益 1.44 亿元）；2) 母公司和当前股权持有者的交易 0.97 亿元（包括发行普通股 0.88 亿元，股权相关支付 0.53 亿元，附有赎回责任负债的确定 0.44 亿元）。

2019 年 9 月末，一账通总资产规模约为 81.7 亿元，其中以现金，金融资产和合约资产为主的流动性资产 61.9 亿元，以财产设备，无形资产和联营企业投资为主的非流动资产 19.76 亿元。公司负债方面，以短期借款为主的流动性负债达到了 45.7 亿元，以交易性和其他应付款为主的非流动性负债为 5.03 亿元。

2017, 2018 和 2019Q3 一账通经营活动的现金净流出分别为 2.28 亿元，4.89 亿元和 14.73 亿元。

图 11：一账通合并利润表：千元

单位：千元	2017年	2018年	2018Q3	2019Q3
营业收入	581912	1413489	902503	1554923
营业收入相关的成本	-482539	-1024864	-662097	-1047910
毛收入	99373	388625	240406	507013
研发支出	-537226	-459181	-249605	-641498
营销市场支出	-208035	-441932	-217736	-472082
行政支出	-270275	-522019	-295637	-452250
其他收入支出	25860	-79860	-53076	-60828
营运亏损	-890303	-1114367	-575648	-1119645
利息收入	2128	129435	89015	91160
利息支出	-85711	-163442	-114404	-133132
利息净收入	-83583	-34007	-25389	-41972
合营联营企业收入	-2747	-15442	-13201	-12165
税前亏损	-976633	-1163816	-614238	-1173782
税收	369677	-26469	35266	124808
全年亏损	-606956	-1190285	-578972	-1048974
归母亏损	-606956	-1195712	-574756	-1041191
归少数股东亏损	0	5427	-4216	-7783

来源：招股说明书，SEC，中泰证券研究所

图 12：一账通合并简化资产负债表：千元

单位：千元	2017年	2018年	2019Q3
受限制现金	1100	3996238	3411366
现金及等价物	847767	565027	915156
公允价值计量的金融资产	863266	2540925	560971
流动资产总额	2064954	7858622	6193262
非流动资产总额	950586	1523987	1976990
资产总额	3015540	9382609	8170252
流动负债总额	2861482	5122390	4576537
非流动负债总额	188942	429131	503233
负债总额	3050424	5551521	5079770
股本	60	66	66
股票期权计划	-88280	-88280	-88280
其他储备	1200376	6151453	6393047
累计亏损	-1147040	-2342752	-3383943
归母公司权益	-34884	3720487	2920890
权益总额	-34884	3831088	3090482
负债及股东权益总额	3015540	9382609	8170252

来源：招股说明书，SEC，中泰证券研究所

一账通对标三类标的，其上市对平安股价影响较为有限

一账通在招股说明书中将主要竞争对手分成三类：

- 1) 隶属于金融机构的以金融解决方案为主营业务的公司，这类公司对金融服务行业的理解深刻，实际应用场景和处理监管要求的经验丰富，典型代表是兴业数字金融服务（CIB Fintech），金融一账通本身也属于这类企业；
- 2) 传统的 IT 公司，这类竞争者提供的产品偏标准化，但可能无法满足客户定制和即拿即用的需求，典型的代表是恒生电子，神州数码等
- 3) 互联网公司：这类竞争者依托于电商，社交等生态体系提供技术服务，期初他们通过为银行，保险等机构提供流量而进入到这个市场，现在他们开始收购金融牌照，同时建立以数据为营运基础的金融机构，典型的代表是阿里，腾讯，京东和百度。一账通和他们相比，优势在于对金融业务和监管的理解更深刻；

根据其对标公司的营收和市值，我们判断一账通的估值可能在 30-60 亿美元，对平安整体股价影响有限。

图 13：一账通对标标的：亿元

对标公司	说明	2018 年营业收入	当前市值	P/S TTM
恒生电子	金融交易的 IT 龙头	32.6	617	17.15
神州数码	to B 端 IT 分销龙头，云计算业务快速发展	818.6	111	
中科软	保险 IT 龙头，18 年保险整体解决方案市占率 37%	48.5	369	7.01
宇信科技	银行 IT 龙头	21.4	101	3.87
长亮科技	银行 IT 龙头	10.9	90	7.53

来源：wind，中泰证券研究所

我们采用分部估值法来测算平安 12 个月的股价表现，其中寿险采取内含价值估值法，银行采取市值法，财险，证券和信托对标行业采取市净率估值法，汽车之家，众安在线和平安好医生这 3 家已经上市的科技类企业采取市值法，一账通这里采用情景估计法，即假设整体估值 40 亿美元，其他未上市的科技业务如医保科技，陆金所等企业采用一倍净资产估值，最后可得平安 12 个月合理每股股价约为 98.47 元。

图 14：一账通对标标的：亿元

子版块	估值指标	估值倍数	19 年价值	估值说明
寿险业务	内含价值	1.4	1234775	预计 2020 年寿险内含价值为 8819 亿元
财险业务	市净法	1.2	116907	预计 2020 年财险净资产 947 亿元
银行业务	市值法	57.9%	177652	平安集团，平安人寿和其产品共持有平安银行 57.94% 的股份
证券业务	市净法	2	64054	预计 2020 年平安证券净资产 320 亿元
信托业务	市净率	1.5	32433	预计平安信托 2020 年净资产为 216 亿元
除证券，信托以外的资管业务	市净法	1	52225	预计 2020 年其他资管业务净资产为 522 亿元
汽车之家	市值法	52.78%	30790	市值法，平安持有汽车之家 52.78% 的股份
众安在线	市值法	10.20%	3611	市值法，平安持有众安在线 10.20% 的股份
平安好医生	市值法	39.27%	19887	市值法，安鑫（平安）持股 39.27%
一账通		39.80%	11144	市值法，假设一账通估值 40 亿美元，平安持有股份 39.8%

其他科技板块净资产	市净法	1	68600	除好医生,一账通之外的金融医疗科技净资产约为 686 亿元
抵消项		1	-12000	
合计			1800077	
每股价格			98.47	

来源: wind, 中泰证券研究所

投资建议: 重点关注寿险由人力发展向数据化经营的战略导向

一账通开启上市进程代表着平安“金融+科技”生态的进一步深化,但暂时对平安集团的股价影响较为有限,从对集团的营收贡献和市场格局来看,寿险业务的表现仍是平安股价最重要的影响因素。我们认为平安集团的优势不在于某个人的能力,而是其集团以业绩和目标为导向的文化,因此近期的首席保险官离职事件长期影响很小,关键在于平安寿险当前的战略由传统的人力发展转型至数据化经营的科技导向能否走通。当前股价对应的 19 和 20 年内含价值估值分别为 1.31 倍和 1.12 倍,维持买入评级。

风险提示:

权益市场大幅度下降,长期无风险收益率持续大幅度下行,新单保费增速不如预期,过度聚焦科技而忽略代理人本身的培训,寿险领导交替导致开门红进度受阻。

图表 15: 平安利润表预测: 百万元

人民币百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利润表					
营业收入	890882	976592	1121566	1244304	1417301
已赚保费	572786	677501	748815	835475	946407
银行业务利息净收入	74885	74745	83521	91812	105135
非保险业务手续费及佣金净收入	37808	37191	40550	43699	47957
投资收益	159190	134851	188080	180817	213054
其他业务收入	46138	53250	60600	92502	104748
营业支出	756124	813697	914327	992022	1095403
退保金	20519	21539	21852	23970	27051
赔款支出	159290	203639	227866	261328	298720
提取保险责任准备金	220034	190991	228847	216674	217868
保单红利支出	13129	16445	18816	21816	25222
营业税金及附加	114559	130383	128790	146636	170375
手续费及佣金支出	114559	130383	128790	146636	170375
业务及管理费用	139777	147868	170130	189299	211707
资产减值损失	48786	53814	51576	52577	53647
利润总额	134758	162895	207239	252283	321899
净利润	99978	120452	180298	214440	270395
减：少数股东权益	10890	13048	19531	23229	29291
所属公司股东净利润	89088	107404	160767	191211	241104

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 16: 平安资产负债表预测: 百万元

人民币百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资产					
资产	6493075	7142960	7142960	7562398	7997431
货币资金	568399	474059	519833	586641	666330
定期存款	154077	172033	199936	232794	268681
金融投资	2160116	3433625	3838767	4562763	5373626
长期股权投资		154895	199936	242106	300923
发放贷款及垫款		1929842	2079332	2421058	2794285
其他资产	3415734	978506	1159628	1266400	1343406
负债					
负债	5905158	6459317	7178385	8316677	9527782
准备金负债	1391548	1605411	1830604	2068154	2304249
应付保单红利	45622	52591	60978	68856	80360
保户储金及投资款	548846	622915	710292	802464	921700
其他负债	3919142	4178400	4576511	5377202	6221473
股本					
股本	18280	18280	18280	18280	18280

资本公积	120934	131148	127027	127027	127027
库存股	0	0	-5000	-5000	-5000
其他综合收益	40146	4940	3440	3440	3440
盈余公积	12164	12164	12164	12164	12164
一般风险准备	44964	55794	63832	82953	107064
未分配利润	236863	334182	446987	571168	729713
归属于母公司股东权益	473351	556508	666730	810033	992688
少数股东权益	114566	127135	152315	185053	226781

来源：公司公告，中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。