

证券研究报告—深度报告

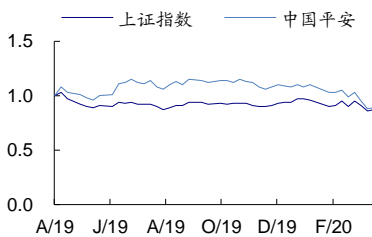
金融

非银行金融

中国平安(601318)
买入

合理估值: 90 元 昨收盘: 69.32 元 (维持评级)

2020年04月02日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	18,280/18,280
总市值/流通(百万元)	1,267,186/750,920
上证综指/深圳成指	2,735/9,952
12个月最高/最低(元)	92.50/66.00

相关研究报告:

《中国平安-601318-2019 年年报点评: 寿险稳健提质, 资管主动优化》——2020-02-21
 《中国平安-601318-2019 年三季度业绩点评: 业绩稳定增长, 规模积极扩张》——2019-10-25
 《中国平安-601318-2019 年中期业绩点评: 竞争实力维持, 压力略显》——2019-08-16
 《中国平安-601318-重大事件快评: 成熟型寿险企业的典范》——2019-03-15

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002

证券分析师: 李锦儿

电话: 021-60933164
 E-MAIL: lijiner@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

“金融+科技”引领者

● 主要结论与内容

区别于同行, 公司核心竞争优势在于广泛的客户基础、强大的销售渠道、创新科技的应用。寿险业务质量国内领先, 寿险改革推动价值增长。科技赋能金融, 构筑新的护城河, 长期增长可期。

● 核心优势: 治理先进、战略明晰、集团协同

公司核心竞争力来源于其先进的公司治理模式, 分散的股权为管理层提供发挥空间、采取联席 CEO 制度决策模式、构建股权激励机制等, 为保险业务保驾护航, 同时引领金融科技创新。互联网用户潜力巨大, 精细化客户经营创造协同效应。分红与营运利润相关, 分红确定性高。

● 寿险业务品质领先, 改革坚定推进

(1) 对代理人销售渠道一贯重视, 强化重点从规模建设逐渐转移到效率建设, 且运用科技、优才计划升级代理人队伍, 整体新业务价值率和代理人产能呈现上升趋势; (2) 近年来 NBV 快速增长, 价值创造能力已经明显提速, ROEV 高于同业, 且在未来几年可持续; (3) 具备超强利润储备, 保证利润持续稳健增长。2019 年平安寿险剩余边际余额为 9184.16 亿元, 较期初增长 16.8%, 过去 5 年复合增速为 29.1%; (4) 传统分红万能均衡发展, 利率风险敞口低于同业。

● 科技赋能金融, 构筑金融科技护城河

通过科技全面赋能金融主业, 降低经营成本, 加强风险管控, 提高客户转换率与客均利润。2019 年五大生态圈贡献新增客户 40.1%, 生态圈的构建更好地推动了客户迁徙。整体板块已经进入盈利周期, 虽然盈利占比低, 但客户指标、业务指标快速提升, 未来发展潜力巨大。

● 投资建议

公司受疫情影响及无风险利率下行影响最小, 体现出竞争实力。估值处于历史底部, 与逐渐改善的基本面形成背离, 维持“买入”评级。

● 风险提示

疫情持续超预期; 代理人渠道实力下降; 长端利率大幅下滑。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	976,832	1,168,867	1,325,612	1,474,478	1,625,612
(+/-%)	9.65%	19.66%	13.41%	11.23%	10.25%
净利润(百万元)	107,404	149,407	149,859	176,226	206,081
(+/-%)	20.56%	39.11%	0.30%	17.59%	16.94%
摊薄每股收益(元)	5.88	8.17	8.19	9.64	11.27
每股内含价值	54.84	65.68	76.57	89.43	104.84
(+/-%)	21.50%	19.80%	16.60%	16.80%	17.20%
PEV	1.26	1.05	0.90	0.77	0.66

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

当前股价对应 2020 年 P/EV 为 0.90 倍，股价充分反应了长端利率持续下行的悲观预期。在悲观假设下，我们假设投资收益率下降 100bp，仍维持 11% 贴现率假设，集团内含价值下降 8.44%。目前股价对调整后 2020EV 估值为 1.0 倍，仍处于历史低位。

参考到中国平安目前寿险及健康险业务表现持续优异，承保业务的盈利效率持续提升，对应利率风险敞口的敏感性进一步下降，个险代理人的质量稳定且上升空间大，我们认为中国平安 P/EV 仍然处于显著低估的区间，未来上升空间仍然很大。采用分部估值法，给予平安寿险 1.2 倍-1.4 倍 P/EV 估值，对应目标价 90-99 元，我们继续维持“买入”评级。

核心假设与逻辑

(1) 寿险 NBV 假设：考虑到新冠疫情影响，保守假设 2020 年 NBV 零增长，预计 2020 年 EV 同比增长 15%；(2) 产险业务：平安产险保费收入增速领先行业、综合成本率行业低位、ROE 领先，预计 2020 年 ROE 均可维持在 15% 或以上；(3) 证券业务：预计平安证券 2020 年 ROE 维持 8%；(4) 信托业务：预计 2020 年信托业务净利润增速为 10%。

与市场预期的差异之处

市场对于中国平安成长性有所担忧。虽然中国平安寿险、产险、科技类业务居行业前列，总资产超过 8 万亿元，但成长性不亚于中小公司，过去 5 年 ROE 复合增速 20.1%。引用营运利润后，剔除投资收益波动影响，增长更为稳定，分红与营运利润相关，分红确定性高。

公司综合金融模式区别于其他单一的金融公司，利润增长相对更加平稳。此外，财产险、资产管理板块持续贡献利润，集团整体利润来源多元化。营运利润增长稳定，与稳定的分红需求有内在一致性。

股价变化的催化因素

(1) 代理人渠道的经营能力大幅提升，在价值层面实现了持续扩张；(2) 疫情事件的严峻性逐渐下降；(3) 长期债券持续大规模发行。

核心假设或逻辑的主要风险

(1) 全球疫情的持续时间及影响力超出预期；(2) 代理人渠道的运营实力下降；(3) 长端利率大幅下滑带来的再投资风险以及压制估值提升。

内容目录

估值与投资建议.....	5
合理估值 90-99 元.....	5
投资建议.....	6
完成金融版图构建，发展战略明晰.....	6
“金融+科技”双轮驱动战略.....	7
利润来源多元化，营运利润增长稳定.....	7
交叉渗透程度稳步提升.....	8
寿险业务质量持续领先.....	9
个险代理人销售渠道继续巩固.....	9
稳定的 NBV 增长带来高 ROEV.....	12
剩余边际为利润提供安全边际.....	13
利率风险敞口较小.....	14
构筑金融科技护城河.....	15
科技全面赋能金融主业.....	16
科技板块开始贡献利润与价值.....	16
盈利预测.....	18
风险提示.....	20
附表：财务预测与估值.....	21
国信证券投资评级.....	22
分析师承诺.....	22
风险提示.....	22
证券投资咨询业务的说明.....	22

图表目录

图 1: 中国平安历年 P/EV 估值	6
图 2: 中国平安商业模式	7
图 3: 公司营运利润来源	8
图 4: 互联网用户潜力巨大	9
图 5: 持有多家子公司合同的客户数	9
图 6: 公司个人客户数量	9
图 7: 寿险行业龙头历年的市场份额	10
图 8: 上市保险公司代理人规模	10
图 9: 平安寿险代理人规模	10
图 10: 平安寿险个险渠道 NBV 及其占比	11
图 11: 平安寿险代理人月均收入	11
图 12: 科技赋能助力寿险业务发展	11
图 13: 代理人人均 NBV 贡献	12
图 14: 代理人件均保费	12
图 15: 寿险及健康险内含价值	12
图 16: 寿险及健康险内含价值营运回报率	12
图 17: 平安寿险剩余边际摊销	13
图 18: 平安寿险剩余边际余额	13
图 19: 分红险、万能险利率敏感性低	14
图 20: 投资收益率上升 50BP 敏感性测算	14
图 21: 公司各险种规模保费占比	15
图 22: 科技公司孵化的四个阶段	15
图 23: 科技业务营运利润占比	15
图 24: 科技降本提效、强化风控	16
图 25: 陆金所用户数量	17
图 26: 陆金所交易规模	17
图 27: 金融壹账通合作银行、保险机构数量	17
图 28: 平安好医生营业收入及同比增速	18
图 29: 平安好医生注册用户数量	18
图 30: 历年投资收益率与年均 10 年期国债收益率	19
表 1: 科技板块估值	5
表 2: 中国平安分部估值	6
表 3: 各寿险集团新业务价值增速	13
表 4: 寿险及健康险营运利润主要源于剩余边际摊销	13
表 5: 投资回报率下降 50 个基点对寿险业务价值的影响	14
表 6: 上市险企内含价值增速	18
表 7: 投资收益率减少 50 个基点敏感性分析	19
表 8: 平安寿险 EV 增长拆分	20

中国平安战略定位“国际领先的科技型个人金融生活服务集团”，全方位推动客户迁徙。区别于其他保险公司，我们认为，其核心竞争优势在于广泛的客户基础、强大的销售渠道、创新科技的应用。寿险业务负债端优势强，凭借代理人渠道优势，新业务价值及新业务价值率稳健增长；科技赋能金融，打造综合生态圈，提高客户转换率与客均利润。营运利润稳定增长，为持续的分红提供基础。

估值与投资建议

受新冠疫情影响，我们保守假设 2020 年 NBV 零增长。对平安寿险、平安产险、平安银行、平安证券、平安信托以及科技板块进行分部估值，给予平安寿险 1.2-1.4 倍 P/EV 估值，结果显示合理股价 90-99 元。目前公司 P/EV 处于显著低估的区间，未来上升空间仍然很大，维持“买入”评级。

合理估值 90-99 元

采用分部估值法，对平安寿险、平安产险、平安银行、平安证券、平安信托以及科技板块进行估值。

- 平安寿险：受新冠疫情影响，我们保守假设 2020 年 NBV 零增长，预计平安寿险 2020 年 EV 同比增长 15%。考虑到平安寿险的龙头优势以及目前低利率环境下的担忧，给予 1.2-1.4 倍 PEV 估值。
- 平安产险：平安产险保费收入增速领先行业、综合成本率行业低位、ROE 领先，预计 2020 年 ROE 均可维持在 15%或以上，给予 1.5 倍 PB。
- 平安银行：基于谨慎性，以目前市场估值计算（2020 年 3 月 27 日）；
- 科技板块：参照陆金所控股、金融壹账通、平安好医生、平安医保科技、汽车之家的最新估值。

表 1：科技板块估值

	业务类型	融资情况	估值	持股比例	持股部分估值（人民币，亿元）
陆金所控股	综合性线上财富管理与个人借款科技平台	C 轮	394 亿美元	43.76%	1220
金融壹账通	商业科技云服务平台	上市	39 亿美元	44.30%	122
平安好医生	互联网医疗健康服务平台	上市	678 亿港元	39.27%	243
平安医保科技	为医保、商保及医疗服务提供方提供一揽子智能化赋能方案	首次融资	88 亿美元	44.33%	276
汽车之家	汽车互联网服务平台	上市	75 亿美元	52.78%	280
合计					2141

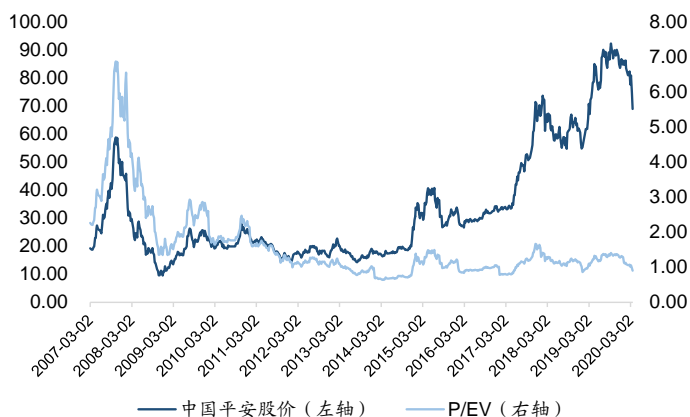
资料来源:Wind、公司 2019 年年报，国信证券经济研究所整理

表 2: 中国平安分部估值

	2018	2019	增速-2019	增速-2020E	业绩-2020E	估值方法	对应估值倍数	持股比例	市值-2020
寿险业务-EV	613,224	757,490	23.5%	15.0%	871,114	P/EV	1.2	99.51%	1,040,214
财险业务-净资产	77,014	92,548	20.2%	15.0%	106,430	P/B	1.5	99.51%	158,863
证券业务-净资产	27,976	30,256	8.1%	8.0%	32,676	P/B	1.8	96.62%	56,830
信托业务-净利润	3,008	2,595	-13.7%	10.0%	2,855	P/E	15.0	99.88%	42,766
银行业务-目前市值					255,188	目前市值		49.56%	126,471
科技板块-目前估值					214,085	目前估值			214,085
合计									1,639,229

资料来源: Wind、公司 2019 年年报, 国信证券经济研究所预测 (单位: 百万元)

寿险、财险、证券、信托分别按照 P/EV、P/B、P/B 和 P/E 进行估值。估算结果显示, 中国平安可参考市值在 1.64 万亿元左右。应用分部估值法得到目标价 90 元, 对应到总体大约是 1.2 倍 P/EV。以上估值是基于给予平安寿险 1.2 倍 P/EV 估值, 考虑到平安寿险的龙头优势, 若给予 1.4 倍 PEV 估值, 对应目标价为 99 元, 对应到总体大约是 1.3 倍 P/EV。

图 1: 中国平安历年 P/EV 估值


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

参考到中国平安目前寿险及健康险业务表现持续优异, 承保业务的盈利效率持续提升, 对应利率风险敞口的敏感性进一步下降, 个险代理人的质量稳定且上升空间大, 再对标到友邦保险目前 1.9 倍的 P/EV, 我们认为中国平安该业务板块的 P/EV 仍然处于显著低估的区间, 未来上升空间仍然很大。我们继续维持“买入”评级。

完成金融版图构建, 发展战略明晰

中国平安战略定位清晰, 以保险为核心的综合金融, 打造了其不同于同业的优势。核心竞争力来源于其先进的公司治理模式, 分散的股权为管理层提供发挥空间、采取联席 CEO 制度决策模式、构建股权激励机制等, 为保险业务保驾护航

航，同时引领金融科技创新。

虽然中国平安寿险、产险、科技类业务居行业前列，总资产超过 8 万亿元，但成长性不亚于中小公司，过去 5 年 ROE 复合增速 20.1%。引用营运利润后，剔除投资收益波动影响，增长更为稳定，分红与营运利润相关，分红确定性高。

“金融+科技”双轮驱动战略

中国平安致力于成为国际领先的科技型个人金融生活服务集团。公司坚持“金融+科技”双轮驱动战略，在确保金融主业稳健增长的基础上，紧密围绕主业转型升级需求，持续加大科技投入，不断增强“金融+生态”赋能的水平与成效，支撑“金融服务、医疗健康、汽车服务、房产服务、智慧城市”五大生态圈建设。通过“一个客户、多种产品、一站式服务”的综合金融经营模式，公司为 2 亿个人客户和 5.16 亿互联网用户提供金融生活产品及服务。

图 2：中国平安商业模式



资料来源:中国平安 2019 年业绩发布会 PPT, 国信证券经济研究所整理

平安集团旗下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、平安资产管理等，涵盖金融业各个领域，已发展成为中国少数能为客户同时提供保险、银行及投资等全方位金融产品和服务的金融企业之一。此外，中国平安还积极开拓包括陆金所、平安好医生、金融壹账通、平安好房、壹钱包等在内的金融科技业务，并在规模与用户数方面显著增长。

利润来源多元化，营运利润增长稳定

公司在 2017 年中报中首次引用营运利润。由于寿险及健康险业务的大部分业务为长期业务，营运利润以财务报表净利润为基准，剔除短期波动性较大的损益表项目（包括投资波动与折现率变动影响）和不属于日常营运收支的一次性重大项目，能更好地评估经营业绩表现。

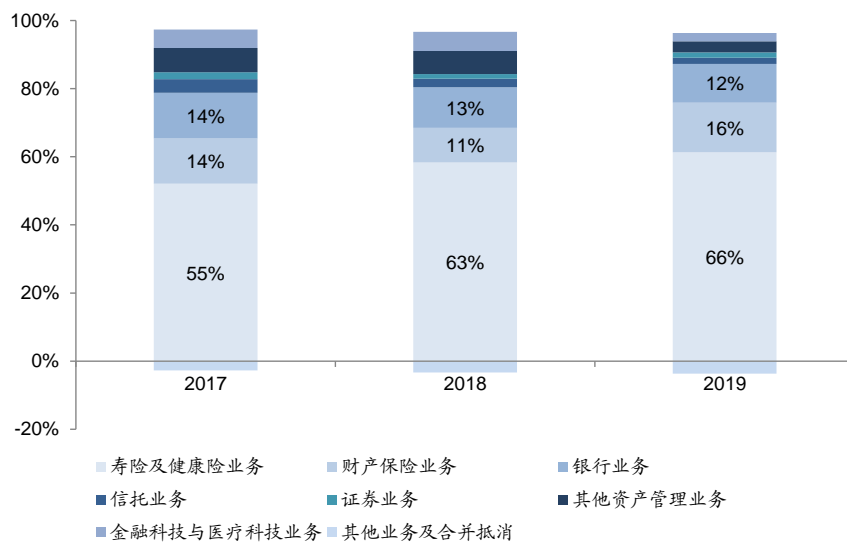
投资波动和折现率变动主要影响寿险及健康险业务。(1)对于投资波动的影响，由于长期投资收益率假设为 5%，实际投资收益率波动将影响会计报表变动；此外，IFRS9 下，更多金融资产将计入“以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产”科目，投资收益波动加大。剔除短期投资波动后，寿险及健康险业务投资回报率锁定为 5%。(2)对于折现率变动的影响，由于责任准备金的提取是依据 750 日移动平均国债收益率曲线贴现，利率变动对当年利润影响较大。

公司分红将与营运利润挂钩，多元化的利润来源为持续的分红提供基础。过去

公司分红更多地与净利润相关，引用营运利润后，分红将与营运利润挂钩。由于 IFRS9 下投资收益波动将对净利润有较大影响，而分红与营运利润相关后，公司分红政策更为稳定。从营运利润来源来看，近两年，寿险营运利润来源占比为 50%-60%，公司综合金融模式区别于其他单一的金融公司，利润增长相对更加平稳。此外，财产险、资产管理板块持续贡献利润，集团整体利润来源多元化。营运利润增长稳定，与稳定的分红需求有内在一致性。

2019 年，公司归母净利润为 1494.07 亿元，同比增长 39.1%；归母营运利润为 1329.55 亿元，同比增长 18.1%。公司寿险及健康险、财产险、银行、信托、证券、其他资产管理、科技业务营运利润占比分别为 66.2%、15.7%、12.3%、2.0%、1.7%、3.5%、2.6%。

图 3：公司营运利润来源



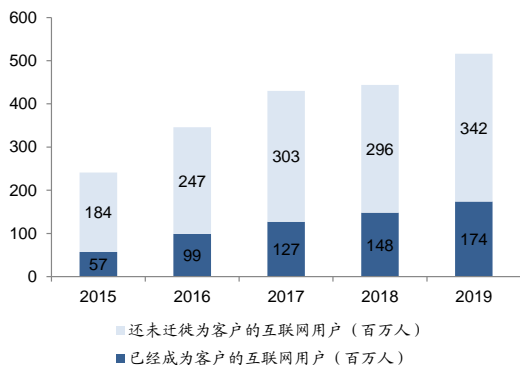
资料来源:公司历年年报, 国信证券经济研究所整理

交叉渗透程度稳步提升

5.16 亿互联网用户潜力巨大。平安聚集“一站式服务”，不断完善在线体验，打造更贴近用户的服务场景。截至 2019 年末，互联网用户量 5.16 亿，较年初增长 16.2%，APP 用户量 4.70 亿，较年初增长 17.8%，平均每个互联网用户使用平安 1.91 项在线服务。平安持续推动个人客户与用户之间的迁徙转化，通过互联网平台提升客户的服务体验。

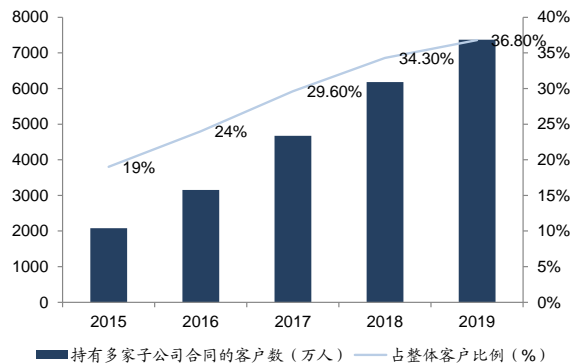
客户增加的同时，持有多家子公司合同的客户数占比持续增加。随着平安综合金融战略的深化，客户交叉渗透程度不断提高，客均合同数稳步增加，客户价值逐年提升。截至 2019 年末，个人客户中有 7371 万人同时持有多家子公司的合同，在整体客户中占比 36.8%，占比较年初提升 2.5 个百分点。集团客均合同 2.64 个，较年初 3.9%。2019 年集团个人业务实现客均营运利润 612.54 元，同比增长 13.0%。

图 4: 互联网用户潜力巨大



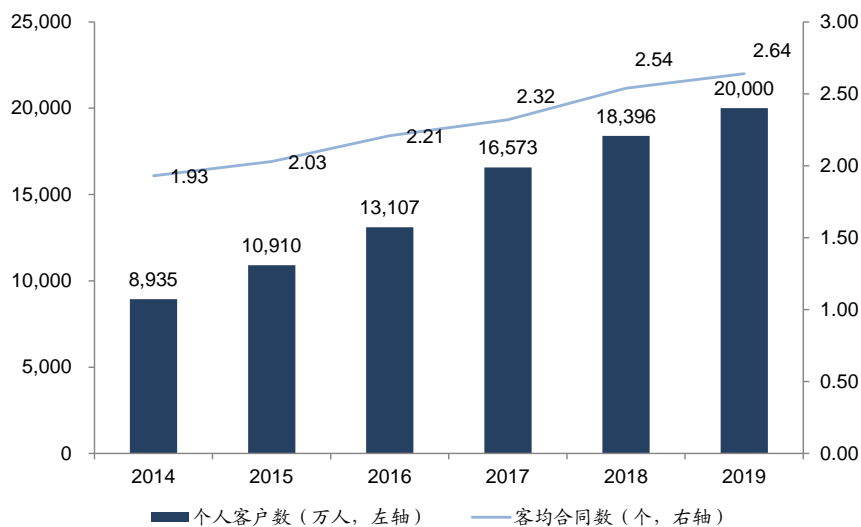
资料来源: 公司历年年报, 国信证券经济研究所整理

图 5: 持有多家子公司合同的客户数



资料来源: 公司历年年报, 国信证券经济研究所整理

图 6: 公司个人客户数量



资料来源: 公司历年年报, 国信证券经济研究所整理

寿险业务质量持续领先

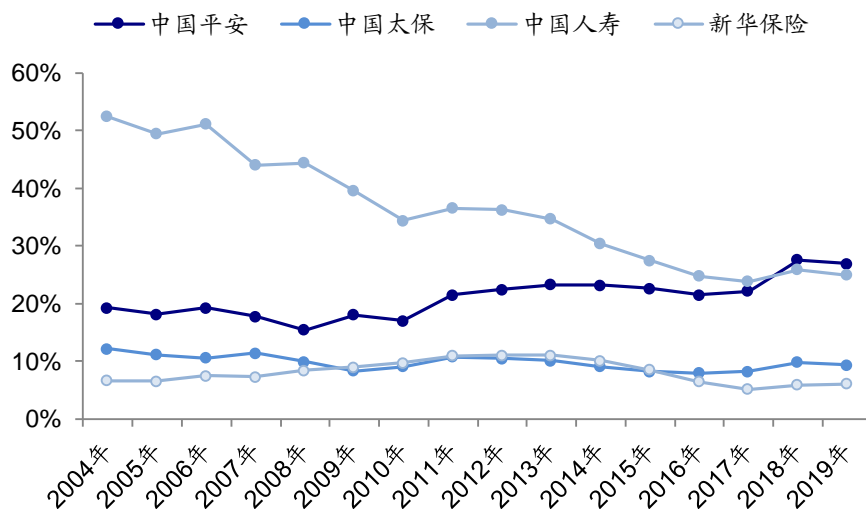
平安寿险业务归母营运利润占比为 66.2%，但归母净资产只占集团归母净资产 6732 亿元的 36.6%。营运 ROE 为 40.5%，远高于其他业务，可见寿险业务的投资价值。

平安寿险优势突出，主要表现为：（1）对代理人销售渠道的一贯重视，强化重点从规模建设逐渐转移到效率建设，且运用科技、优才计划升级代理人队伍，整体新业务价值率和代理人产能呈现上升趋势；（2）近年来 NBV 快速增长，价值创造能力已经明显提速，ROEV 高于同业，且在未来几年都是可持续的；（3）具备超强利润储备，保证利润持续稳健增长。存量保单利润释放体现为“剩余边际”科目，2019 年末平安寿险剩余边际余额为 9184.16 亿元，较期初增长 16.8%，过去 5 年复合增速为 29.1%；（4）传统分红万能均衡发展，利率风险敞口低于同业。

个险代理人销售渠道继续巩固

寿险具备明显的集中于龙头的行业格局，我们认为该特征使得龙头公司处于强者恒强的优势地位，可视为长期护城河。2019年，寿险行业的保费收入达到2.27万亿元，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险保费收入分别为6116、5684、2124、1381亿元，其市场份额分别是25%、27%、9%、6%，合计达到67%。

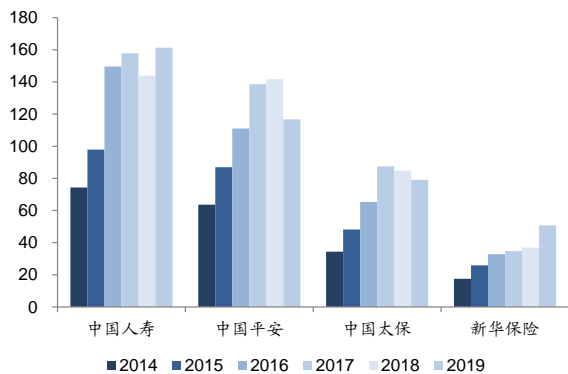
图 7：寿险行业龙头历年的市场份额



资料来源：Wind、银保监会，国信证券经济研究所整理

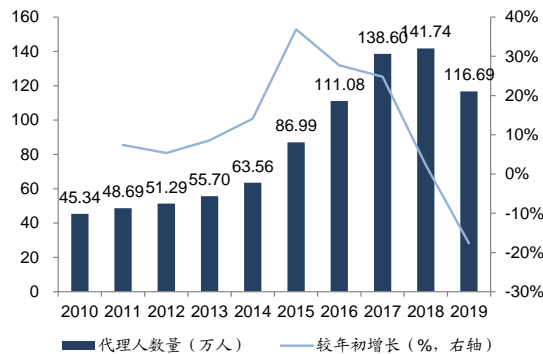
代理人粗放式增长时代已过，量质提升是重要抓手。考虑到寿险产品的“隐性需求”特征，代理人相比于产品而言，对险企业经营具备更强的决定力，这也是为什么寿险公司转型都从转换渠道开始的根本原因。2014-2018年，代理人数量高速增长对个险新单、新业务价值起了重要的拉动作用。但目前，代理人高速增长红利期已逝，代理人改革是重要抓手。从公司NBV结构来看，代理人渠道NBV占比90%以上，2019年占比为90.4%。2019年末，公司代理人规模为117万，较年初下降17.7%。2019年公司坚定推进寿险改革，通过优才计划升级队伍。主动淘汰低端产能，聚焦高价值，人均产能有望进一步提升。

图 8：上市保险公司代理人规模



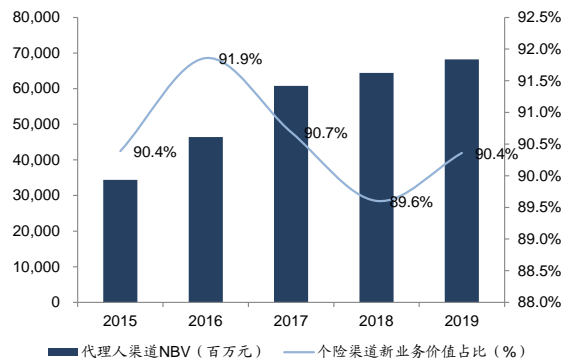
资料来源：各上市公司历年年报，国信证券经济研究所整理（单位：万人）

图 9：平安寿险代理人规模



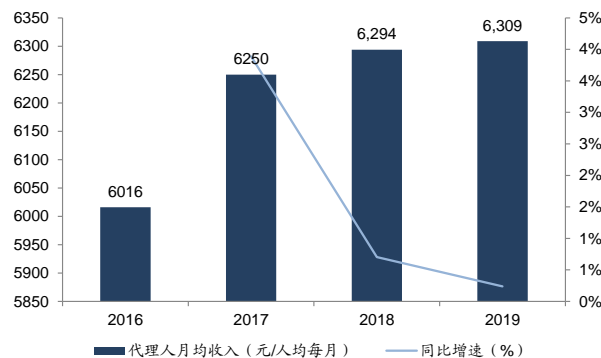
资料来源：公司历年年报，国信证券经济研究所整理

图 10: 平安寿险个险渠道 NBV 及其占比



资料来源: 公司历年年报, 国信证券经济研究所整理

图 11: 平安寿险代理人月均收入



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

寿险改革积极推进, 科技赋能, 驱动后续保费稳健增长。公司坚持有质量的人力发展, 进一步强化科技转型力度, 重点提升代理人素质。公司借助人工智能技术等加强代理人甄选、严格执行考核清算退机制, 夯实代理人渠道基础管理; 将科技与增员、培训、客户开拓等环节深度结合, 赋能代理人队伍发展; 同时升级代理人基本管理办法, 进一步吸引高素质人才加盟, 多途径推动代理人渠道高质量发展, 产能进一步提升。虽然代理人规模下滑, 但代理人产能及收入均有所提升。人均保单件数为 1.38 件, 同比提升 13.1%; 人均 NBV 同比提升 16.4%; 代理人收入为 6309 元/月, 同比提升 0.2%。

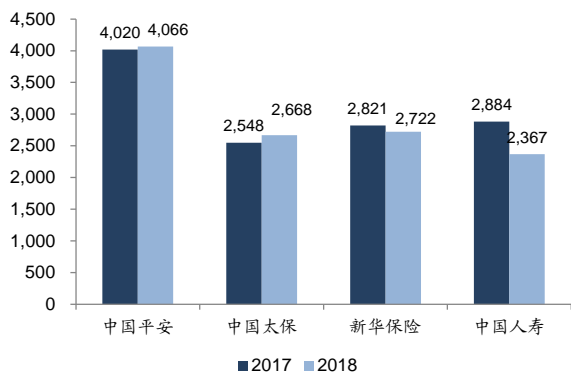
寿险业务与科技应用深度结合, 数据化经营水平持续提升。通过 AI 面谈官辅助完成代理人筛选工作, 截至 2019 年 12 月末, AI 面试覆盖率达 100%, 累计面试超 600 万人次, 减少人工面试时长 68 万小时。代理人专属职能个人助理 AskBob 上线以来累计服务 3.4 亿人次, 为每位代理人配备多种销售赋能工具, 助力代理人提高销售转化率, 带来代理人产能提升。

图 12: 科技赋能助力寿险业务发展



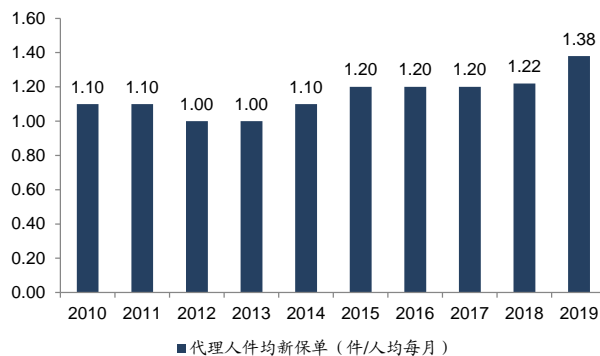
资料来源: 公司 2019 年业绩发布会 PPT, 国信证券经济研究所整理

图 13: 代理人人均 NBV 贡献



资料来源: 各上市公司历年年报, 国信证券经济研究所整理 (单位: 元/月)

图 14: 代理人人均保费



资料来源: 公司历年年报, 国信证券经济研究所整理

稳定的 NBV 增长带来高 ROEV

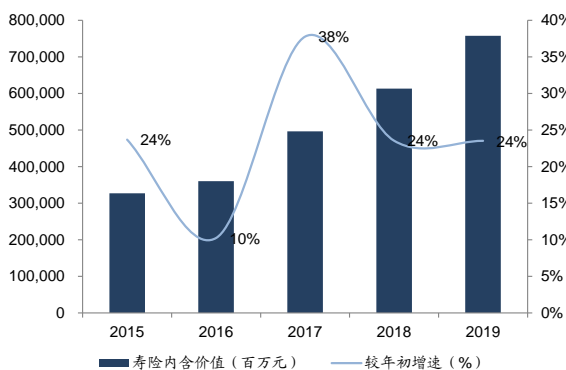
聚焦代理人发展能够有效提升产能, 产能提升驱动后续保费、NBV 稳定增长。寿险及健康险业务内含价值营运回报率 (ROEV) 指标剔除了短期波动影响, 不考虑投资偏差、市场价值调整等因素, 可反映相对稳定的内含价值增长。其公式为:

$$ROEV = \text{寿险及健康险业务内含价值营运利润} / \text{年初内含价值}$$

$$\text{寿险及健康险业务内含价值营运利润} = \text{年初内含价值的预计回报} + \text{新业务价值创造} + \text{寿险及健康险业务营运贡献}$$

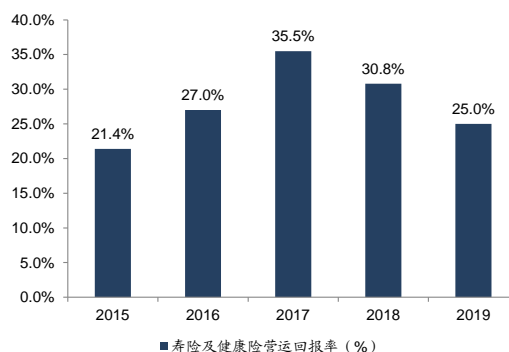
存量保单的价值会逐期作为利润转入股东权益, 从而被逐渐摊薄。寿险企业通过持续的签出新单, 以维持业务的充实度。2011-2019 年平安 NBV 复合增速为 22.9%, 优于同业。其较高的 NBV 增速带来高 ROEV。2019 年, 公司 ROEV 为 25.0%, 过去五年平均 ROEV 为 27.9%。

图 15: 寿险及健康险内含价值



资料来源: 公司历年年报, 国信证券经济研究所整理

图 16: 寿险及健康险内含价值营运回报率



资料来源: 公司历年年报, 国信证券经济研究所整理

表 3: 各寿险集团新业务价值增速

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
中国平安	-5%	14%	21%	40%	65%	33%	7%
中国太保	5%	6%	16%	38%	58%	40%	1%
中国人寿	3%	2%	9%	36%	56%	22%	-18%
新华保险	-4%	2%	16%	35%	58%	15%	1%
友邦保险	27%	25%	24%	19%	25%	28%	16%
中国太平	3%	37%	37%	39%	51%	50%	-3%

资料来源: 各上市公司历年年报, 国信证券经济研究所整理

剩余边际为利润提供安全边际

寿险及健康险营运利润主要源于剩余边际摊销。寿险及健康险税前营运利润=剩余边际摊销+净资产投资收益+息差收入+营运偏差及其他。其中, 净资产投资收益为净资产基于内含价值长期投资回报假设(5%)计算的投资收益; 息差收入为负债支持资产基于内含价值长期投资回报假设(5%)计算的投资收益高于准备金要求回报的部分。营运偏差则为营运经验优于假设部分。

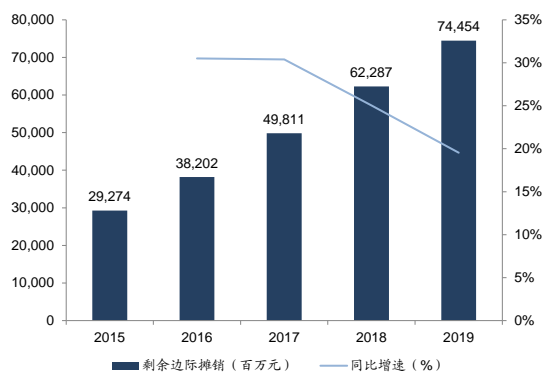
表 4: 寿险及健康险营运利润主要源于剩余边际摊销

	2017	2018	2019
净资产投资收益	7,357	8,959	11,738
息差收入	5,637	5,048	3,947
剩余边际摊销	49,811	62,287	74,454
营运偏差及其他	10,108	21,749	10,406
税前营运利润合计	72,912	98,043	100,545
所得税	-20,088	-26,698	-11,595
税后营运利润合计	52,824	71,345	88,950
归属于集团母公司营运利润	52,128	70,320	88,054

资料来源: 公司历年年报, 国信证券经济研究所整理(单位: 百万元)

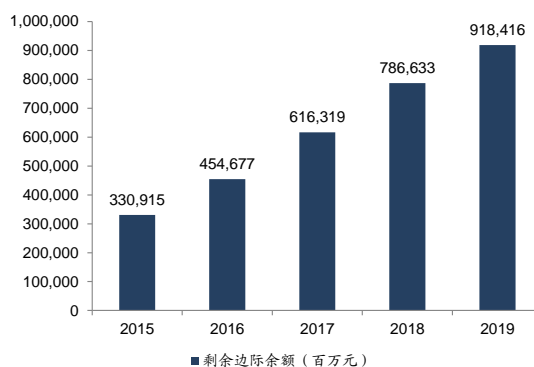
长期保障型业务的强劲增长促进剩余边际“池子”规模不断增长。截至 2019 年末, 平安寿险剩余边际余额为 9184.16 亿元, 较期初增长 16.8%, 主要源于长期保障型业务的强劲增长, 利润“池子”规模较大且不断增长, 为业绩提供安全边际。2019 年剩余边际摊销为 744.54 亿元, 同比增长 19.5%。剩余边际是公司未来利润的现值, 摊销模式在保单发单时刻锁定, 摊销稳定不受资本市场波动影响。近年, 剩余边际摊销规模同比增速较高, 在资本市场波动可控的情况下, 能保证利润的稳定快速增长。

图 17: 平安寿险剩余边际摊销



资料来源: 公司历年年报, 国信证券经济研究所整理

图 18: 平安寿险剩余边际余额



资料来源: 公司历年年报, 国信证券经济研究所整理

利率风险敞口较小

利率风险是寿险企业的首要风险。寿险企业风险可分为两类：一类是潜在的误差波动小，另一类是潜在的误差波动大。其中，前者包括死亡率、疾病率、意外发生率、费用率、退保率等；后者主要指的是投资回报率。而恰恰是后者中的投资回报率所对应的利率风险，是寿险企业所面临的首要风险。当投资回报率下降 50 个基点时，中国平安、中国太保、新华保险、中国人寿寿险业务新业务价值敏感性分别为-9.4%、-13.0%、-11.4%、-15.1%。

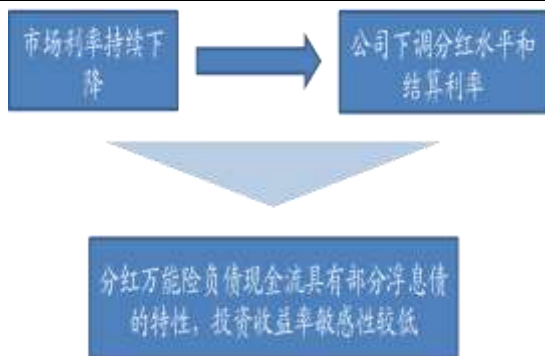
表 5: 投资回报率下降 50 个基点对寿险业务价值的影响

		有效业务价值	敏感性	新业务价值	敏感性
中国太保	基准	169,714		27,120	
	变动后	143,329	-15.5%	23,594	-13.0%
新华保险	基准	74,259		12210	
	变动后	60,770	-18.2%	10817	-11.4%
中国人寿	基准	408,998		49,511	
	变动后	337,320	-17.5%	42,045	-15.1%
中国太平	基准	81,590		13,237	
	变动后	70,588	-13.5%	10,475	-20.9%
		内含价值	敏感性	新业务价值	敏感性
中国平安	基准	628,853		76,119	
	变动后	580,397	-7.7%	68,993	-9.4%
友邦保险	基准	54,517		3,955	
	变动后	54,268	-0.5%	3,771	-4.7%

资料来源：各寿险集团 2018 年财务报表，国信证券经济研究所整理（中国太平单位：百万港元；友邦保险单位：百万美元，其余单位：百万元；友邦保险披露的是利率变动数据，口径或有不同，但差别不大）

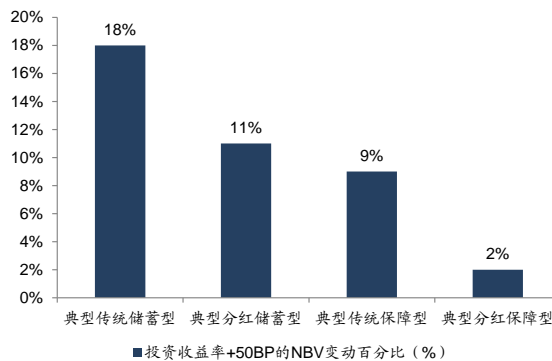
传统分红万能均衡发展，降低利率敏感性。中国平安利率风险敞口显著低于同业，我们认为，其产品策略是主要原因。由于分红、万能险等险种投资风险由保险公司和保户共同承担，保险公司承担的是保底利率部分的风险。当市场利率下跌时，保险公司下调分红水平和结算利率，分红、万能险等负债现金流具有部分浮息债的特性，投资收益率敏感性降低。据测算，当投资收益率上升 50 个基点时，传统保障型、分红保障型、传统储蓄型、分红储蓄型新业务价值敏感性分别为 9%、2%、18%、11%。2019 年，公司分红险、万能险、传统寿险、长期健康险、意外及短期健康险、年金、投连险规模保费占比分别为 29.3%、16.7%、19.5%、17.5%、9.1%、0.2%。业务均衡发展，能有效降低利率敏感性。

图 19: 分红险、万能险利率敏感性低



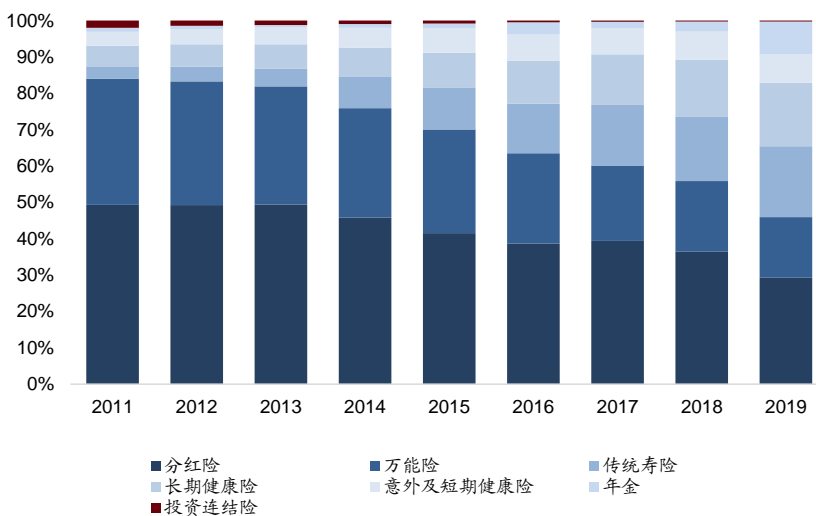
资料来源：公司公开日 PPT，国信证券经济研究所整理

图 20: 投资收益率上升 50BP 敏感性测算



资料来源：公司公开日 PPT，国信证券经济研究所整理

图 21: 公司各险种规模保费占比

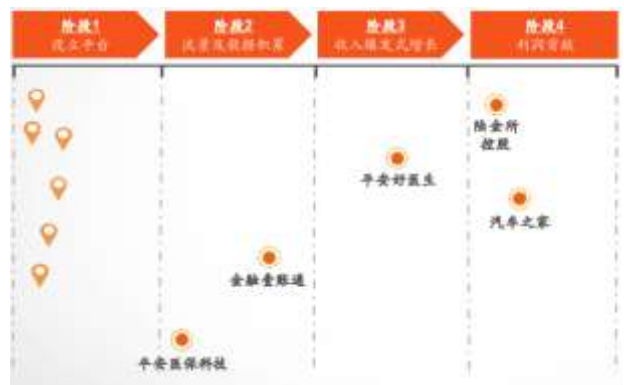


资料来源:公司历年年报, 国信证券经济研究所整理

构筑金融科技护城河

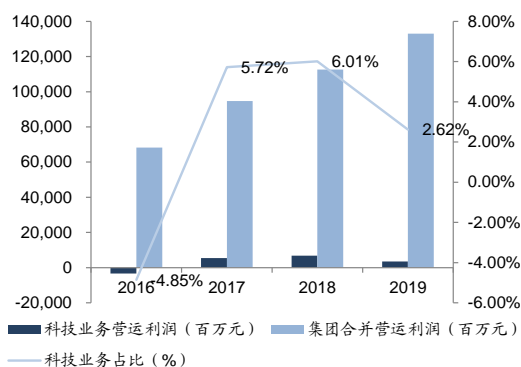
公司科技板块的布局已涵盖陆金所控股、平安好医生、金融壹账通、平安医保科技、汽车之家等。公司通过科技平台输出“金融服务、医疗健康、汽车服务、房产服务、智慧城市”五大生态圈。平安整体的科技板块已经进入盈利周期,2019年实现营运利润 34.87 亿元,在集团营运利润中占比 2.6%,虽然比例低,但科技公司客户指标、业务指标都在快速提升,未来发展潜力巨大。2019年,公司新增客户 3657 万人,其中 1490 万人来自五大生态圈,占比达到 40.7%,科技生态圈的构建,更好地推动客户迁徙。

图 22: 科技公司孵化的四个阶段



资料来源:公司 2019 年业绩发布会 PPT, 国信证券经济研究所整理

图 23: 科技业务营运利润占比



资料来源:公司历年年报, 国信证券经济研究所整理

科技全面赋能金融主业

通过科技全面赋能金融主业，降低经营成本，加强风险管控，提高客均利润与客户转换率。主要体现在以下三大方面：

- **成本管控：**平安运用领先科技对金融流程进行全面的优化改造，提升作业效率，优化客户体验。其中，平安产险运用智能机器人等技术实现询价、录单、出单、批改等环节流程自动化与智能化，个人车险业务90%以上实现自动化报价，多业务1次报价成功。此外，平安打造的智能语音机器人全年累计服务量达8.5亿次，可实现每年坐席成本下降11%。
- **风险控制：**AI贷后管理覆盖100%贷款未逾期客户提醒，人均管理贷款规模达5400万元，较年初增长32%。企业智能预警可动态监测企业信用风险，全年超过3000次预警，准确率92%，涉及风险敞口金额近200亿元。
- **业务提效：**平安打造AI零售银行全面赋能银行销售、风控、运营、管理等全流程。其中，平安银行2019年信用卡新增发卡量1430万张，近90%通过AI自动审批；依托大数据驱动，通过“一键即享”流程办理信用卡的客户超400万户。客服方面，平安银行非人工服务占比高达86.1%，全年提升6个百分点。

图 24：科技降本提效、强化风控



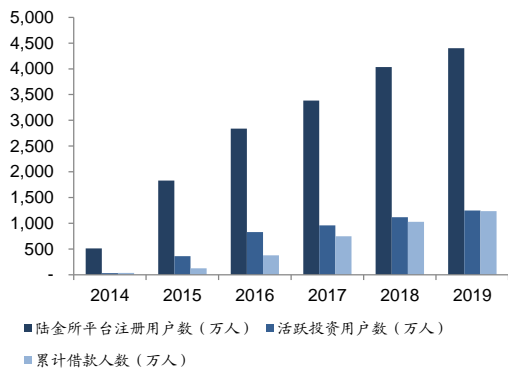
资料来源：公司2019年业绩发布会PPT，国信证券经济研究所整理

科技板块开始贡献利润与价值

公司通过陆金所控股、金融壹账通、平安好医生、平安医保科技、汽车之家及其他公司经营科技业务。截至2019年末，科技公司中金融壹账通、平安好医生及汽车之家已完成上市，陆金所控股与平安医保科技完成对外融资。**陆金所控股：全球领先的综合性线上财富管理与个人借款科技平台。**2019年，国内互联网金融行业进入合规发展的强监管周期，陆金所控股在财富管理和个人借款业务领域积极应对挑战，业务实现稳健增长。（1）财富管理领域：陆金所控股专注于为中产阶层提供多样化和个性化的产品和服务，截至2019年末，平台注册用户数达4402万，较年初增长9.1%；客户资产管理规模为3468.56亿元，较年初下降6.1%，主要受资产管理结构调整、消费

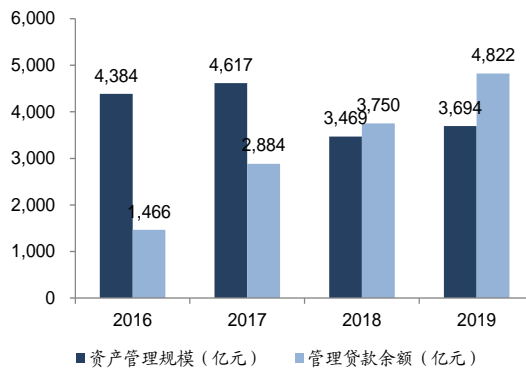
金融类产品受限影响；(2) 个人借款领域：截至 2019 年末，管理贷款余额 4622.43 亿元，较年初增长 23.3%；30 天以上逾期率为 1.9%，显著低于同业。

图 25: 陆金所用户数量



资料来源：公司历年年报，国信证券经济研究所整理

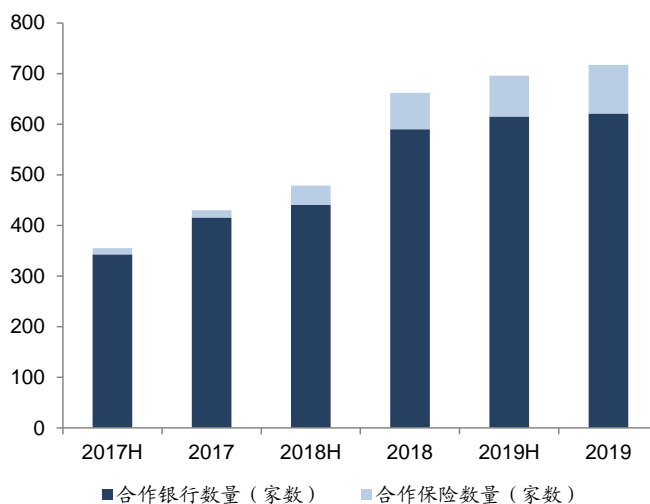
图 26: 陆金所交易规模



资料来源：公司历年年报，国信证券经济研究所整理

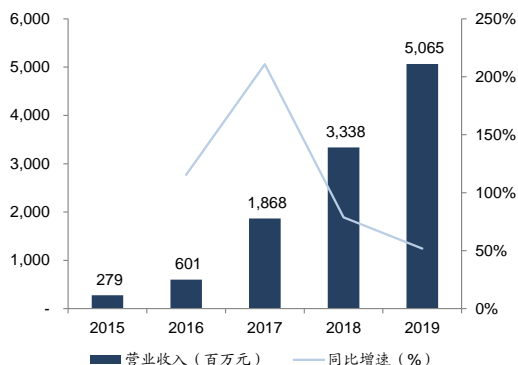
金融壹账通：于 2019 年 12 月成功登陆美国纽约交易所，是中国领先的商业科技云服务平台企业。金融壹账通将丰富的金融服务行业经验与领先的科技融合，为银行、保险、投资等各类金融机构提供全流程、全体系的解决方案。截至 2019 年末，金融壹账通累计服务 621 家银行、96 家保险公司，包括国内 100% 的大型银行、99% 的城商行和 52% 的保险公司，并通过这些机构触达数以亿计的终端客户。

图 27: 金融壹账通合作银行、保险机构数量

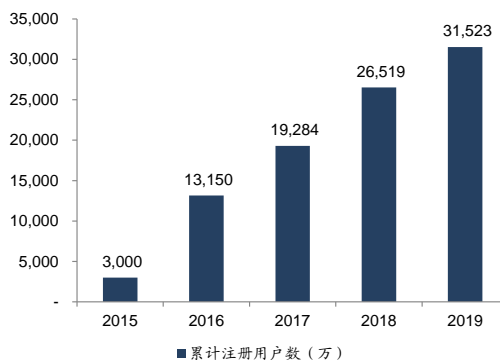


资料来源：公司 2019 年年报，国信证券经济研究所整理

平安好医生：中国最大的互联网医疗健康服务平台。平安好医生依托自有医疗团队及自主研发的人工智能辅助诊疗系统，向用户提供及时、优质的在线诊疗服务，涵盖 7x24 小时在线咨询、健康管理、处方、转诊、挂号、第二诊疗意见及 1 小时送药等全流程服务。截至 2019 年末，平安好医生累计注册用户量超 3.15 亿，12 月当月活跃用户数达 6690 万。

图 28: 平安好医生营业收入及同比增速


资料来源: 公司历年年报, 国信证券经济研究所整理

图 29: 平安好医生注册用户数量


资料来源: 公司历年年报, 国信证券经济研究所整理

汽车之家: 建立最大车生态, 占领行业核心地位。平安汽车服务生态圈力争打造“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。2019 年, 汽车之家实现营业收入 84.21 亿元, 同比增长 16.4%, 净利润 34.09 亿元, 同比增长 10.7%。2019 年 12 月汽车之家移动端日均独立用户访问量达到 3683 万, 同比增长 25.0%, 进一步稳固了汽车之家在国内汽车类移动应用中的领先地位。截至 2019 年末, 科技公司中金融壹账通、平安好医生及汽车之家已完成上市, 陆金所控股与平安医保科技完成对外融资, 科技公司估值总额达 691 亿美元。

盈利预测

公司寿险业务质量高, 近年来 NBV 快速增长, 价值创造能力已经明显提速, ROEV 高于同业, 且在未来几年都是可持续的。体现为: EV 增长稳定性高, 寿险 EV、集团 EV 增速领先同业。

表 6: 上市险企内含价值增速

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	寿险内含价值								
中国人寿	-1.80%	15.30%	1.40%	32.90%	23.20%	16.40%	12.60%	8.30%	18.50%
中国平安	19.30%	22.90%	14.40%	30.10%	23.70%	10.20%	37.80%	23.50%	23.50%
中国太保	3.40%	16.80%	14.10%	29.20%	20.80%	19.50%	17.90%	20.70%	18.20%
新华保险	74.40%	16.10%	13.30%	32.40%	21.10%	25.30%	18.60%	12.80%	18.40%
	集团内含价值								
中国平安	17.20%	21.30%	15.30%	39.20%	20.50%	15.30%	29.40%	21.50%	19.80%
中国太保	3.20%	19.10%	6.70%	18.60%	20.00%	19.60%	16.40%	17.50%	17.80%

资料来源: 各上市险企历年年报、国信证券经济研究所整理

公司分红确定性高。公司分红将与营运利润挂钩, 有利于降低市场波动对分红带来的波动性。另一方面, 剩余边际利润“池子”规模较大且不断增长, 业绩持续

释放，为持续的分红提供基础。过去5年分红年复合增长率达40.1%，2019年全年每股股息2.05元，基于归母营运利润计算的股息支付率（不含现金回购）为28.1%。

尽管代理人高速增长时代已经过去，但随着公司代理人改革，且运用科技升级代理人队伍，整体新业务价值率和代理人产能呈现上升趋势。从价值角度而言，价值创造能力已经明显提速，ROEV高于同业，且在未来几年都是可持续的。尽管在个位数新业务价值增速下，预计公司未来3年EV维持15%-20%增速。

当前股价对应2020年PEV为0.90倍，当前股价充分反应了长端利率持续下行的悲观预期。根据2019年年报，如果投资收益率下降50bp，仍维持11%贴现率假设下，集团内含价值、寿险及健康险业务内含价值、有效业务价值分别下降4.77%、7.57%、10.31%。

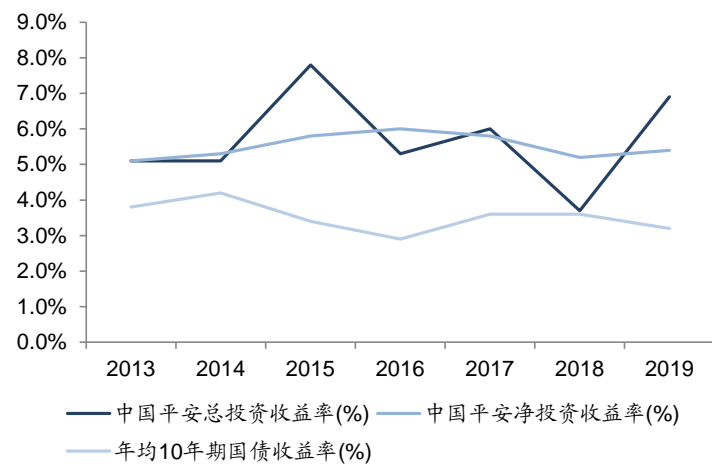
在悲观假设下，我们预测投资收益率下降100bp，仍维持11%贴现率假设，集团内含价值下降8.44%。目前股价对调整后2020EV估值为1.0倍，仍处于历史低位。

表 7: 投资收益率减少 50 个基点敏感性分析

贴现率假设	10.50%	11.00%	11.50%
集团内含价值	-3.51%	-4.77%	-5.95%
寿险及健康险业务内含价值	-5.56%	-7.57%	-9.43%
新业务价值	-6.15%	-10.31%	-14.21%

资料来源:公司 2019 年年报, 国信证券经济研究所整理

图 30: 历年投资收益率与年均 10 年期国债收益率



资料来源:公司历年年报、Wind, 国信证券经济研究所整理

表 8：平安寿险 EV 增长拆分

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
EV	177,461	203,038	264,224	326,813	360,310	496,382	613,224	757,490	872,577
内含价值预期 回报	10.36%	9.30%	9.45%	9.32%	8.40%	8.81%	9.13%	9.42%	9.40%
新业务价值贡 献	11.32%	10.45%	10.96%	11.75%	21.11%	24.46%	18.78%	14.68%	11.89%
投资收益偏差	-4.86%	0.80%	10.50%	4.39%	-0.17%	8%	-2%	5%	0.00%
ROEV	28.03%	18.71%	21.68%	21.29%	16.50%	35.52%	30.85%	25.01%	22.20%
EV 同比增速	22.89%	14.41%	30.14%	23.69%	10.25%	37.77%	23.54%	23.53%	15.19%

资料来源:公司历年年报, 国信证券经济研究所预测; (单位: 百万元)

风险提示

- (1) 全球疫情事件影响超预期;
- (2) 代理人渠道的运营实力下降;
- (3) 长端利率大幅下滑带来的再投资风险以及压制估值提升。

附表：财务预测与估值

寿险及健康险业务剩余边际变动分析 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
期初剩余边际	786,633	918,416	1,073,049	1,236,116
新业务贡献	155,684	165,321	175,554	186,421
预期利息增长	33,811	42,467	49,617	57,157
剩余边际摊销	(74,454)	(92,818)	(108,445)	(124,926)
营运偏差及其他	16,742	39,664	46,342	53,384
期末剩余边际	918,416	1,073,049	1,236,116	1,408,152
占期初剩余边际比重				
新业务贡献	19.8%	18.0%	16.4%	19.8%
预期利息增长	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%
剩余边际摊销	-10.1%	-10.1%	-10.1%	-10.1%
营运偏差及其他	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
新业务价值	75,946	80,647	85,639	90,940
净利润	149,407	149,800	176,156	205,999
净资产	673,697	779,717	909,238	1,060,520
股息	43,738	43,853	51,569	60,305
股本	18,280	18,280	18,280	18,280

寿险及健康险业务营运利润及利润分析 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
剩余边际摊销(A)	74,454	92,818	108,445	124,926
净资产投资收益(B)	11,738	14,673	18,341	22,926
息差收入(C)	3,947	4,539	5,220	6,003
营运偏差及其他(D)	10,406	13,008	16,259	20,324
税前营运利润合计(E=A+B+C+D)	100,545	125,037	148,265	174,178
所得税(F)	(11,595)	(18,756)	(22,240)	(26,127)
税后营运利润合计(G)	88,950	106,281	126,026	148,052
短期投资波动(H)	19,354	0	0	0
折现率变动影响(I)	(13,164)	0	0	0
其他一次性项目剔除	8,597			
净利润(J=G+H+I)	103,737	106,281	126,026	148,052

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

集团内含价值 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
其他业务上年度调整净资产	389,233	443,044	462,638	491,014
其他业务当年净利润	46,748	58,435	73,044	91,305
市场价值调整影响和其他影响	-27	0	0	1
资本变动前其他业务调整净资产	435,954	501,479	535,682	582,320
平安寿险向集团分红	48,536	0	0	0
资本注入	-7,671			
股东股息				
资本投资				
股东分红	-33,775	-38,841	-44,667	-51,368
其他业务本年度调整净资产	443,044	462,638	491,014	530,952
集团内含价值	1,200,534	1,399,604	1,634,720	1,916,450
每股内含价值 (元)	65.68	76.57	89.43	104.84

寿险及健康险内含价值 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
寿险上一年度内含价值	49,868			
偿一代切换偿二代	7,889			
年初内含价值预计回报	90,048	99,361	107,310	115,895
其中：有效业务价值的预计回报	75,945	90,888	98,159	106,012
调整净资产的预计回报	7,080	8,473	9,151	9,883
一年新业务价值	7,023			
其中：一年新业务价值	1,898	0	0	0
新业务内部分散效应	3,672			
新业务与有效业务的风险分散效应	153,375			
营运假定及模型变动		0	0	0
营运模型差异及其他	271	0	0	0
寿险及健康险业务内含价值营运利润	32,142	6,339	8,749	15,743
风险贴现率变动		2,432	2,432	2,432
市场价值调整影响	8,540	0	0	1
投资回报差异	807,551	936,966	1,143,706	1,385,498
运营经验差异	-1,525			
其他经验差异				

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032