

中国平安 (601318)

证券研究报告
2020年05月08日

客户为何选择平安产品？代理人为何加入平安队伍？

寿险行业已进入了拼“客户”的新时代，吸引客户的要素包括 1) 能提供专业服务的销售人员、2) 包含差异化服务项目的保险金融产品、3) 一站式的多样化金融与生活产品体系、4) 线上的品牌曝光度与美誉度，其中第 1 点和第 4 点能相互促进并为一个整体（即“线下+线上”销售模式）。客户经营四要素的核心在于“能提供专业服务的销售人员”，差异化服务、多样化产品、品牌实力是有助于代理人获取客户并服务好客户的三大手段。因此文章标题的两大问题——“客户为何选择平安产品”与“代理人为何选择加入平安”其实是一个问题。本文的核心结论是由于平安在客户经营四要素中均具有先发优势，且优势正呈现出扩大的趋势，因此我们更加看好平安的长期价值增长空间。

1、线下+线上结合的 SAT 销售模式，“武装”代理人。平安销售队伍目前具备的优势来源于多年积累的培训体系以及扎实的基础管理。基于此，平安 2017 年推出了 SAT 模式（social-agent-telephone），不断升级优化，赋予代理人线上经营能力。**1) 解决代理人获客难问题。**公司招募了专业团队大量生产优质内容，供代理人转发到社交平台，或通过给予资源支持代理人在抖音、金管家 APP 上直播，帮助代理人树立个人品牌，吸引广泛流量，形成自身的私域流量。另外，帮助代理人突破社交半径来实现获客，整合平安集团各专业公司资源，通过在其他子公司的官网或 APP 上嵌入跳转链接获取潜在客户，并推送给优质代理人；此外我们认为，投放线上广告获取留下电话的潜在客户，分配给优质代理人经营，亦是未来线上获客的另一路径。**2) 让代理人更了解客户。**潜在客户点击并浏览了代理人转发的内容链接后，公司在每一次和客户的线上互动中积累数据，通过分析浏览痕迹来判断客户的兴趣偏好，精准识别客户需求，并将生成的销售线索及时反馈给代理人。**3) 提升客户粘度。**基于金管家 APP 打造了育儿圈、保险圈、健康圈、理财圈等 7 大圈子，每个圈子都是一个内容完备的微社群，希望通过圈子的活动及内容，激发客户的兴趣并提升 APP 使用频次和粘度，从而强化客户购买保险产品或其他服务的意愿。**4) 提升服务专业度。**公司给予了代理人强大的知识储备支持，与客户的沟通中如遇难题，代理人可以使用 askbob 智能机器人获得准确的回复。

2、多样化的金融和生活产品，丰富代理人，方便客户。1) 平安具有运营成熟的综合金融生活平台，客户通过一个代理人可以解决所有的金融需求，使用一个账户、一套密码就可以管理自己的所有金融、非金融账户，非常便捷；寿险客户可以享受部分非保险产品的专属优惠，比如平安银行推出的针对寿险客户的贷款。2) 平安代理人定位为“保险专家、金融顾问、生活助手”，提升了代理人的市场竞争力和职业市场地位。代理人通过销售或推荐综合金融生活产品可以有效提升收入，增加与客户的触点，有助于主顾开拓及提升客户粘性。我们判断，未来平安将通过寿险改革项目，更好地打通客户在平安各子公司的账户、权益、数据，在互通的基础上开发出更具有场景化的综合化产品组合，进一步带来客户体验的升级。

风险提示：寿险改革进展低于预期；保障型产品销售低于预期；代理人增长低于预期

投资评级

行业	非银金融/保险
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	73.23 元
目标价格	95.47 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	10,832.66
流通 A 股股本(百万股)	10,832.66
A 股总市值(百万元)	793,276.02
流通 A 股市值(百万元)	793,276.02
每股净资产(元)	37.76
资产负债率(%)	89.55
一年内最高/最低(元)	92.50/66.00

作者

罗钻辉	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518060005	
luozuanhui@tfzq.com	
舒思勤	联系人
shusiqin@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中国平安-季报点评:中国平安 1 季报: 营运利润低于预期, 其他符合预期; 后续保费将有改善, 积极推荐》2020-04-24
- 《中国平安-年报点评报告:2019 年业绩整体符合预期, 营运利润同比+18%, NBV 同比+5.1%略高于预期, 看好疫情后的保费反转+寿险改革成效》2020-02-21
- 《中国平安-季报点评:中国平安 3 季报: 营运利润单季同比+16.3%, NBV 单季同比+4.1%, 业绩平稳》2019-10-25

财务数据和估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	976832	1168867	1137260	1278811	1437699
增长率(%)	9.65	19.66	(2.70)	12.45	12.42
归属母公司股东净利润(百万元)	107404	149407	152578	180428	204935
增长率(%)	20.56	39.11	2.12	18.25	13.58
每股收益(元)	5.88	8.17	8.35	9.87	11.21
市盈率(P/E)	12.46	8.96	8.77	7.42	6.53
P/EV	1.34	1.12	0.95	0.82	0.70

资料来源：wind，天风证券研究所

3、差异化的服务，真正解决客户的问题。保险产品本身的同质化严重，高附加值的特色服务成为吸引客户选择平安的关键因素。平安依托于集团丰富的生态及子公司间的高度协同，在增值服务的提供上具有明显的优势。1) 平安寿险借助平安好医生的在线医疗平台优势，已经初步搭建了“上游健康预防，中游经济补偿，下游医疗服务”的“保险+健康医疗”体系，健康医疗服务的价值及差异性将不断提升。2) 养老服务、在线教育也是促进保单销售的强需求场景，平安在这一方面亦有优势。平安可以与旗下的地产联营公司合作共建养老产业，还可利用医疗科技优势，将智慧化的养老、医护、长期护理等服务植入实体养老产业。在线教育方面，平安集团旗下有“平安好学”青少年在线教育平台，还战略入股了在线教育独角兽 iTutorGroup，我们可以期待更多样的“保险+”产品。

4、估值：我们使用分部估值和 DDM 估值两种方法对平安进行估值。1) 我们预计 2020-2022 年 NBV 同比增速分为-5%、10%、10%，寿险 EV 分别同比增长 18%、18%、17%。给予寿险 1.3 倍 2020PEV，分部估值下目标价格 93.7 元，对应 2020PEV 为 1.22 倍。2) 平安披露的营运利润稳定性强，且股息与营运利润挂钩，因此可以基于确定性较高的股息预期，使用 DDM 估值体系来测算出平安的适用于长期财务投资者的合理估值。我们预计，第一阶段（2020-2025 年）每股股息（营运利润）同比增速保持在较高水平（约 13%）；第二阶段为过渡阶段，我们预计 2026-2040 年每股股息同比增速线性放缓至 5%；第三阶段为永续增长阶段，股息的同比增速维持在 5%。根据三阶段模型测算，平安目标价为 97.24 元，对应 2020PEV 为 1.26 倍。取两种方法的均值，目标价格为 95.47 元。

5、投资建议：平安短期保费初显好转趋势，寿险改革的成效值得期待，将形成驱动业务持续且健康增长的新动能。营运利润的内生增长主要受 NBV 影响，假设基于营运利润的分红率保持稳定，DDM 估值体系下平安估值提升的关键在于 NBV 长期保持平稳健康增长，我们预计 2021 年开始平安的 NBV 同比增速将回归到 10%左右的水平，构成其估值长期提升的动力。目前 2020PEV 为 0.95 倍，平安 EV 对于利率变化的敏感性相对最弱，资产负债管理能力相对最强，持续推荐。

内容目录

1. 平安在客户经营四要素均具有明显优势	5
2. 线下+线上结合的 SAT 销售模式，“武装”代理人.....	5
3. 多样化的金融和生活产品，丰富代理人，方便客户	9
4. 差异化的服务，真正解决客户的问题.....	12
4.1. 保险+健康医疗服务	12
4.2. 保险+其他服务	13
5. 估值	14
5.1. 分部估值	14
5.1.1. 寿险 NBV 与 EV 预估	14
5.1.2. 分部估值法下，平安集团目标价格为 93.7 元.....	15
5.2. DDM 估值	16
5.2.1. 营运利润预估	16
5.2.2. DDM 估值法下，平安目标价为 97.24 元.....	18

图表目录

图 1：上市公司人均首年保费（元）	6
图 2：平安 SAT 模式	7
图 3：平安圈子运营	7
图 4：圈子运营示例（保险圈）	7
图 5：圈子运营示例（健康圈）	8
图 6：平安代理人规模	8
图 7：平安寿险业务个人客户	8
图 8：平安集团还未转化成客户的互联网用户（百万）	9
图 9：综合金融产品线	10
图 10：平安集团客均合同数及持有多家子公司合同的客户占比	11
图 11：代理人收入（元）	11
图 12：金管家 APP 的账户管理界面.....	11
图 13：平安保险+健康医疗	12
图 14：好医生医疗网络（截至 2019 年末）	13
图 15：三阶段高登增长模型.....	19
表 1：平安“糖保保”介绍	13
表 2：平安寿险 NBV 预估	14
表 3：平安集团分部估值法	15
表 4：各业务板块公司估值占比.....	16
表 5：剩余边际摊销预估	16
表 6：剩余边际余额预估.....	17

表 7: 息差收入预估	17
表 8: 营运偏差及其他预估	17
表 9: 2020-2025 年寿险及健康险业务营运利润预估	18
表 10: 2020-2025 年寿险及健康险业务营运利润预估	18
表 11: 未来股息情况测算	18
表 12: 第一阶段估值	19
表 13: 第二阶段估值	19
表 14: 第三阶段估值	19

1. 平安在客户经营四要素均具有明显优势

寿险行业已进入了拼“客户”的新时代，吸引客户的要素包括 1) 能提供专业服务的销售人员、2) 包含差异化服务项目的保险金融产品、3) 一站式的多样化金融与生活产品体系、4) 线上的品牌曝光度与美誉度，其中第 1 点和第 4 点能相互促进并可作为一个整体（即“线下+线上”销售模式）。寿险经营存在“金三角”体系，即“产品-渠道-客户”，但大部分寿险公司的展业逻辑和内部分析框架长期聚焦在“产品”和“渠道”，即产品运作、方案激励、队伍建设等，这种从总公司到分公司的展业逻辑严重欠缺“客户”环节，具有非常强的“经营主观性”，而所谓“客户经营”、“以客户需求为中心”等口号尚未真正嵌入到前中后台的日常工作流程中。随着增员红利的式微、行业竞争的加剧、客户学习能力的增强，我们判断“客户”在“金三角”体系中的重要性将超过产品和渠道，善于吸引并服务客户的寿险公司才能在未来的竞争中脱颖而出。而以上 4 点是拼客户的核心。

客户经营四要素的核心在于“能提供专业服务的销售人员”，差异化服务、多样化产品、品牌实力是赋能代理人，是有助于代理人获取客户并服务好客户的三大手段。因此文章标题的两大问题——“客户为何选择平安产品”与“代理人为何选择加入平安”其实是一个问题。保险产品的本质是“法律合同”+“人性温度”，寿险代理人的本质是“客户在保险领域的法律顾问”，互联网不可颠覆寿险的本质原因是互联网不可颠覆律师，我们知道并不存在“互联网律师”。脱离代理人服务的纯线上保险产品永远无法颠覆目前的主流寿险产品（终身寿险、终身重疾险、长期年金险等），我们判断“线下+线上”的销售模式才是寿险行业的未来，重点是线上赋能线下，即提升代理人的线上获客和线上展业能力，帮助优秀代理人打造在自己朋友圈中的专业乃至权威形象。

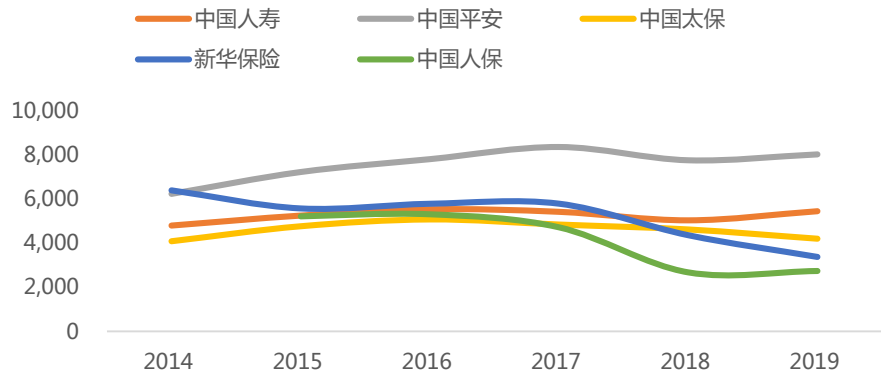
本文的核心结论是由于平安在客户经营四要素中均具有先发优势，且优势正呈现出扩大的趋势，因此我们更加看好平安的长期价值增长空间。以下内容是具体呈现，若您想了解平安的整体业务框架，可参见我们的上一篇平安深度报告——《中国平安：寿险为盾，生态为剑，科技为魂》（2018 年 10 月）。

2. 线下+线上结合的 SAT 销售模式，“武装”代理人

在传统的寿险个险经营中，代理人基本都是在经营自己的社交圈，覆盖范围窄、成本较高、效率较低。在移动互联时代，代理人若缺乏线上经营的能力，会局限与客户互动的范围和频率，不利于扩大客户触达面及提升客户粘性。寿险公司必须赋予代理人线上经营的能力，帮助他们更高效、更低成本地进行社交化的经营，丰富他们与客户的接触方式，帮助他们为客户推送内容和互动场景，打造代理人的个人 IP（类似于社交媒体的 KOL）来吸引广泛流量，然后转化私域流量并形成业绩。

平安线下队伍建设已经具备的优势，来源于多年积累的培训体系以及扎实的基础管理。平安的培训体系覆盖线下和线上，线下培训为各分支机构的制式培训课程、线下早会，主要提升代理人的销售技能、增员技能和团队管理能力。在完善线下培训的同时，平安较早地开始布局线上培训体系，于 2014 年推出“知鸟”移动学习平台，该平台的学习资料丰富，包括影音、直播、文字学习资料，扩大了培训的覆盖面，提升了代理人的综合知识水平，有助于代理人更好地与客户沟通和服务。另外，平安探索运用 AI 技术进行“千人千面”培训，在上岗时识别代理人的最优发展路线，针对性地推送差异化的线上培训课程。成熟的培训体系、扎实的基础管理、严格考核政策一同铸造了平安高质量的代理人队伍，平安代理人的人均产能和人均收入显著高于国内上市同业。

图 1：上市公司人均首年保费（元）

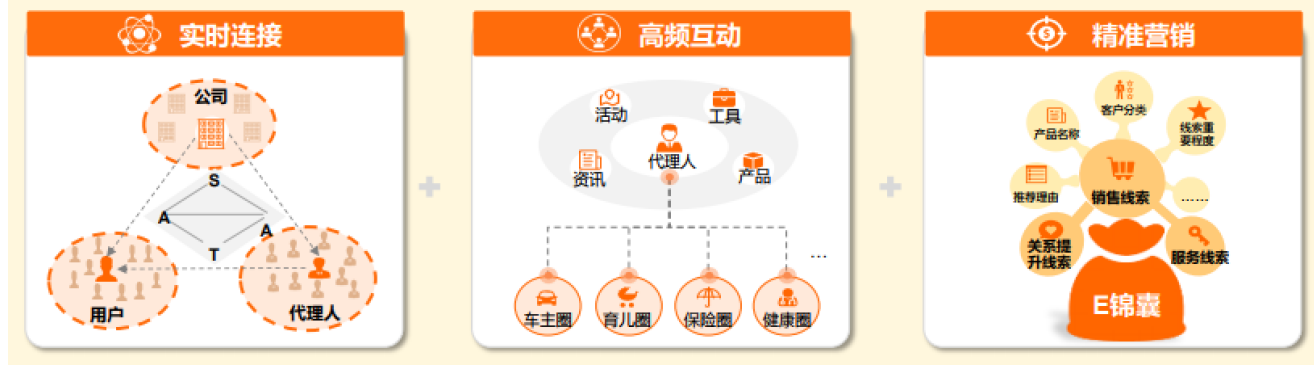


资料来源：公司财报，天风证券研究所

平安打造了“线上+线下”结合的 SAT 模式（数字化营销）。平安早于 2017 年推出了客户端金管家 app 及代理人端口口袋 e app 与空中坐席协同运作的 SAT 模式（social-agent-telephone），通过内容生产、客户洞悉、圈子运营、线上直播打造代理人的线上经营能力。①**内容生产方面**，公司大量生产内容投放至代理人端 APP 及客户端 APP，包括医疗健康、子女教育、理财、健身等与保险销售场景密切相关的热点内容，内容中会插入平安公司或产品的广告，代理人转发内容至社交平台来吸引流量关注。数字化营销工具的使用需要优质内容的支撑，2019 年底平安招募了一批有经验的媒体工作者，专门负责内容生产，做到内容生产需求导向、高品质、全场景覆盖，增强内容的吸引力。②**客户洞悉方面**，潜在客户点击并浏览了代理人转发的内容链接后，公司在每一次和客户的线上互动中积累数据，分析客户在哪些内容上停留时间更长、收藏更多，来判断客户的兴趣偏好，从而精准识别客户需求。公司将生成的销售线索及时反馈给代理人，代理人根据客户的需求，提供最及时精准的售前沟通。③**圈子运营方面**，平安基于客户端金管家 APP 打造了车主圈、育儿圈、保险圈、健康圈、理财圈、美妆圈等 7 大圈子，均为当下不同客群最为关注的话题。每个圈子都是一个内容完备的微社群，包括兴趣小组（如经验分享群组、打卡活动等）、直播、话题、问答、百科等内容，也在不同的场景下，适时嵌入各子公司的跳转服务或保险产品链接。代理人可以邀请潜在客户注册金管家后加入圈子，通过圈子的活动及内容，激发潜在客户或客户的兴趣并提升 APP 使用频次和粘度，基于丰富的场景强化客户购买保险产品或其他服务的意愿。另外，潜在客户更多的浏览痕迹也可以生成更为全面的销售线索。④**线上直播方面**，平安人寿于 4 月推出“平安星学院”直播活动，平安百位优秀大咖代理人将在两个月内，为公众、平安广大用户科普保险知识，详解家庭保障配置经验。平安人寿还在抖音平台，重磅推出“平安星计划”活动试水 MCN 模式，该计划将倾斜大量资源支持代理人创作优质内容，打造个人专属 IP 和线上影响力。

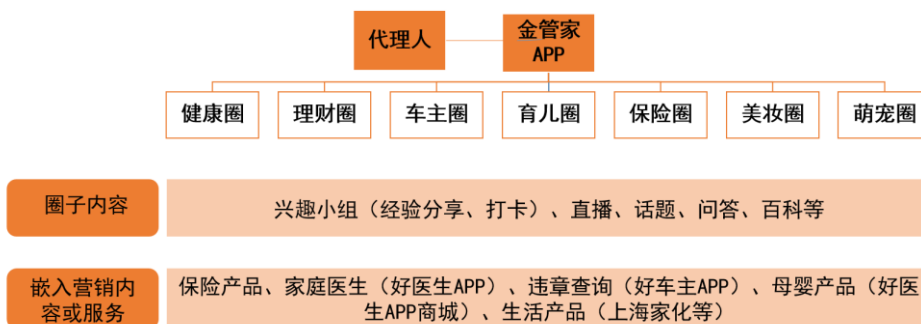
平安基于 SAT 模式，在提升存量代理人获客能力及销售能力方面已经初步发挥了作用，2018 年来，虽然平安代理人规模下滑导致了寿险客户数量增长放缓，但寿险客户的增量仍保持了一定的稳定性。未来，我们预计随着 SAT 的广泛应用，线上赋能将帮助代理人更多地获客、更好地经营客户，打破社交半径，实现广泛获客，未来或将带来可观的保费增量。

图 2：平安 SAT 模式



资料来源：平安开放日报告，天风证券研究所

图 3：平安圈子运营



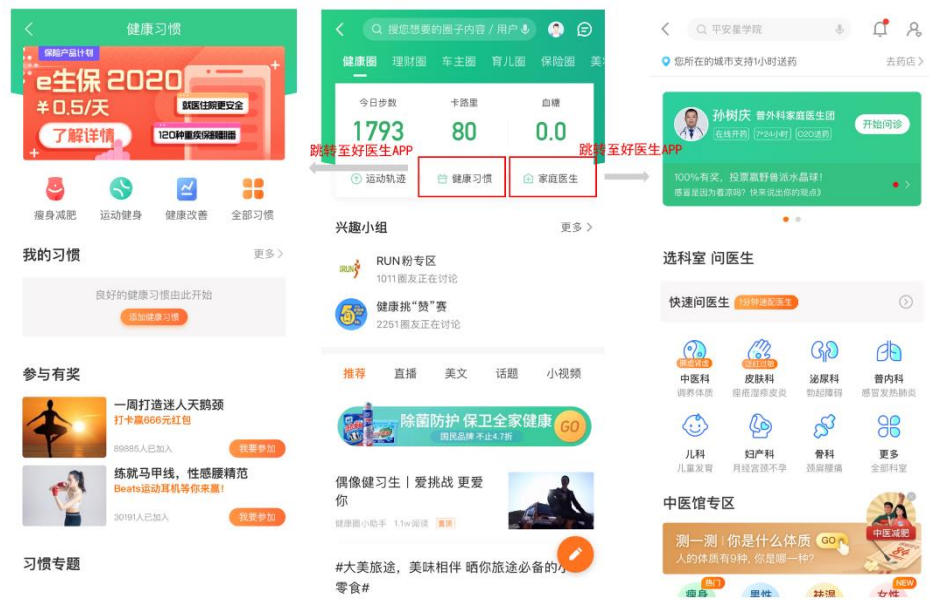
资料来源：根据金管家 APP 内容整理，天风证券研究所

图 4：圈子运营示例（保险圈）



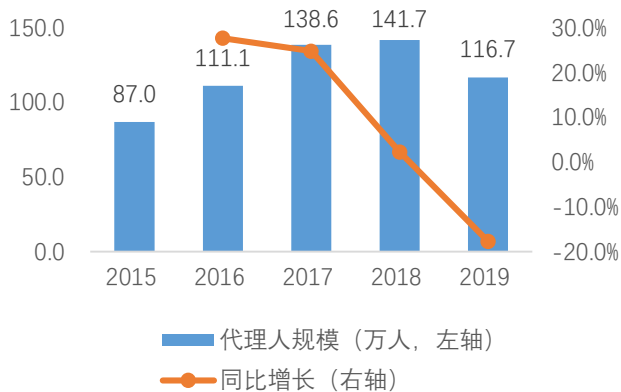
资料来源：金管家 APP，天风证券研究所

图 5：圈子运营示例（健康圈）



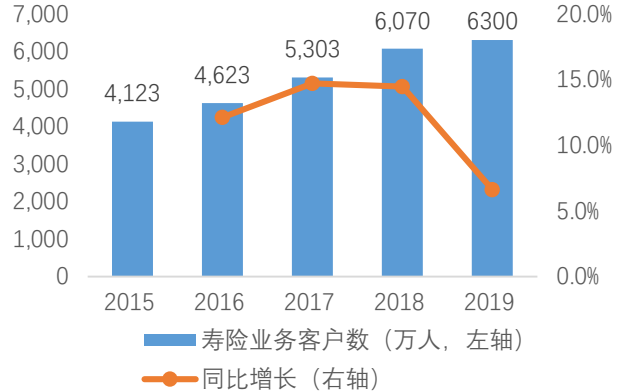
资料来源：金管家 APP，天风证券研究所

图 6：平安代理人规模



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 7：平安寿险业务个人客户

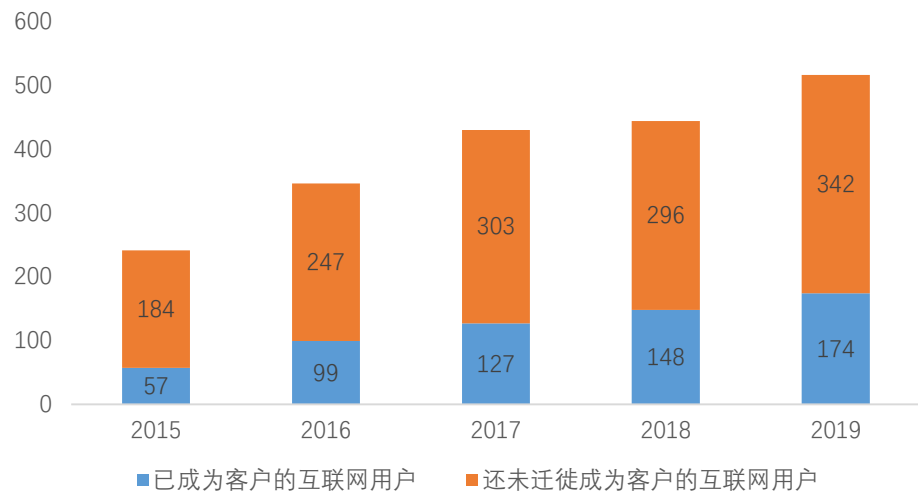


资料来源：公司财报，天风证券研究所

1) **更多的获客**。保险公司的传统获客渠道主要依赖于线下，代理人的客户主要来源于自己的社交圈，因此获客难是代理人面临的一大从业瓶颈，保险公司也面临着增员减少直接导致新客户减少的情况。因此，如何帮助代理人提升获客能力以及扩宽获客渠道尤为重要。平安的做法：①给予代理人强大的线上工具支持来经营好自己的私域流量。公司通过配备专业线下团队支持线上内容生产，供代理人通过社交平台转发使用，或通过抖音、金管家 APP 进行直播，帮助代理人在更广阔的网络空间内打造专业的个人品牌（打造 KOL 型代理人），通过优质的内容、热门话题吸引广泛的流量关注，形成自己的私域流量。代理人首先通过内容转发或直播初步对其私域流量进行保险教育，然后通过多次一对一的沟通和咨询，实现私域流量的转化。同时，代理人可以通过客户浏览产生的痕迹，更精准的进行售前沟通。②整合平安集团各专业公司资源，突破代理人的社交半径，为优质代理人获客。在平安的 5 大生态圈中，具有多种与保险相关的生态，可以通过在其他子公司的官网或 APP 上嵌入跳转链接获取潜在客户，并将高潜客户及客户销售线索推送给优质代理人。平安集团有 3.42 亿的互联网用户还未转化为客户，这一部分人群的开发空间非常大。除此之外，我们认为“线上获客+线下经营”还有新路径，比如，投放线上广告获取潜在客户电话（慧

择模式)，分配给优质代理人，由他们进行线上+线下的双向经营，亦有助于打破自身社交圈对于获客的掣肘。

图 8：平安集团还未转化成客户的互联网用户（百万）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

2) 更有效率的销售促成。①基于金管家 APP 留痕及大数据分析，全方位描绘潜在客户的画像，按客户需求匹配相应产品和推广内容，做到“千人千面”的营销。②在代理人通过一对一沟通了解潜在客户的资产负债情况、收入情况、家庭情况等基本信息之外，公司还将留痕客户的其他销售和服务线索派发给代理人，比如风险偏好、消费喜好、关注话题等，使得代理人线下营销更有针对性。③在代理人与客户的沟通环节，公司给予强大的知识储备支持，如在沟通中客户产生超出代理人的知识范畴的需求，代理人可以使用 askbob 智能机器人获得准确的回复，提升代理人的专业度。④金管家中的圈子经营赋予 APP 社交属性，较为丰富的场景和活动可提升客户粘性，有助于客户关系的长期维系和二次开发。

3. 多样化的金融和生活产品，丰富代理人，方便客户

中国平安 2003 年开始搭建综合金融平台至今已 17 年，公司已经拥有了金融全牌照和较为成熟的综合金融协同模式，多年来打造的综合金融优势成为其护城河，对于提升客户体验、高效地挖掘客户的潜在价值、提升代理人收入发挥了重要作用。

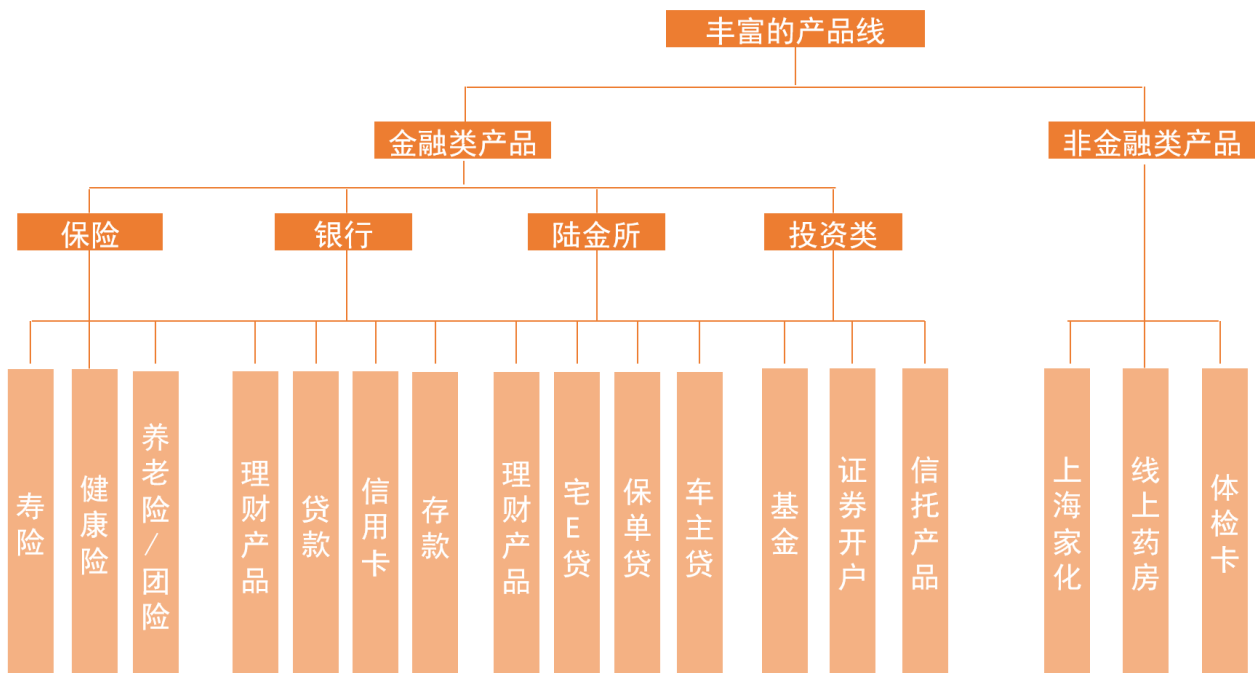
平安综合金融“一个客户、一个账户、多个产品、一站式服务”可以让客户享受丰富、便捷的一站式金融生活服务。①便捷性和安全性是平安综合金融生活服务对于客户最大的价值。客户通过一个代理人可以解决所有的金融需求，使用一个账户、一套密码就可以管理自己的所有金融、非金融账户，具有极大的便捷性；且这些产品基本上都有平安的品牌背书，安全性高。②平安寿险的客户可以享受部分非保险产品的客户专属优惠，比如平安银行推出的针对寿险客户的贷款。

对于代理人而言，①平安代理人不仅是保险产品的销售人员，而是定位为“保险专家、金融顾问、生活助手”，综合金融为其个人品牌加成，有助于提升代理人的市场竞争力和职业市场地位。②有效提升代理人的收入。代理人可以在合规的前提下销售或推荐寿险产品之外的集团其他金融、生活产品，产品线多达几十种，包括养老险（团险）、健康险、产险、信用卡、贷款、基金、理财产品、家化产品等，有助于提升代理人收入。平安代理人人均月收入超 6000 元（不包括推荐非保险类产品获得的奖励），高于其他内地上市保险公司。③多样化产品增加与客户的触点，有助于主顾开拓及提升客户粘性。一方面，通过综合化的金融生活产品进行链式销售，在销售链条的前端，代理人可以借助强需求的非保险金融、生活产品进行主顾开拓，先满足客户当下的贷款、车险、健康险等需求，建立联系、体验服务后再循序渐进地将其转化为寿险客户，提升销售成功率。另一方面，寿险产品的

售后服务为低频服务，难以提升客户粘度，而通过家化产品、银行理财等高频产品，可以增加与客户的互动。部分产品针对寿险客户有专属优惠，如通过代理人购买家化产品价格低于市场、保单客户在平安银行或陆金所贷款享有优惠等，可提升客户体验和信赖度。当客户的很多需求都能在平安的平台上得到满足，那么就on易建立起客户的品牌忠诚度，有助于促成客户的二次开发或转介绍。④**高端市场是一片蓝海，代理人可以借助平安的综合金融平台较好地开拓和服务高端客户。**平安的综合金融平台可以为高净值客户提供一揽子财富管理服务，部分服务还可以与保险相结合，如保险金信托，满足高净值客户的财富传承需求。更重要的是，平安的综合金融不仅是业务线的协同，中后台的协同程度亦较高，在分支机构配备了不同业务线的综拓专员为代理人销售或推荐产品提供专业的帮助，响应及时且流程顺畅，降低代理人交叉销售或推荐非保险产品的难度，客户也可以获得较好的消费体验。

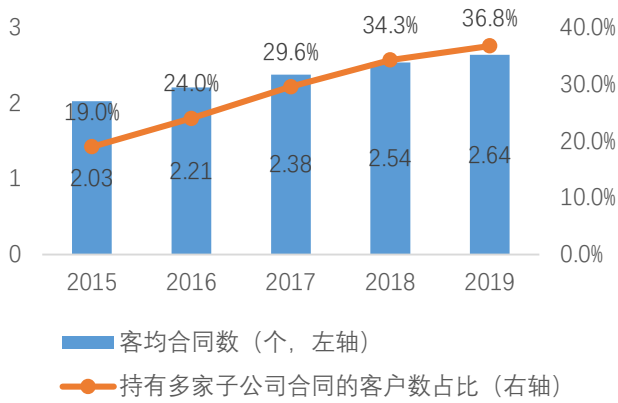
当然，平安的综合金融还有很大的优化空间，比如很多场景下协同性偏弱、客户在不同子公司享有的权益并未充分互通、对于客户在所有子公司的账户的通盘分析画像还不足等。我们判断，平安将继续优化升级综合金融模式，未来将实现更好的账户互通（客户各子公司间账户的互通）、权益互通（客户购买保险、使用信用卡等产品享有权益打通使用）、数据互通（更全面的把握客户账户信息以及消费偏好，精准地客户画像），以及在互通的基础上开发出更具有场景化的综合化产品组合，进一步带来客户体验的升级。

图 9：综合金融产品线



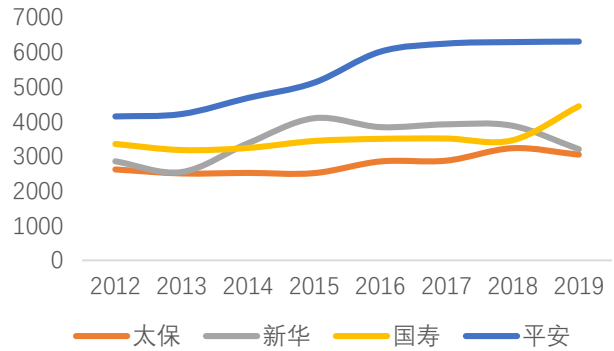
资料来源：金管家 APP，天风证券研究所

图 10: 平安集团客均合同数及持有多家子公司合同的客户占比



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 11: 代理人收入 (元)



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 12: 金管家 APP 的账户管理界面



资料来源: 金管家 APP, 天风证券研究所

4. 差异化的服务，真正解决客户的问题

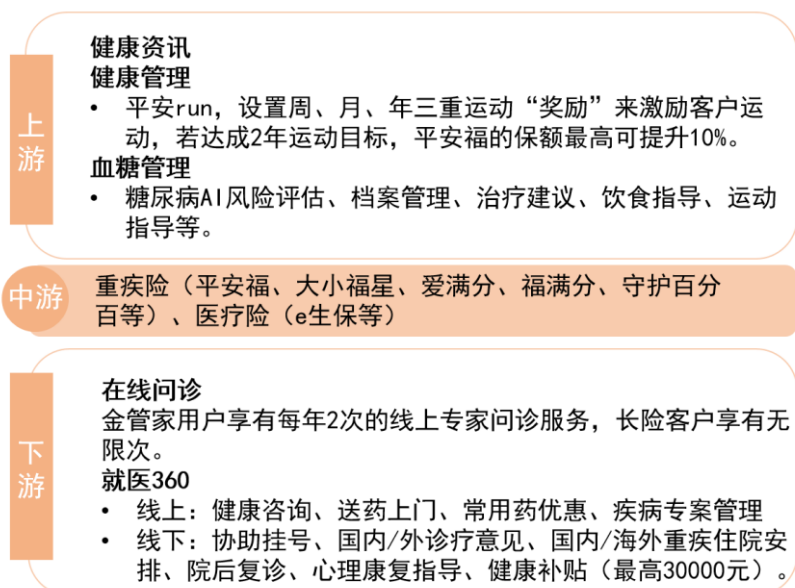
在保险产品同质化严重的市场环境下，保险产品的特色化的高附加值服务将成为吸引客户的关键要素。健康医疗、养老服务、在线教育等增值服务切合客户的日常消费场景且与保险需求相关，有助于带动保险销售。平安依托于集团丰富的生态及子公司间的高协同性，在增值服务的提供上具有明显的优势。

4.1. 保险+健康医疗服务

平安寿险借助平安好医生的在线医疗平台，已经初步搭建了“保险+健康医疗”体系，打造了“上游健康预防，中游经济补偿，下游医疗服务”的线上+线下相结合的大健康生态圈，为客户提供全生命周期健康管理和医疗服务。在上游健康预防环节，平安推出“平安福+平安 RUN”的组合，为平安福客户个性化定制短中长期的运动计划，当客户达成运动目标后，可以获得和健康有关的奖励和保单保障额度的提升，保额最高可提升 10%，将传统保险的“事后理赔”变为“事前预防”，从前端帮助客户保持健康的生活状态。平安自 2016 年推出平安 run 以来，已有超 600 万客户参与了该运动计划，其中超 60 万人达成年运动目标，获得了保障额度的提升。在下游就医环节，平安推出“就医 360”服务，购买重疾险的客户可购买该服务（199 元/年），由平安好医生为客户提供全流程就医服务，包括线上问诊、送药上门、专家门诊挂号协助、住院预约等诊断-治疗-康复的全流程专家服务等。另外，对于未购买就医 360 的长险客户或未购买平安产品的金管家 APP 用户，亦可体验平安好医生提供的线上专家问诊服务。

平安基于“产品+健康管理”正不断进行创新，2019 年平安推出了针对糖尿病患者的重疾险“糖保保”，进行了投保人群的扩展。“糖保保”除了保障糖尿病并发症、100 种重疾+50 种轻症之外，还提供血糖管理服务。“糖保保”的血糖管理服务依托金管家 APP，为血糖异常人群设计了专属的血糖管理方案，提供了健康评估+生活管理+医疗服务等全流程服务：为用户建立专属档案，签约私人慢病医生并提供全面的健康评估；智能推送由专业营养师和教练指定的健康食谱和运动建议给客户，指导客户科学饮食、敦促客户积极运动；由专业慢病团队指定科学的医疗方案，一对一实施跟踪、适当调整治疗方案，帮助客户控糖。同时，慢病管理还打通了线上+线下各服务环节，客户可以通过金管家 APP 快速购药、预约就医转诊；在线上智能检测的基础上，到平安定点医院进行相关检测，让糖尿病管理更加便利、科学。我国慢性病发病人群在 3 亿左右，高血压患者 2.7 亿；糖尿病患者 9700 万；心脑血管疾病患者推算为 2.9 亿。基于这些非标体的保险产品+慢病管理服务发展空间较大。

图 13：平安保险+健康医疗



资料来源：根据新浪网、金管家 APP 等公开信息整理，天风证券研究所

表 1: 平安“糖保保”介绍

平安“糖保保”主要责任

重大疾病保险金：100 种重疾，赔付 1 次 100% 保额

特定轻度重疾保险金：50 种特定轻度重疾赔付 3 次，每次赔付 20% 保额

身故保险金：赔付 100% 保额

血糖管理服务：提供为期 3 年的血糖管理服务，包括糖尿病 AI 风险评估、档案管理、治疗建议、饮食指导、运动指导等多项服务，帮助被保险人提升健康状况、防止或延缓糖尿病严重并发症发生。

可选择附加的保障（1 年期短期险，保证续保 5 年，最高可续保至 64 周岁）：糖尿病并发特定重疾保险金，5 种糖尿病特定重疾，赔付 1 次 100% 保额。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

我们判断，未来随着平安好医生的医疗实力不断加强、平安寿险与平安好医生开展的合作加深，健康医疗服务的价值及差异性将提升，或将成为客户选择平安保险产品的重要理由。1) 好医生在持续完善线上和线下的医疗网络，签约的线上医生及合作的线下医疗机构均在扩展中，可以提供更好的医疗服务体验。2) 好医生亦在进行医疗服务的创新，使得寿险和平安好医生的合作路径更加多样化。2019 年推出了新产品“平安好医生私家医生会员”，用户付费签约一位私家医生，便可以通过应用程序或微信向专家咨询从感冒、儿童成长发育，到糖尿病管理的各类问题，还能获得线下医院就诊的各类协助。同时，私家医生将长期追踪用户健康状况，对慢病进行管理和预防潜在疾病的发生，并提供有针对性的就医协助方案。专属的私人医生与客户的互动中，逐渐建立起基于信任、专业的类似熟人一样的医患关系，容易提升客户粘性，我们认为，未来或可能进行“寿险产品+专属私人医生”的合作创新。3) 平安集团在线下开始布局平安健康检验中心和名医医疗中心，未来可能为平安客户提供高端的体检、诊疗服务。

图 14: 好医生医疗网络（截至 2019 年末）



资料来源：平安好医生公司财报，天风证券研究所

4.2. 保险+其他服务

我们判断，依托平安集团丰富的生态，寿险可能将与其他子公司进行更深入的合作，开拓更多的保险+服务场景，构建差异化的服务体系。

1) 保险+养老服务：老龄化日趋加速，养老产业是一片蓝海市场，养老产业和保险产品具有天然的契合，将保险支付与养老服务对接，可以形成完整养老闭环。在养老产业发展的大势下，不排除平安未来可能会涉足养老产业。平安具有发展养老产业的良好基础，集团旗下有 3 家联营地产公司——华夏幸福、旭辉控股、金茂控股，可以合作共同布局养老社区，地产公司建养老社区具有拿地优势、成本优势；另外，平安在医疗科技方面具有优势，可能将智慧化的养老、医护、长期护理等服务植入实体养老产业来提升其养老服务的差异性。

2) 保险+在线教育：有子女的家庭是购买保险产品的主力客群，而子女教育是家庭最为关注的问题之一，将教育年金险与在线教育服务叠加在一起是比较创新的尝试，可以创造非常具有吸引力的购买场景。平安集团已经开始布局教育生态，对于“保险+在线教育”场景的实现有充分的教育资源支持。平安集团旗下有“平安好学”青少年在线教育平台，此外，平安战略入股了在线教育独角兽 iTutorGroup，将其纳入集团的智慧教育板块。iTutorGroup 成立于 1998 年，是全球第一批成立超 20 年的在线教育机构，为用户提供英语、数学、语文、编程等真人在线互动培训课程，在在线教育方面积累了深厚实力，未来或将能与寿险合作，为保险客户带来新的高附加值服务。

3) 平安寿险的金管家 APP 上还提供了很多其他的服务，比如问律师服务、家政服务预约等，有助于提高客户使用 APP 的频次。问律师服务与第三方发平台合作，对于婚姻家庭、借贷担保、侵权赔偿等法律问题提供优惠的付费咨询服务。着眼未来，保险合同本身就具有法律属性，高净值人群对于法律服务有更强需求，平安未来或可以提升法律咨询服务的深度，将这一服务打造成为高净值客群的定制化服务之一。

5. 估值

5.1. 分部估值

5.1.1. 寿险 NBV 与 EV 预估

2020 年 NBV 同比增速预计会受疫情影响而放缓，我们预计 2020 年 NBV 同比增速为-5%。目前公司内部正积极进行寿险改革，改革成效或将于 2021 年开始显现，寿险业务有望回归到长期、健康、可持续的增长的平台，我们预计，2021-2022 年平安寿险业务的 NBV 同比增速分别为+10%、+10%，基于此，我们预计 2020-2022 年平安寿险 EV 分别同比增长+18%、+18%、+17%。

表 2：平安寿险 NBV 预估

单位：百万	FYP			同比增速			NBV margin			NBV			同比增速		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
合计	159580	175773	193076	-1%	10%	10%	45.1%	45.0%	45.1%	71940	79181	87096	-5%	10%	10%
个人业务	121580	133973	147096	-4%	10%	10%	58.6%	58.6%	58.7%	71294	78470	86314	-6%	10%	10%
代理人渠道	99765	111516	123933	-5%	12%	11%	63.8%	63.4%	63.2%	63633	70649	78317	-7%	11%	11%
长期保障型	44373	48811	53692	-7%	10%	10%	104.0%	104.0%	104.0%	46148	50763	55839	-8%	10%	10%
短交储蓄型	35213	39438	43382	-10%	12%	10%	20.0%	20.0%	20.0%	7043	7888	8676	-18%	12%	10%
长交储蓄型	11845	13266	14858	0%	12%	12%	56.2%	56.2%	56.2%	6661	7460	8356	0%	12%	12%
短期险	8334	10001	12001	30%	20%	20%	45.4%	45.4%	45.4%	3782	4538	5446	30%	20%	20%
电网渠道	15400	15400	15400	0%	0%	0%	39.3%	39.3%	39.3%	6057	6057	6057	0%	0%	0%
银保渠道	6415	7057	7762	10%	10%	10%	25.0%	25.0%	25.0%	1604	1764	1941	35%	10%	10%
团险业务	38000	41800	45980	11%	10%	10%	1.7%	1.7%	1.7%	646	711	782	41%	10%	10%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

5.1.2. 分部估值法下，平安集团目标价格为 93.7 元

平安集团业务多元化，我们使用分部估值法对平安集团估值，给予寿险 1.3 倍 2020PEV，分部估值下目标价格 93.7 元，对应 2020PEV 为 1.22 倍。

表 3：平安集团分部估值法

分部估值法	项目	数值	说明
平安寿险	2020 年底寿险内含价值 (百万元)	893,275	
	P/EV (倍)	1.3	
	估值 (百万元)	1,161,257	对标友邦保险
	中国平安持股比例	99.51%	
	平安寿险部分估值	1,155,567	
平安财险	2019 年财险净资产	93,000	
	PB (倍)	1.2	
	估值 (百万元)	111,600	对标中国财险
	中国平安持股比例	99.51%	
	平安财险部分估值	111,053	
平安银行	市值	270,324	
	平安集团对平安银行的持股比例	58.00%	最新市值
	平安银行部分估值 (百万)	156,788	
平安信托	2019 年净资产 (百万)	20,606	
	信托业务 PB (倍)	1.50	
	平安信托估值 (百万)	30909	对标安信信托
	平安集团对平安信托的持股比例	99.88%	
	平安信托部分估值 (百万)	30872	
平安证券	2019 年净资产 (百万)	31,641	
	证券业务 PB (倍)	1.5	
	平安证券估值 (百万)	47462	行业平均 PB
	平安集团对平安证券的持股比例	96.62%	
其他资产管理业务	平安证券部分估值 (百万)	45857	
	2019 年净资产 (百万)	45381	
	PB (倍)	1	
陆金所	其他资产管理业务估值	45381	
	最新估值 (百万)	137900	在最新投后估值 394 亿美元的基础上给予 5 折
	中国平安持股比例	40.61%	
陆金所部分估值	56001		
平安好医生	市值	102,043	
	中国平安持股比例	41.27%	最新市值
	平安好医生分部估值	42113	
金融壹账通	市值	25684	
	中国平安持股比例	36.61%	最新市值
	金融壹账通部分估值	9403	
平安医保科技	A 轮估值 (百万)	61600	
	中国平安持股比例	38.54%	最新投后估值 88 亿美元
	医保科技部分估值	23741	
汽车之家	市值	62300	
	中国平安持股比例	51.90%	最新市值
	汽车之家部分估值	32333	

	市值	33392	
	中国平安持股比例	10.2%	
众安在线	众安在线部分估值	3406	市值
	其他部分 PB	0.0	
	其他部分估值	0	
整体估值	整体估值 (百万)	1,712,516	
	总股本 (百万)	18280	
	中国平安目标价 (元)	93.7	

资料来源：公司财报，wind，天风证券研究所；注：市值取自 2020 年 4 月 30 日数据。

表 4：各业务板块公司估值占比

	估值 (百万)	占比
寿险	1,155,567	67%
产险	111,053	6%
银行	156,788	9%
资管	122,110	7%
科技	166,997	10%

资料来源：公司财报，wind，天风证券研究所

5.2. DDM 估值

平安披露的营运利润剔除了寿险投资的短期波动和折现率变动的影响，表现较净利润更为平稳，可以体现寿险公司的核心盈利能力；而平安的股息与营运利润挂钩，可预期股息的稳定性。由于平安具有长期优秀的盈利能力和稳定的股息，可以使用 DDM 估值体系对其进行估值，适用于长期投资者。营运利润的内生增长主要受 NBV 的影响（NBV 影响剩余边际余额的增长及剩余边际摊销），假设分红率保持稳定，在 DDM 的估值体系下，平安估值提升的关键在于 NBV 长期保持平稳健康增长。

5.2.1. 营运利润预估

寿险营运利润=剩余边际释放+净资产投资收益+息差收入+营运偏差及其他。剩余边际是已承保的保单隐藏在准备金负债中的未来利润，剩余边际摊销是当年利润的核心来源，占税前营运利润比例约 70%。剩余边际摊销 = 上年存量业务摊销 + 上年业务在当年摊销 + 当年新业务摊销，存量业务的摊销额比较稳定，剩余边际摊销的增长额与新业务的相关性较强，根据历史数据来看，剩余边际摊销增加额/新业务价值的比例较为稳定，基于此我们测算“剩余边际摊销”如下表：

表 5：剩余边际摊销预估

单位：百万元	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新业务价值	50,805	67,357	72,294	75,945	71,940	79,181	87,096	95,806	105,386	115,925
新业务价值同比增速	32.20%	32.58%	7.33%	5.05%	-5.27%	10.06%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
剩余边际摊销增加额	8,935	11,609	12,476	12,167	11,870	13,065	14,371	15,808	17,389	19,128
剩余边际摊销增加额/ 新业务价值	17.59%	17.24%	17.26%	16.02%	16.50%	16.50%	16.50%	16.50%	16.50%	16.50%
剩余边际摊销	38,202	49,811	62,287	74,454	86,324	99,389	113,760	129,568	146,956	166,084

资料来源：公司财报，天风证券研究所

剩余边际余额=期初剩余边际余额+新业务贡献+预期利息增长+脱退差异及其他-剩余边际摊销，我们预计剩余边际余额如下：

表 6：剩余边际余额预估

单位：百万元	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
期初剩余边际	330,846	454,705	616,319	786,633	918,416	1,043,858	1,179,859	1,327,236	1,486,977	1,660,150
新业务贡献	129,860	168,426	177,485	155,684	147,477	162,320	178,547	196,401	216,041	237,646
预期利息增长	17,391	22,642	28,498	33,811	41,329	46,974	53,094	59,726	66,914	74,707
剩余边际摊销	-38,202	-49,811	-62,287	-74,454	-86,324	-99,389	-113,760	-129,568	-146,956	-166,084
脱退差异及其他	14,811	20,357	26,617	16,742	22,960	26,096	29,496	33,181	37,174	41,504
期末剩余边际	454,706	616,319	786,633	918,416	1,043,858	1,179,859	1,327,236	1,486,977	1,660,150	1,847,922
同比增长		35.54%	27.63%	16.75%	13.66%	13.03%	12.49%	12.04%	11.65%	11.31%
预估参数										
新业务贡献/新业务价值	255.60%	250.05%	245.50%	205.00%	205.00%	205.00%	205.00%	205.00%	205.00%	205.00%
预期利息增长/期初剩余边际	5.26%	4.98%	4.62%	4.30%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%
脱退差异及其他/期初剩余边际	4.48%	4.48%	4.32%	2.13%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

息差收入为“最优估计的投资收益率假设与负债评估利率（准备金要求的回报）之间的差值”。保单的评估利率发单时锁定，公司的整体加权平均评估利率保持相对稳定，因此“整体加权平均评估利率-最优估计投资收益率”也比较稳定，我们根据历史的“息差收入/保险合同准备金余额平均值”的比例来进行测算，如下表：

表 7：息差收入预估

单位：百万元	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
保险合同准备金余额	1,000,389	1,202,649	1,391,299	1,684,042	2,020,850	2,425,020	2,910,025	3,492,029	4,190,435	5,028,522
息差收入	3,715	5,637	5,048	3,947	6,484	7,780	9,336	11,204	13,444	16,133
息差收入/准备金余额均值	0.40%	0.51%	0.39%	0.26%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

净资产投资收益即指净资产基于内含价值长期投资回报假设计算的投资收益。营运偏差及其他是实际营运经验与最优估计运营假设的差异，变动一般较大，较难预估。我们简单预估如下：

表 8：营运偏差及其他预估

单位：百万元	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营运偏差及其他	6,317	10,108	21,749	10,406	13,776	15,658	17,698	19,909	22,305	24,902
营运偏差及其他/期初剩余边际	1.91%	2.22%	3.53%	1.32%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

根据以上分项预估，我们预计 2020-2025 年寿险及健康险业务的营运利润分别同比增长 14.0%、14.9%、15.2%、14.8%、14.4%、14.1%；集团营运利润分别同比增长 12.0%、13.5%、14.1%、13.8%、13.6%、13.5%。

表 9：2020-2025 年寿险及健康险业务营运利润预估

单位：百万元	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
剩余边际摊销	38,202	49,811	62,287	74,454	86,324	99,389	113,760	129,568	146,956	166,084
净资产投资收益	5,648	7,357	8,959	11,738	12,705	14,229	17,075	20,490	24,588	29,506
息差收入	3,715	5,637	5,048	3,947	6,484	7,780	9,336	11,204	13,444	16,133
营运偏差及其他	6,317	10,108	21,749	10,406	13,776	15,658	17,698	19,909	22,305	24,902
税前营运利润	53,882	72,913	98,043	100,545	119,289	137,056	157,869	181,170	207,293	236,625
所得税	-13,365	-20,088	-26,698	-11,595	-17,893	-20,558	-23,680	-27,175	-31,094	-35,494
税后营运利润	40,517	52,825	71,345	88,950	101,395	116,498	134,189	153,994	176,199	201,131
归母营运利润	40,206	52,128	70,320	88,054	100,374	115,324	132,837	152,443	174,425	199,105
同比增长		29.7%	34.9%	25.2%	14.0%	14.9%	15.2%	14.8%	14.4%	14.1%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 10：2020-2025 年寿险及健康险业务营运利润预估

单位：百万元	集团营运利润预估						同比增速					
	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
寿险及健康险	100,374	115,324	132,837	152,443	174,425	199,105	14.0%	14.9%	15.2%	14.8%	14.4%	14.1%
财险	21,893	24,082	26,490	29,139	32,053	35,258	5.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
银行	18,630	20,865	23,369	26,174	29,314	32,832	14.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
资产管理	10,085	11,094	12,718	14,608	16,810	19,380	5.1%	10.0%	14.6%	14.9%	15.1%	15.3%
信托	2,855	3,140	3,454	3,799	4,179	4,597	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
证券	2,551	2,806	3,087	3,395	3,735	4,108	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
其他资产管理	4,680	5,148	6,178	7,413	8,896	10,675	0.0%	10.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
科技板块	3,836	4,219	4,641	5,105	5,616	6,177	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
其他业务及合并抵消	-5,909	-6,500	-7,150	-7,865	-8,652	-9,517	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
集团合计	148,908	169,085	192,905	219,604	249,566	283,237	12.0%	13.5%	14.1%	13.8%	13.6%	13.5%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

平安集团的股息与营运利润挂钩，股息率保持稳定，我们预计 2020-2025 年平安股息率为 28.5%，股息情况预测如下：

表 11：未来股息情况测算

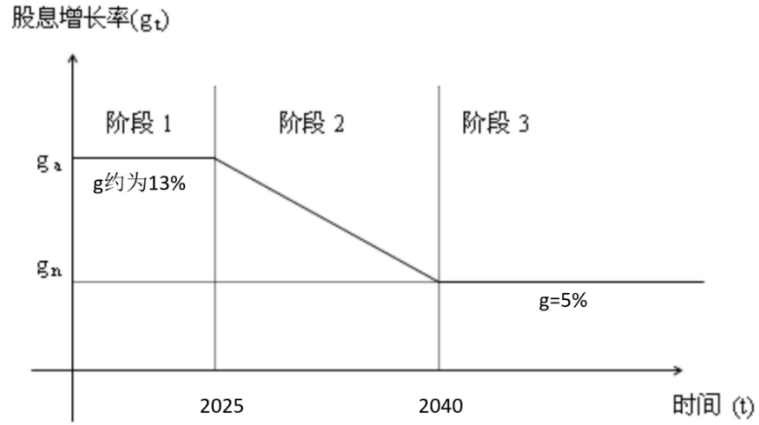
	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
分红总额（百万元）	27,420	31,442	37,356	42,439	48,189	54,978	62,587	71,126	80,722
每股股息（元）	1.50	1.72	2.05	2.32	2.64	3.01	3.42	3.89	4.42
同比增长		14.7%	19.2%	13.2%	13.5%	14.1%	13.8%	13.6%	13.5%
股息比例（营运利润）	28.95%	27.93%	28.10%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

5.2.2. DDM 估值法下，平安目标价为 97.24 元

寿险行业具有较大的成长空间，平安作为行业龙头，仍处于高成长性的阶段，我们认为使用三阶段高登增长模型更为合适。第一阶段为高增长阶段，我们预计 2020-2025 年每股股息（营运利润）同比增长保持在较高水平（约 13%），使用以上的预测数据；第二阶段为过渡阶段，我们预计 2026-2040 年每股股息同比增速线性放缓至 5%；第三阶段为永续增长阶段，这一阶段公司进入平稳期，股息的同比增速维持在 5%。假设贴现率为 10%。根据三阶段模型测算，平安目标价为 97.24 元，对应 2020PEV 为 1.26 倍。

图 15：三阶段高登增长模型



资料来源：天风证券研究所

表 12：第一阶段估值

单位：元	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	估值
股息	2.32	2.64	3.01	3.42	3.89	4.42	
增长率 (g)	13.2%	13.5%	14.1%	13.8%	13.6%	13.5%	
贴现值(贴现至 0 时点)	2.11	2.18	2.26	2.34	2.42	2.49	13.80

资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 13：第二阶段估值

单位：元	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E	合计
每股股息	4.99	5.60	6.26	6.97	7.71	8.49	9.30	10.13	10.98	11.84	12.70	13.55	14.38	15.18	15.94	
增长率 (g)	12.9%	12.4%	11.8%	11.2%	10.7%	10.1%	9.5%	9.0%	8.4%	7.8%	7.3%	6.7%	6.1%	5.6%	5.0%	
贴现值(贴现至 0 时点)	2.56	2.61	2.66	2.69	2.70	2.70	2.69	2.67	2.63	2.58	2.51	2.44	2.35	2.26	2.15	38.20

资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 14：第三阶段估值

单位：元	永续增长阶段	3 阶段合计
增长率 (g)	5.0%	
贴现值(贴现至 0 时点)	45.24	97.24

资料来源：公司财报，天风证券研究所

财务预测摘要

主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E
每股指标 (元)						寿险保费	471700	523672	518466	568850
每股收益	5.88	8.17	8.35	9.87	11.21	非寿险保费	247444	270930	308107	355639
每股净资产	30.44	36.83	43.35	50.85	59.36	总保费及管理费收入	719144	794602	826573	924489
每股内含价值	54.84	65.67	77.04	89.67	104.03	减: 分出保费	19417	21370	22603	27115
每股新业务价值	3.95	4.15	3.94	4.33	4.76	净保费收入	699727	773232	803970	897374
						减: 净提取未到期责任准备金	22436	24915	56156	55661
价值评估 (倍)						已赚净保费	677291	748317	747814	841713
P/E	12.46	8.96	8.77	7.42	6.53	投资收益	163135	177488	197184	215510
P/B	2.41	1.99	1.69	1.44	1.23	营业收入	976832	1168867	1137260	1278811
P/EV	1.34	1.12	0.95	0.82	0.70	赔付及保户利益	415852	538719	468915	519986
VNBX	4.65	1.82	-0.97	-3.80	-6.46	保险业务综合费用	397642	445120	453147	504348
						营业费用	813494	983839	922063	1024334
盈利能力指标 (%)						营业利润	163338	185028	215197	254476
净投资收益率	5.20	5.20	5.00	5.00	5.00	税前利润	163151	184739	215197	254476
总投资收益率	3.70	6.90	5.40	5.00	5.00	所得税	42699	20374	47343	55985
净资产收益率	20.91	24.40	20.82	20.95	20.34	归属于母公司股东的净利润	107404	149407	152578	180428
总资产收益率	1.50	1.94	1.84	2.07	2.16	少数股东损益	13048	14958	15275	18064
财险综合成本率	96.00	96.40	96.00	96.00	96.00					
财险赔付率	54.90	57.30	57.00	57.00	57.00					
财险费用率	41.10	39.10	39.00	39.00	39.00					
盈利增长 (%)						资产负债表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E
净利润增长率	20.56	39.11	2.12	18.25	13.58	现金及存款投资	317783	306605	399721	439607
内含价值增长率	21.48	19.76	17.31	16.39	16.02	债权投资	1947570	2248446	2543678	2797502
新业务价值增长率	7.33	5.05	(5.27)	10.06	10.00	股权投资	358017	450569	454228	499554
						其他投资	171250	203216	236199	259768
偿付能力充足率 (%)						总投资资产	2794620	3208836	3633825	3996431
偿付能力充足率 (集团)	216.40	229.80	225.00	230.00	230.00	分保资产	25354	29198	23000	23000
偿付能力充足率 (寿险)	218.80	231.60	230.00	235.00	240.00	其他资产	4322986	4984895	4673015	5058833
偿付能力充足率 (产险)	223.80	259.20	235.00	245.00	250.00	资产总计	7142960	8222929	8329840.48	9078264
						保险合同负债	1605411	1921907	2153712.65	2411533
内含价值 (百万元)						投资合同负债	622915	701635	804390.19	917568
调整后净资产	512,713	574,239	643,147	720,325	806,764	次级债	556875	699631	388000.00	388000
有效业务价值	489,743	626,294	765,164	918,819	1,094,916	其他负债	3674116	4047386	3996257.46	4217898
内含价值	1,002,456	1,200,533	1,408,311	1,639,144	1,901,680	负债总计	6459317	7370559	7342360.30	7934999
一年新业务价值	72,294	75,945	71,940	79,181	87,096	实收资本	18,280	18280	18280.00	18280
核心内含价值回报率	26.75	19.78	18.93	18.32	17.79	归属于母公司股东权益	556,508	673161	792446	929617
						少数股东权益	127,135	179209	195034.49	213648
寿险新业务保费 (百万元)						负债和所有者权益合计	7142960	8222929	8329840.48	9078264
短险和趸缴新单保费	15,631	22,784	22,844	23,405	23,994					
期缴新单保费	140,968	131,184	114,246	121,079	134,184					
新业务合计	156,599	153,968	137,090	144,484	158,178					
新业务保费增长率 (%)	(0.24)	(0.17)	(1.10)	0.54	0.95					
标准保费	142,531	133,462	116,530	123,419	136,584					
标准保费增长率 (%)	(2.92)	(6.36)	(12.69)	5.91	10.67					

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

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

一般声明

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

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

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