

证券研究报告—深度报告

金融
非银行金融

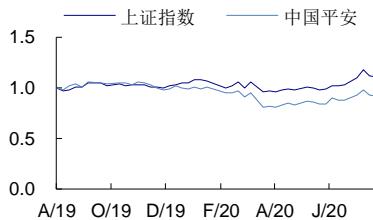
中国平安(601318)

买入

合理估值: 90.99 元 昨收盘: 76.03 元 (维持评级)

2020年07月31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)	1,389,847/823,607
上证综指/深圳成指	3,287/13,467
12个月最高/最低(元)	92.50/66.00

相关研究报告:

- 《中国平安-601318-2020年一季报点评:顺势而为,深化转型》——2020-04-24
- 《中国平安-601318-深度报告:“金融+科技”引领者》——2020-04-02
- 《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:竞争优势维持,压力略显》——2019-08-16

证券分析师: 李锦儿

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

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

深度报告

寿险改革, 布局未来

● 主要结论与内容

市场竞争加剧,公司率先启动寿险改革,聚焦渠道、产品、科技三方面。经验丰富的管理团队、优良的代理人队伍、综合经营产品体系、科技水平四方面优势将助力寿险改革。目前改革进入深水区,成效或在下半年出现。2021年公司经营有望恢复到健康、可持续的常态发展。

● 公司龙头地位稳固

公司战略定位清晰,以保险为核心的综合金融,打造了其不同于同业的优势。寿险业务是集团利润的主要来源,以存量保单价值来衡量公司的行业地位,无论从价值体系还是利润体系来看,均处于行业第一位,龙头地位难以撼动。

● 寿险改革: 打造差异化优势

目前保险行业竞争格局十分有利于龙头,未来的差异更应该归因于各保险公司之间战略定位的差异,也即聚焦于代理人渠道、进而聚焦价值的供给策略主导了保险公司之间的差异。公司已率先启动寿险改革,改革的目标,我们认为最终将体现在NBV和EV的快速增长,此外,代理人收入和产能也将体现出提升的趋势。

● 对比友邦, 有何发展启示

改革难免会经历阵痛,以友邦为例,改革期间面临了人力脱落和保费增速低于同业的困境,中国平安目前正处于此阶段。但友邦改革完成后代理人产能被激发,表现出较好的扩张力。中国平安专注于渠道、产品、科技改革,深挖护城河,改革成功后,预计将迎来高价值增长。

● 投资建议, 维持“买入”评级

寿险改革有望铸就长期增长潜力。预计公司2020-2022年每股内含价值为76.57/89.43/104.84元,增速分别为16.6%/16.8%/17.2%,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	1.39	1.16	1.0	0.85	0.73

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

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。

投资摘要

估值与投资建议

当前股价对应 2020 年 P/EV 为 1.0 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 1.1 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，寿险改革持续推进中，结合自身的代理人、科技、综合金融等优势，成效或在下半年出现，改革成功后，将迎来高价值增长。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，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，代理人收入和产能体现出提升趋势，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	6
合理估值 90-99 元	6
投资建议	7
中国平安：全面的综合金融集团	8
综合金融体系铸就护城河	8
寿险业务占据龙头地位	9
寿险转型：开启供给侧改革	10
代理人渠道遭遇瓶颈	11
寿险改革怎么改	13
改革成效可期	16
对比友邦，有何发展启示	17
借鉴友邦，把握发展机遇	17
代理人的精英化是必经之路	18
降低对利差贡献的依赖	22
盈利预测	23
假设前提	23
盈利预测的敏感性分析	24
风险提示	25
附表：财务预测与估值	26
国信证券投资评级	27
分析师承诺	27
风险提示	27
证券投资咨询业务的说明	27

图表目录

图 1: 中国平安历年 P/EV 估值	7
图 2: 公司营运利润来源	8
图 3: 中国平安归母净利润及增速	9
图 4: 中国平安营运利润及增速	9
图 5: 寿险行业龙头历年的人身险市场份额	9
图 6: 2016 年中国平安 NBV 首次超越中国人寿	10
图 7: 2018 年中国平安有效业务价值超越中国人寿	10
图 8: 2017 年中国平安剩余边际余额超越中国人寿	10
图 9: 平安寿险营运利润及增速	11
图 10: 平安寿险内含价值及增速	11
图 11: 平安寿险新业务价值及增速	11
图 12: 行业人身险保费收入累计同比	12
图 13: 公司新单增速承压	12
图 14: 行业扩张模式链条	12
图 15: 中国平安代理人数量及增速	13
图 16: 中国平安代理人收入及增速	13
图 17: 平安寿险改革三大方向	14
图 18: 科技赋能助力寿险业务发展	15
图 19: 中国平安人均 NBV 处于上升通道	16
图 20: 上市保险公司 2019 年人均 NBV 对比	16
图 21: 2018、2019 年保险公司人均首年保费	16
图 22: 交叉销售贡献金额及占比	17
图 23: 持有多家子公司合同的客户数及占比	17
图 24: 历年友邦中国代理人数量	18
图 25: 友邦保险改革期间保费收入增速低于同业	18
图 26: 中国平安与友邦保险代理人渠道新业务价值占比	20
图 27: 保险公司新业务价值增速对比	20
图 28: 中国平安与友邦保险新业务价值率对比	21
图 29: 平安寿险剩余边际摊销	23
图 30: 平安寿险剩余边际余额	23
 表 1: 科技板块估值	6
表 2: 中国平安分部估值	7
表 3: “平安福”历年主要升级点	15
表 4: 中国内地寿险企业原保险保费收入规模排名（2004 年）	19
表 5: 中国内地寿险企业原保险保费收入规模排名（2018 年）	19
表 6: 2019 年百万圆桌会会员数量公司排名（全球）	21
表 7: 上市险企内含价值增速	22
表 8: 友邦保险和平安寿险内含价值增长结构对比	22
表 9: 投资收益率下降 50 个基点对寿险业务内含价值的影响	23
表 10: 内含价值预测假设	24

表 11：平安寿险 EV 增长预测	24
表 12：投资收益率减少 50 个基点敏感性分析	24

我们上一篇深度报告《中国平安：“金融+科技”引领者》（2020年4月2日）详细介绍了公司寿险业务品质领先和科技赋能金融，本篇报告将围绕寿险改革展开。

各上市保险公司已经完成了大个险转型，我们认为，若有一家公司要实现再次超越，其优势需要建立除单纯的渠道转型之外，比如代理人更高的产能、更高的收入、保障产品占比的再次提升等，中国平安已经率先启动寿险改革。正如公司在年报中披露：“寿险及健康险业务将以品质为本、以业务价值增长和代理人收入增加为奋斗目标，强化科技赋能和数据驱动，实现业务持续高质量发展”。

面对市场竞争压力加剧，平安寿险改革聚焦渠道、产品、科技三方面。经验丰富的管理团队、优良的代理人队伍、综合金融产品体系、科技水平四方面优势将助力寿险改革。参考友邦转型成功的经验，目前改革进入深水区，成效或在下半年出现，2021年公司经营有望恢复到健康、可持续的常态发展，投资价值凸显。

估值与投资建议

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：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、综合成本率处于行业低位、ROE领先，预计2020年ROE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7月30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	83亿美元	44.30%	259
平安好医生 互联网医疗健康服务平台	上市	1260亿港币	39.27%	452
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	98亿美元	52.78%	364
合计				2570

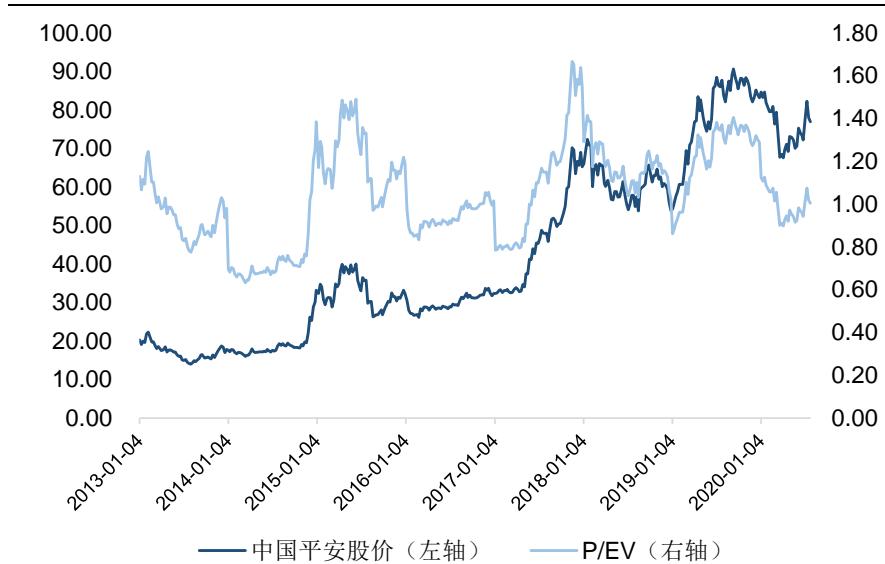
资料来源：Wind、公司2019年年报，国信证券经济研究所整理

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					258,875	目前市值		49.56%	128,298
科技板块-目前估值					257,022	目前估值			214,085
合计									1,641,056

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 1.6 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。

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

目前保险行业竞争格局十分有利于龙头, 未来的差异更应该归因于各保险公司之间战略定位的差异, 也即聚焦于代理人渠道、进而聚焦价值的供给策略主导了保险公司之间的差异。公司已率先启动寿险改革。改革难免会经历阵痛, 以友邦为例, 改革期间面临了人力脱落和保费增速低于同业的困境, 中国平安目前正处于此阶段。但友邦改革完成后代理人产能被激发, 表现出较好的扩张力。借鉴友邦, 代理人的精英化是必经之路。中国平安专注于渠道、产品、科技改革, 深挖护城河。改革成功后, 将迎来高价值增长, 我们继续维持“买入”评级。

中国平安：全面的综合金融集团

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。寿险业务是集团利润的主要来源，营运 ROE 为 40.5%，远高于其他业务，可见寿险业务的投资价值。以存量保单价值来衡量公司的行业地位，无论从价值体系还是利润体系来看，均处于行业第一位，龙头地位难以撼动。

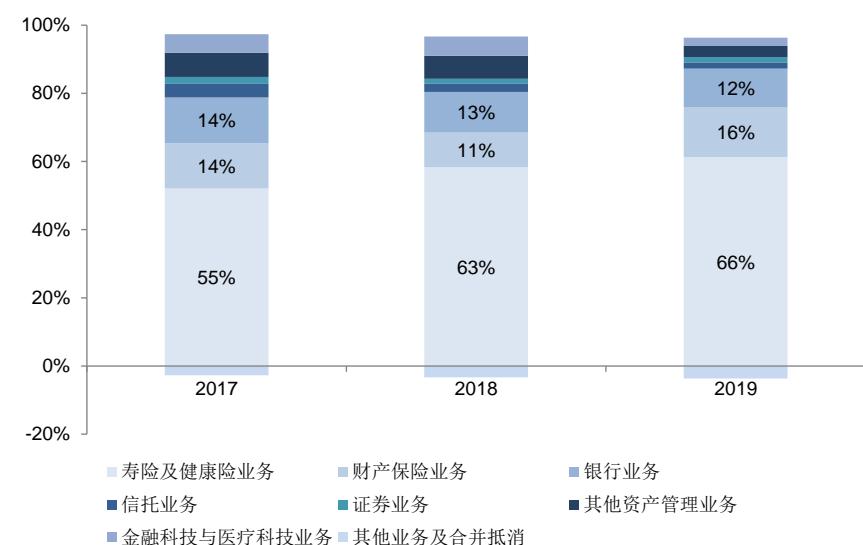
综合金融体系铸就护城河

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。

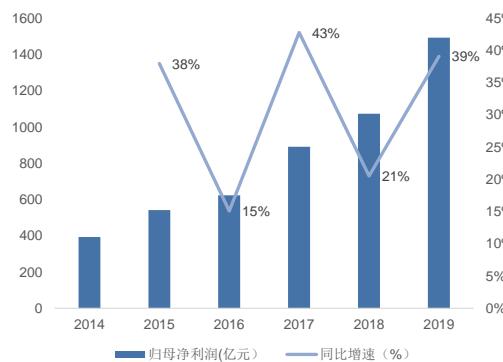
拥有保险、银行、资产管理三大核心金融业务和科技业务。公司通过多渠道分销网络，以统一的品牌，借助旗下平安寿险、平安产险、平安养老保险、平安健康险、平安银行、平安信托、平安证券、平安资产管理及平安融资租赁公司经营保险、银行、资产管理三大核心金融业务，借助陆金所控股、金融壹账通、平安好医生、平安医保科技、汽车之家等公司经营科技业务，向客户提供多种金融产品和服务。

寿险业务是集团利润的主要贡献来源。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%。营运利润剔除了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。由于寿险及健康险业务大部分业务为长期业务，营运利润指标能更高地衡量经营业绩。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%。

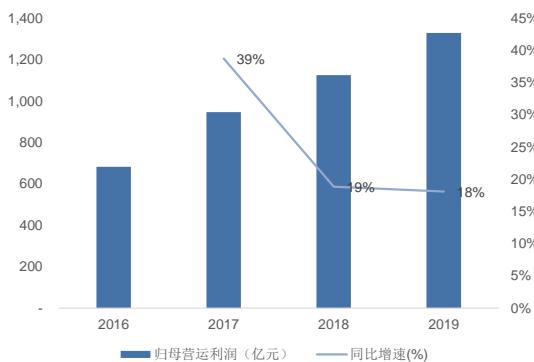
图 2：公司营运利润来源



资料来源：公司历年年报、国信证券经济研究所整理

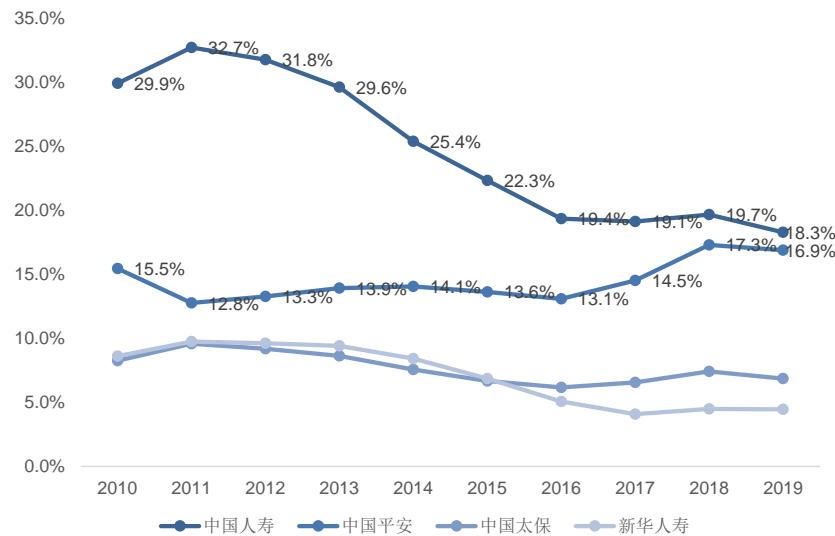
图 3: 中国平安归母净利润及增速


资料来源：公司历年年报、国信证券经济研究所整理

图 4: 中国平安营运利润及增速


资料来源：公司历年年报、国信证券经济研究所整理

公司寿险行业地位稳固。2019 年，人身险原保险保费收入为 3.1 万亿元，公司原保险保费收入为 5237 亿元，市占率为 16.9%，与中国人寿的差距逐渐缩小。中国人寿、中国太保、新华保险保费收入分别为 5671、2125、1381 亿元，市占率分别为 18.3%、6.9%、4.5%。公司行业地位稳固，过去年市占率波动区间仅为 4.5 个百分点。

图 5: 寿险行业龙头历年的人身险市场份额


资料来源：银保监会、国信证券经济研究所整理

寿险业务占据龙头地位

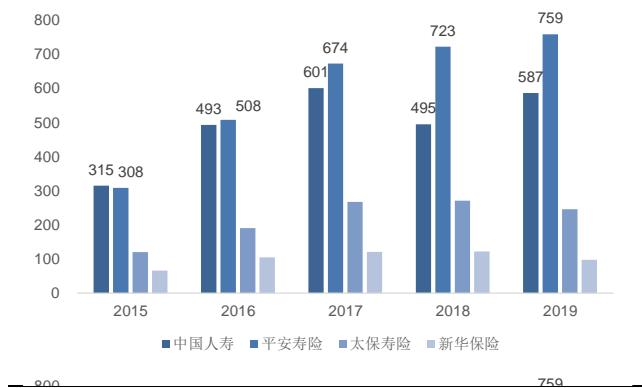
我们以存量保单价值来对上市保险公司进行对比，分析公司的行业地位。存量保单的价值在价值和利润口径下，分别对应“有效业务价值”和“剩余边际”。

公司有效业务价值在 2018 年超越中国人寿，位居第一。中国平安的新业务价值在 2016 年第一次超越中国人寿，存量保单价值（即有效业务价值）在 2018 年超过中国人寿。2019 年，中国平安、中国人寿新业务价值分别为 759 亿元、587 亿元，有效业务价值分别为 4899 亿元、4593 亿元。

公司剩余边际余额在 2017 年超越中国人寿，位居第一。剩余边际是未来利润的现值，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。受益于新业务贡献，公司剩余边际余额在 2017 超越中国人寿，连续三年稳居行业第一。2019 年，公司寿险剩余边际余额为 9184 亿元，较年初增长 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。

无论从价值体系还是利润体系来看，平安寿险的存量保单价值均处于行业第一位，龙头地位难以撼动。

图 6：2016 年中国平安 NBV 首次超越中国人寿



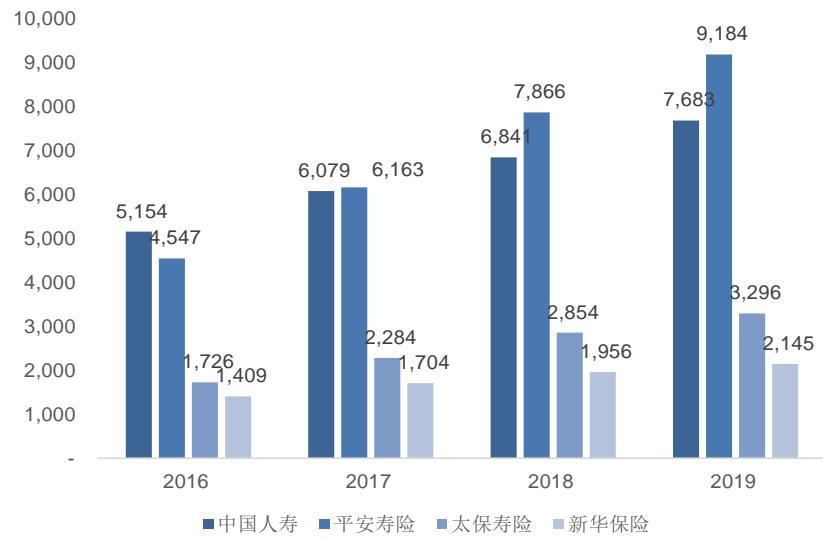
资料来源：上市公司历年年报、国信证券经济研究所整理

图 7：2018 年中国平安有效业务价值超越中国人寿



资料来源：上市公司历年年报、国信证券经济研究所整理

图 8：2017 年中国平安剩余边际余额超越中国人寿



资料来源：上市公司历年年报、国信证券经济研究所整理

寿险转型：开启供给侧改革

本质而言，寿险转型就是一场供给侧结构性改革。我们认为，目前保险行业竞争格局十分有利于龙头，未来的差异更应该归因于各保险公司之间战略定位的

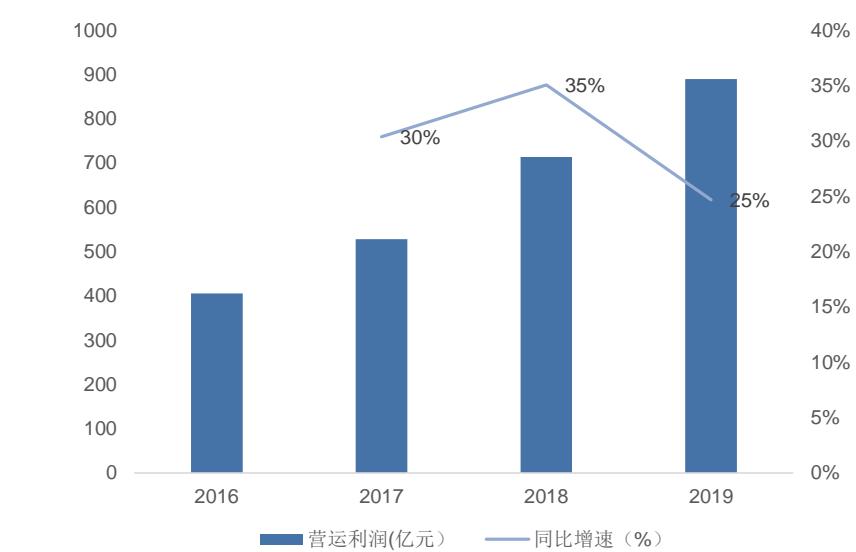
差异，也即聚焦于代理人渠道、进而聚焦价值的供给策略主导了保险公司之间的差异。中国平安已率先拉开帷幕——启动寿险改革。改革的目标，我们认为最终将体现在 NBV 和 EV 的快速增长，此外，代理人收入和产能也将体现出提升的趋势。

代理人渠道遭遇瓶颈

我们在报告《保险行业 2020 年中期投资策略：长期增长潜力未改》(2020 年 6 月 21 日)介绍了寿险市场发生了较大变化，包括市场、环境、消费者需求，原来的传统模式应对新的需求已经逐渐不适应。

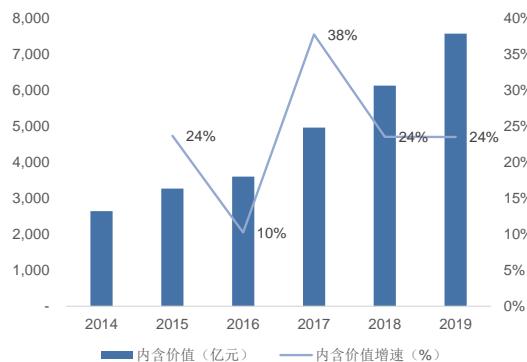
2019 年公司寿险营运利润和内含价值均实现了两位数的增长，但新业务价值增速下滑。2019 年，平安寿险及健康险业务实现营运利润 889.5 亿元，同比增长 24.7%，营运 ROE 为 40.5%；实现内含价值 7574.9 亿元，同比增长 23.5%。新业务价值代表寿险增长动力，2019 年新业务价值为 759.45 亿元，同比下降 5.1%。

图 9：平安寿险营运利润及增速



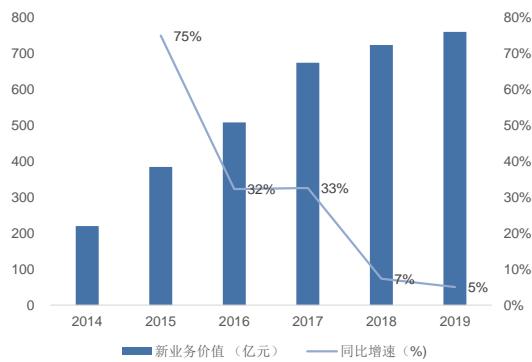
资料来源：公司历年年报、国信证券经济研究所整理

图 10：平安寿险内含价值及增速



资料来源：公司历年年报、国信证券经济研究所整理

图 11：平安寿险新业务价值及增速



资料来源：公司历年年报、国信证券经济研究所整理（备注：2015 年及之后为偿二代的评估结果，2014 年为偿一代的评估结果）

公司新单保费增速面临转型阵痛。2018 年始行业代理人增速趋缓、2017 年末 134 号文对中短期产品的收紧、竞争加剧等原因导致近两年行业保费增速趋缓。四家上市保险公司 2018、2019 年合计代理人增速分别为 -2.7%、0.1%；首年保费增速分别为 -13%、1%；新业务价值增速分别为 -3%、5%。由于公司在渠道端战略转型，新单保费增长面临转型阵痛。2019 年，新单保费为 1605 亿元，同比下降 3.0%。

图 12：行业人身险保费收入累计同比

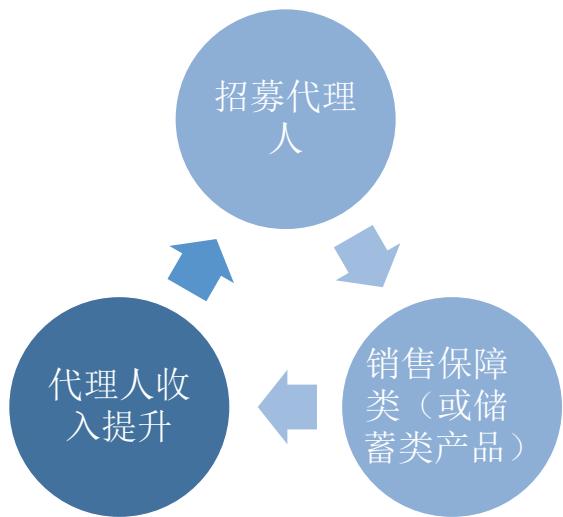

资料来源：银保监会、国信证券经济研究所整理

图 13：公司新单增速承压


资料来源：公司历年年报、国信证券经济研究所整理

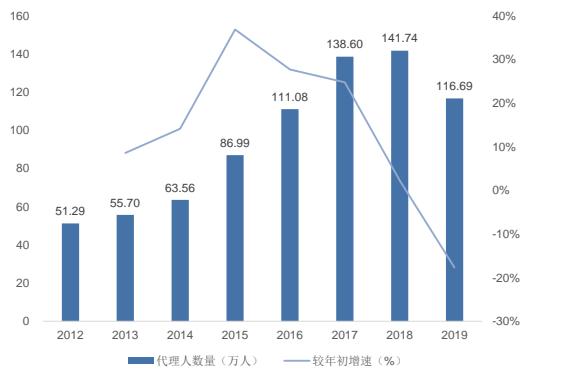
代理人下滑导致新单增长承压。2014-2018 年，代理人数量高速增长对个险新单、新业务价值起了重要的拉动作用。但目前，代理人高速增长红利期已逝，代理人改革是重要抓手。2019 年末，公司代理人规模为 117 万，较年初下降 17.7%，主动淘汰低端产能，聚焦高价值。

我们认为行业扩张的模式链条在于：“招募代理人→销售保障类产品（以及储蓄类产品）→代理人收入提升→扩招代理人...”

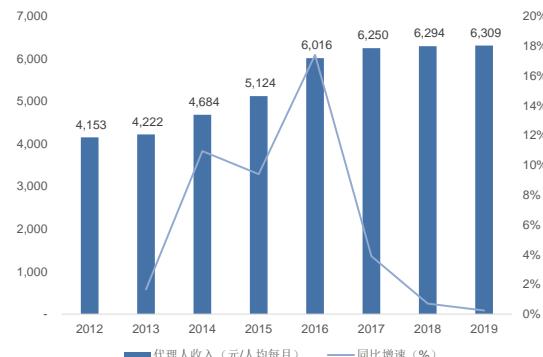
图 14：行业扩张模式链条


资料来源：国信证券经济研究所整理

供给端角度而言，代理人收入水平持续提升，且是此扩张模式的核心环节。由于行业披露有限，仅从公司披露数据来看，公司代理人收入从2012年的4153元/人均每月，提升至2017年的6250元/人均每月，2018、2019年代理人收入增速放缓。公司在2015、2016、2017年大幅增员，同时伴随着代理人收入的提升，形成良性循环。2016、2017年寿险新业务价值为508亿元、674亿元，同比增速为32%、33%。

图 15：中国平安代理人数量及增速


资料来源：公司历年年报、国信证券经济研究所整理

图 16：中国平安代理人收入及增速


资料来源：公司历年年报、国信证券经济研究所整理

我们认为核心逻辑有几个方面：(1) 产品方面：2013年8月保监会开始放开传统险定价利率，从2.5%上调至3.5%，提升保障类产品的竞争力。根据公司公开披露，公司在2013年借助费改政策，在中高端市场推出品牌性保障产品“平安福”；(2) 代理人方面：2015年8月代理人资格考试的取消，直接导致寿险人力的持续提升；(3) 公司坚持价值转型，进一步盘活良性循环模式，且逐渐在行业中占据领先地位。

2019年四季度，中国平安启动寿险改革，集团董事长亲自挂帅。改革目标是希望成为全球最领先的人寿保险公司，不仅是规模最大，还要成为一个新型的人寿保险经营模式，将过去的“健康人海”升级为追求质量和追求代理人收入，未来改革举措聚焦在渠道、产品、科技三方面。

正如公司首席保险业务执行官陆敏提到，“以产品、科技支持渠道，将公司经营水平提升到新高度。其中，着力点之一是渠道建设，提高代理人收入，目前平安业务员的收入在同业相比高出平均一倍左右，但在平安看来这还不够”。

寿险改革怎么改

未来平安人寿改革将主要在渠道、产品、科技三方面：

渠道改革。通过代理人渠道、线上渠道、银保三个渠道的改革，强化平安未来的发展势头，为未来年份的发展做好准备。

(1) 代理人渠道：从过去的“健康人海”升级追求质量和追求代理人收入，提升门槛，引进优才。公司推行“优才计划”，进行价值转型。“优才计划”主要招聘学历在大专或本科以上，具有经营意识和管理潜能的优秀人才。

“优才计划”是平安人寿核心人才培养计划，广纳懂经营、擅管理的高学历、高素质代理人，给予专项津贴及培养方案，助其成为技能专业、产能高效、发展领先的核心竞争人才。平安人寿代理人队伍中，“优才”占比约10%，大约10万人。

据统计，优才代理人的平均产能是非优才代理人的 1.7-1.8 倍。在个人的职业发展上，“优才计划”为参与者提供了营销和管理两条路线，让不同性格的特点的人可以选择适合自己的职业路径。

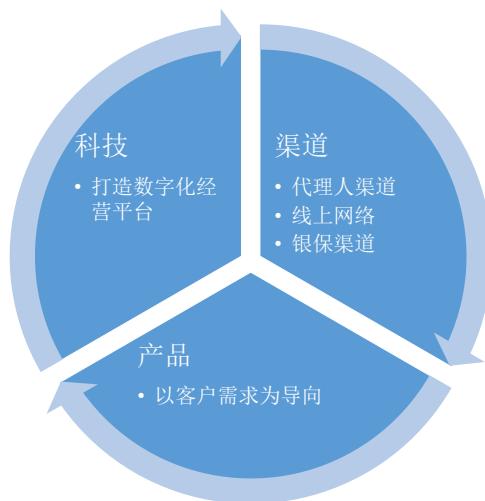
专业化、精英化是未来发展趋势。在更多的收入选择、更快的晋升机制吸引下，平安人寿的代理人结构开始呈现年轻化、高学历、高素质特点，不乏名校毕业的代理人。

(2) 线上网络：公司将采取以综合金融产品销售为基础来推动线上发展的模式。年轻一代对人寿保险的需求和保障风险已经成为了日常生活消费的一部分，所以要通过线上去做突破。虽然线上的突破在短期内不能实现，但是公司在逐渐加大投入。

公司将以 3000 万的“孤儿保单”为基础，进行再次销售和综合金融产品销售，以此推动线上销售。

(3) 银保渠道：坚持价值导向，不销售理财类产品。

图 17：平安寿险改革三大方向



资料来源：国信证券经济研究所整理

产品改革。以客户需求为导向，重点在于利用平安整体综合金融的体系的优势，在“寿险+”、“金融+”和“服务+”三个方面做系统化的产品体系改造，根据不同代理人的销售能力、不同消费者需求展开，进一步推动综合金融。

以“平安福”改革为例，2020 年 4 月，平发福 2019 款 II 代升级至 2020 款，此前 2019 款 II 代是一个主险为终身寿险，附加重疾险的产品组合计划。而平安福 20 中，两项责任合并在一起，即带身故责任的重疾产品，价格有所下降。此外平安福 20 可为轻症赔付保额的 20%，总共 3 次，并延续了“轻症涨保障”的特点。即轻症发生每次可提高 20% 的保额，3 次合计可最多提升 60% 的保额，解决保户轻症发生后重症风险骤增的后顾之忧。若与平安 RUN 的涨保额结合，最多可有 70% 的保额涨幅。

市面上重疾产品一般将轻症赔付作为吸引客户的卖点，实际上，重大疾病一般

都是通过轻症逐步发展起来，平安福 20 将轻症和重症联系在一起，真正做到站在用户角度需求考虑需求，大幅增加了用户的安全感。

表 3：“平安福”历年主要升级点

年度	主要升级点
2013 年	首款平安福上市
2014 年	新增 8 种轻症
2015 年	重疾种类从 30 种提升至 45 种
2016 年	少儿平安福上市，新增 10 种特定少儿疾病；成人平安福重症和轻症种类分别升级至 80、20 种，引用平安 RUN 概念
2017 年	少儿平安福新增轻症 3 次给付、癌症 3 次给付；成人平安福新增轻症 3 次给付、癌症多次给付，轻症后重疾保额提升
2018 年	重症由 80 种提升至 100 种、轻症由 20 种提升至 30 种
2019 年	轻症由 30 种提升至 50 种；附加长期意外险解绑
2020 年	身故责任和重疾责任合并；轻症多次赔付解决重症后顾之忧

资料来源：国信证券经济研究所整理

科技改革。运用科技打造全新的数字化经营平台，科技提供人工智能招聘、线上培训、线上营销、数据驱动活动管理、智能客服等技术支持。

新人招聘：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。借助 AI 等前沿技术，平安人寿根据一百多万名代理人历年的数据资料，分析形成人群画像，再结合候选人画像进行智能匹配，经过上千种自由组合的测评工具、AI 面试、智能评估等，快速定位和招揽合适人才。

队伍培养：平安人寿借助大数据分析，根据代理人的个性特征类型、岗位能力要求、自身绩效表现等因素，智能诊断出能力短板，匹配出最适合的培训方案，实现课程“千人千面”；通过算法迭代，“千人千面”可以量化评估代理人的训练效果，让训练内容更具针对性，训练过程更高效。

销售支持：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 18：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

改革成效可期

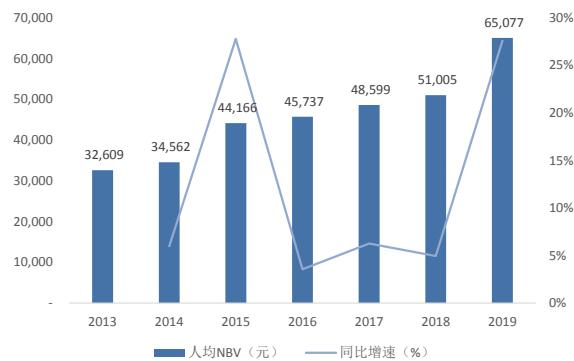
寿险改革进入深水区，改革成效或在下半年出现，2021公司经营有望恢复到健康、可持续的常态发展。公司改革强大的支撑因素来源于以下四个方面：管理团队、优良的代理人队伍、综合经营产品体系、科技优势。

第一，公司拥有超过25年、在市场上经验最丰富的管理团队；

第二，公司拥有素质最优良的代理人队伍；

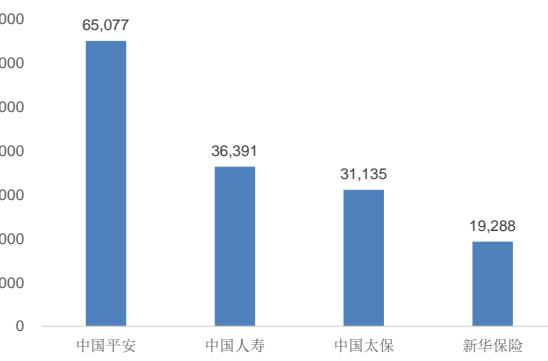
人均NBV：以2019年为例，平安、国寿、太保、新华的人均NBV贡献分别为6.50万元、3.64、3.11、1.93万元。从人均NBV指标来看，平安显示出更强的扩张承载力。

图 19：中国平安人均NBV处于上升通道



资料来源：上市公司历年年报、国信证券经济研究所整理

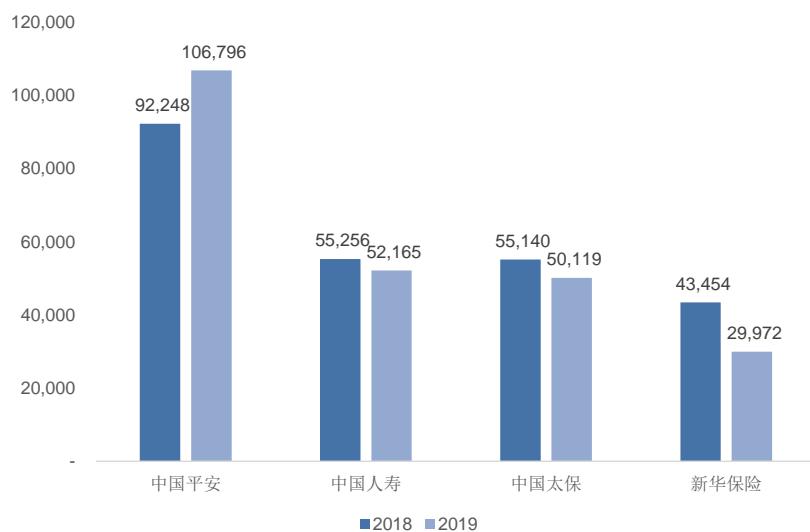
图 20：上市保险公司2019年人均NBV对比



资料来源：上市公司2019年年报、国信证券经济研究所整理（单位：元）

人均首年保费：以2019年为例，平安、国寿、太保、新华的人均首年保费分别为10.7、5.2、5.0、3.0万元。从人均首年保费指标来看，平安代理人队伍显示出更高的产能。

图 21：2018、2019年保险公司人均首年保费



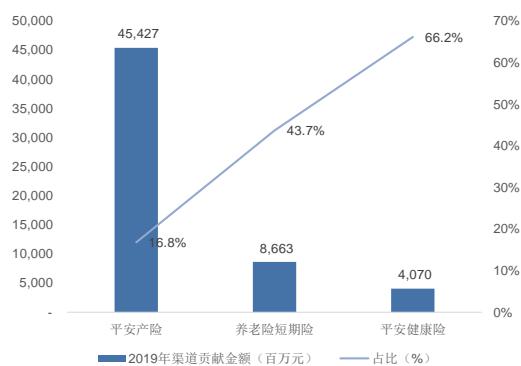
资料来源：上市公司2019年年报、国信证券经济研究所整理（统一口径有略微差异，中国平安采取个险渠道规模保费、中国人寿和新华保险采取个险渠道长险首年保费、中国太保采取个险渠道新保业务保费；单位：元）

第三，拥有强大的综合金融产品体系来支持业务员，支持业务员增加收入、开拓视野、有更广阔的职业生涯规划。以个人金融为例，在传统领域，平安寿险、平安养老保险、平安健康险、平安产险为客户提供寿险及健康险、财产险产品及服务；平安银行为客户提供基础零售、私行财富、消费金融等业务；平安证券、平安信托为客户提供多元化资产配置服务等。

在科技领域，陆金所控股为客户提供线上财富管理和个人借款服务；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，为用户提供在线医疗服务。传统领域和科技领域均为寿险代理人提供多元化产品和服务的营销支持。

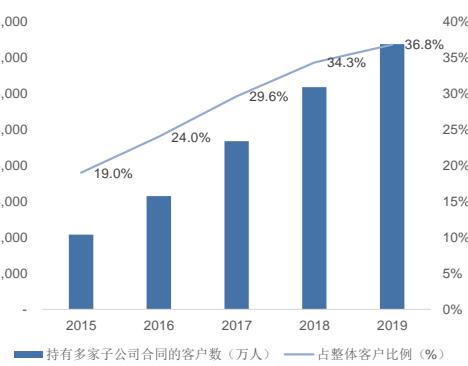
截至 2019 年末，个人客户中有 7371 万人同时持有多家子公司的合同，在整体客户中占比 36.8%，占比较年初提升 2.5 个百分点。2019 年通过寿险代理人渠道实现平安产险、平安养老保险和平安健康险保费收入分别为 454.27 亿元、86.63 亿元、40.70 亿元，占比分别为 16.8%、43.7%、66.2%。

图 22：交叉销售贡献金额及占比



资料来源：公司 2019 年年报、国信证券经济研究所整理

图 23：持有多家子公司合同的客户数及占比



资料来源：公司历年年报、国信证券经济研究所整理

第四，科技优势支持。公司通过科技全面赋能金融主业，降低经营成本，加强风险管理，提高客均利润与客户转换率。正如前文所述，科技优势赋代理人管理，包括智能招聘、线上培训、数字营销、数据驱动、活动管理、智能客服等，已经在寿险业务中取得一定成效。

对比友邦，有何发展启示

战略角度而言，友邦保险和中国平安的发展路线已经逐渐分道扬镳：友邦保险聚焦寿险业务，聚焦于泛亚市场，并在多个地区皆为龙头，当下所衍生的生态亦围绕当前的业务定位于数码医疗和健康领域，而中国平安定位于“科技+金融”，寻求从传统金融升华为科技金融，触及的业务线更广，版图更复杂。虽然从投资角度，友邦保险和中国平安可比性在降低，但从寿险角度而言，仍具备对比价值。

借鉴友邦，把握发展机遇

中国平安借鉴友邦，把握了重要的发展机遇

在中国内地寿险市场最为初始的阶段，寿险企业还可以采用直接营销渠道，徐

徐发展，但是在友邦中国于 1992 年率先引入代理人制度。1994 年 7 月，中国平安发布第一个营销队伍“基本法”，在中资公司中率先开展个人营销，大规模招募代理人以获取客户，无论全职或兼职，尽全力占领市场份额。

自 2010 年以来友邦开始对代理人渠道执行“最优秀代理”策略以及“营销员 2.0”方案，主打保障产品，专注于招聘人才，辅以业界最佳的培训课程，以建立领先市场的生产力及客户服务水平；2013 年，中国平安推出首款费率市场化产品——平安福健康保障计划，覆盖客户多元化的保障需求。

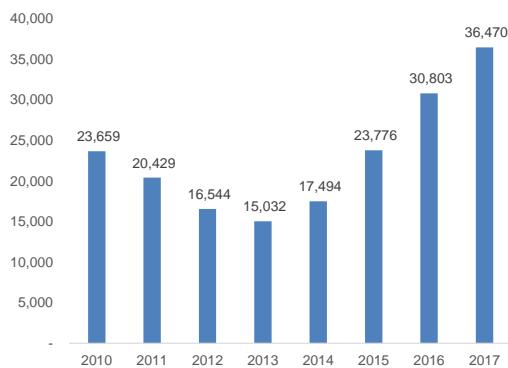
2015 年后随着保险营销员人数回升以及保费增速放缓，行业竞争加剧。2018 年，友邦开启“营销员 3.0 时代”，更加强调提供高品质、专业有温度的服务体验，友邦营销员由过去的“保障专家”升级为“健康管理伙伴”。

寿险市场已经发生了很大变化，包括市场、环境、消费者需求，原来的传统模式应对新的需求已经逐渐不适应。2019 年，中国平安启动寿险改革，改革目标是希望成为全球最领先的人寿保险公司，不仅是规模最大，还要成为一个新型的人寿保险经营模式，将过去的“健康人海”升级追求质量和追求代理人收入未来改革举措聚焦在渠道、产品、科技三方面。

改革难免会经历阵痛。以友邦为例，自 2010 年友邦保险实现独立上市以来，对代理人渠道进行了大刀阔斧的改革，推出了“最优秀代理”策略，期间经历了人力脱落和保费增速低于同业的阵痛。友邦中国代理人数量从 2010 年的 2.37 万人下降到 2013 年 1.50 万人。

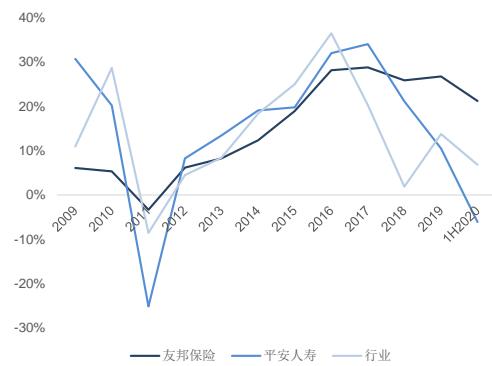
友邦中国保费收入增速在改革期间虽然增速低于同业，但在队伍改革完成后，代理人产能被激发。以近年来保费增速为例，近年来虽然由于行业监管、代理人增速趋缓、竞争加剧等原因，行业保费增速趋缓，但友邦在此过程中表现出较好的扩张力，2020 年上半年，友邦中国、平安人寿、行业保费增速分别为 21%、-6%、7%。

图 24：历年友邦中国代理人数量



资料来源：中国保险年鉴、国信证券经济研究所整理

图 25：友邦保险改革期间保费收入增速低于同业



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

代理人的精英化是必经之路

友邦保险是最大的泛亚地区独立上市人寿保险集团，覆盖亚太区内 18 个市场。在中国内地，长期以来友邦中国经营地点受到限制，业务范围仅限于北京市、上海市、广东省（含深圳市）、江苏省、天津市和石家庄市等。2020 年 6 月，友邦中国“分改子”获批，结束了在中国内地区域拓展受到限制的时代，预计分支

结机构增设行动将启动。

市场份额：行业快速扩张，2018年行业的原保险保费收入达到2.6万亿元，是2004年3193.6亿元的8.14倍，年均增速为16%。虽然行业在快速扩张，但中国平安市场份额并未下滑，成功捍卫了自己的市场地位。友邦中国因受制于外资身份，经营区域有限，未能在同一阶段充分享受行业的扩张红利。但即使在有限的经营区域，友邦保险的表现亦十分靓丽，能以超强的盈利能力捍卫住市场份额，竞争实力较强。

表4：中国内地寿险企业原保险保费收入规模排名（2004年）

排名	公司名称	保费收入	市场份额	排名	公司名称	保费收入	市场份额
1	国寿	1761.81	55.2%	11	太平洋安泰	6.2	0.2%
2	平安寿	548.77	17.2%	12	中宏	6.0	0.2%
3	太保寿	344.9	10.8%	13	中意人寿	3.3	0.1%
4	新华	187.48	5.9%	14	恒安标准	2.9	0.1%
5	泰康	176.86	5.5%	15	光大永明	2.1	0.1%
6	太平人寿	64.91	2.0%	16	安联大众	1.9	0.1%
7	友邦	48.07	1.5%	17	金盛人寿	1.7	0.1%
8	生命人寿	12.45	0.4%	18	首创安泰	1.2	0.0%
9	民生人寿	12.06	0.4%	19	海尔纽约	1.2	0.0%
10	信诚人寿	6.46	0.2%	20	中英人寿	0.9	0.0%

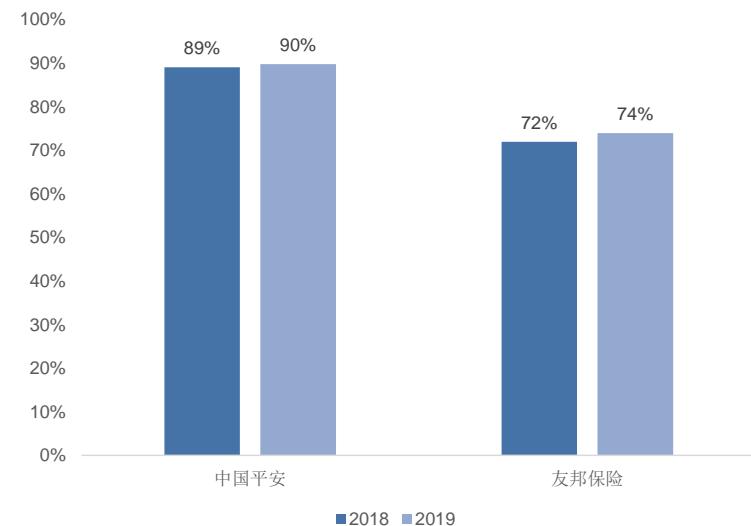
资料来源：银保监会网站、国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

表5：中国内地寿险企业原保险保费收入规模排名（2018年）

排名	公司名称	原保险保费收入	市场份额	排名	公司名称	原保险保费收入	市场份额
1	国寿股份	5362	20.42%	11	中邮人寿	577	2.20%
2	平安寿	4469	17.02%	12	前海人寿	496	1.89%
3	太保寿	2013	7.67%	13	百年人寿	386	1.47%
4	华夏人寿	1583	6.03%	14	阳光人寿	380	1.45%
5	太平人寿	1236	4.71%	15	国华	345	1.31%
6	新华	1223	4.66%	16	工银安盛	337	1.28%
7	泰康	1173	4.47%	17	恒大人寿	324	1.23%
8	人保寿险	937	3.57%	18	君康人寿	296	1.13%
9	富德生命人寿	717	2.73%	19	友邦	261	1.00%
10	天安人寿	586	2.23%	20	建信人寿	249	0.95%

资料来源：银保监会网站、国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

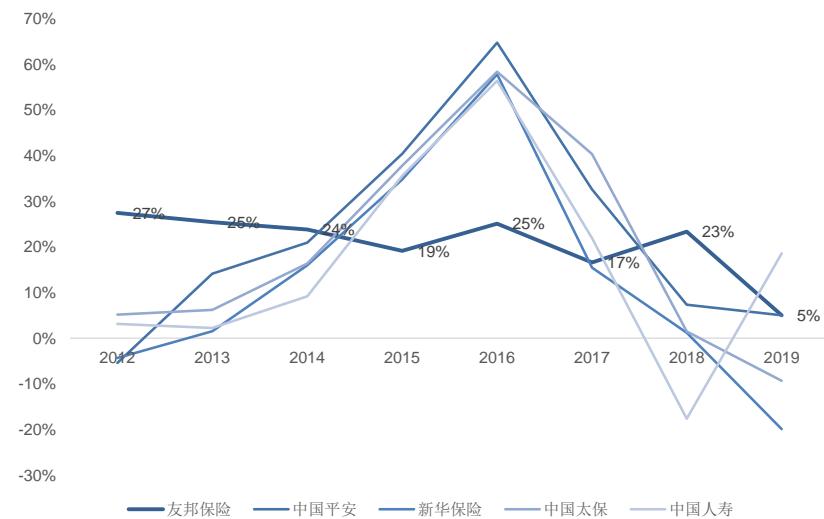
渠道：对比二者的代理人渠道新业务价值占比，中国平安占比更高。2019年，中国平安、友邦保险代理人新业务价值占比分别为90%、74%。友邦保险的分销网络主要分为代理队伍渠道以及伙伴分销渠道，其中伙伴分销渠道包括银行保险、直接销售和其他中介分销渠道。代理队伍渠道一直是友邦保险的核心分销渠道，是友邦与客户建立长远服务关系的关键竞争优势。

图 26：中国平安与友邦保险代理人渠道新业务价值占比


资料来源:上市公司历年年报、国信证券经济研究所整理

新业务价值: 新业务价值是新增保单利润的折现值。友邦保险 2019 年新业务价值为 41.54 亿美元, 是 2011 年的 4.46 倍, 年均增速为 20.5%。中国平安 2019 年新业务价值为 759.45 亿元, 是 2011 年的 4.51 倍, 年均增速为 20.7%。

在行业竞争加剧, 人力驱动策略失灵背景下, 友邦保险依然能维持较高的新业务价值增速。2017 年后, 寿险企业以往那种快速增员及低留存率的代理渠道策略的效果在逐渐下降, 上市保险公司 NBV 增速趋缓。相比而言, 友邦保险自 2010 年以来便开始对代理人渠道执行“最优秀代理”策略, 致力于建立一支高素质和专业的代理队伍, 带动新入职代理及活跃代理人数增长。

图 27：保险公司新业务价值增速对比


资料来源:上市公司历年年报、国信证券经济研究所整理 (若不计入中国香港业务, 友邦保险 2019 年新业务价值上升 16%)

高质量的代理人团队是友邦的核心竞争力。其分销网络主要分为代理队伍渠道以及伙伴分销渠道，2019年，代理人渠道新业务价值占比为74%。

以百万圆桌会（Million Dollar Round Table, MDRT）会员数量为例，友邦保险会员数量长期居于全球榜首。在中国内地，即使经营地点过去受到限制，但其百万圆桌会会员数量只低于平安人寿。

表 6：2019 年百万圆桌会会员数量公司排名（全球）

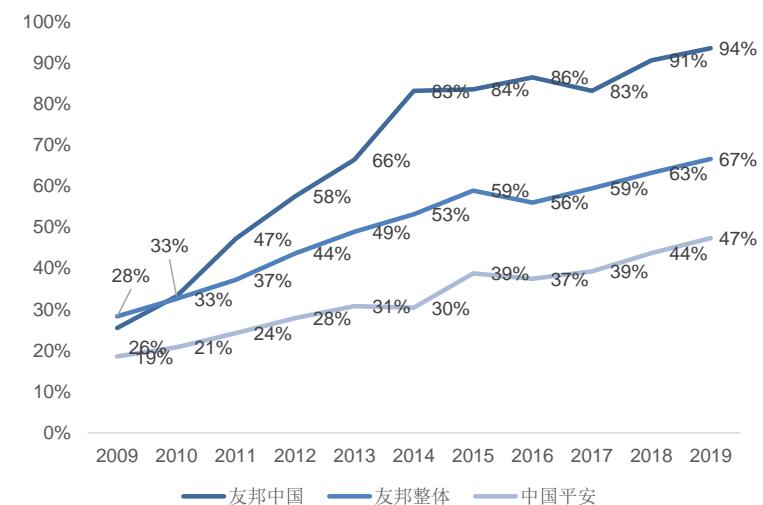
排名	公司	所在市场	会员人数	排名	公司	所在市场	会员人数
1	平安人寿	中国内地	6454	26	中国太保	中国内地	579
2	保诚香港	中国香港	4142	28	友邦新加坡	新加坡	570
3	友邦国际	中国香港	4003	29	友邦澳门	澳门	564
4	友邦中国	中国内地	2577	30	华夏人寿	中国内地	531
5	纽约人寿	美国	2569	31	友邦 Bhd	马来西亚	503
6	友邦泰国	泰国	1710	32	中信保城	中国内地	494
7	保诚人寿	日本	1258	40	PT 友邦金融	印度尼西亚	401
8	招商信诺人寿	中国内地	1212	41	中宏人寿	中国内地	387
9	宏利香港	中国香港	1710	55	泰康人寿	中国内地	266
10	太平人寿	中国内地	1161	56	中意人寿	中国内地	257
17	永达理经纪公司	中国内地	783	61	中英人寿	中国内地	230
19	西北互相人寿	美国	756	66	明亚保险经济公司	中国内地	212
20	中美联合大都会人寿	中国内地	735	78	友邦人寿-韩国	韩国	181
23	中国人寿	中国内地	619	85	大同保险销售与服务	中国内地	154
25	友邦越南	越南	581	92	新华人寿	中国内地	142

资料来源：MDRT、国信证券经济研究所整理（单位：人）

从盈利的层面来分析，友邦保险定位中高端市场，以长期保障型和长期储蓄型产品为核心，满足客户多样化需求的同时，有助于实现较高的新业务价值率。2019年，友邦集团、友邦中国新业务价值率分别为66.6%，93.5%。中国平安一贯重视代理人销售渠道，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，整体新业务价值率呈现上升趋势，2019年新业务价值率为47.3%。

二者的盈利能力历年来均得到了显著的提升。友邦中国新业务价值率显著高于中国平安，意味着友邦保险保单的资金成本更低。对保险公司而言，保单质量意义重于保费规模。

图 28：中国平安与友邦保险新业务价值率对比



资料来源：上市公司历年年报、国信证券经济研究所整理

降低对利差贡献的依赖

在内含价值方面,近5年平安寿险和友邦保险内含价值平均增速分别为23.7%、13.6%,平安寿险更具备优势。我们再比较两家公司的内含价值的增长结构,主要关注四项科目,其中“投资收益偏差”及“其它”两项是不稳定因素,其总占比应尽量减小。相比而言,友邦保险的“投资收益偏差”及“其它”两项科目的占比持续稳定地保持在较小的范围内,从中显示出友邦的风险敞口较低。

表7: 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	-1.8%	15.3%	1.4%	32.9%	23.2%	16.4%	12.6%	8.3%	18.5%
中国平安	19.3%	22.9%	14.4%	30.1%	23.7%	10.2%	37.8%	23.5%	23.5%
中国太保	3.4%	16.8%	14.1%	29.2%	20.8%	19.5%	17.9%	20.7%	18.2%
新华保险	74.4%	16.1%	13.3%	32.4%	21.1%	25.3%	18.6%	12.8%	18.4%
友邦保险	10.1%	15.4%	12.1%	13.6%	10.2%	14.6%	17.4%	12.3%	13.7%
集团内含价值									
中国平安	17.2%	21.3%	15.3%	39.2%	20.5%	15.3%	29.4%	21.5%	19.8%
中国太保	3.2%	19.1%	6.7%	18.6%	20.0%	19.6%	16.4%	17.5%	17.8%

资料来源:各上市险企历年年报、国信证券经济研究所整理

表8: 友邦保险和平安寿险内含价值增长结构对比

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
友邦保险								
内含价值预期回报	8.05%	7.60%	7.79%	7.26%	7.47%	7.72%	7.79%	7.53%
新业务价值贡献	4.36%	4.74%	5.46%	5.92%	7.20%	7.48%	7.67%	7.62%
投资收益偏差	3.43%	1.10%	2.13%	-4.86%	-0.10%	3.11%	-4.37%	0.95%
其它	-0.39%	-1.38%	-1.77%	1.85%	0.07%	-0.95%	1.25%	-2.40%
总增长幅度	15.44%	12.06%	13.60%	10.17%	14.64%	17.37%	12.34%	13.70%
中国平安								
内含价值预期回报	10.36%	9.30%	9.45%	9.32%	8.40%	8.81%	9.13%	9.42%
新业务价值贡献	11.32%	10.45%	10.96%	11.75%	21.11%	24.46%	18.78%	14.68%
投资收益偏差	-4.86%	0.80%	10.50%	4.39%	-0.17%	8.38%	-2.46%	5.24%
其它	6.08%	-6.13%	-0.77%	-1.78%	-18.64%	-3.89%	-1.91%	-5.82%
总增长幅度	22.89%	14.41%	30.14%	23.69%	10.25%	37.77%	23.54%	23.53%

资料来源:上市公司历年年报、国信证券经济研究所整理

最后,我们不能忽视寿险企业的金融特性。寿险保单的有效期较长,其估值自然会涉及到保费的投资回报率,而企业资产负债的久期匹配度是投资回报率的长期支持因素。寿险企业最后一公里应是注重资产负债的久期匹配。各企业针对利率的敏感性测试是有效衡量其资产负债久期匹配度的工具。我们将主要企业的测试结果展示如下。

我们对比中国平安与友邦保险,假设投资收益率下滑50BP,中国平安、友邦保险内含价值敏感性分别为-4.77%、-1.29%,新业务价值敏感性分别为-10.31%、-9.22%。

友邦的利率敏感性较低,来源于长期对保障业务的坚守。保障类保单价值和利润更多的通过死差来实现,降低对利差贡献的依赖性,从而降低利率波动可能带来的不利影响。正如中国平安披露的长期保障型保单利差占比24.9%,而寿险及健康险业务整体利差占比为35.1%,显示出保障类产品的强大优势。平安寿险多年坚持价值转型,负债端优势强,随着寿险改革的深化,对利差贡献的依赖性将进一步降低。

表 9：投资收益率下降 50 个基点对寿险业务内含价值的影响

		有效业务价值	敏感性	新业务价值	敏感性
中国太保	基准	190,844		24,597	
	变动后	160,500	-15.90%	21,252	-13.60%
新华保险	基准	82,119		9,779	
	变动后	66,520	-19.00%	8,414	-13.96%
中国人寿	基准	459,295		58,698	
	变动后	377,380	-17.50%	49,108	-16.34%
	内含价值	敏感性	新业务价值	敏感性	
中国平安	基准	1,200,533		75,945	
	变动后	1,143,217	-4.77%	68,115	-10.31%
友邦保险	基准	61,985		4,154	
	变动后	61,188	-1.29%	3,771	-9.22%

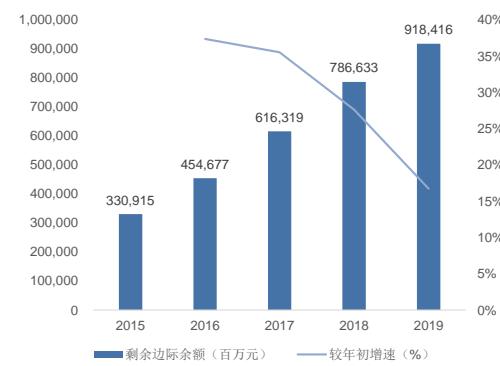
资料来源：各寿险集团 2019 年财务报表、国信证券经济研究所整理（友邦保险单位：百万美元，其余单位：百万元；友邦保险披露的是利率变动数据，口径或有不同，但差别不大）

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。

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%。

图 29：平安寿险剩余边际摊销

图 30：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

资料来源：公司历年年报、国信证券经济研究所整理

假设前提

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。

2019 年内含价值预期回报贡献为 9.4%，假设未来三年保持不变；保守假设

2020-2022 年首年保费增速为 0；2020-2022 年新业务价值率为 47.5%。预计 2020-2022 年 EV 增速分别为 16.6%/16.8%/17.2%，

表 10：内含价值预测假设

	2,013	2,014	2,015	2,016	2,017	2,018	2,019	2020E	2021E	2022E
内含价值预期回报	16,510	19,185	24,628	27,346	31,745	45,326	57,757	71,345	81,884	93,415
内含价值预期回报贡献	9.3%	9.4%	9.3%	8.4%	8.8%	9.1%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%
首年保费 (A)	59,034	72,203	99,110	135,722	171,547	165,447	160,478	160,478	160,478	160,478
首年保费增速	3.5%	22.3%	37.3%	36.9%	26.4%	-3.6%	-3.0%	0.0%	0.0%	0.0%
新业务价值率 (B)	30.8%	30.4%	31.1%	37.4%	39.3%	43.7%	47.3%	47.5%	47.5%	47.5%
新业务价值 (=A*B)	18,163	21,966	30,838	50,805	67,357	72,294	75,945	76,227	76,227	76,227
新业务价值增速	14.1%	20.9%	40.4%	64.7%	32.6%	7.3%	5.1%	0.4%	0.0%	0.0%

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）

表 11：平安寿险 EV 增长预测

	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%
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）

盈利预测的敏感性分析

当前股价对应 2020 年 PEV 为 1.0 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%。

表 12：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

风险提示

盈利预测的风险

我们采用内含价值框架，预测中国平安 2020-2022 年的业绩表现。因为国内的寿险及健康险企业的内含价值表现更加稳定，而会计框架受外部因素影响颇大，尤其是利率的影响，所以我们在这篇报告中主要采用内含价值的框架来给中国平安估值。根据我们在上文的预测，中国平安在 2020-2022 年的每股对应内含价值分别为 76.57/89.43/104.84 元，但是该预测结果对应着部分主观假设，相关风险值得投资者注意：

- (1) 我们假设新业务价值增速仍然会保持在高位，但实际上与商业健康保险的相关政策，以及行业内各个企业在保障类、储蓄类产品上更加重视或许会严重侵蚀企业的盈利能力以及市场份额；
- (2) 我们对于经验差异以及假设变动并没有作出任何假设，如此客观层面上的一定波动亦会导致预测结果的偏差。

估值的风险

我们预计公司 2020-2022 年每股内含价值为 76.57/89.43/104.84 元，同时假设寿险部分 P/EV 估值为 1.2-1.4 倍，则对应股价为 90-99 元。

但正如我们在之前的行业深度报告《寿险企业的估值探究：黄金有价》里所阐述的，在国内开展业务的寿险及健康险企业的 P/EV 估值极低，在 1.2 倍左右，远低于海外的同业企业，而行业内企业的 P/EV 估值提升之关键，在于宏观经济的持续向好。如果宏观经济表现在 2020 年和 2021 年远超预期，则寿险及健康险企业的 P/EV 估值则会超过 1.3 倍。在实践中，宏观经济的预测是非常难的，特别是长期而言。

简单而言，一个国家所推行的宏观政策就能左右其国家经济未来的走向，甚至其他国家的经济走向，从汇率到通货膨胀，再到消费者及投资者的预期，这一系列的潜在影响没有人能长期预料。所以一般而言，宏观经济的预测越近则准确度越高。宏观经济的运行不仅涉及到客观层面，也会涉及到主观层面。因此，对估值形成上行、下行风险。

其他风险

- (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。我们预期公司 2021 年代理人产能、代理人收入呈现提升趋势，带动新业务价值和内含价值增长，如果预期没有兑现，或对估值造成下行风险。
- (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。回归保障，负债端的久期在持续拉长，更加重了保险公司对于长久期资产的需求。国内目前的金融市场十分缺乏优质的长久期资产，长端利率下行将加剧保险公司的新增资金和到期资金的配置压力。

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	集团内含价值 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
期初剩余边际	786,633	918,416	1,073,049	1,236,116	其他业务上年度调整净资产	389,233	443,044	462,638	491,014
新业务贡献	155,684	165,321	175,554	186,421	其他业务当年净利润	46,748	58,435	73,044	91,305
预期利息增长	33,811	42,467	49,617	57,157	市场价值调整影响和其他影响	-27	0	0	0
剩余边际摊销	(74,454)	(92,818)	(108,445)	(124,926)	资本变动前其他业务调整净资产	435,954	501,479	535,682	582,320
营运偏差及其他	16,742	39,664	46,342	53,384	平安寿险向集团分红	48,536	0	0	0
期末剩余边际	918,416	1,073,049	1,236,116	1,408,152	资本注入	-7,671			
占期初剩余边际比重					股东股息				
新业务贡献	19.8%	18.0%	16.4%	19.8%	资本投资				
预期利息增长	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	股东分红	-33,775	-38,841	-44,667	-51,368
剩余边际摊销	-10.1%	-10.1%	-10.1%	-10.1%	其他业务本年度调整净资产	443,044	462,638	491,014	530,952
营运偏差及其他	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	集团内含价值	1,200,5	1,399,60	1,634,72	1,916,45
	1402	1594	1965	2428	34	4	0	0	
新业务价值	75,946	80,647	85,639	90,940	每股内含价值 (元)	65.68	76.57	89.43	104.84
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源分析 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	寿险及健康险内含价值 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
剩余边际摊销(A)	74,454	92,818	108,445	124,926	寿险上一年度内含价值	49,868			
净资产投资收益(B)	11,738	14,673	18,341	22,926	偿一代切换偿二代	7,889			
息差收入(C)	3,947	4,539	5,220	6,003	年初内含价值预计回报	90,048	99,361	107,310	115,895
营运偏差及其他(D)	10,406	13,008	16,259	20,324	其中：有效业务价值的预计回报	75,945	90,888	98,159	106,012
税前营运利润合计(E=A+B+C+D)	100,545	125,037	148,265	174,178	回报				
所得税(F)	(11,595)	(18,756)	(22,240)	(26,127)	调整净资产的预计回报	7,080	8,473	9,151	9,883
税后营运利润合计(G)	88,950	106,281	126,026	148,052	一年新业务价值	7,023			
短期投资波动(H)	19,354	0	0	0	其中：一年新业务价值	1,898	0	0	0
折现率变动影响(I)	(13,164)	0	0	0	新业务内部分散效应	3,672			
其他一次性项目剔除	8,597				新业务与有效业务的风险分散效应	153,375			
净利润(J=G+H+I)	103,737	106,281	126,026	148,052	营运假定及模型变动	0	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	1,143,70	1,385,49
					6	8			
					运营经验差异	-1,525			
					其他经验差异				

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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 ±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 ±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