

中国平安 (601318.SH)

寿险改革创造增长新动能

本报告核心围绕平安的三个问题展开，即平安近年业绩持续承压的原因、平安当前的核心竞争力以及平安寿险改革的主要动作与方向。

平安近年来业绩持续走弱的原因分析：行业层面监管加强叠加行业代理人增速下行，同时价值主力重疾产品增速放缓使得行业景气度步入下行周期。此外一方面随着重疾产品不断丰富、信息不对称的逐步消除、购买群体呈现年轻化、理性化的趋势，另一方面重疾定价层面长期具备高度不确定性，从而使得价格战不断加剧，且更具针对性，平安单一产品难以满足多元化需求，导致代理人出单难度加大，数量持续脱落并形成恶性循环。

平安当前仍具备核心竞争力：公司的核心竞争力可以归纳为“1+3”，“1”为专业化的机制体制以及长期稳定的战略发展方向，包括长期优化的股权结构、领先的管理机制、专业的管理团队、市场化的激励机制以及完善的人才培养体系。“3”包括1)持续推进高质量代理人团队建设，科技助力产能提升；2)险种均衡发展，长期注重坚持价值经营；3)投资端不断拉长资产久期，更低的利率敏感性以有效应对长期低利率的冲击。

寿险改革转型：引领行业发展。自2018年下半年公司正式开启寿险改革。我们认为当前平安的寿险改革在行业中具备前瞻性和战略性，同时公司作为改革先行者，在方向和策略上不断进行尝试探索，目前看平安在包括产品、渠道、组织架构和经营管理方面的改革方向与举措均极具针对性，具体包括1)产品端主要三个方向，由单一主打到多元布局，满足多元化保险需求；优化产品设计，适度让利客户，提升产品吸引力；“产品+”推动保险产品与关联服务相融合，塑造产品壁垒。2)渠道端，践行优才计划，不断提升代理人质量，通过新基本法增加代理人长期利益；多元化渠道布局，强化线上+线下融合。3)组织架构方面，建立3+1组织体系。4)经营管理方面，全力推动寿险业务数据化经营。我们坚定看好平安的寿险改革战略与方向，并期待公司能够获得持续的改革成效。

投资建议：公司对行业环境改变及业绩增速承压进行了极具针对性的改革，改革方案基本在今年全面落地，未来改革成果值得期待。行业层面看，2021年预计行业保费收入明显改善，景气度短期提升；同时利率预期相对企稳，对公司估值有所支撑。当前公司开门红之下对明年业绩改善的预期渐强，未来半年左右维度展望，公司增长具备极高确定性，兼具绝对收益机会与个股弹性，预计公司20E/21E归母净利润分别为1315.19/1810.49亿元，增速分别为-12.0%/37.7%，保守估计公司21E的市值为2.00万亿元，给予2021年公司目标价109.50元，较当前仍然有28%以上空间，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：长端利率下行风险；明年负债表现不及预期风险；寿险改革成效不及预期风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	976,832	1,168,867	1,207,345	1,345,522	1,519,553
增长率 yoy (%)	9.6	19.7	3.3	11.4	12.9
归母净利润(百万元)	107,404	149,407	131,519	181,049	219,247
增长率 yoy (%)	20.6	39.1	-12.0	37.7	21.1
每股净资产	30.44	36.83	40.83	48.39	56.61
ROE(%)	19.30	22.19	17.62	20.47	21.19
EPS(摊薄/元)	5.88	8.17	7.19	9.90	11.99
P/EV(倍)	1.54	1.29	1.12	0.98	0.85

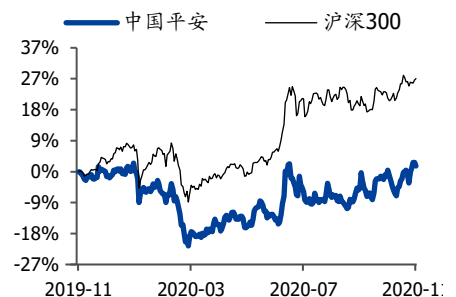
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (首次)

股票信息

行业	保险
最新收盘价	84.54
总市值(百万元)	1,545,411.61
总股本(百万股)	18,280.24
其中自由流通股(%)	59.26
30日日均成交量(百万股)	47.99

股价走势



作者

分析师 马婷婷

执业证书编号：S0680519040001

邮箱：matingting@gszq.com

分析师 赵耀

执业证书编号：S0680519090002

邮箱：zhaoyao@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	474,059	449,909	517,395	505,854	518,796
拆出资金	74,434	79,569	99,461	117,730	137,456
买入返售金融资产	92,951	96,457	96,457	95,615	96,539
应收类合计	115,302	140,193	173,839	176,878	204,787
保户质押贷款	111,219	139,326	160,225	199,717	242,935
长期应收款	165,214	183,957	193,155	234,246	263,618
发放贷款及垫款	1,929,842	2,240,396	2,598,859	3,017,165	3,501,802
定期存款	172,033	216,810	258,004	306,751	372,112
交易性金融资产	824,939	961,073	1,076,402	1,237,862	1,423,541
债权投资	2,075,151	2,281,225	2,646,221	2,989,311	3,376,883
其他债权投资	310,901	458,165	549,798	734,989	982,558
其他权益工具投资	222,639	282,185	265,254	292,768	323,136
长期股权投资	154,895	204,135	247,003	356,070	471,133
独立账户资产	36,308	46,131	50,744	54,418	62,453
其他资产	383,073	443,398	469,352	492,427	538,352
资产总计	7,142,960	8,222,929	9,402,170	10,811,801	12,516,103
银行同业及其他金融机构存放款项	387,096	355,051	397,657	391,518	394,360
卖出回购金融资产款	189,028	176,523	247,132	308,479	368,332
代理买卖证券款	25,315	38,645	57,968	80,425	118,331
预收类合计	47,227	42,473	25,484	20,809	16,064
应付类合计	171,830	187,402	209,890	219,695	238,540
吸收存款	2,089,029	2,393,068	2,560,583	2,814,689	3,110,023
保户储金及投资款	622,915	701,635	764,782	854,345	949,315
保险合同准备金	1,605,411	1,921,907	2,353,902	2,832,615	3,390,565
应付债券	556,875	699,631	839,557	1,032,749	1,269,063
其他负债	764,591	854,224	959,890	1,088,728	1,295,440
负债合计	6,459,317	7,370,559	8,416,844	9,644,050	11,150,034
股本	18,280	18,280	18,280	18,280	18,280
资本公积金	131,148	128,651	128,651	128,651	128,651
减: 库存股	-	5,001	5,001	5,001	5,001
其它综合收益	4,940	13,459	-10,767	4,307	6,030
盈余公积	12,164	12,164	12,164	12,164	12,164
一般风险准备	55,794	71,964	72,684	76,318	80,134
未分配利润	334,182	433,644	520,446	639,939	784,642
归属于母公司所有者	556,508	673,161	746,459	884,660	1,034,901
权益合计	127,135	179,209	238,867	283,091	331,168
少数股东权益	683,643	852,370	985,326	1,167,751	1,366,070
所有者权益合计	683,643	852,370	985,326	1,167,751	1,366,070

盈利指标

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
ROA	1.50%	1.82%	1.40%	1.67%	1.75%
ROE	19.3%	22.2%	17.6%	20.5%	21.2%
EPS	5.88	8.17	7.19	9.90	11.99
BVPS	30.44	36.83	40.83	48.39	56.61
每股内含价值	54.84	65.67	75.71	86.12	99.06
每股新业务价值	3.95	4.15	2.99	3.32	3.69

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	976,832	1,168,867	1,207,345	1,345,522	1,519,553
已赚保费	677,703	748,779	763,755	824,855	923,838
银行业务利息净收入	74,783	90,187	102,362	114,646	126,110
非保险业务手续费及佣金净收入	37,191	44,230	51,749	58,994	67,253
非银行业务利息收入	88,546	99,991	117,989	135,688	156,041
投资净收益	74,589	77,497	112,371	134,845	161,814
公允价值变动净收益	-28,284	44,091	-8,818	1,764	2,293
其他业务收入等	52,304	64,092	67,938	74,731	82,204
营业支出	813,494	983,839	1,033,770	1,105,219	1,228,579
退保金	21,539	26,661	36,660	37,118	36,954
赔付支出减摊回	193,857	213,767	219,961	236,733	263,294
提取保险责任准备金减摊回	190,348	286,921	299,392	324,168	358,449
保户红利支出	16,445	19,329	17,795	19,797	22,172
手续费及佣金支出	130,383	114,753	137,476	155,073	175,529
税金及附加	3,884	4,272	4,357	4,706	5,271
管理费用	139,731	165,320	162,680	173,220	194,006
非银行业务利息支出	18,227	20,098	27,138	29,851	34,329
其他业务成本	45,266	65,452	49,644	53,616	60,049
其他资产减值损失	53,814	67,266	78,667	70,938	78,526
营业利润	163,338	185,028	173,575	240,303	290,974
利润总额	163,151	184,739	173,277	239,970	290,598
所得税	42,699	20,374	28,591	40,795	49,402
净利润	120,452	164,365	144,686	199,175	241,197
归母净利润	107,404	149,407	131,519	181,049	219,247

关键指标

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
归母净利润(亿)	1,074.04	1,494.07	1,315.19	1,810.49	2,192.47
归母净利润增速	20.6%	39.1%	-12.0%	37.7%	21.1%
已赚保费(亿)	6,777.03	7,487.79	7,637.55	8,248.55	9,238.38
已赚保费增长率(%)	18.3%	10.5%	2.0%	8.0%	12.0%
新业务价值(亿)	722.94	759.45	546.80	606.95	673.72
新业务价值增速	7.3%	5.1%	-28.0%	11.0%	11.0%
寿险内含价值(亿)	6132.23	7574.90	8735.27	9936.22	11335.28
寿险内含价值增速	23.5%	23.5%	15.3%	13.7%	14.1%
寿险 ROEV	30.8%	25.0%	19.3%	18.8%	18.7%
集团内含价值(亿)	10024.56	12005.33	13839.44	15743.52	18107.44
集团内含价值增速	21.5%	19.8%	15.3%	13.8%	15.0%
集团 ROEV	18.6%	15.3%	12.5%	11.9%	12.5%
净投资收益率	5.2%	5.2%	4.80%	4.90%	4.80%
总投资收益率	3.6%	6.9%	5.40%	5.10%	5.00%
P/E(倍)	14.39	10.34	11.75	8.54	7.05
P/B(倍)	2.78	2.30	2.07	1.75	1.49
P/EV(倍)	1.54	1.29	1.12	0.98	0.85

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、致力打造国际领先的科技型个人金融生活服务集团	6
二、行业展望：重疾增速明显趋缓，但行业仍具备长期空间	8
2.1 保险深度、保险密度的全球比较存在诸多偏差	8
2.1.1 保险深度密度指标直接比较存在问题	8
2.1.2 我国当前形成了年金+重疾为主的保费结构	8
2.2 重疾险是价值的主力，但未来增速将会持续下行	9
2.3 行业的长期增长空间：养老储蓄+财富传承	12
三、平安近年来业绩持续承压的原因分析	13
3.1 监管加强+代理人数量到达天花板+重疾增速放缓，行业景气度下行	14
3.2 客群变化及互联网渠道快速增长	16
3.3 重疾成为行业主力，定价层面发生率恶化趋势具备不确定性	17
3.4 重疾价格战不断加剧，同时更具针对性	18
3.5 公司代理人数量持续脱落导致恶性循环	21
四、平安当前较同业仍具备核心竞争力	21
4.1 专业化的机制体制以及长期稳定的战略发展方向	21
4.2 持续推进高质量代理人团队建设，科技助力产能提升	25
4.3 险种均衡发展，长期注重坚持价值经营	27
4.4 不断拉长资产久期，利率敏感性低于同业	28
五、公司寿险改革转型：引领行业发展	29
5.1 产品：由单一主打到多元布局，提升产品吸引力	30
5.1.1 单一主打到多元产品布局，满足多元化保险需求	30
5.1.2 优化产品设计，适度让利客户，提升产品吸引力	31
5.1.3 “产品+”推动保险产品与关联服务相融合	32
5.2 渠道：代理人提质增利，多元化渠道布局	34
5.2.1 提升代理人质量，增加代理人利益	34
5.2.2 多元渠道布局，强化线上+线下融合	35
5.3 组织架构及经营管理：建立 3+1 组织体系，全力推动数据化经营	36
5.4 寿险改革未来展望	37
六、估值分析	38
七、投资建议	39
风险提示	40

图表目录

图表 1: 中国平安综合金融及生态圈布局情况	6
图表 2: 中国平安 2007 年战略版图	7
图表 3: 中国平安 2010 年战略版图	7
图表 4: 中国平安 2014 年战略版图	7
图表 5: 平安 2014 年“一扇门，两个聚焦，四个市场”战略体系	7
图表 6: 中国平安 2016 年战略版图	8
图表 7: 中国平安 2017 年战略版图	8
图表 8: 部分国家及地区保险深度情况（2019 年，美元）	8
图表 9: 部分国家及地区保险密度情况（2019 年，%）	8
图表 10: 我国寿险公司总保费结构情况	9

图表 11: 中国平安保费结构情况.....	9
图表 12: 我国健康险持续保持高增长 (亿元)	10
图表 13: 健康险在人身险总保费中占比不断提升	10
图表 14: 我国健康险细分险种占比情况.....	10
图表 15: 重疾险新单保费收入及增速情况 (亿元)	10
图表 16: 我国重疾不同省份覆盖率情况.....	11
图表 17: 我国重疾不同省份件均保额情况 (17-18 年)	11
图表 18: 我国重疾新单保费及未来增速预计 (亿元)	12
图表 19: 我国重疾总空间测算.....	12
图表 20: 中美三支柱模式的规模情况 (2019 年)	12
图表 21: 未来 1-2 年中国高净值人群各类境内资产的配置变化趋势.....	13
图表 22: 中国个人持有的可投资资产总体规模及复合增速情况	13
图表 23: 2015-2019 年中国高净值人群财富传承安排及变化.....	13
图表 24: 中国平安新单保费与 NBV 及增速情况 (亿元)	14
图表 25: 2018 年以来平安与同业 NBV 及增速情况 (亿元)	14
图表 26: 2013-2017 上市险企 NBV 增速情况.....	15
图表 27: 2013-2017 行业代理人数量及增速情况 (万人)	15
图表 28: 人身险行业保险收入及增速情况 (万亿元)	15
图表 29: 我国保险代理人数量及增速情况 (较上年末, 万人)	15
图表 30: 不同年代及城市网民首次购买保险产品的年龄情况.....	16
图表 31: 线上购买复杂险排名情况	16
图表 32: 对于购买互联网渠道保险的接受度情况	16
图表 33: 购买保险时对条款阅读和业务员讲解的情况.....	16
图表 34: 2019 年以来互联网人身险保费恢复快速增长 (亿元)	17
图表 35: 互联网健康险快速增长且占比不断提升 (亿元)	17
图表 36: 长期保障型产品仍是平安个险 NBV 的重要来源.....	17
图表 37: 中国平安重对疾发生率审慎考虑长期恶化趋势.....	17
图表 38: 不同类保险产品的定价差异.....	18
图表 39: 不同公司、不同重疾产品之间价格差异较为明显.....	18
图表 40: 2019 年起部分高性价比重疾险下架或销售趋严.....	19
图表 41: 平安主力重疾平安福的迭代历程情况.....	20
图表 42: 2018 年及以前上市险企主力重疾产品及更迭情况	20
图表 43: 平安代理人数量持续脱落 (万人)	21
图表 44: 平安代理人活动率情况不断下降	21
图表 45: 2007 年平安上市时股权结构情况.....	22
图表 46: 2019 年平安股权结构情况.....	22
图表 47: 中国平安自 2016 年起对利润核心增长驱动因素进行拆解分析.....	23
图表 48: 中国平安主要管理层履历情况.....	24
图表 49: 上市险企个险渠道总保费占比情况.....	25
图表 50: 上市险企个险渠道新单保费占比情况.....	25
图表 51: 中国平安不同时期代理人发展策略情况	26
图表 52: 上市险企代理人人均新单保费测算情况 (元)	26
图表 53: 上市险企代理人人均 NBV 测算情况 (元)	26
图表 54: 中国平安通过“科技+”全过程武装代理人	27
图表 55: 平安代理人收入情况 (元/月)	27
图表 56: 中国平安总保费结构情况	27
图表 57: 中国平安新单保费期限结构情况	27

图表 58: 上市险企新业务价值率情况.....	28
图表 59: 中国平安个险渠道不同产品类型价值率情况.....	28
图表 60: 上市险企总投资收益率情况.....	28
图表 61: 上市险企 EV 增长中投资回报差异情况.....	28
图表 62: 上市险企投资回报率下降 50pb 对 NBV 的影响.....	29
图表 63: 上市险企投资回报率下降 50pb 对 EV 的影响.....	29
图表 64: 平安 NBV 对利率敏感性与产品推动的关系.....	29
图表 65: 平安资产负债久期及缺口情况.....	29
图表 66: 2018 年起平安开始加大对保障型主力产品的设计推动.....	30
图表 67: 平安当前保障型产品体系结构情况.....	31
图表 68: 平安“HRC”健康促进计划情况.....	33
图表 69: 平安“糖保保”产品提供的慢病管理服务.....	33
图表 70: 日本代理人数量及占劳动人口比例情况.....	34
图表 71: 台湾地区代理人 13 个月留存情况.....	34
图表 72: 台湾地区寿险专属代理人教育程度情况.....	35
图表 73: 台湾地区寿险经纪人教育程度情况.....	35
图表 74: 中国平安不同渠道新单保费占比情况.....	36
图表 75: 中国平安其他渠道 Margin 及 NBV 占比情况.....	36
图表 74: 中国平安客户数及客均合同数情况.....	37
图表 75: 中国平安客户财富结构情况.....	37
图表 76: 平安寿险及集团 EV 增长预测 (百万元).....	38
图表 77: 中国平安分部估值情况 (亿元).....	39
图表 78: 上市险企 P/EV 估值情况.....	39

一、致力打造国际领先的科技型个人金融生活服务集团

由寿险主业到“金融+科技”、“金融+生态”：中国平安自1988年成立以来，一直以保险业务为核心。1998年开始公司在马总的推动下逐步开展综合金融业务，共经历了三次升级：1.0时代以传统金融为主，从保险公司逐步发展成为综合金融集团，从早期开展简单的交叉销售到金融超市提供综合金融产品；平安2.0时代以“科技引领综合金融”，将综合金融与现代科技紧密结合，利用科技手段为客户提供极致的金融消费服务体验；2016年开始平安正式进入3.0时代，伴随着互联网化、客户需求多元化，人工智能应用的兴起，让科技赋能金融、科技赋能生态、生态反哺金融。

图表1：中国平安综合金融及生态圈布局情况

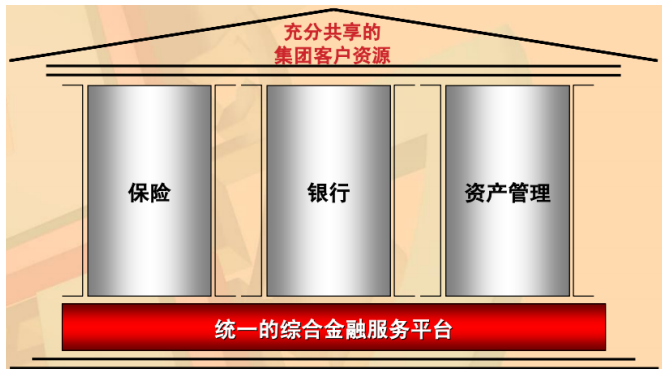
时间	事件
1988年3月	平安保险公司成立，经营产寿险等保险业务
1995年1月	人行批准成立平安证券
1996年7月	平安信托正式成立
1996年8月	平安(海外)控股正式成立
2003年1月	公司正式完成分业重组，更名中国平安保险(集团)股份有限公司；集团控股设立平安人寿、平安财险、平安海外(控股)公司、平安信托，平安信托依法控股平安证券，形成了以保险为主，证券、信托、投资和海外业务为一体的金融保险集团架构
2003年12月	平安信托正式获准收购福建亚洲银行，并更名为“平安银行”
2004年6月	公司首次公开发行股票在香港联合交易所主板正式挂牌交易
2004年12月	平安养老保险核准开业
2005年6月	平安资管正式营业，并获准进行境外投资
2006年6月	中国平安在香港设立香港平安资产管理公司
2007年3月	平安集团首次公开发行A股股票并在上海证券交易所挂牌上市
2007年8月	深圳市商业银行吸收合并平安银行，正式更名为深圳平安银行股份有限公司
2008年10月	平安首创“一账通”成功上线
2011年1月	平安大华基金成立并首发成功
2011年9月	陆金所在上海注册成立
2012年6月	原深发展银行和原平安银行完成吸收合并，更名为新的平安银行
2012年8月	平安集团宣布成立“平安创新投资基金”
2013年1月	平安租赁成立
2013年12月	中国平安围绕用户的“医、食、住、行、玩”生活圈，全面布局互联网金融业务，推动落实门户战略
2014年3月	平安好房成立
2014年3月	中国平安互联网金融战略实施取得重大进展：按照既定的互联网金融发展战略，积极推动互联网金融创新业务的发展，围绕社会大众的“医、食、住、行、玩”消费需求场景，搭建互联网金融平台，初步形成了“四个市场、两朵云、一扇门”的完整战略体系，资产交易市场的“陆金所”、积分交易市场的“万里通”、房地产交易市场的“平安好房”、汽车交易市场的“平安好车”等互联网O2O生态平台快速起步
2015年4月	平安好医生APP正式上线
2016年3月	平安金服在上海正式揭牌成立
2016年6月	公司以16亿美元收购汽车之家47.4%的股权，正式成为汽车之家最大股东
2016年9月	主打医疗科技概念的平安医保科技成立
2016年12月	陆金所完成战略性架构整合，形成陆金所、前交所、重金所、平安普惠“三所一惠”控股架构
2018年6月	中国平安与日本津村共同设立合资公司“平安津村有限公司”正式成立
2018年9月	平安智慧城市注册成立
2018年12月	平安好房更名为平安城科，转型为以建管云、地产云、租房云为载体的云平台供应商

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2003年起公司完成分业重组，集团控股下属设立包括平安人寿、平安财险、平安信托等子公司，形成了以保险为主，证券、信托、投资和海外业务为一体的金融保险集团架构，并在后续数年内完善对银行、养老险、资管等牌照的获取，基本形成了综合金融服务平

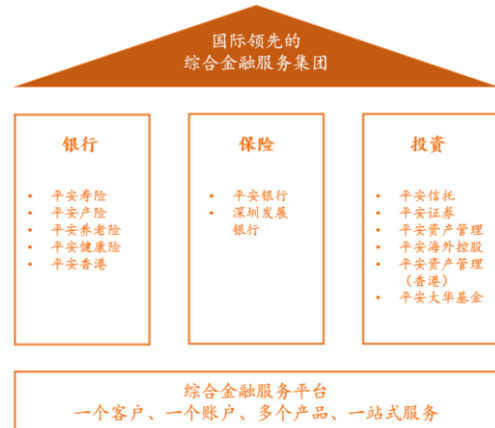
台的搭建，通过多渠道分销网络以统一品牌向客户提供多种金融产品和服务，致力于打造国际领先的综合金融服务集团。

图表 2: 中国平安 2007 年战略版图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

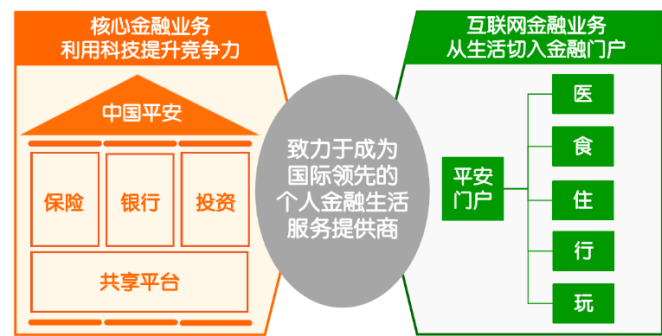
图表 3: 中国平安 2010 年战略版图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2013 年伊始，马总发表了《科技，引领综合金融》主题的元旦致辞，加速集团科技的转型与布局。公司围绕“科技引领金融，金融服务生活”的主题，坚持传统金融业务和非传统业务共同发展，努力把平安建设成为“中国领先的个人综合金融服务提供商”，最终实现“综合金融、国际领先”的战略目标。同时公司全面布局互联网金融业务，至 2014 年，公司围绕社会大众的“医、食、住、行、玩”消费需求场景，搭建互联网金融平台，初步形成了“四个市场、两朵云、一扇门”的完整战略体系，资产交易市场的“陆金所”、积分交易市场的“万里通”、房地产交易市场的“平安好房”、汽车交易市场的“平安好车”等互联网 O2O 生态平台快速起步。

图表 4: 中国平安 2014 年战略版图



资料来源: Swiss Re, 国盛证券研究所

图表 5: 平安 2014 年“一扇门，两个聚焦，四个市场”战略体系



资料来源: Swiss Re, 国盛证券研究所

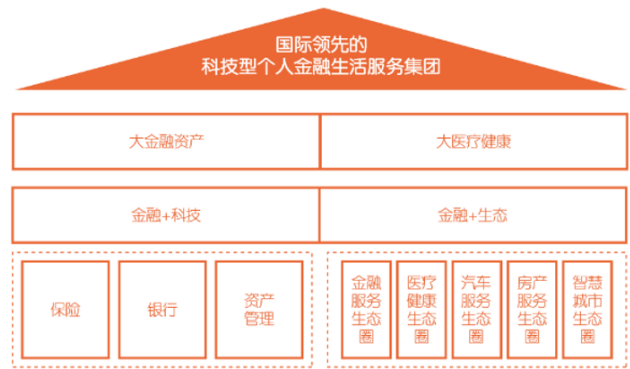
2016 年以后，公司持续深化“金融+科技”、探索“金融+生态”，将创新科技聚焦于大金融资产、大医疗健康两大产业，深度应用于传统金融与“金融服务、医疗健康、汽车服务、房产服务、智慧城市”五大生态圈，打造发展新引擎；通过“一个客户、多种产品、一站式服务”的综合金融经营模式，为客户提供金融生活产品及服务。在 2018 年中，平安正式确立科技赋能金融，科技赋能生态，生态赋能金融的战略路径，开启“金融+科技”、“金融+生态”新篇章。

图表6: 中国平安2016年战略版图



资料来源: Swiss Re, 国盛证券研究所

图表7: 中国平安2017年战略版图



资料来源: Swiss Re, 国盛证券研究所

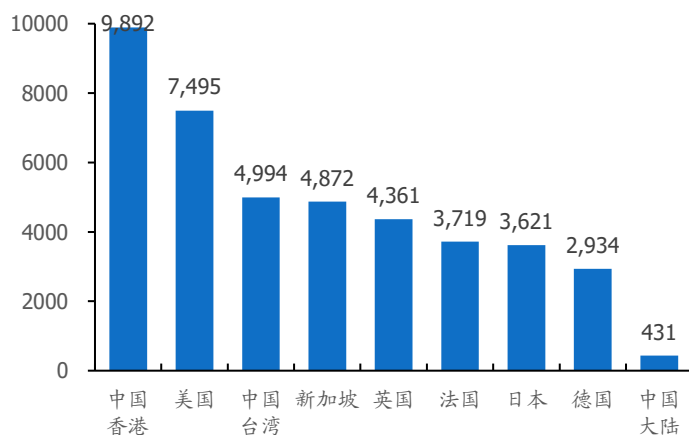
二、行业展望：重疾增速明显趋缓，但行业仍具备长期空间

2.1 保险深度、保险密度的全球比较存在诸多偏差

2.1.1 保险深度密度指标直接比较存在问题

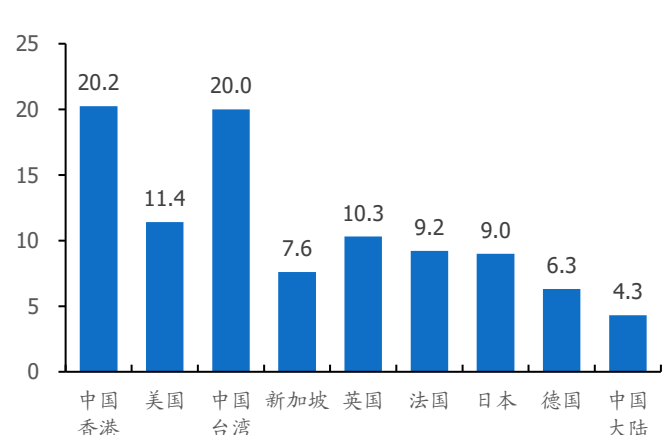
一直以来行业通常使用保险深度（保费收入/GDP）、保险密度（保费收入/总人口）来比较各国之间保险参与程度以及保险业发展水平。但由于各国的养老金体系、社保体系、可投资资产、储蓄及理财偏好、医疗费用以及险种结构、人口年龄结构、发展阶段等均有明显差异，因此直接的保险深度及密度的比较会存在诸多偏差，并不能真实反映基于本国实情的保险真实长期增长空间。

图表8: 部分国家及地区保险深度情况（2019年，美元）



资料来源: Swiss Re, 国盛证券研究所

图表9: 部分国家及地区保险密度情况（2019年，%）



资料来源: Swiss Re, 国盛证券研究所

2.1.2 我国当前形成了年金+重疾为主的保费结构

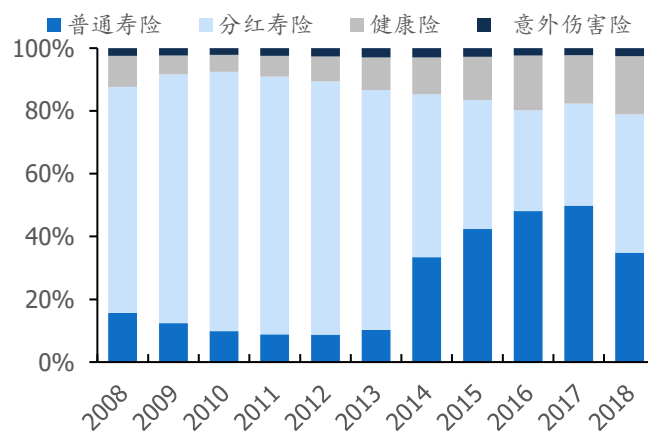
以行业的情况看，我国基本形成了年金+重疾为主的保费结构：

年金险一直以来是规模保费的主要构成，是投资理财类险种以及开门红期间公司主推的

产品：通常包括传统年金（定价利率为3.5%，前期包括部分4.025%产品）以及分红年金（定价利率2.5%），此外两全、终身寿等其他险种同样为投资理财类险种的部分形式。寿险整体占到人身险公司规模保费的80%左右，其中主要为年金及分红年金类产品，其中2013年8月普通型人身险费改之后，预定利率超过2.5%的普通寿险占比有明显提升。

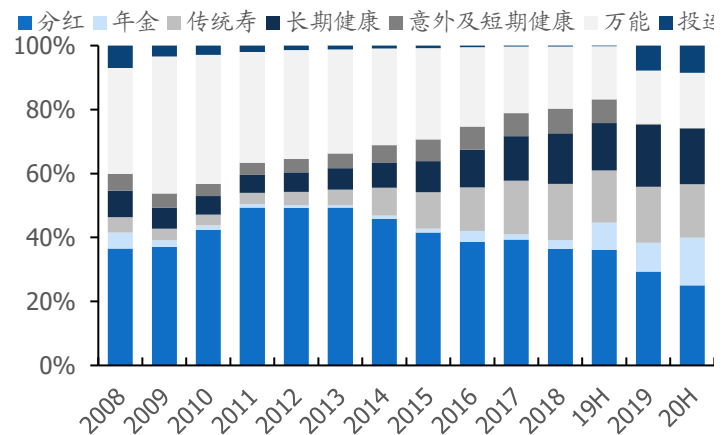
重疾是健康险的主要部分，在总保费中占比虽然并不高但是价值的主要来源。健康险近10年来实现了28.5%的复合增速，在总人身险保费占比由2009年的6.9%提升至2019年的22.8%，其中重疾险自2013年以来加速增长，占比持续提升，预计占到2019年人身险总保费的13%左右，虽然保费占比并不高，但基本是各家上市公司新业务价值的最主要来源。

图表 10: 我国寿险公司总保费结构情况



资料来源：保险年鉴，国盛证券研究所

图表 11: 中国平安保费结构情况

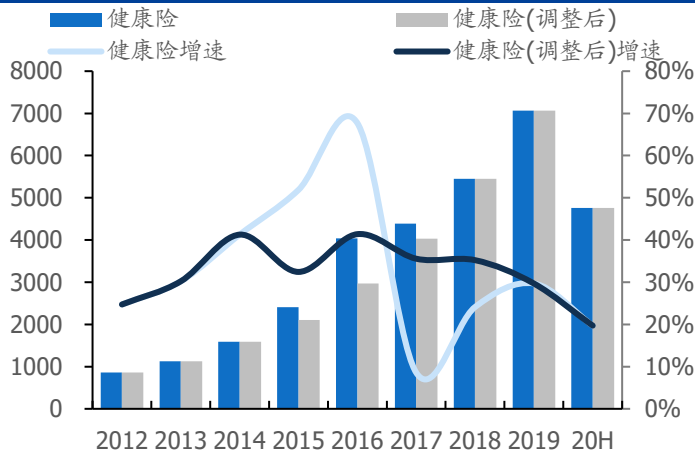


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2.2 重疾险是价值的主力，但未来增速将会持续下行

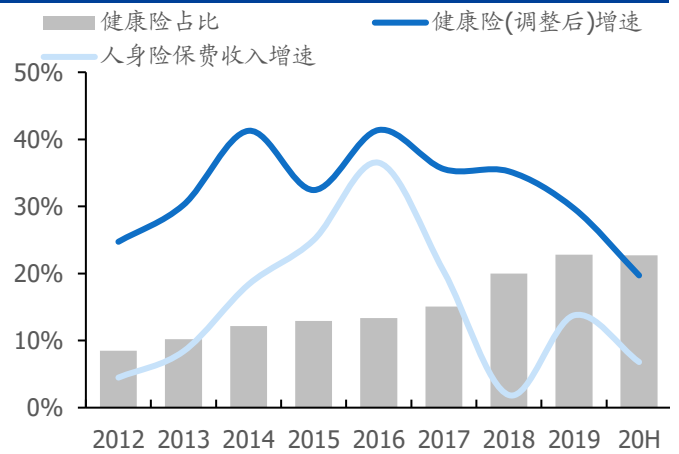
重疾险是健康险的最主要组成部分，但当前新单增速已呈下降趋势：2019年我国健康险保费收入7066亿元，其中疾病险保费收入约4550亿元，占比64.4%，当中重疾险保费收入约4107亿元，其余基本为医疗险，包括大病医保、百万医疗、团险医疗险、长期医疗险以及中高端医疗险等，此外护理险、失能险以及新健康险管理办法下的医疗意外险占比极低，健康险整体持续保持20%以上的增速。重疾新单方面，在2012年老版重疾定义发布、2013年传统险费改以及2015年代理人资格考试放开的持续政策刺激下，14-16年行业重疾新单增速基本保持在60%以上，但当前已下滑至30%以内。

图表 12: 我国健康险持续保持高增长 (亿元)



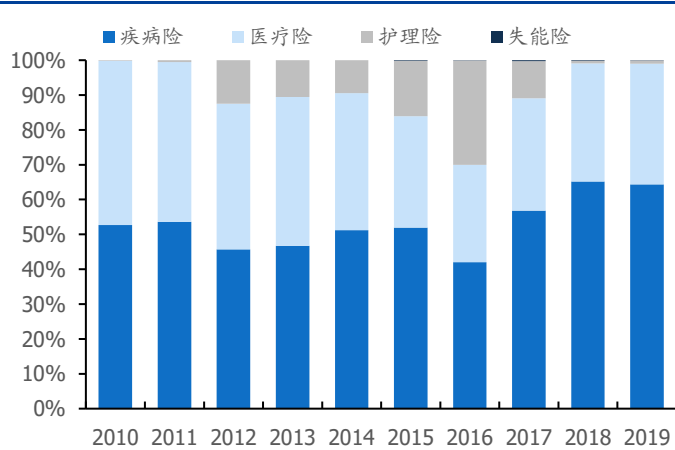
资料来源: 银保监会, 国盛证券研究所

图表 13: 健康险在人身险总保费中占比不断提升



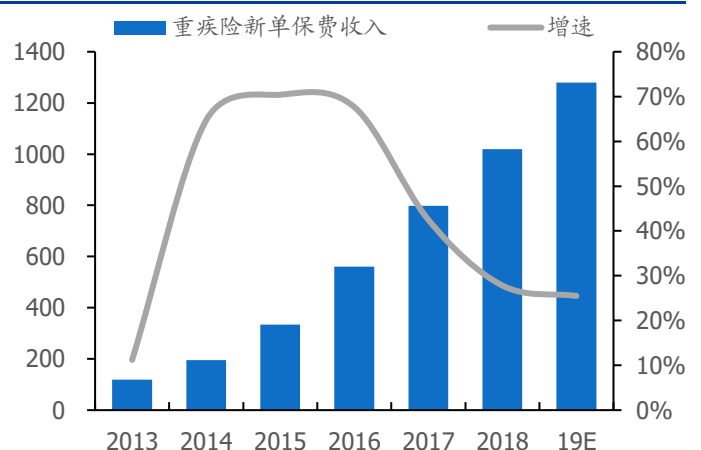
资料来源: 银保监会, 国盛证券研究所

图表 14: 我国健康险细分险种占比情况



资料来源: 银保监会, 国盛证券研究所

图表 15: 重疾险新单保费收入及增速情况 (亿元)

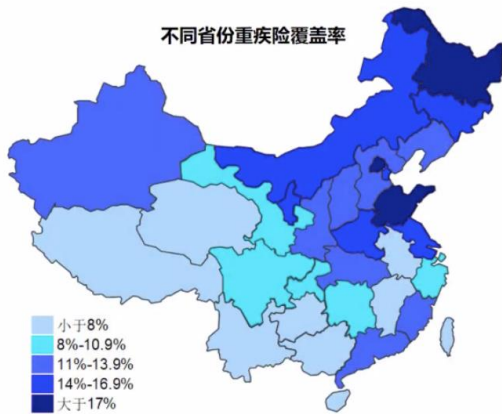


资料来源: 银保监会, 中再寿险, 国盛证券研究所

传统从覆盖率角度测算重疾总空间存在三点不足:

- **数据相对较为有限:** 依据中再寿险数据, 截至 2018 年, 我国重疾保单累计销售 3.6 亿件, 仍然有效的保单合计 2.2 亿件, 保障超过 1.7 亿被保险人, 覆盖率为 12.1%, 但此数据难以获得持续的动态更新, 测算参考存在难度。
- **对保单件数的计算口径存在偏差:** 以覆盖率作为测算标准时, 对保单数的统计口径有所偏差, 包括团险的重疾险、一年期的重疾险等均会纳入统计之内, 但该类保单难以满足被保险人实际保障需求。
- **难以考虑加保因素:** 随着收入水平提升以及产品不断更新, 被保险人往往会存在加保的需求, 而从覆盖率的角度难以考虑加保因素, 造成偏差。

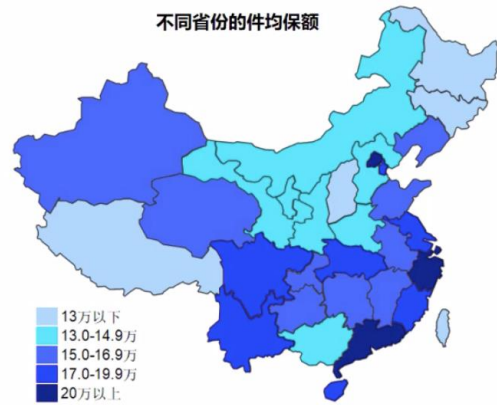
图表 16: 我国重疾不同省份覆盖率情况



注: 保单归属基于出单机构, 人口基数基于各省常住人口。

资料来源: 中再寿, 国盛证券研究所

图表 17: 我国重疾不同省份件均保额情况 (17-18 年)



注: 以上客户分布基于2017-2018年新售保单, 且不考虑豁免险、特定疾病险等产品

资料来源: 中再寿, 国盛证券研究所

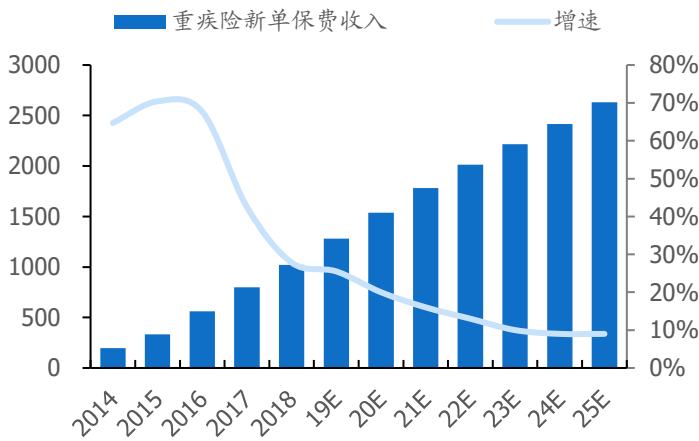
从新单及保额的角度进行测算, 可以充分考虑加保以及收入提升等事项: 重疾险通常缴费期为 20 或 30 年, 且价格是相对公开的, 因此只需要测算潜在重疾客群的总的保额需求, 再依据价格测算总的重疾新单, 基本可以判断总的重疾险新单空间情况。同时重疾继续率基本在 95% 以上, 续期保费收入相对稳定。

未来 5 年我国重疾险新单复合增速仍然能达到两位数以上增长, 但增速将逐步放缓:

- 从整体投保群体分布看, 依据中再寿等数据, 25-45 岁群体约占总投保群体的 60%, 这部分群体当前占我国总人口的 31%, 即约 4.3 亿人, 其中投保重疾的群体基本以城镇人口为主, 我国城镇人口占比 60%, 即约 2.6 亿人城镇适龄人口。
- 该类群体中考虑人均保额及最终的覆盖率以测算总保额: 19 年我国人均 GDP 为 7 万元人民币, 城镇人口预计 10 万+, 以 2-3 倍年收入作为考虑加保之后打满的重疾保额 (较当前上市险企 15-20 万的人均保额仍有较大空间), 并假设最终为 60% 左右的城镇适龄人口覆盖率, 则对此群体最终打满重疾总保额为 31-46 万亿元。
- 考虑其他小于 25 岁及大于 45 岁的群体投保, 我国潜在的重疾总保额空间约为 52-78 万亿元。
- 以重疾新单的杠杆倍数看, 上市险企整体 35 岁男性、50 万保额对应新单约 1.5 万元 (20 年期年缴为 1.7 万左右, 30 年期年缴为 1.4 万左右), 女性略便宜。往后考虑①整体行业产品价格下降趋势; ②中小公司产品价格相对便宜, 且占比逐步提升; 我们预计每 50 万保额对应的新单为 1.2 万元左右。
- 对于 52-77 万亿元的总保额空间, 对应的总新单为 1.25-1.87 万亿元, 即静态环境下我国重疾的总预计新单空间。

按当前情况, 18 年以前累计新单约 4200 亿元, 19 年预计接近 1300 亿元, 而往后各年考虑人力、价格、渗透度等因素增速逐步下行, 预计 2023-2025 年重疾险可能达到较高的覆盖度, 新单增速可能逐步降至个位数。

图表 18: 我国重疾新单保费及未来增速预计 (亿元)



资料来源: 中再寿, 国盛证券研究所

图表 19: 我国重疾总空间测算

总人口 (亿)	14
25-45岁群体占比	31%
25-45岁人数 (亿)	4.34
城镇人口比例	60%
重疾险终极覆盖率	60%
投保群体人均保额 (万元)	30
50万保额对应新单 (万元)	1.2
25-45岁投保人占总重疾投保比例	60%
总重疾新单空间 (万亿元)	1.87

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.3 行业的长期增长空间: 养老储蓄+财富传承

随着重疾险增速的逐步下行, 市场对保险行业的长期空间产生担忧, 我们认为保险行业仍然具备长期的增长空间, 主要来自于养老储蓄+财富传承两个维度, 但仍然需要一定时间以及政策的推动。

养老产业在我国具备极大发展空间及迫切的发展需求, 而保险产品天然契合养老需求: 人口老龄化不断加剧的同时, 我国基本养老保险充足率持续下降且预计将在 2035 年耗尽, “十四五”规划中也明确提及发展多层次、多支柱养老保险体系, 未来第三支柱建设将成为金融行业重点任务和方向。保险产品具备强制储蓄、长期积累、收益稳健等诸多优势, 天然契合养老需求。

当前我国第三支柱建设仍需推动, 但商业养老险需求旺盛: 2018 年 5 月我国个税递延型商业养老险试点启动, 但由于税收政策力度不足、试点地区范围较小、产品供给有限, 但截至 2019 年底, 参保人数仅 4.7 万人, 保费收入仅 2.45 亿元; 而仅 20Q1 商养老年金保费收入就达 325 亿元, 期末有效承保 6758 万人次, 累积超过 5320 亿保险责任准备金; 此外包括个人养老保障管理产品 (养老险或养老金管理公司发行)、养老目标基金等也持续获得推动, 商业养老险存在旺盛的需求和广阔空间。

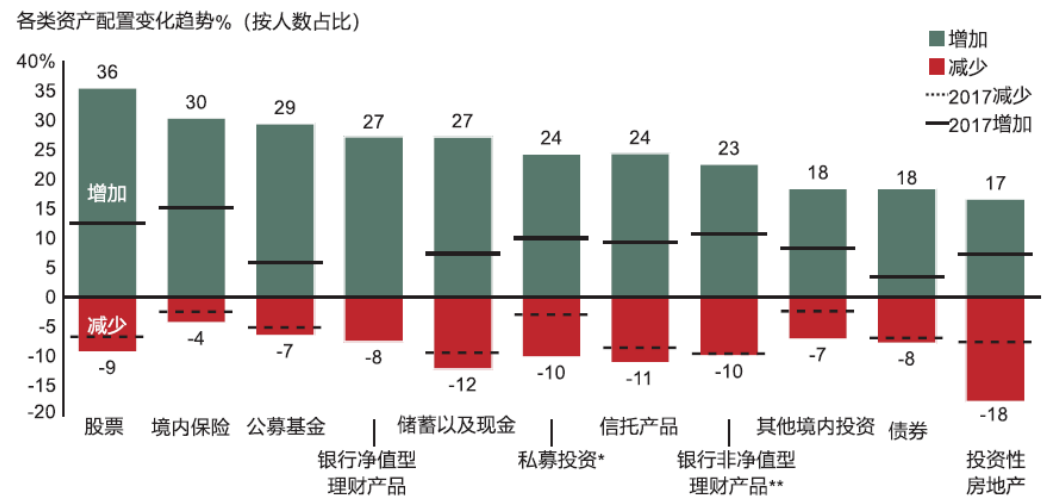
图表 20: 中美三支柱模式的规模情况 (2019 年)

	第一支柱	第二支柱	第三支柱	合计
名称	联邦社保基金	雇主养老金计划	个人退休储蓄账户	
规模 (万亿美元)	2.90	19.25	11.03	33.18
占 GDP 比重	13.8%	91.6%	52.5%	157.8%
名称	基本养老保险	企业年金	个人税延商业养老险	
规模 (万亿元)	6.29	1.80	0.00	5.51
占 GDP 比重	6.3%	1.8%	0.0%	8.2%

资料来源: 人社部, ICI, 国盛证券研究所

高净值客群在保险配置上持续保持较高增速：以《2019中国私人财富报告》数据看，预计2019年中国个人持有的可投资资产总规模达200万亿左右，2014年以来复合增速达到12%以上，其中寿险复合增速达20%左右，且当前仍保持了持续高于其他类资产的增速，同时未来展望仍然会保持高于竞品的增速。

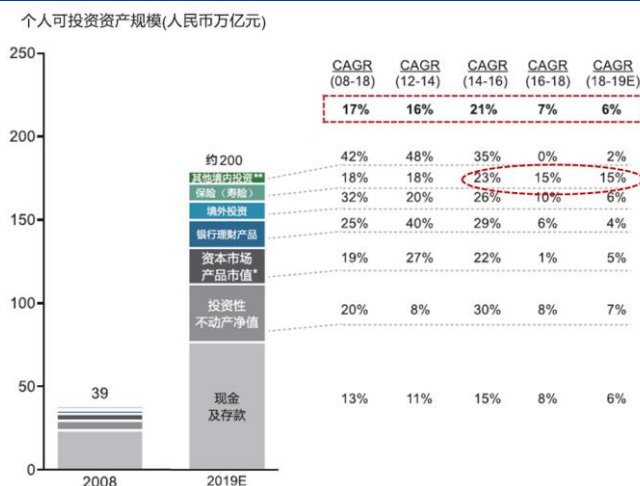
图表 21: 未来 1-2 年中国高净值人群各类境内资产的配置变化趋势



资料来源:《2019中国私人财富报告》,国盛证券研究所

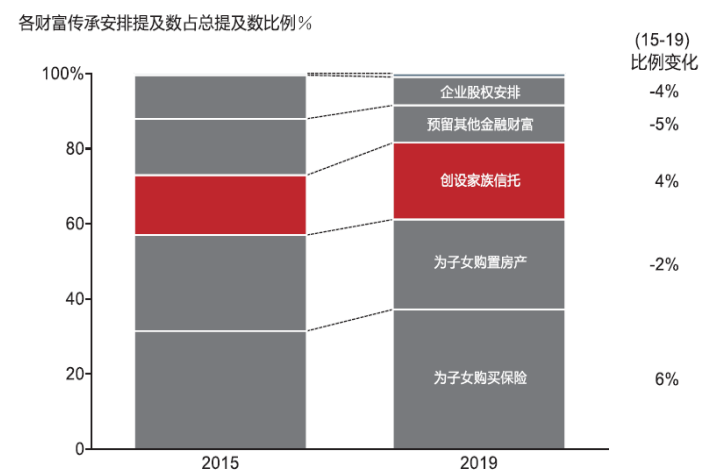
保险在财富传承方面具备核心优势：对于高净值人群的财富传承安排上，保险一直以来是最主要的方式，且占比仍然在持续提升。以终身寿等产品为代表，具备合理现金流规划、长期收益稳定、隔离负债、无成本指定受益人等优势，未来在遗产税推出预期渐强的背景下，高净值客群对保险的需求将更为强烈。

图表 22: 中国个人持有的可投资资产总体规模及复合增速情况



资料来源:《2019中国私人财富报告》,国盛证券研究所

图表 23: 2015-2019 年中国高净值人群财富传承安排及变化



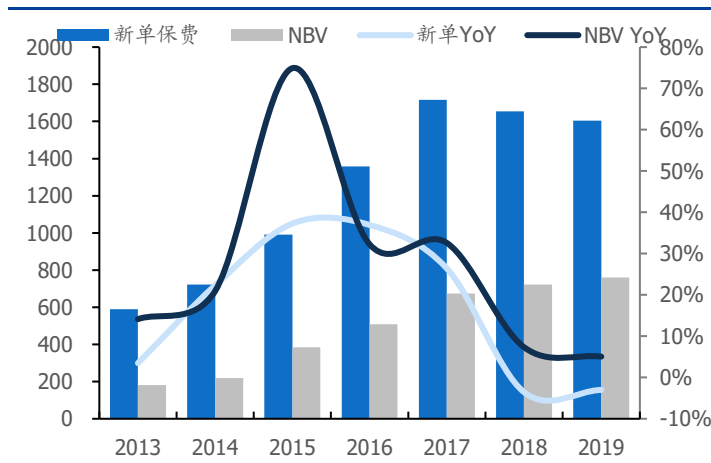
资料来源:《2019中国私人财富报告》,国盛证券研究所

三、平安近年来业绩持续承压的原因分析

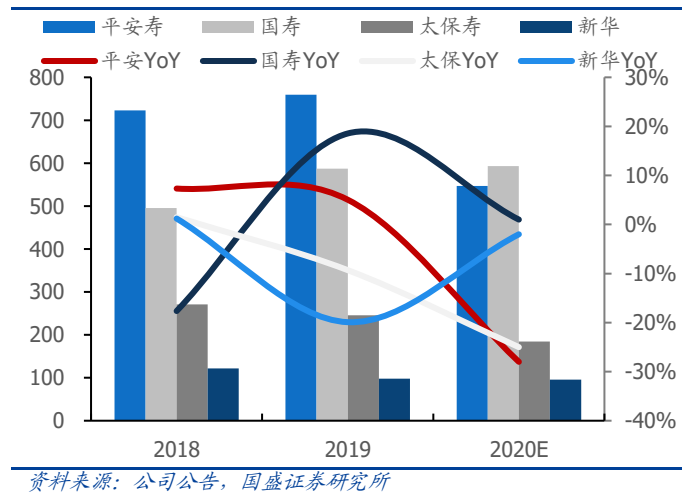
2018 年以来公司业绩持续承压：2015-2017 年公司新单及 NBV 增速基本维持在 30% 以上，而自 2018 年以来业绩持续走弱，公司新单增速下滑至负增长，NBV 增速也仅维

持个位数，我们预计在今年将大幅下降 30%左右，上市同业中居于末位，同时代理人数量由 18Q3 的 143.0 万人下降至 20Q3 的 104.8 万人，降幅达 26.7%，且当前仍有持续下滑态势。我们认为公司近年来业绩持续走弱受到包括行业、公司等多重因素的影响。

图表 24: 中国平安新单保费与 NBV 及增速情况 (亿元)



图表 25: 2018 年以来平安与同业 NBV 及增速情况 (亿元)

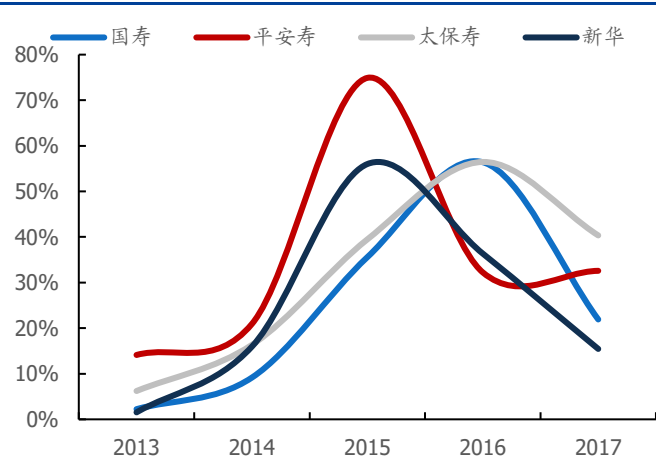


3.1 监管加强+代理人数量到达天花板+重疾增速放缓，行业景气度下行

上一轮保险行业的景气向上周期来自政策推动对人力和产品形成持续利好：2015-2017 年在费率市场化背景下，保险产品设计灵活度及吸引力持续提升，公司及行业代理人数量、新单及 NBV 均实现快速增长，不少重磅政策落地，行业景气度持续向上。

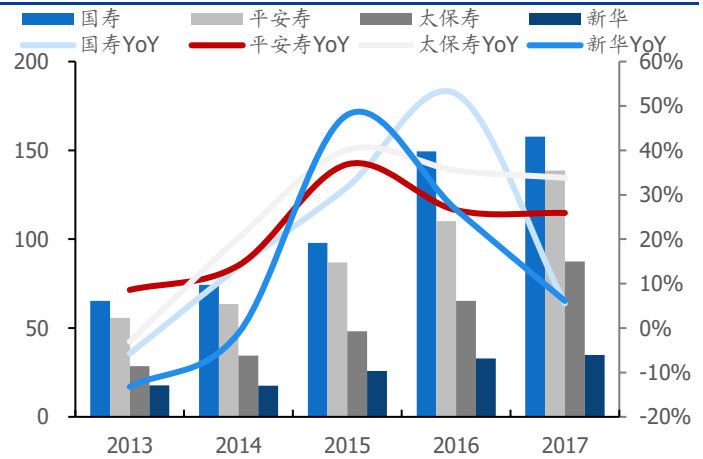
- **费率市场化改革持续推进:** 2013 年 8 月，普通型人身险预定利率放开，不再执行持续 14 年之久的 2.5% 上限；2015 年 2 月万能险最低保证利率放开，10 月分红险预定利率上限放开，标志着我国人身险费率形成机制的建立。伴随着预定利率的放开，保险产品的吸引力显著提升，3.5% 甚至 4.025% 预定利率的产品开始逐步成为市场的主流产品。
- **代理人资格考试取消:** 2015 年 8 月，原保监会下发《关于保险中介从业人员管理有关问题的通知》，要求各保监局不得受理保险销售（含保险代理）、保险经纪从业人员资格核准审批事项，意味着保险营销员资格考试的正式取消，行业门槛有所下降，代理人数量迎来爆发式增长。

图表 26: 2013-2017 上市险企 NBV 增速情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 2013-2017 行业代理人数量及增速情况 (万人)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

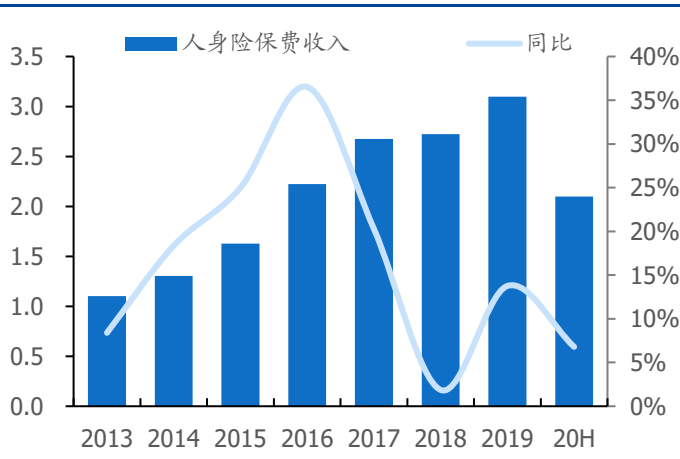
2017 年底随着 134 号文的正式落地, 开启行业景气度下行周期: 2016 年以来行业乱象频发, 监管也不断加强对包括举牌、高现价产品及快返型产品进行严格限制, 2017 年中《中国保监会关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》发布, 核心要求在于:

- 两全及年金保险首次生存给付应在保单生效满 5 年之后, 且每年给付比例不得超过已交保费的 20%;
- 保险公司不得以附加险形式设计万能型保险产品或投资连结型保险产品。

由于 134 号文之下产品返还时点受到严格限制, 客户接受度显著下降, 同时叠加整体经济下行的环境导致客户对年金类产品购买力下降, 行业逐步进入下行周期。

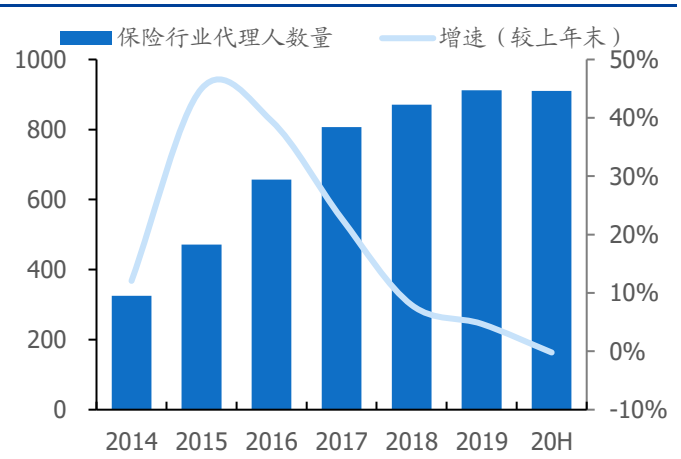
此外, 从行业大环境看, 人身险行业保费收入增速降至个位数; 作为行业 NBV 主力的重疾险新单增速也明显趋缓; 代理人数量逐步达到天花板, 2020H 行业代理人数量 910.2 万人, 较 2019 年底下降 0.2%。

图表 28: 人身险行业保险收入及增速情况 (万亿元)



资料来源: 银保监会, 国盛证券研究所

图表 29: 我国保险代理人数量及增速情况 (较上年末, 万人)

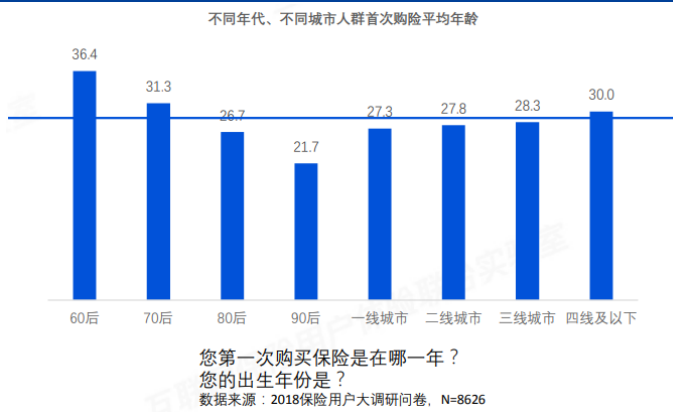


资料来源: 银保监会, 国盛证券研究所

3.2 客群变化及互联网渠道快速增长

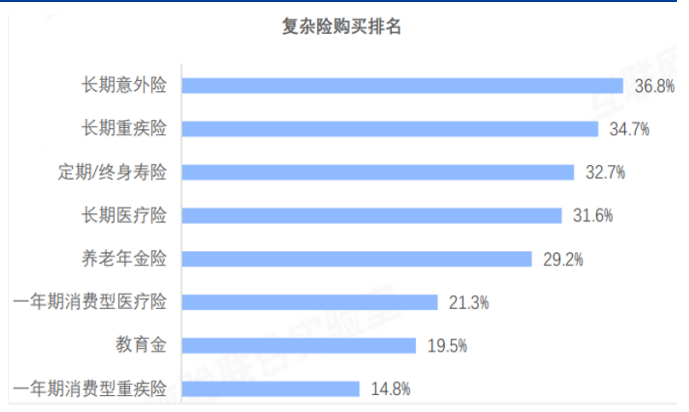
保险购买群体呈现年轻化趋势，并对保障型产品产生主动需求：以微保数据看，60后及70后群体首次购险平均超过30岁，80后首次购险年龄降至26.7岁，90后降至21.7岁，且一二线城市群体首次购险年龄更凸显年轻化趋势；同时在购买复杂险时，长期意外、长期重疾、定寿、终身寿以及长期医疗险更加受到青睐，独生子女的父母更多为子女购买保险，而年轻群体更多出于对“疾病”和“意外”的担忧，为自己购买保险。新兴年轻群体逐步崛起，并对保险产品产生主动的购买需求。

图表 30: 不同年代及城市网民首次购买保险产品的年龄情况



资料来源：微保&腾讯 CDC，国盛证券研究所

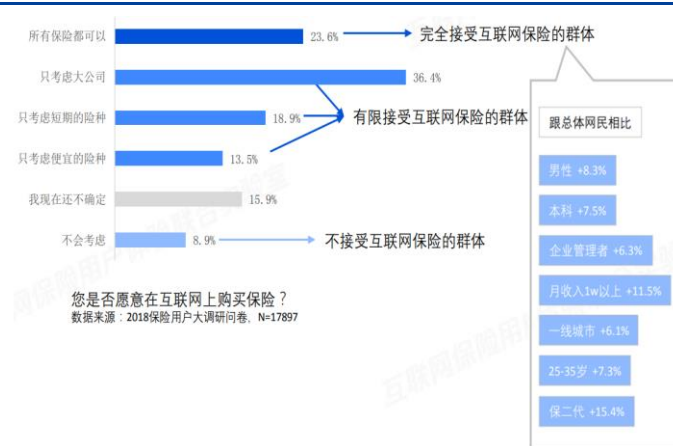
图表 31: 线上购买复杂险排名情况



资料来源：微保&腾讯 CDC，国盛证券研究所 注：N=8089

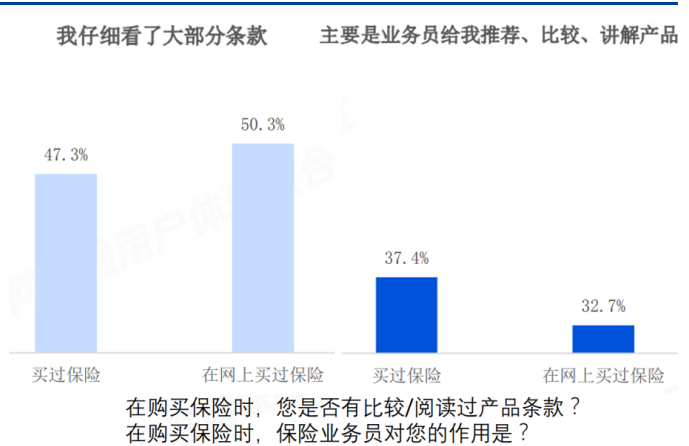
互联网渠道认可度不断提升，且投保人对产品更为理性：互联网渠道的保险产品认可度不断提升，且年轻群体、一线城市客群、高收入及高学历人群对线上保险的接受度明显更高。同时在购买保险的过程中，线上投保群体会更多地比较和研究产品条款，较少依赖于代理人的讲解，在整体购买过程更加理性。

图表 32: 对于购买互联网渠道保险的接受度情况



资料来源：微保&腾讯 CDC，国盛证券研究所

图表 33: 购买保险时对条款阅读和业务员讲解的情况

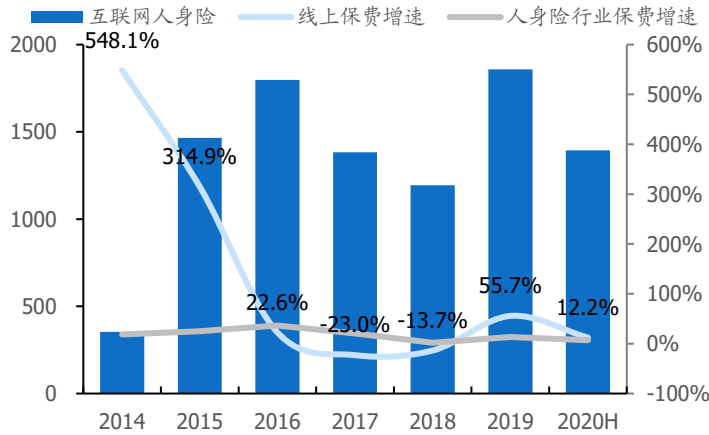


资料来源：微保&腾讯 CDC，国盛证券研究所

2019年以来互联网人身险开始恢复增长，其中健康险持续保持高增长：上一轮互联网保险爆发增长是在13-14年，但16年起随着监管对中短存续、万能等产品的限制以及包括车险费改下互联网车险渠道优势减弱，线上渠道保费增速持续低迷。2019年以来互联网保险再度高增长，2019、2020H互联网渠道人身险保费收入分别同比增长55.7%、12.2%，高于人身险行业保费增速41.9pt、5.4pt。同时具体分险种看，互联网健康险16年以来实现了100%以上的复合增速，在行业健康险中占比由16年的0.8%上升到20H

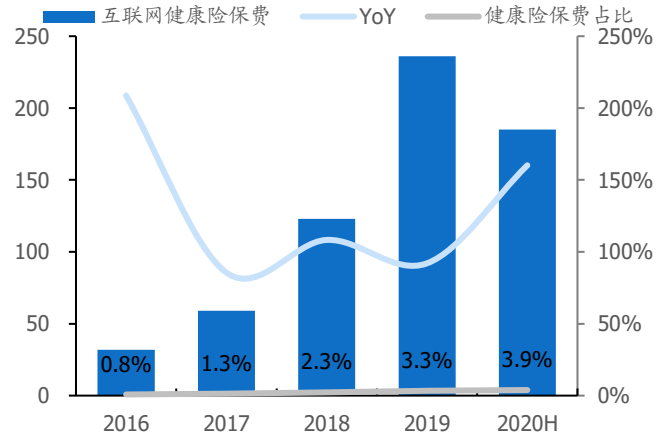
的3.9%，以费用报销型医疗险及重疾为主。

图表 34: 2019 年以来互联网人身险保费恢复快速增长 (亿元)



资料来源: 中保协, 国盛证券研究所

图表 35: 互联网健康险快速增长且占比不断提升 (亿元)

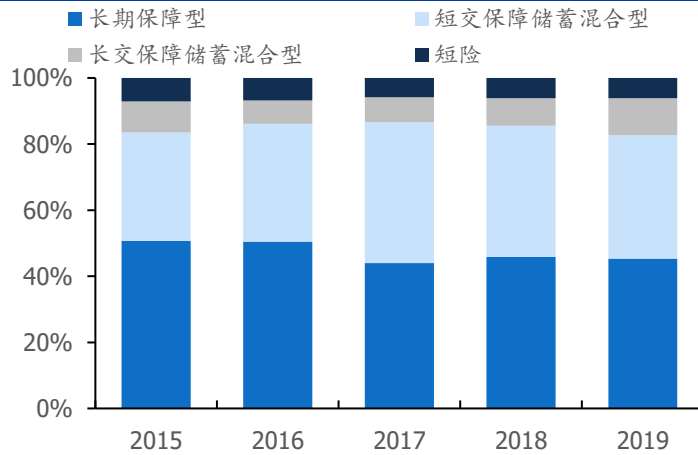


资料来源: 中保协, 国盛证券研究所

3.3 重疾成为行业主力, 定价层面发生率恶化趋势具备不确定性

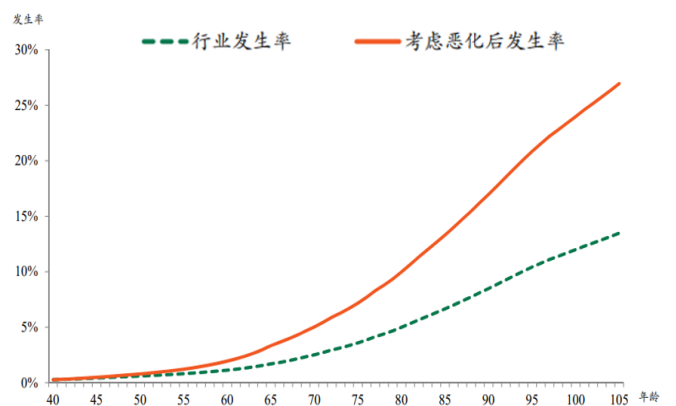
重疾险是上市公司新业务价值的主力来源:以平安为例,长期保障型产品占公司个险NBV的接近50%,其中基本以重疾险为主,重疾险已成为各家上市公司NBV的最主力来源。

图表 36: 长期保障型产品仍是平安个险 NBV 的重要来源



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 37: 中国平安重对疾发生率审慎考虑长期恶化趋势



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

从定价层面看, 重疾险是目前主流险种中最容易打价格战的险种:以保险产品定价的角度看,通常保单的定价主要为三要素:预定利率、发生率和费用率,我们以各家公司销售最常见的几类产品为例:年金险、分红险、寿险、重疾险,重疾定价主要影响因素为发生率,而由于重疾发生率持续恶化,各家在产品定价层面也需要对发生率的长期恶化趋势予以考虑,因此在增加重疾恶化因子的时候公司间存在较大的差异性,使得不同公司近似保障的重疾险价格差异明显。

图表 38: 不同类保险产品的定价差异

产品类型	定价主要影响因素	定价情况
年金险	预定利率	目前主流产品均以 3.5% 预定利率为主, 极少有 4.025% 产品
分红险	-	预定利率基本为 2.5%, 定价相对保守, 分红主要依据实际投资收益率决定
寿险	死亡率	死亡率长期相对较为稳定, 并且整体不断下降
重疾险	重疾发生率	重疾发生率不断恶化, 定价需要进行重疾恶化考虑

资料来源: 国盛证券研究所

3.4 重疾价格战不断加剧, 同时更具针对性

由于重疾定价因素层面的差异, 不同公司在近似保障的重疾产品上价格呈现较大差异。单纯从价格角度看, 行业大体分为四个层次: 友邦、大都会等外资保险公司; 平安、国寿等大型上市险企; 华夏、太平等中大型保险公司以及百年、复星健康、信泰等中小保险公司, 不同的价格反映公司不同的产品策略、假设基础以及市场诉求。

图表 39: 不同公司、不同重疾产品之间价格差异较为明显

公司	平安	太保	友邦	华夏	百年人寿	信泰人寿	复星健康	
产品	平安福 2020	金福人生 (成人版)	全佑惠享 2019	常青树 (旗舰版)	康惠保 2020	超级玛丽 3 号 MAX	康乐一生 (2019 版)	
基本信息								
等待期	90 天	180 天	90 天	90 天	90 天	90 天	180 天	
保险期限	终身	终身	终身	终身	70 岁/终身	终身	70 岁/80 岁/终身	
缴费期	30 年以内	趸交/5/10/15/20 年	10/18/25 年	趸交/3/5/10/15/20 年	5/10/15/20/30 年	趸交/5/10/15/20/30 年	5/10/15/20/30 年	
投保年龄	18 岁-55 岁	30 天-65 岁	18-55 岁	0-65 岁	0-55 岁	0-55 岁	0-50 岁	
基本保障内容								
重疾	100 种, (100% 保额+运动保额+70 岁前轻症赔付后重疾递增保额, 最高 60%) × 1 次	105 种, 100% 保额 × 1 次	100 种, 100% 保额 × 1 次	120 种, 分 6 组 × 100% 保额	100 种, 100% 保额 × 1 次 (前十年额外 50% 保额, 11-15 年额外 35% 保额, 其中中症轻症后额外 25%)	110 种, 100% 保额 × 1 次 (60 岁前 180% 保额)	108 种, 100% 保额 × 1 次, 前 10 年额外 30% 保额	
中症	-	-	-	20 种, 最多 2 次 × 50% 保额	20 种, 60% 保额 × 最多 2 次	25 种, 60% 保额 (60 岁前 75%) × 最多 2 次	25 种, 50% 保额 × 最多 2 次	
轻症	50 种, 最多 3 次 × (20% 保额+运动保额)	55 种, 最多 3 次 × 20% 保额	60 种一类重疾 (类似轻症), 最多 6 次 (20% × 2、30% × 2、50% × 2)	35 种, 最多 3 次 × 30% 保额	35 种, 最多 3 次 × 35%、40%、45% 保额	50 种, 最多 3 次 × 45% 保额 (60 岁前 55% 保额, 含 1 次额外)	40 种, 最多 3 次 × 35%、40%、45% 保额	
其他	【可选】重、轻症豁免余期未交保费	【可选】重、轻症豁免余期未交保费; 成人因重疾失能额外 100% 保额; 老人 10 种特定疾病最多 1 次 × 100% 保额	60 岁以后失能, 每月给付一次老年长护保险金, 连续 10 年共 120 次, 每次 1/3 年缴费	轻/中/重症豁免余期未交保费;	中、轻症豁免余期未交保费	重、中、轻症豁免余期未交保费	重、中、轻症豁免余期未交保费	
身故、全残及疾病终末期保险金	必选: 身故, 保额+运动保额+70 岁前轻症赔付后重疾递增保额, 最高 60%	必选: 身故, 保额	必选: 身故/全残/生命终末期/护理其一, 保额	必选: 身故/全残/疾病终末期, 保额	【可选】身故返保费或保额	【可选】身故或全残返保额	必选: 18 岁前: 赔付已交保费; 18 岁后: 赔付基本保额;	
价格测算	20 年/50 万/终身/纯重疾	15300	15430	15450 (18 年缴)	13040	10115 (保额返还)	11150 (返保额)	9705 (保额返还)

资料来源: 公司公告, 保险师, 国盛证券研究所

从行业重疾价格战的角度分析, 大体可以分为四个发展阶段:

- **2017 年及以前: 局部小范围价格战。**当前市场重疾价格战较为少见, 部分公司如华夏、百年等逐步推出较高性价比的产品, 但销量及占比均相对有限。此时中小公司更多聚焦于通过中短存续产品的销售快速提升规模保费市占率, 重疾险件均相对较低、产品销售难度较大, 中小公司少有销售。
- **2018 年初-2019 年初: 重疾价格战由局部到全面爆发。**此阶段严监管下, 持续推

进保障转型，中小公司通过万能等产品弯道超车已不现实，因此部分公司开始加大健康险尤其是重疾险的推动力度。但由于中小公司在渠道、客群、品牌上均不具备优势，因此只能通过降价的方式进行销售和推动，并在价格层面不断试探行业底线，新产品不断降低价格的同时增加病种、保额。此阶段典型的如2018年4月太平推出“福禄康瑞”，其余典型公司除了百年以外，包括复星健康、光大永明、昆仑健康等也开始加入到价格战行业中来。

- **2019年初-2020年初：重疾价格战进入相持阶段。**此阶段行业价格底线基本已经明确，中小公司新产品很少再出现直接降价的情况，同时由于再保险公司不接受分保、偿付能力持续承压以及长期资产难以匹配等原因，不少中小公司开始采取限制销售渠道和规模、体检趋严、大数据风控模型、产品下架、取消部分产品选择（如定期、不带返还）等措施逐步限制销售规模，此阶段仍有持续的新入者，包括渤海人寿、海保人寿等公司，但公司规模相对都较小。

图表 40: 2019年起部分高性价比重疾险下架或销售趋严

时间	公司	产品	调整情况
2019年2月	百年人寿	守护者1号	产品下架
2019年9月	光大永明	达尔文超越者	纯消费型选择下架
2019年10月	海保人寿	芯爱	调整健康告知
2019年12月	渤海人寿	嘉乐保	产品下架
2020年2月	三峡人寿	达尔文2号	产品下架

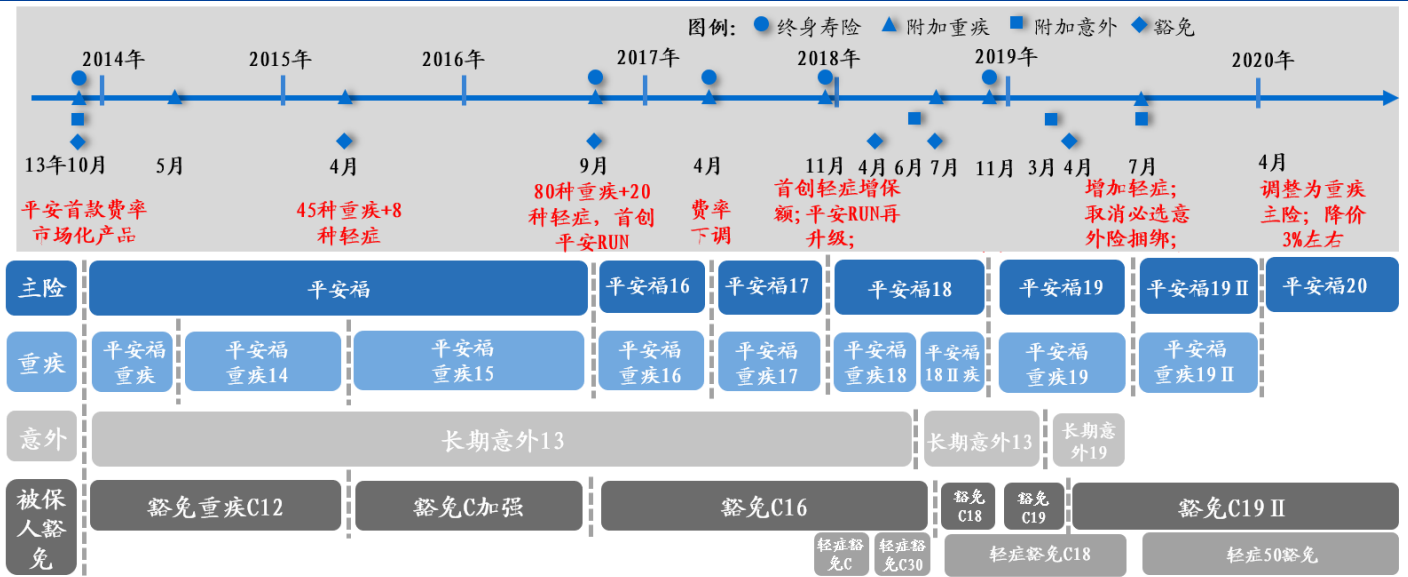
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

- **2020年初以来：重疾价格战相对缓和但仍有持续。**疫情以后仍有不少中小公司成为低价重疾的新入者，比如横琴、瑞信、信泰等继续推出新的爆款重疾，同时大量产品开始下架停售，尤其是不带身故责任的产品。同时当前阶段另一趋势体现为，中小公司的新产品开始提价的同时提升保障，说明中小公司价格战的底线已经达到，价格战边际缓解，但中小公司仍具备持续的产品吸引力。

在持续的重疾价格战下，平安主力重疾产品平安福受到更多针对，使得产品逐步由市场溢价转为折价：

平安福作为平安的主打产品，**2018年以前持续享有市场溢价**：平安福自2013年10月作为公司费改下首款费率市场化产品，推出以来持续受到了市场认可，同时公司也在不断持续进行产品迭代，提升产品吸引力，包括病种不断增加、首创平安RUN以及轻症增保额，使得平安福在同业产品中具备明显优势，叠加公司代理人渠道优势以及品牌优势，使得平安福成为整个重疾市场上最热卖的产品，预计在16、17年平安福单一产品新单可以占到行业重疾新单的接近30%。

图表 41: 平安主力重疾平安福的迭代历程情况



资料来源: 公司公告, 保险师, 国盛证券研究所

平安主打单一爆款产品, 而其余上市同业多数同时推进两款主力重疾: 从上市同业角度看, 2018年以前平安一直持续推进以平安福为主的单一保障型产品销售, 而同业保障型产品整体规模低于平安, 同时大多主推2款重疾产品: 国寿主要以康宁和国寿福为主; 新华15年、16年分别推动健康无忧和多倍保销售; 太保13年底开始推动金佑人生产品销售, 18年开始因监管原因切换至金诺人生。

图表 42: 2018年及以前上市险企主力重疾产品及更迭情况

	2014	2015	2016	2017	2018
中国平安	大小平安福 2013M10: 平安福上线, 公司首款费率市场化产品		2016M9: 升级平安福16, 80+20, 首创平安RUN	2017M4: 升级平安福17, 费率下调	2017M11: 升级平安福18, 首创轻症增加保额、平安RUN再升级
中国人寿	康宁重疾 康宁终身重疾2012、康宁定期重疾2013 (40重症+10轻症)		2016M7: 康宁终身寿 (万能) 上线, 含50种重疾	2017M5: 上线康宁少儿	康宁定期优享2017版50+10+7种特定男女性/少儿高发癌症 2018M2康宁至尊版2018: 80种重疾 (分2组赔3次)+30种轻症
新华保险	健康无忧 2015M8: 8月推出健康无忧ABC三款产品, 定位广泛大众客群。		2016M7推出健康无忧青少年版, 同样分为ABC三款。至2017M10退市	2017M10升级健康无忧C1, 病种15+60升至35+85, 增加轻症多次、特定疾病及前十年额外20%保额, 费用略提升。	2018M12: 国寿福臻享版
中国太保	金佑人生 2013年底: 2012M10金佑上线, 13年底更新金佑2014版, 升级60+12 (原13版为42+10), 保额分红功能优势明显		2016M5: 多倍保上线, 含成人版及青少年版, 预定利率为4.025%, 国内首款保障病种超多、赔付倍数超高、保障期限超长的国际化新型健康险, 定位偏年轻群体	2017: 更新金佑2017, 80+20, 保额分红延续, 2018M6因监管原因下线	2018M10: 多倍保上线A款。 2018M7: 金诺人生上市, 100+50×3

资料来源: 公司公告, 保险师, 国盛证券研究所

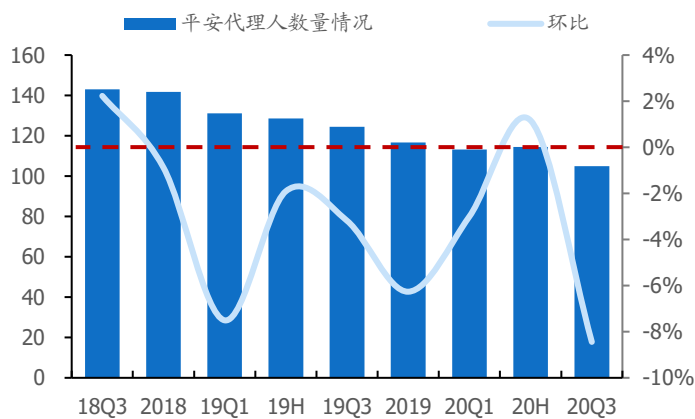
重疾产品丰富、信息不对称逐步消除的背景下, 平安的产品受到更强的针对性, 单一产品无法满足个性化保险需求: 在互联网不断发展使得信息不对称逐步消除、中小公司不断推出低价重疾的背景下, 无论中小公司层面, 或者很多保险经纪、代理渠道包括保险自媒体公众号或者抖音等直播平台, 在进行产品比较推介的过程中往往选择品牌知名度高、投保客户数量最多、单产品新单保费规模最大的产品进行比较, 因此主打单一产品、持续享受市场溢价的平安福受到最直接的针对。重疾产品设计本无壁垒, 定价层面考虑长期风险更为保守、未来长期持续获取正向经营偏差反而使得平安福逐步由溢价产品变为折价产品。同时随着年轻群体对保险产生主动需求, 单一产品也无法满足新兴群体个

性化的保险需求，使得平安福的销售及出单难度逐步加大。

3.5 公司代理人数量持续脱落导致恶性循环

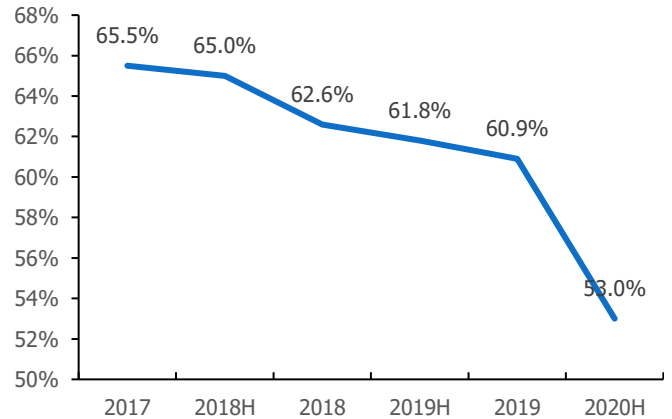
平安代理人数量当前较前期高点下降超过 25%：在重疾产品丰富、信息不对称逐步消除使得公司产品逐步由溢价转为折价的过程中，市场对主力平安福的诟病逐步增加，公司代理人展业出单难度加大，代理人整体的活动率由 2017 年的 65.5% 下降至 2019 年的 60.9%，同时一方面由于净增员难度相对加大，另一方面公司仍然执行了较为严格的清虚政策，对持续的无效人力进行清理，公司代理人数量持续下滑，截至 2020Q3 公司代理人数量 104.8 万人，较 2018Q3 高点 143.0 万人降幅达 26.7%。

图表 43: 平安代理人数量持续脱落 (万人)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 44: 平安代理人活动率情况不断下降



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

从结果上看，平安代理人数量、新单及 NBV 均持续承压：平安代理人数量持续下滑，使得公司总新单保费持续承压；而同类产品的价值率提升难以持续，公司 NBV 同样有明显压力。此外出单和活动率的下降反过来会使得代理人的脱落增加，在没有短期费用投放的情况下形成恶性循环，使得公司代理人、新单及 NBV 均有承压。

四、平安当前较同业仍具备核心竞争力

即便公司面临持续的业绩压力，平安相较于同业的竞争力仍然存在，我们归纳为“1+3”的核心竞争力。

4.1 专业化的机制体制以及长期稳定的战略发展方向

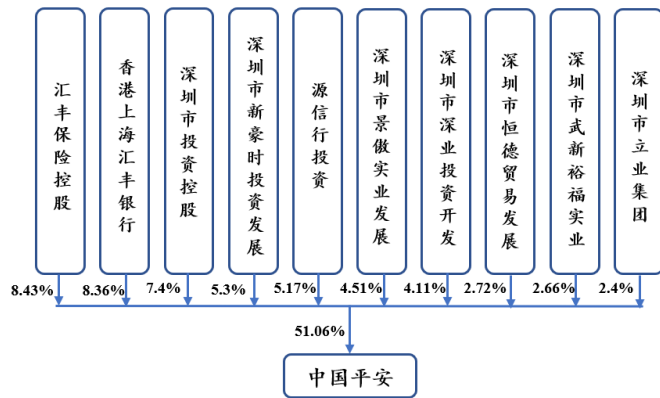
公司具备更为专业的机制体制，主要体现在：**长期优化的股权结构、领先的管理机制、专业的管理团队、市场化的激励机制以及完善的人才培养体系**五个方面。

股权结构长期不断优化，当前股权结构较为分散：

- 1988年平安成立时招商局蛇口工业园区、中国工商银行分别持有公司51%、49%的股份；
- 1994年摩根士丹利和高盛两家外资投行正式参股平安，平安也成为国内首家引进外资的金融机构，同时也成为了国内唯一一家聘请国际会计师事务所、采用国际会计准则和国际精算师的公司，外资股东的入股全方位提升了公司的现代化治理水平；
- 2002年汇丰入股平安，在管理和技术方面与平安进一步合作，签署了策略性协作和技术支援协议，帮助平安建设了后援集中和风控体系，并在2005年收购摩根士丹利和高盛股份，成为平安最大的股东，持股比例达19.9%；
- 2012年汇丰出于自身资本补充及支付罚款考虑，将持有平安股权出售给财务投资者卜蜂集团。

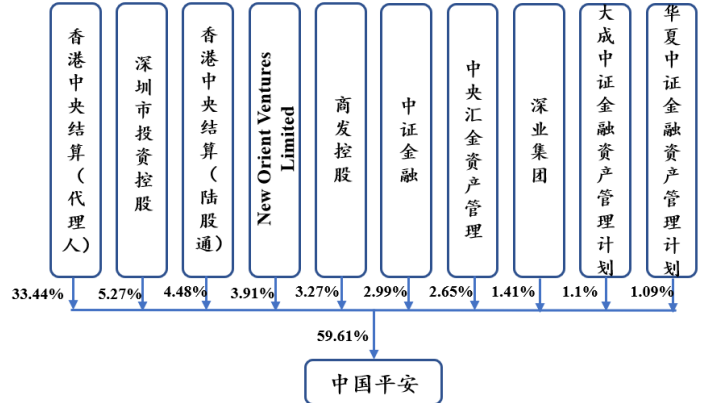
当前公司形成了较为分散的混合所有制股权结构，股权结构较为分散，无实际控制人，管理层可以自行确定公司发展战略与日常经营。财务投资者卜蜂集团通过包括 New Orient Ventures Limited 及商发控股等子公司持有公司 8.81% (2020H) 的股份，是公司的第一大股东，深控投为公司第二大股东，持股比例为 5.27%。

图表 45: 2007 年平安上市时股权结构情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

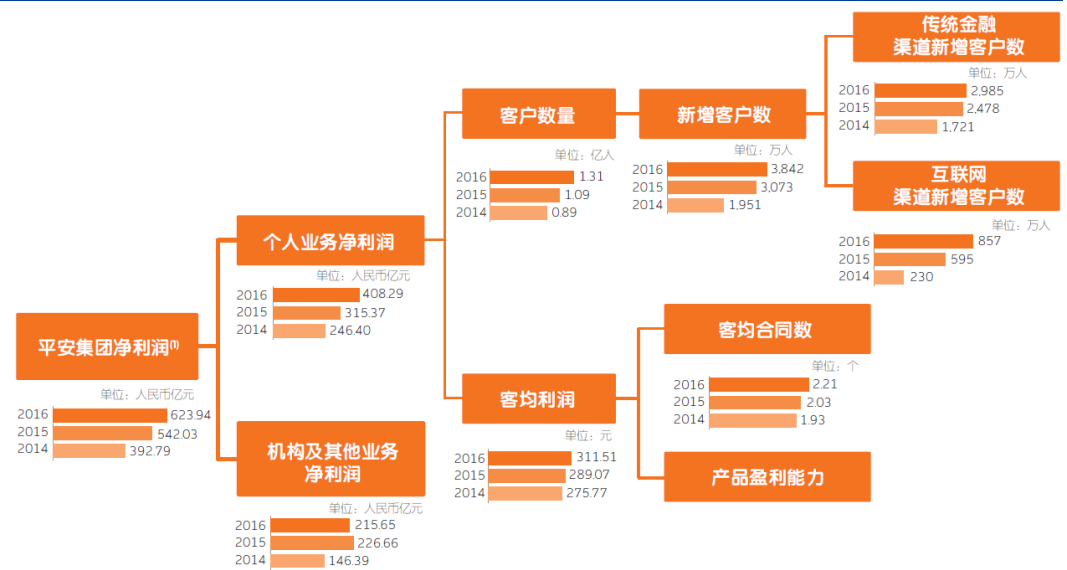
图表 46: 2019 年平安股权结构情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

“联席 CEO+ 职能执行官” 集体决策机制和模式： 公司从 2015 年年报开始单独对“用户、客户及迁徙”进行分析，2016 年起对集团利润增长核心驱动因素分个人业务和机构业务进行拆解分析并沿用至今，逐步形成“个人业务+公司业务+科技业务”三大事业群及架构。在此基础上，2018 年底公司增设三个联席 CEO 职位，在马总领导下分别统筹管理个人、公司和科技业务，对三大事业群实行统一领导、专业分工，有助集体决策、分工负责、矩阵式管理的公司经营决策机制，更有效地整合内部资源、提升协同效率。2019 年底公司再次对董事会、监事会及管理层进行调整，其中谢永林出任集团总经理并兼任联席 ECO，解决了之前总经理和联席 CEO 之间职责交叉重叠问题，提高决策及执行效率，进一步巩固了“联席 CEO+ 职能执行官”集体决策机制和模式。

图表 47: 中国平安自 2016 年起对利润核心增长驱动因素进行拆解分析



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

管理层具备较高的专业水平, 短期人事的变动不改长期稳定的管理机制: 自平安 1988 年成立以来, 在灵魂人物马总的带领下逐步发展成为全球最大市值的保险集团, 马总具备极高的战略前瞻眼光和谋略及领导力, 持续引领平安的发展变革和自我颠覆。目前联席 CEO 谢永林、陈心颖及姚波均具备丰富的实践及管理经验以及专业水平, 陆敏作为保险业务首席执行官也具备传统寿险及互联网思维。原联席 CEO 兼保险业务首席执行官李源祥辞任对公司寿险业务推进影响有限, 不改公司长期稳定的管理机制。

图表 48: 中国平安主要管理层履历情况

	任职时间	卸任时间	公司	职位	主要工作或贡献
谢永林	1994年	2005年5月	平安集团	先后出任基层业务员,平安产险支公司副总经理,平安寿险分公司副总经理、总经理,平安寿险市场营销部总经理	
	2005年6月	2006年3月	平安集团	发展改革中心副主任	
	2006年3月	2013年11月	平安银行	先后担任运营总监、人力资源总监、副行长	实现保险、银行跨界经营,推进综合金融战略
	2013年11月	2016年11月	平安证券	先后担任董事长特别助理、总经理兼首席执行官、董事长	推动互联网券商转型,组建金融、交易、投行团队
	2016年9月	2019年12月	平安集团	副总经理	
	2016年12月	至今	平安银行	董事长	推动平安银行科技赋能与零售转型,“压对公、爆零售、拓综拓”,改善资产质量和盈利能力
	2018年12月	至今	平安集团	联席首席执行官	
陈心颖	2019年12月	至今	平安集团	总经理	
	2001年	2013年	麦肯锡	最终职位为公司合伙人(全球董事)	曾与美国和亚洲10个国家的领先金融服务机构合作,主要专注于战略、组织、运营和信息技术领域。
	2013年1月	2019年11月	平安集团	首席信息执行官	
	2015年6月	2015年12月	平安集团	副总经理	
姚波	2017年10月	2018年11月	平安集团	副首席执行官	
	2019年11月	至今	平安集团	联席首席执行官、常务副总经理、首席运营官	负责集团整体科技、互联网业务
	2002年12月	2007年1月	平安集团	副总精算师	
	2004年2月	2007年1月	平安集团	财务副总监	
	2004年2月	2012年2月	平安集团	企划部总经理	
	2007年1月	至今	平安集团	总精算师	
	2008年3月	2010年4月	平安集团	财务负责人	
	2009年6月	2016年1月	平安集团	副总经理	
陆敏	2009年6月	至今	平安集团	执行董事	
	2009年6月	至今	平安集团	执行董事	
	2010年4月	至今	平安集团	首席财务官	统筹信息披露与决策支持,搭建财务系统体系;对全系统资金交易进行监督管理,统筹现金流规划、资本金规划和筹融资管理等。
	2020年2月	至今	平安集团	联席首席执行官	
	1997年9月	1999年4月	平安集团	组织人事部员工、总经理助理	
	1999年4月	2001年3月	平安集团	发展改革中心常务副主任	
	2001年3月	2002年4月	平安信用卡(筹)中心	总经理	
	2002年4月	2005年1月	平安寿险	副总经理兼银保事业部总经理	带领平安寿险尝试银保销售
	2005年1月	2006年3月	阳光人寿	筹建	
	2006年3月	2009年8月	平安寿险	副总经理兼银保事业部总经理	重振银保业务
陆敏	2009年8月	2014年1月	平安健康险	董事长兼CEO	
	2014年1月	2017年1月	平安集团	战略发展中心主任	
	2016年7月	至今	汽车之家	董事长	提出并升级汽车之家“4+1”智能汽车生态圈,带领汽车之家转型,净利润3年增长1.5倍
	2019年11月	至今	平安集团	首席信息执行官	推动集团相关科技业务的创新发展
	2020年2月	至今	平安集团	首席保险业务执行官	分管保险业务及个人综合金融业务

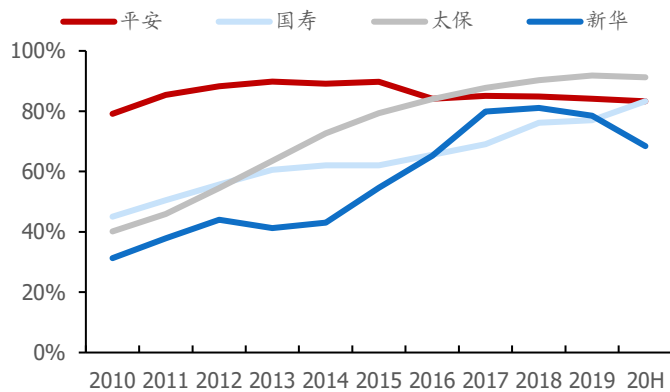
资料来源:公司公告,国盛证券研究所

市场化的激励与考核机制以及完善的人才培养体系：平安持续通过推动股票回购计划、长期服务计划以及核心人员持股计划等提升员工激励，其中 2020 年公司核心人员持股计划参与人数超过 1500 人，长期服务计划参与人数超过 3 万人。公司实行更为市场化的激励与考核机制，考核方面，平安每年会依据绩效考核，主动淘汰 5-10% 的员工，形成持续性和全方位的竞争环境。通过业绩表现、经营及组织环境营造、科技创新应用及核心素质四个维度对管理人才进行全方位评价，逐步形成完善的人才培养体系。

4.2 持续推进高质量代理人团队建设，科技助力产能提升

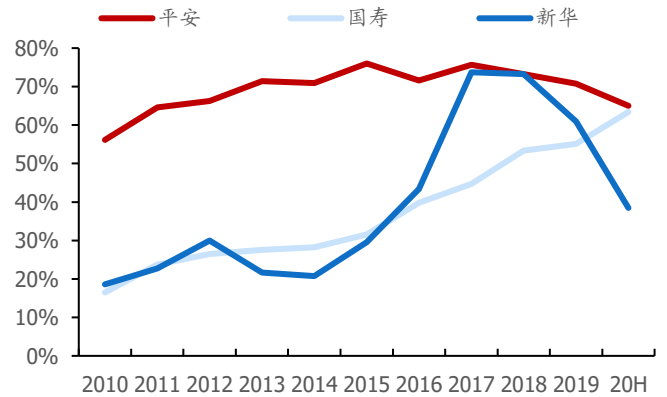
上市险企基本在 2018 年以前陆续完成个险渠道转型：由于个险渠道可以更好地触达客户端，在产品销售过程中具备更高的专业性，推动高价值的保障型产品和长缴产品的销售，上市险企虽然节奏各不相同，但先后进行了大个险渠道转型，至 2018 年上市险企总保费收入基本 70% 以上来自个险渠道。

图表 49: 上市险企个险渠道总保费占比情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 50: 上市险企个险渠道新单保费占比情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

平安持续践行高质量个险渠道建设：公司自 2007 年起推动“二元化发展”战略，并通过持续优化销售代理人培训机制，提升销售代理人的产能和专业水平；2010 年强化以健康人海为主的人力发展模式，并在 2012 年强调交叉销售；2013 年公司强调以价值经营为核心，以客户为导向，深化客户经营，并提升队伍对保障型产品的认知，并在此后不断加强队伍管理；2015 年起公司逐步将代理人向移动化、线上化的模式转变，并在 2017 年以后将 AI 技术运用到代理人管理上，以提升代理人留存及产能。

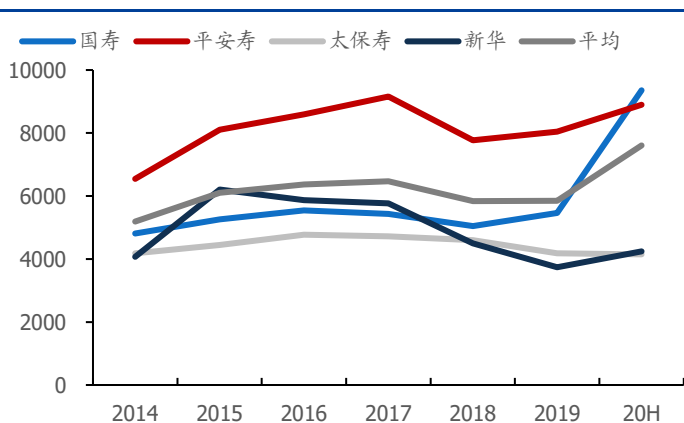
图表 51: 中国平安不同时期代理人发展策略情况

时间	代理人发展策略
2007	积极推动“二元化发展”战略，并通过持续优化销售代理人培训机制，提升销售代理人的产能和专业水平；
2008	采取“挑战新高”、“二元化发展”策略持续提升业务品质；
2009	采用兼顾市场竞争力、渠道成本、激励引导的管理制度引导队伍发展，通过基本法及区拓办法提供支持其个人和组织发展的充足动力，鼓励个人业务发展和持续稳定的组织发展，倡导永续经营的长期服务；
2010	强化以健康人海为主的人力发展模式，成立个人客户经理俱乐部，为客户提供专业化的理财服务；
2011	持续推进“挑战新高”和“二元发展”两大战略，险致致力于打造一支产能高、交叉销售能力强的代理人队伍；
2012	代理人走向综合金融理财师，帮助其实现成为综合金融客户经理；
2013	以价值经营为核心，以客户为导向，深化客户经营，提升销售队伍对保障型产品的认知，为更多不同层次客户提供保障；
2014	以价值经营为核心，坚持队伍为基、慈善为本、体验驱动、创新发展；
2015	个人寿险代理人渠道不断夯实队伍基础，加强队伍管理；实现线下代理人渠道与线上互联网的优势互补，融合共赢，向移动化、线上化的 O2O 客户经营模式转变；
2016	个险渠道在发展队伍规模的同时，不断加强队伍管理，队伍规模和产能稳步提升；
2017	AI 技术助力队伍管理，旨在提升代理人留存与产能；
2018	以 AI 技术为核心，推动智能化转型升级。在销售管理方面，有效应用 AI 技术，开创性地搭建了一整套提升代理人留存和产能的解决方案。AI 甄选和 AI 面谈在代理人渠道全面上线；
2019	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；同时升级代理人基本法，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；
2020H	仍坚持有质量的人力发展策略，短期聚焦“增员+增产”，把控增员入口、提升增员质量，强化销售技能、提升队伍产能；长期打造一支高产能、高收入、高质量的代理人队伍；

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

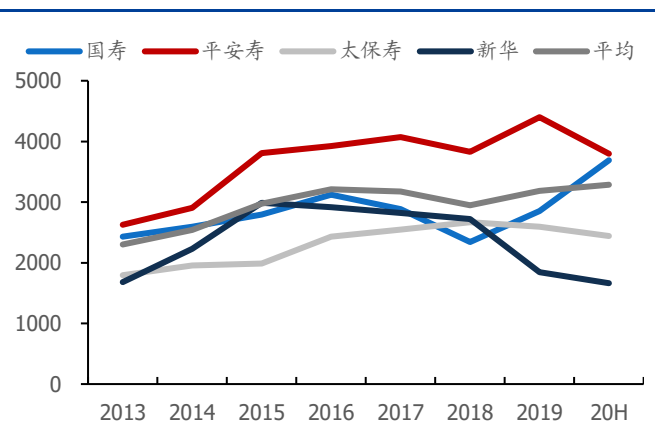
平安代理人产能仍明显优于同业：在坚持提升代理人素质、持续打造高质量队伍的推动下，公司代理人产能持续优于上市同业，2019/2020H 平安代理人月均 NBV 分别为 4400/3799 元，分别高于上市同业平均水平 38.1%/15.6%；代理人活动率仍维持在 50% 以上，明显高于行业 30% 左右的活动率水平。

图表 52: 上市险企代理人人均新单保费测算情况 (元)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 53: 上市险企代理人人均 NBV 测算情况 (元)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

通过“科技+”全过程武装代理人，交叉销售使得代理人收入提升：平安已通过“科技+”全过程对代理人进行武装：增员管理方面，构建动态的“人员画像+关键特征+筛选流程”循环体系，识别准增员，优选代理人；培训方面，构建线上培训模式，个性化课

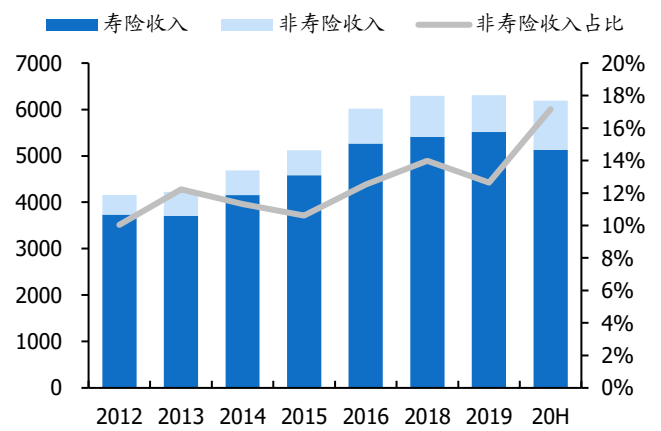
程推荐与全方位管控效果；营销层面，智能识别客户需求，构建客户画像，精准营销；留存及管理方面，动态规划代理人发展路径，综合金融助力代理人收入提升。当前平安代理人收入结构中非寿险占比持续提升，2020H已达到代理人收入的17.2%。

图表 54: 中国平安通过“科技+”全过程武装代理人



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 55: 平安代理人收入情况 (元/月)

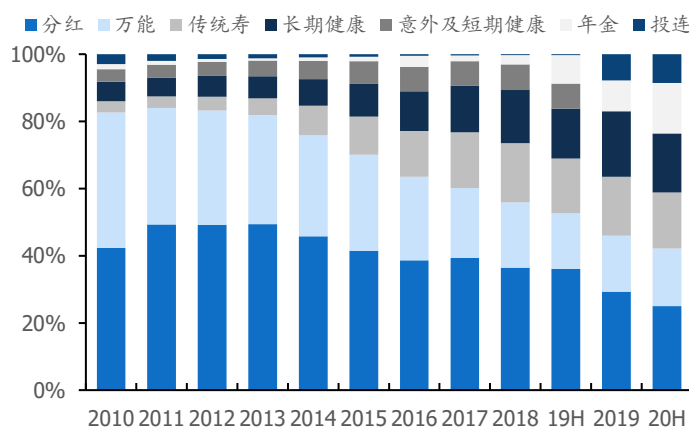


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.3 险种均衡发展，长期注重坚持价值经营

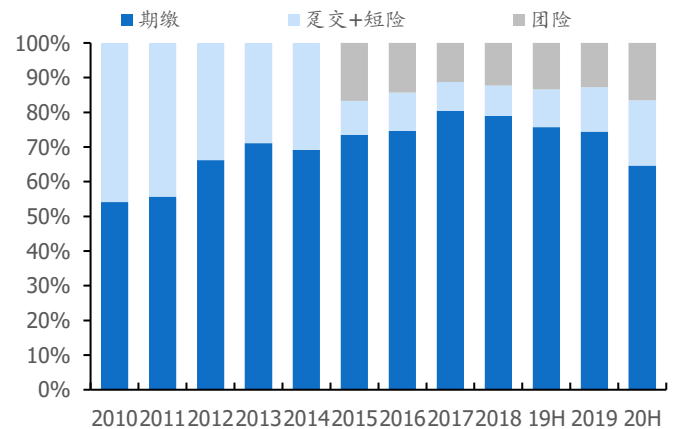
公司产品策略整体以价值为导向，兼顾规模，各类产品均衡发展：公司在产品策略上长期坚持以价值为导向，同时兼顾规模，分红、万能和传统险均衡发展，由于分红及万能可以在利率下行环境下对分红水平及结算利率进行下调，可以有效降低对利率的敏感性。

图表 56: 中国平安总保费结构情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

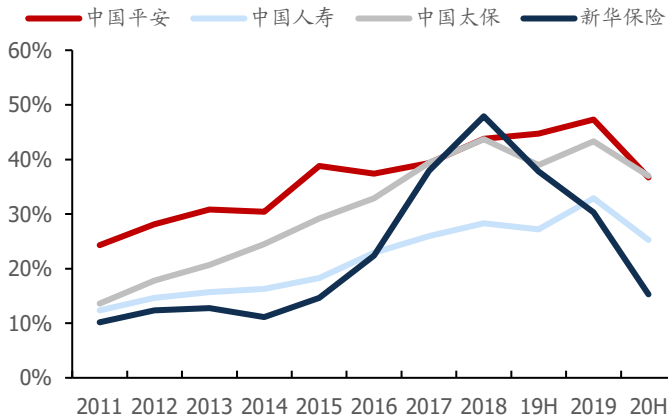
图表 57: 中国平安新单保费期限结构情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

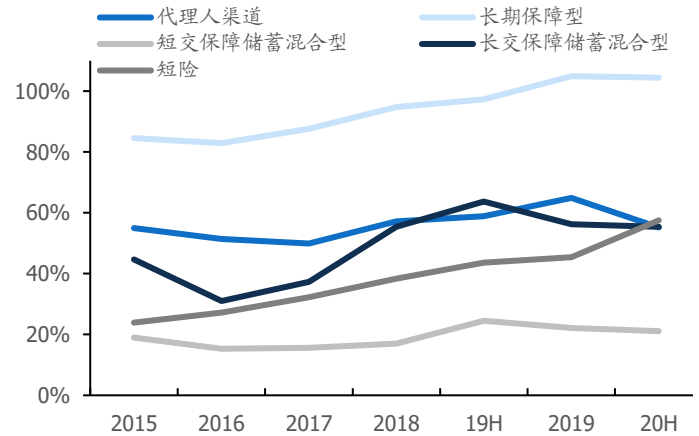
坚持期缴业务为主，保障型产品占比较高，使得公司长期价值率处于高位稳定：平安一直以来以期缴业务为主，2013年以后趸交新单占比持续低于5%；同时保障型产品基本贡献了半数以上的NBV，且产品责任不断拓展。坚持高质量个险渠道经营、期缴业务及保障型业务占比较高使得公司新业务价值率持续处于同业较高水平，并相对同业表现更为稳定。

图表 58: 上市险企新业务价值率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 59: 中国平安个险渠道不同产品类型价值率情况

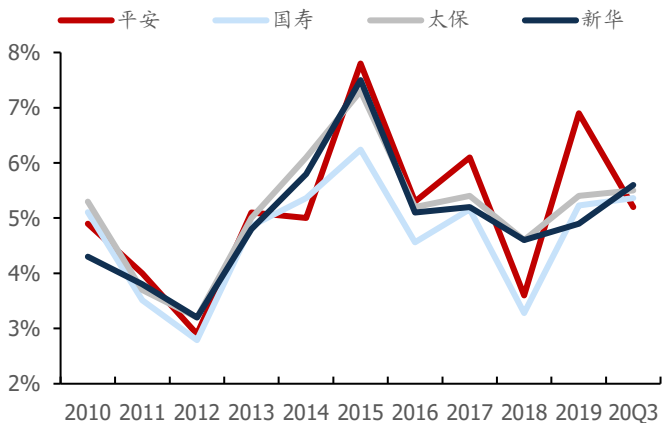


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.4 不断拉长资产久期, 利率敏感性低于同业

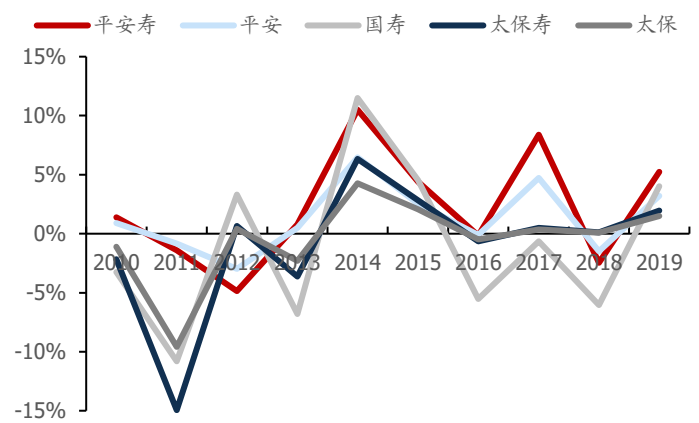
长周期投资收益率具备优势, 投资回报偏差整体产生正向贡献: 以近十年上市险企的平均总投资收益率看, 平安为 5.16% 高于同业, 太保、新华、国寿分别为 5.12%、4.92%、4.61%; 同时以 EV 增长中投资回报偏差贡献比例测算, 平安长周期实际投资收益率整体优于假设, 平安寿、平安集团近十年投资回报差异平均贡献为 2.18%、1.29%, 而国寿及太保均整体为负向贡献, 长期看平安的投资收益率明显超出 EV 投资收益假设。

图表 60: 上市险企总投资收益率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 61: 上市险企 EV 增长中投资回报差异情况

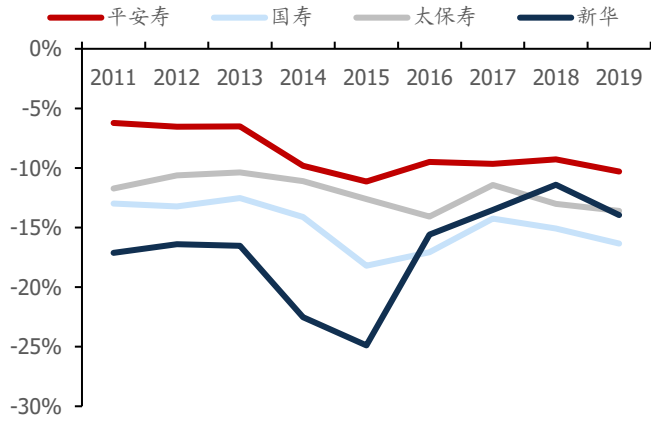


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

通过缩小资产负债久期缺口及产品端政策配合, 降低长期收益率下降对 NBV 和 EV 的敏感性成为投资端的核心竞争力: 不同年份不同保险公司之间的投资收益率存在波动性, 难以持续获得超额收益, 而投资端最核心的竞争力在于加强资产负债久期的匹配, 并通过产品政策的配合, 有效降低公司投资回报下降对 NBV 和 EV 的敏感性, 长期降低低利率环境的冲击。平安一方面持续拉长资产久期, 由 13 年的 6.6 年提升至 18 年的 8.2 年, 使得久期缺口当前降低至 6 年左右, 而行业资产久期当前仅 5.8 年左右; 另一方面通过较为稳健的产品政策, 包括对 2.5% 预定利率的分红年金推动、不销售高预定利率的产品等, 资产负债两端降低投资回报下降对价值的敏感性。

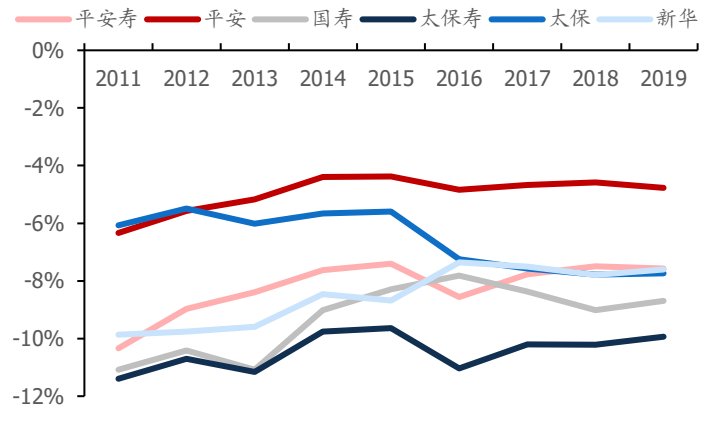
以平安2019年的敏感性分析看，当投资回报下降50bp时，公司的NBV下降10.3%，在上市同业中处最低水平；平安寿EV下降7.6%，集团EV仅下降4.8%，而同业基本在-8%至-10%之间，公司能够更有效地应对长期保险公司最为担心的低利率风险。

图表 62: 上市险企投资回报率下降 50pb 对 NBV 的影响



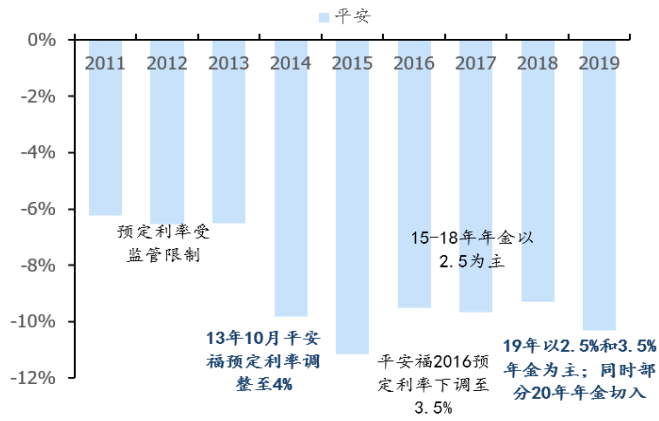
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 63: 上市险企投资回报率下降 50pb 对 EV 的影响



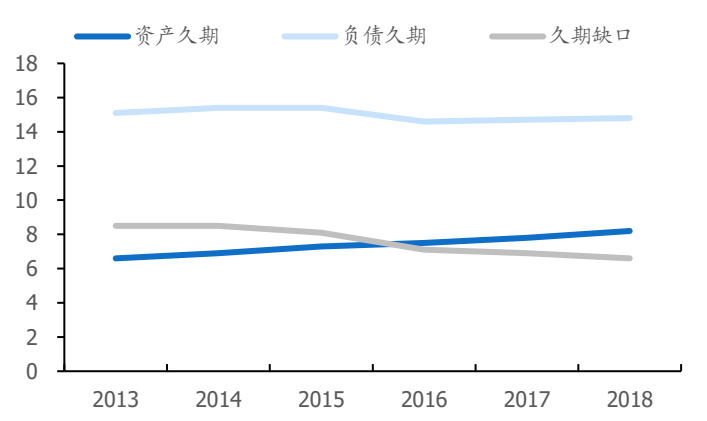
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 64: 平安 NBV 对利率敏感性与产品推动的关系



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 65: 平安资产负债久期及缺口情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

五、公司寿险改革转型：引领行业发展

平安在社会环境和市场环境的改变之下，自2018年下半年起正式启动寿险改革。我们认为当前平安的寿险改革在行业中具备前瞻性和战略性，同时公司作为改革先行者，在方向和策略上不断进行探索与试错，目前看平安在包括产品、代理人、渠道、组织架构和数字化推动方面的改革方向与举措均极具针对性，我们坚定看好平安的寿险改革战略与方向，并期待公司能够获得持续的改革成效。

5.1 产品：由单一主打到多元布局，提升产品吸引力

产品端而言，平安最为核心的问题在于主打单一的平安福产品，而随着客群年轻化、需求多元化、购买理性化，信息不对称情况逐步消除，保险产品逐步由“卖方市场”转为“买方市场”，因此市场需要更加多元、更有吸引力的保险产品供给。

5.1.1 单一主打到多元产品布局，满足多元化保险需求

2018年以前平安主要依靠单一爆款产品平安福持续获取市场溢价，此外线上渠道逐步推动百万任我行。2018年以后公司加大不同类型保障型产品的推动，包括18年中推出的双分、19年初推出的福上福、19年中推出的大小福星、20Q2疫情期间上新的守护百分百，不同保障责任的多元化产品，满足客群多样化、个性化的保险需求。

图表 66: 2018年起平安开始加大对保障型主力产品的设计推动

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
大小平安福	2013M10: 平安福上线, 公司首款费率市场化产品		2016M9: 升级平安福16, 80+20, 首创平安RUN	2017M4: 升级平安福17, 费率下调	2017M11: 升级平安福18, 首创轻症增加保额、平安RUN再升级	2019Q1: 升级平安福19	2019M7: 升级19II, 增加轻症、取消必选意外捆绑, margin、佣金预计稳定 2019M4: 升级20版, 降价同时增加轻症, 形式改为重疾主险
双分					2018M6\M10: 爱满分、福满分陆续上线	2019M9: 升级爱满分19II、福满分2019	
福上福						2019M4: 福上福19推出, 少缴一年保费, 轻症病种较平安福增加10种	2020M4: 推出福上福20, 轻症增加至60种, 价格下降
大小福星							2019M7: 大小福星上线, 入门款重疾, 低起保客群范围广
守护百分百							2019M4: 疫情下推出守护, 两全+重疾形态, 降margin、产品形态更具吸引力
安心百分百		2015M7: 上线互联网产品百万任我行	2017M3: 升级百万任我行2017, 部分责任提升, 减少返还, 降低价格。		2018M4: 百万任我行2018, 45岁以前新增责任, 费率稳定。	2019M5: 推出安心百分百, 保障显著提升, 价格提升, 电网销转线下渠道。	

资料来源: 公司公告, 保险师, 国盛证券研究所

公司目前已经形成了从中高端到基础端、获客型的全面保障型产品结构: 当前平安已经形成了较为完善的保障型产品结构, 从中高端客群, 兼具养老/储蓄+保障定位的爱满分、福满分, 到老牌的主力重疾险平安福 20 及福上福 20, 以及基础端的重疾大小福星(20M8起停售), 疫情期间新上产品守护百分百和臻享照护, 最底端偏获客型产品定位的长期意外安心百分百和长期医疗 e 生保、终身防癌 i 康保, 整体保障型产品体系已经较为完善。

图表 67: 平安当前保障型产品体系结构情况

中高端	产品	爱满分19 II		福满分2019	
	产品形态	两全主险+重疾附加险		两全主险+重疾附加险	
	特点	满足孩子储备+保障定位: 父母为孩子投保, 保险期30年, 满期给付所交保费150%, 期间身故或重疾进行100%-150%累计保费/保额给付。		兼具保障+储蓄定位。保障至60-80岁, 发生重疾或身故则赔付保额同时合同终止, 未发生重疾则满期退还总保费, 轻症独立给付。	
	上线时间	2019年9月(爱满分19 II) 2018年6月(爱满分)		2019年9月(福满分19版) 2018年10月(福满分)	
件均(参考)	10000+				
中端客群	产品	平安福2019 II	平安福2020		福上福20版
	产品形态	终身寿主险+必选重疾附加险+可选附加险	重疾主险+可选附加险		重疾主险
	特点	老牌主力保障型产品, 享有运动保额和轻症保额递增。19年二次升级后取消强制附加长期意外险、增加高发轻症, 保障更加全面。	老牌主力保障型产品, 享有运动保额和轻症保额递增。19年二次升级后取消强制附加长期意外险、增加高发轻症, 保障更加全面; 20年新产品降价3%左右, 且产品形态变更为重疾主险		相比平安福少交1年保费, 近似相当于9.5折; 轻症多10种, 20版降价3%左右。
	上线时间	2019年7月	2020年4月		2019年4月
件均(参考)	7000左右	7000左右		-	
基础端	产品	大福星(停售)	守护百分百		臻享照护
	产品形态	终身寿主险+必选重疾附加险+可选附加险	两全+重疾		两全+附加护理
	特点	入门款重疾, 相比平安福相同保费可以获得更高保障, 低起保客群范围广	首佣较大大小福星小幅下滑, 产品设计创新两全主险更具卖点, 可选择60/70/80岁返还累计保费, 对代理人尤其新人有较大帮助		首创两全主险+护理附加, 尝试推护理险, 含手术津贴、护理保障以及两全的满期金
	上线时间	2019年7月	2020年4月		-
件均(参考)	5000左右	预计3-5000		-	
获客型定位	产品	安心百分百	百万任我行	e生保	i康保
	产品形态	两全主险(返还型意外险)+可选附加	长期医疗险	长期医疗险	终身防癌险
	特点	保障高(100-500万保障)且保险期间可至75周岁	满期返还高、价格较便宜, 但一般意外保障较低	市场首款保证续保20年的医疗险	保证续保至终身的低门槛防癌险
	上线时间	2019年5月	2018年4月	2020年9月	2020年11月
件均(参考)	2500左右	2000左右	400左右	2-400	

资料来源: 公司公告, 保险师, 国盛证券研究所 注: 件均仅作为参考值, 浅颜色为18年以前老产品或升级产品;

5.1.2 优化产品设计, 适度让利客户, 提升产品吸引力

平安在推动新产品销售的过程中也经历了由“提升件均”至“扩大客群、让利客户”的探索:

- **18年中: 双分产品。**在多元化产品格局的探索中, 平安最先在18年中推出件均更高的储蓄/养老+重疾保障的爱满分福满分, 但销售效果并没有非常理想;
- **19年中: 大小福星。**此后开始逐步推动件均更低的产品销售, 于19年中推出大小福星, 相当于简化版的平安福, 剔除运动保额及轻症增重症保额, 同时轻症变为可选, 降低件均保费, 但预计价值率仍然相对稳定, 短期上线火爆销售后贡献不断下降, 并于20M8起停售;
- **2020Q2: 守护与照护险。**疫情期间平安推出新的两全+重疾形式的守护百分百, 以及创新的照护险, 预计整体件均、价值率均有一定下降, 客户接受度和认可度相对较高;
- **2020H2: 医疗险。**健康险新规之下, 平安在20Q3和Q4分别推出了长期医疗险e生保和终身防癌险i康保, 作为高性价比的获客型产品销售。

在产品上新及迭代过程中, 注重创新产品形态, 优化产品设计, 提升产品吸引力:

- **平安福: 不断提升老牌主力产品性价比。**平安福作为平安一直以来的主力重疾产品, 2019年以来的历次升级都明显提升了产品吸引力: 19年7月更迭的平安福19 II取消了一直受到市场诟病的强制意外捆绑, 同时增加轻症责任至50种; 20年4月更迭的平安福20版在符合健康险新规要求下直接对产品进行降价, 整体产品降价约

2-3%。

- **守护百分百：重疾产品的创新设计。**守护百分百是疫情期间平安推出的主要重疾产品，在形态上设计为两全+重疾形式，可选择 60、70 或 80 岁返还累计已交保费。目前上市主力重疾产品均为寿险责任+重疾责任，产品层面存在的问题在于如果被保险人没有患重疾，则其身故时才能获得保额给付，指定给受益人。当产品切换为两全+重疾时，被保险人可以得到累计已交保费返还作为养老金使用，同时重疾责任保障至终身，起初产品主要定位为新人销售，后逐步放开至所有代理人。产品设计层面吸引力显著提升，同时预计价值率较前期主力产品略有下降，充分让利投保人。
- **长期医疗险与终身防癌险：监管新政策下的产品尝试。**19 年底银保监会新修订的《健康保险管理办法》以及 20 年 4 月发布的《关于长期医疗保险产品费率调整有关问题的通知》均对长期费率可调的医疗险进行鼓励，平安在 20 年 9 月发布了市场上首款保证续保 20 年的长期医疗险；并在 11 月发布了保障续保终身的低门槛长期防癌险，三高、糖尿病患者均可投保。大型公司在医疗险类产品上包括客群、渠道、数据、成本管控、医疗资源共享等方面均具备优势，同时较低的件均使得中小公司难以具备显著的价格优势，同时长期而言由于医疗通胀的不断增长，医疗险的发展空间更大，从而使得该类产品成为平安积极布局的一环。

5.1.3 “产品+”推动保险产品与关联服务相融合

保险产品定价层面难以形成核心竞争力，行业存在较高的同质性，上市公司难以形成单一产品的核心优势，而将保险产品与相关的包括健康管理、慢病管理、养老服务等相融合，拓展产品及服务边界，满足客户对风险保障的多维度服务需求，逐步形成“产品+”的闭环，将成为保险公司产品的核心竞争力之一。

➤ **健康管理：“平安 RUN”与“健康信用体系”**

平安的健康管理典型产品为“平安 RUN”：2016 年平安人寿联合平安健康险共同推出通过运动达标以获取优惠券、提升产品保额的“平安 RUN”。“平安 RUN”以“保险+健康”形式引领行业，将低频保险产品实现与客户的高频互动，已基本在平安的主力福类产品上嵌入，同时也成为主力重疾销售过程中的宣传卖点之一。

HRC 的信用健康体系推动全流程健康管理体系升级：此后平安从客户需求角度出发，在前期基础上创建了 HelloRun Club（健康特权俱乐部，简称 HRC），并创造了健康信用体系的新模式，通过掌握用户健康数据科学分析健康状况和运动习惯，预测和反映个人未来的健康风险，帮助客户和保险公司合理规划、积极应对。当健康信用分处于良好水平，用户就能享受到优质保障（含免费保障、费率优惠）、医疗服务、健康生活等三大系列服务，比如 e 生保长期医疗等产品，当被保险人信用健康达标，续保最多可享受 20% 的优惠幅度。目前平安 HelloRun Club 已经吸引了超过 1100 万用户参与。

图表 68: 平安“HRC”健康促进计划情况



资料来源: 平安健康险官网, 国盛证券研究所

➤ 慢病管理: 慢病可投保产品的持续推动

当前我国慢病人群众多, 包括高血压及心脏病、慢性肾病、糖尿病等患者均达到上亿人, 对此类人群, 可投保的产品非常有限, 但同时有切实的需求。

平安推动销售慢病可投保产品: 2019年下半年平安推出面向血糖异常及II型糖尿病人群可投保的重疾保险“糖保保”, 并提供包括饮食、运动、用药指导以及血糖监测、评估和体检, 同时在保费的加费方面, 依据血糖指标改善情况进行最高100%的减免; 2020年中平安推出慢病可投保的百万医疗i康保(慢病版), 分为糖尿病版、高血压版、甲状腺结节版和其他慢病版, 大幅增加可带病投保种类; i康保终身防癌医疗也对包括三高、糖尿病等符合健康告知的患者放开。

图表 69: 平安“糖保保”产品提供的慢病管理服务



资料来源: 平安金管家, 国盛证券研究所

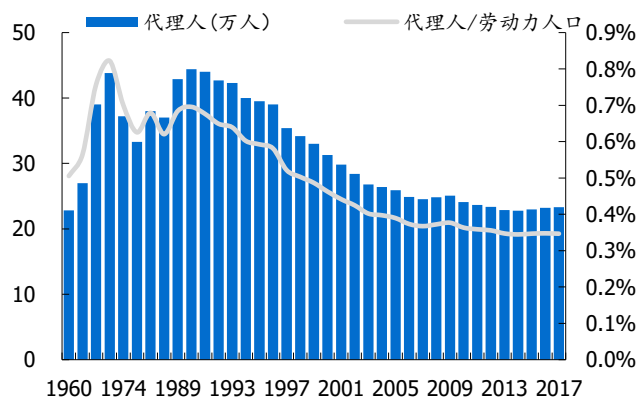
5.2 渠道：代理人提质增利，多元化渠道布局

5.2.1 提升代理人质量，增加代理人利益

借鉴日台经验看，代理人最终要走向高质量发展道路：

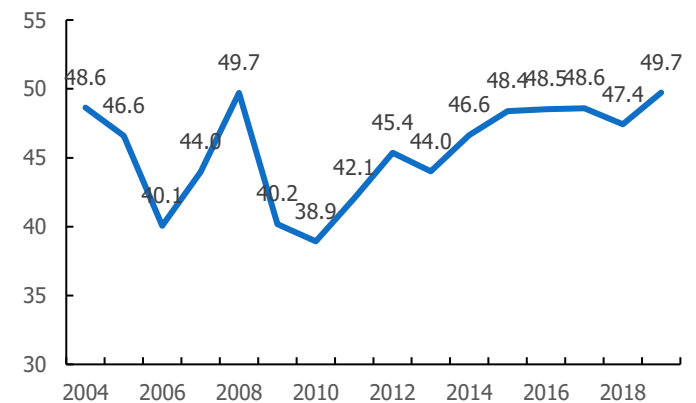
日本与台湾地区作为亚洲寿险业较为发达且代理人渠道为主要或重点渠道的地区，也经历了代理人数量在行业高速发展期爆发式增长，后期逐步进入优化提质的阶段。日本战后至65年代代理人数量快速增长，后期不断规范及优化的同时代理人数量不断下滑；台湾地区从60年代代理人制度兴起到90年代的人海战术，后期逐步进行代理人制度的改革，步入提质阶段。

图表 70：日本代理人数量及占劳动人口比例情况



资料来源：日本寿险业协会，国盛证券研究所

图表 71：台湾地区代理人 13 个月留存情况



资料来源：台湾寿险商业同业会，国盛证券研究所

➤ 日台地区代理人发展经验之一：完善登记制度、教育培训体系及代理关系

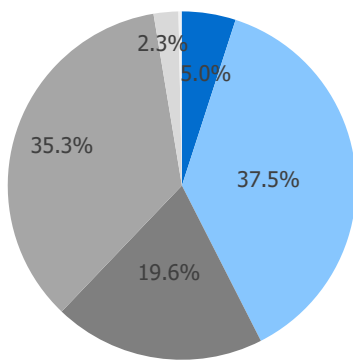
亚洲寿险业务相对较为发达地区对代理人都执行了较为完善的登记制度。中国台湾 1992 年颁布《保险业务员管理规则》，确立了资格考试、注册登记等资格管理制度。代理人通过资格考试并登记后方可展业，且规定了此后五年由所属公司进行的在职培训，并规定了相应课程、培训时长以及测试。

➤ 日台地区代理人发展经验之二：代理人要求及门槛不断提升，提升入口标准

2018 年中保协调研数据显示，我国营销员学历普遍偏低，高中及以下学历占比超过 65%，同时工作年限普遍较短，工作年限一年以内的从业人员占比达 54%；而以中国台湾地区寿险营销人员的教育程度看，专属代理人中本科及以上学历人数占比 43.5%，保险中介人本科及以上学历人数占比 57.5%，且从新进人员情况看，已不再有高中以下学历人员。

图表 72: 台湾地区寿险专属代理人教育程度情况

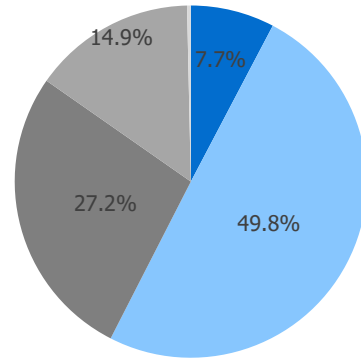
■ 研究生 ■ 大学 ■ 专科 ■ 高中 ■ 初中 ■ 小学 ■ 其他



资料来源: 台湾寿险网站, 国盛证券研究所

图表 73: 台湾地区寿险经纪人教育程度情况

■ 研究生 ■ 大学 ■ 专科 ■ 高中 ■ 初中 ■ 小学 ■ 其他



资料来源: 台湾寿险网站, 国盛证券研究所

➤ 日台地区代理人发展经验之三: 完善多层次的代理人团队建设

日本部分公司主要措施: 建立理财规划师团队(大学毕业男性为主, 拓展核心城区富裕阶层、中小法人, 在人际关系、保险和理财水平、人际关系等方面具备明显优势)、特种营销团队(大学毕业生为主, 核心城区法人职场理财顾问)、传统营销团队并举的结构, 通过不同层次代理人团队建设更有针对性地覆盖不同客群。

平安持续推进代理人高质量发展路线, 实行优才计划: 随着客群更加年轻化, 对保险的主动需求以及平安在寿险改革下产品体系更为复杂、迭代明显加速, 对代理人质量提出更高要求。2019年公司开始加大对优才计划的推广, Q3已经推广到45家二级机构的本部城市; 2020H公司高潜能优才人员数量达10万人, 同比增长1.9%; 上半年新入职大专及以上学历代理人在新入职人群中占比达到33.9%, 同比提升5.6pt。

更新代理人基本法, 提升代理人利益及收入水平: 公司代理人持续脱落的重要原因在于产品出单难度加大的情况下, 代理人收入难以持续提升, 从而使得主动脱落与被动清虚数量增加。平安在2020年8月中更新了新版的基本法, 新基本法引导代理人长期收入水平的提升, 尤其增加对中等产能的代理人利益倾斜。更新的基本法核心要点一是机构重新分类, 二是外勤代理人分层, 三是加大长期的投入。新法下代理人整体利益有明显提升: 包括新人津贴由12个月延长至18个月, 新主任津贴由1年延长至2年, 优才晋升新增万元奖励, 同时也是上市同业唯一一家给予24个月增员利益的公司。

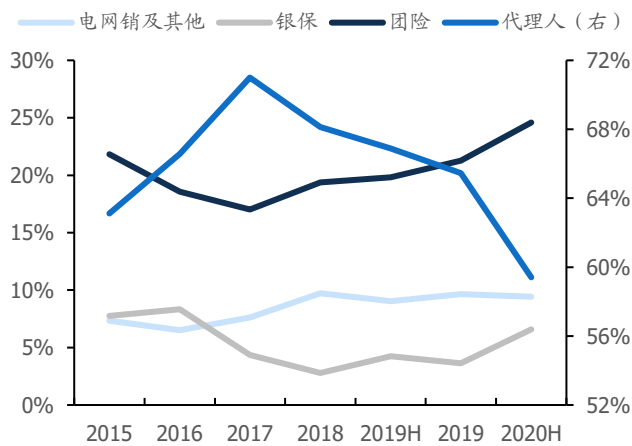
5.2.2 多元渠道布局, 强化线上+线下融合

加大银保渠道推动力度, 贡献价值增长: 由于银保渠道一直以来销售产品主要为理财产品, 且缴费期限相对较短, 整体价值率较低, 因此上市险企持续压缩银保渠道占比。但当前看, 个险渠道代理人持续增长存在压力, 同时银保当前也逐步向长缴产品转型, 此外客户对银保产品也存在客观的需求。平安银保渠道NBV占比由2016年的0.6%提升至2020H的3.0%, 同时银保渠道NBV Margin也在2019年达到20.4%, 银保逐步成为重要的价值渠道。

加大线上渠道开拓, 构建垂直平台+流量平台模式: 平安在通过五大生态圈加强客户转化的同时, 仍然面临着新增客户增速下降的压力。平安在线上渠道布局上, 一方面优化垂直自营平台经营, 另一方面深化与第三方平台合作, 其中最为典型的为2020年9月

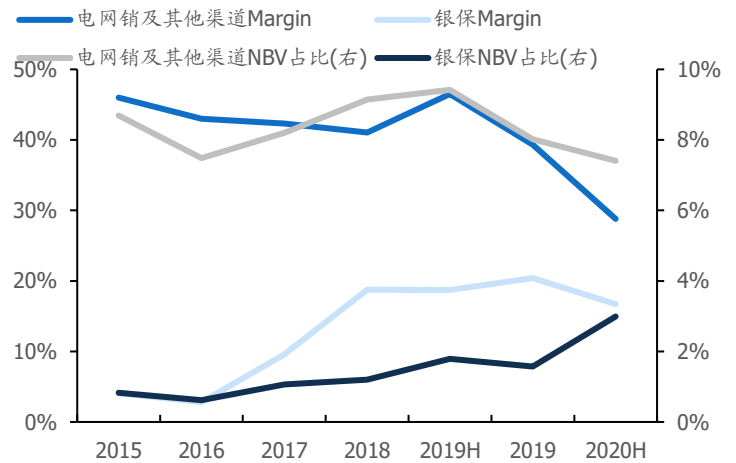
与微保合作，在平台上首发 20 年保证续保的长期医疗险。

图表 74: 中国平安不同渠道新单保费占比情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 75: 中国平安其他渠道 Margin 及 NBV 占比情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5.3 组织架构及经营管理: 建立 3+1 组织体系, 全力推动数据化经营

以组织架构调整作为寿险改革的底层建筑: 在前期改革战略的基础上, 对公司组织架构要进行相应的调整, 2020 年 9 月公司启动组织架构调整, 总部形成包括渠道事业群、产品中心、运营中心和共同资源中心在内的“3+1”组织体系。

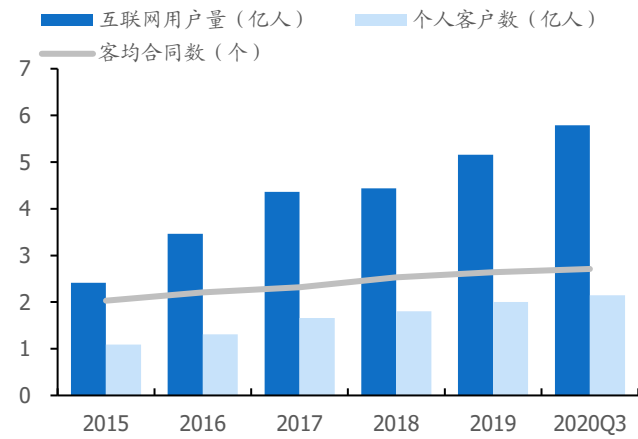
- 渠道事业群: 构建端到端的经营赋能体系, 全面武装代理人, 持续提升产能水平, 进而实现寿险“规模+质量”双增长。
- 产品中心: 重点突出对客户需求和市场洞见的挖掘, 并以此为基础围绕“寿险+”打造富有竞争力的产品体系。
- 运营中心: 以丰富客户体验、高品质运营服务为核心目标, 构建智能化的客户服务与运营。
- 共同资源中心: 进一步贯彻高效的资源统筹与职能支持。

架构调整是对公司改革转型的重要支撑, 更有利于强化公司“渠道+产品”的双轮驱动策略, 助力数据化经营、数据化管理和数据化营销的实现; 构建流程导向、端到端闭环的高效管理体系。

利用科技及平台优势加强获客与转化: 传统保险公司在销售过程中, 难点在于持续获客, 主要因为大多数代理人在入职以后以销售缘故单为主, 在缘故单拓展完以后难以持续获取新客从而流失。而平安利用平台优势以及科技手段, 助力代理人的获客与转化。代理人销售保单前提是获客, 针对公域和私域流量:

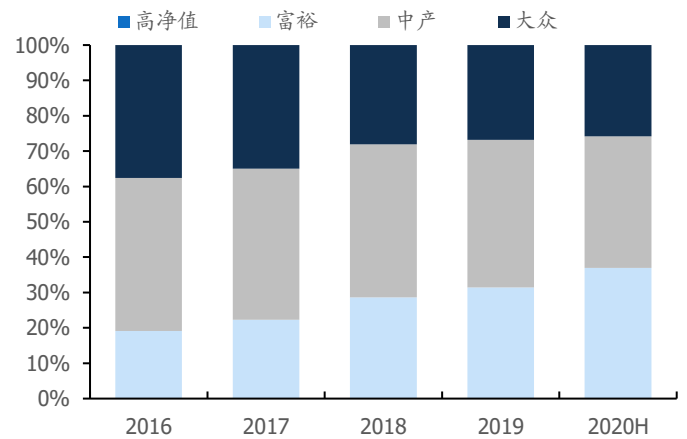
- 平安通过 APP 中公域流量的工具“三板斧”不断拓宽入口端的客户规模, 把握互联网流量优势引流客户;
- 私域流量工具有“八宝箱”来帮助代理人获客和转化, 即为通过 APP 给代理人的 8 件工具, 比如帮助代理人分析朋友圈客户保障缺口、设定交流时间与内容的“口袋忆”; 线上拜访时提供参考答案、智能总结的“科技包”; 提供就医陪同等服务、建立客户与代理人信任关系的“服务宝”等。

图表 76: 中国平安客户数及客均合同数情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 77: 中国平安客户财富结构情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

搭建数字化大中台, 强化活动管理, 提升费用投放效率: 一直以来保险公司在分支机构把控方面存在两个问题, 其一为从总公司层面, 逐层到分公司片区、营业区、营业部再到代理人, 很难进行直接的触达和有效把控; 二是由于总公司对分支机构把控力度不足, 底层费用投放效率不高, 也存在包括存在套费、虚假人力等情况。因此公司提出全域活动量管理, 即公司对总部、机构、营业区、营业部, 直到业务最前线的代理人通过 APP 活动记录进行统一管理。

效果层面看, 9 月份以来总部可以看见所有三级机构营业区的业务活动进展, 打造数据经营管理平台, 支持“数据秒查”、“问题定位”、“异常洞察”三大核心功能, 全面覆盖业绩、队伍、产能、产品、客户、服务等经营指标数据, 实现经营管理的“先知、先觉、先行”。此外通过系统平台的搭建, 强化对费用投放的把控, 提升费用投放效率, 进行精细化管理, 以支撑对代理人和客户利益的提升。

5.4 寿险改革未来展望

本轮平安的寿险改革自 2018 年下半年开始, 至今历时已 2 年有余, 改革已经基本进入攻坚阶段, 今年寿险改革的 15 个项目会全面铺开。如以管理层自身预期, 将会在 2021 年看到显著效果。

改革的核心措施在正确的方向下具备极强的针对性: 平安此轮寿险改革均是针对在当前行业环境下公司面临的核心问题进行的有针对性的改革, 从产品、渠道、架构、运营等方面均采取了相应的措施, 具备行业前瞻性。

展望未来: 中期而言, 在改革措施落地叠加公司低基数以及对明年更强的业绩诉求下, 明年公司有望从开门红至全年延续相对较高的新单与 NBV 增速。长期而言, 仍需要持续关注未来转型措施落地的效果, 判断公司在不明显具备基数效应的情况下, 能否实现 NBV 的持续稳定的增长。

我们积极看好公司整体寿险转型方向, 后期仍然需要核心关注的指标包括: 1) 代理人数量能否企稳并稳定增长; 2) 费用投放情况, 公司整体投产比趋势情况; 3) 代理人整体收入情况; 4) 新产品更迭及推动情况。

六、估值分析

对于中国平安的估值，我们认为采用分部估值的方式有更高的市场接受度。

寿险：预计公司 20E/21E/22E 寿险板块 EV 增速分别为 15.3%/13.7%/14.1%：由于今年疫情影响以及开门红的提前准备，我们预计公司 20 年 NBV 同比-28%，21E/22E 将恢复稳步增长，预计 NBV 增速分别为 11%/11%；测算下公司 20E/21E/22E 寿险板块 EV 增速分别为 15.3%/13.7%/14.1%。由于公司寿险业务仍具备核心竞争力，我们给予 1.3-1.6 倍 P/EV。

图表 78：平安寿险及集团 EV 增长预测（百万元）

平安 EV 增长预测	2020E				2021E				2022E			
	平安寿		平安		平安寿		平安		平安寿		平安	
年初 EV	757,490		1,200,534		873,527		1,383,943		993,622		1,574,352	
EV 预期回报	70,447	9.3%	70,447	5.9%	80,364	9.2%	80,364	5.8%	89,426	9.0%	89,426	5.7%
NBV	54,680	7.2%	54,680	4.6%	60,695	6.9%	60,695	4.4%	67,372	6.8%	67,372	4.3%
分散效应	15,907	2.1%	15,907	1.6%	18,344	2.1%	18,344	1.3%	19,872	2.0%	19,872	2.0%
评估方法、模型和假设变化	1,515	0.2%	1,515	0.2%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
运营经验差异	3,787	0.5%	3,787	0.4%	5,241	0.6%	5,241	0.4%	8,943	0.9%	8,943	0.6%
投资回报差异	11,362	1.5%	11,362	1.1%	4,368	0.5%	4,368	0.3%	4,968	0.5%	4,968	0.3%
市场价值和其他调整	757	0.1%	1,057	0.1%	-1,747	-0.2%	-747	-0.1%	1,987	0.2%	2,987	0.2%
股东红利分配	-42,419	-5.6%	-34,815	-2.9%	-47,170	-5.4%	-40,134	-2.9%	-52,662	-5.3%	-45,656	-2.9%
其他业务当年利润		0.0%	52,823	4.4%		0.0%	62,277	4.5%		0.0%	77,143	4.9%
其他		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%
年末 EV	873,527	15.3%	1,383,943	15.3%	993,622	13.7%	1,574,352	13.8%	1,133,528	14.1%	1,810,744	15.0%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

产险：预计平安产险 20E/21E 的净资产分别增长 13.0%/10.0%，同时考虑车险综合费改下，公司短期保费及盈利均有承压，我们给予 1-1.2 倍 PB 估值

银行：银行版块我们采取平安银行当前市值，截至 11 月 18 日公司市值为 3584 亿元，合约 1.24 倍 PB，平安持股 49.6%，合计约 1777 亿元。

资管版块：对于集团旗下的资管版块，预计证券 20E/21E 的净资产增速为 14%/12%，信托净资产增速为 9%/9%，其他资管增速 30%/25%，对照上市同业，给予证券 1.6-2.2 倍 PB，信托 1.5-2.5 倍 PB，其他资管为 1-1.2 倍 PB。

科技版块：科技版块方面，目前陆金所、平安好医生、金融壹账通及汽车之家均已上市，我们按照市值的持股比例给予估值，对尚未上市的平安医保科技给予 A 轮融资的投后估值。

图表 79: 中国平安分部估值情况 (亿元)

子公司	指标	2019年	2020E	21年数据预测	21年数据预测	说明	21年合理估值倍数		集团持股	19年底合理估值区间		
							下限	上限		下限	上限	
传统金融	寿险	内含价值	7574.9	8735.3	寿险业务内含价值增速13.1%	9936.2	倍数较同业仍有优势	1.3	1.6	99.5%	12852.5	15818.5
	产险	净资产	930.0	1050.9	产险净资产增速10%	1156.0	行业明年短期承压	1	1.2	99.5%	1150.2	1380.3
	银行	市值	3584.0		以当前市值测算	3584.0	截至11月18日市值		-	49.6%	1777.7	1777.7
	证券	净资产	361.4	412.0	证券净资产增速12%	461.4	对标证券行业平均估值水平	1.6	2.2	99.6%	735.4	1011.1
	信托	净资产	206.1	224.6	信托净资产增速9%	244.8	参考上市同业估值水平	1.5	2.5	99.9%	366.9	611.4
	其他资管	净资产	625.8	813.6	其他资管净资产增速25%	1017.0		1	1.2		1017.0	1220.3
科技板块	陆金所	市值	369				截至11月18日市值369亿美元			39.0%	942.6	942.6
	平安好医生	市值	1193				截至11月18日市值1193亿港元			38.4%	388.2	388.2
	壹账通	市值	76				截至11月18日市值76亿美元			36.3%	180.7	180.7
	平安医保科技	投后估值	88				18年2月A轮融资投后估值88亿美元			38.5%	221.9	221.9
	汽车之家	市值	119				截至11月18日市值119亿美元			49.3%	384.3	384.3
合计											20017.3	23937.0

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

对于集团整体, 由于包括交叉销售以及金融和科技板块之间的深度合作互补, 我们对整体采取加总, 不给予折扣, 合计公司对应 2021 年的合理估值为 2.00-2.39 万亿元, 对应 1.27-1.52 倍 P/EV, 当前公司 21E P/EV 为 0.98 倍, 仍有 30% 以上空间。

图表 80: 上市险企 P/EV 估值情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

七、投资建议

公司对行业环境改变及业绩增速承压进行了极具针对性的改革, 改革方案基本在今年全面落地, 未来改革成果值得期待。行业层面看, 2021 年预计行业保费收入明显改善, 景气度短期提升; 同时利率预期相对企稳, 对公司估值有所支撑。当前公司开门红之下对

明年业绩改善的预期渐强，未来半年左右维度展望，公司增长具备极高的确定性，兼具绝对收益机会与个股弹性，预计公司 20E/21E 归母净利润分别为 1315.19/1810.49 亿元，增速分别为-12.0%/37.7%，保守估计公司 21E 的市值为 2.0 万亿元，给予 2021 年公司目标价 109.50 元，较当前仍然有 28%以上空间，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 1) 长端利率下行风险：如长端利率持续下行，可能会使得公司估值有所压力；
- 2) 明年负债表现不及预期风险：如公司每年开门红表现不及预期或开门红以后新单增长持续有压力，可能会使得估值承压；
- 3) 寿险改革成效不及预期风险：如公司寿险改革成效不及预期，将会使得未来业绩增长承压。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com