

02318.HK 中国平安

港股通（沪、深）

## 增速持续领先同业，科技引领金融变革

买入 （首次）

2018年10月28日

### 市场数据

日期	2018.10.26
收盘价(港元)	74.40
总股本(亿股)	182.80
港股股本(亿股)	74.48
总市值(万亿港元)	1.36
港股市值(亿港元)	5,541.00
净资产(万亿元)	6.35
总资产(万亿元)	68.51
每股净资产(元)	28.23

### 相关报告

### 海外金融研究

分析师:

张忆东

兴业证券经济与金融研究院

副院长

海外研究中心 总经理

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

张博

zhangboyjs@xyzq.com.cn

SFC: BMM189

SAC: S0190117050055

王尘

wangchenyjy@xyzq.com.cn

SAC: S0190118040029

### 主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(亿元)	9,746	11,272	13,160	15,998
同比增长(%)	25.8	15.7	16.8	21.6
归属股东净利润(亿元)	891	1,146	1,374	1,751
同比增长(%)	42.8	28.6	19.9	27.5
新业务价值(亿元)	674	708	820	984
同比增长(%)	32.6	5.1	15.9	19.9
集团内涵价值(亿元)	8,252	9,809	11,676	13,969
同比增长(%)	29.4	18.9	19.0	19.6
每股收益(元)	4.99	6.43	7.70	9.82
每股派息(元)	1.50	1.93	2.31	2.95

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

### 投资要点

- **首次覆盖给予“买入”评级，目标价 87.43 港元：**2018-2020 年，中国平安目标价对应的集团每股内含价值分别为 1.41、1.18 及 0.99 倍，建议投资者积极关注。
- **聚焦个人客户，寿险业务优势突出**
  - 1、“价值经营”为核心：2010-2013 年，公司率先压缩银保趸交业务。2018H1，公司新业务价值率先同业实现同比正增长（中国平安：0.2%；中国人寿：-23.7%；中国太保：-17.5%；新华保险：-8.9%）。
  - 2、打造精英代理人团队，保费增长可持续：截至 2018 年 6 月 30 日，公司代理人数量较年初增长 0.9% 至 139.9 万人，率先实现正增长。SAT 销售模式可以实时连接公司、用户、业务员。
- **财险业务增速领先，盈利能力有望长期维持**
  - 1、市占率扩大，盈利能力稳定：2018H1，平安产险综合成本率为 95.8%（中国财险：95.9%；中国太保：98.7%）；2017 年平安产险 ROE 为 20%（中国财险：15.7%；中国太保：10.7%）。
  - 2、保证保险和责任险等非车业务提供长期驱动力。
- **率先实行 IFRS-9，围绕五大生态系统进行长期投资：**2013-2017 年，中国平安净投资收益率和总投资收益率均保持在 5% 以上。2018 年上半年，公司总投资收益率为 4.0%，但若按照旧口径计算，则总投资收益率为 4.5%，高于行业平均水平。截止至 2017 年末，平安的投资性房地产盈浮约为 300 亿元。
- **综合性金融平台，科技引领金融变革：**除传统保险业务外，中国平安拥有平安银行、平安证券、平安资产管理、陆金所控股、平安好医生、金融壹账通、平安医保科技及汽车之家等多条业务条线。公司致力打造“金融+科技”综合性金融服务平台。

**风险提示：**1) 资本市场波动；2) 保费收入不达预期；3) 保险行业政策变动风险；4) 公司经营风险。



## 目 录

1、公司基本情况 .....	- 5 -
1.1、公司发展历程 .....	- 5 -
1.2、公司股权构架及管理团队 .....	- 6 -
2、聚焦个人客户，寿险业务优势突出 .....	- 7 -
2.1、“价值经营”为核心，寿险业务快速发展 .....	- 8 -
2.2、打造精英代理人团队，新保保费快速增长可持续 .....	- 11 -
2.3、健康险发展空间可期 .....	- 17 -
3、财险业务增速领先，盈利能力有望长期维持 .....	- 20 -
4、率先使用 IFRS-9，投资能力优于同业 .....	- 24 -
5、综合性金融平台，科技引领金融变革 .....	- 28 -
5.1、平安银行：零售突破，对公做精 .....	- 28 -
5.2、平安证券：依托集团优势，把握优势业务 .....	- 31 -
5.3、平安信托：深化“财富+基金”转型，业绩优于行业 .....	- 32 -
5.4、科技驱动金融变革 .....	- 32 -
6、财务分析及盈利预测 .....	- 35 -
6.1、主要财务指标 .....	- 35 -
6.2、盈利预测 .....	- 37 -
7、估值与评级 .....	- 38 -
8、风险提示 .....	- 40 -
图 1、公司发展历程 .....	- 5 -
图 2、定位国际领先的科技型个人生活服务集团 .....	- 6 -
图 3、中国平安股权构架 .....	- 6 -
图 4、2018H1 公司归属股东净利润按业务分 .....	- 7 -
图 5、2018H1 公司营运利润按业务分 .....	- 7 -
图 6、公司利润增长核心驱动因素分析 .....	- 8 -
图 7、公司历年人身险原保费收入及同比增速 .....	- 8 -
图 8、公司历年人身险原保费收入按比例 .....	- 8 -
图 9、平安寿险内含价值增长中各部分占比 .....	- 9 -
图 10、四家上市险企寿险内含同比价值增速对比 .....	- 9 -
图 11、新业务价值构成及影响因素 .....	- 9 -
图 12、平安寿险新业务价值，新业务价值同比增速和首年保费增速 .....	- 10 -
图 13、平安个险新单规模保费和新业务价值率变化 .....	- 11 -
图 14、四家上市险企新业务价值同比增速对比 .....	- 11 -
图 15、中国保险代理人体系发展历程 .....	- 12 -
图 16、中国银保渠道保费收入及其占比 .....	- 12 -
图 17、全国保险代理人人数及同比增速 .....	- 12 -
图 18、公司代理人人数 .....	- 13 -
图 19、公司代理人人均每月首年规模保费 .....	- 13 -
图 20、科技赋能寿险——SAT 销售模式 .....	- 14 -
图 21、科技赋能寿险——销售过程管理 .....	- 14 -
图 22、公司互联网用户规模 .....	- 14 -
图 23、公司 APP 用户规模 .....	- 14 -
图 24、平安寿险各渠道保费收入占比（%） .....	- 15 -
图 25、平安个险渠道和银保渠道规模保费增速（%） .....	- 15 -
图 26、公司 2017 年新业务价值率分渠道按首年保费 .....	- 15 -

图 27、公司 2017 年新业务价值率分渠道按标准保费	- 15 -
图 28、同行业公司代理人人数 (2013-2017)	- 16 -
图 29、各公司个险渠道收入占寿险总保费收入比例	- 16 -
图 30、平安寿险个人业务保费结构 (%)	- 16 -
图 31、平安寿险保费结构 (%)	- 16 -
图 32、中国卫生总费用及 GDP 占比	- 17 -
图 33、2015 年中美德英日医疗费用支出结构	- 17 -
图 34、中国 65 岁以上人口及同比增速	- 18 -
图 35、中国城镇常住人口数及占比	- 18 -
图 36、全国健康险原保险保费收入及同比增速	- 19 -
图 37、全国健康险原保费收入占寿险总保费比例	- 19 -
图 38、公司健康险原保险保费收入及同比增速	- 19 -
图 39、公司健康险原保费收入占寿险总保费比例	- 19 -
图 40、平安产险保费收入及同比增速	- 20 -
图 41、三大产险龙头和产险全行业保费同比增速	- 20 -
图 42、三大产险龙头市场份额	- 20 -
图 43、平安产险各险种保费收入占比	- 20 -
图 44、平安产险科技带来的高效服务体验	- 21 -
图 45、平安产险中车险和非车险的保费增速	- 22 -
图 46、平安产险综合成本率分布	- 22 -
图 47、三家产险龙头综合成本率比较	- 23 -
图 48、三家产险龙头 ROE 比较	- 23 -
图 49、平安 2018H1 各类资产在三分类中的占比 (%)	- 25 -
图 50、IFRS-9 下资产减值三个阶段	- 26 -
图 51、上市险企净投资收益率比较	- 27 -
图 52、上市险企总投资收益率比较	- 27 -
图 53、公司资产配置比例	- 27 -
图 54、上市险企资产配置对比	- 27 -
图 55、公司投资性房地产年末净额	- 28 -
图 56、公司投资性房地产年末公允价值	- 28 -
图 57、平安银行营业收入及同比增速	- 29 -
图 58、平安银行归母净利润及同比增速	- 29 -
图 59、平安银行贷款余额占比按业务	- 29 -
图 60、平安银行不良率和关注类贷款占比	- 29 -
图 61、平安银行贷三大零售核心业务高速发展	- 30 -
图 62、平安银行科技赋予产能	- 30 -
图 63、平安证券营业收入	- 31 -
图 64、平安证券净利润	- 31 -
图 65、平安信托净利润和同比增速	- 32 -
图 66、平安信托资产管理规模和同比增速	- 32 -
图 67、陆金所注册用户数和活跃投资用户数	- 33 -
图 68、陆金所平台流程	- 34 -
图 69、平安好医生医疗健康生态体系	- 34 -
图 70、平安金融一账通“3+1”业务	- 35 -
图 71、营业收入及同比增速	- 36 -
图 72、归属股东利润及同比增速	- 36 -
图 73、公司历年内涵价值及同比增速	- 36 -
图 74、公司历年新业务价值及同比增速	- 36 -
图 75、平安产险历年保费收入及同比增速	- 37 -
图 76、平安产险历年综合成本率	- 37 -

---

图 77、平安寿险历年综合偿付能力充足率 .....	- 37 -
图 78、平安产险历年综合偿付能力充足率 .....	- 37 -
表 1、保险行业产品销售政策 .....	- 12 -
表 2、关于商业健康险的重要文件 .....	- 18 -
表 3、关于商业机动车辆保险的重要文件 .....	- 21 -
表 4、IFRS-9 时间表 .....	- 24 -
表 5、平安实施 IFRS9 后金融资产主要变化（亿元） .....	- 25 -
表 6、公司全球领先技术名录（截至 2017 年 12 月 31 日） .....	- 33 -
表 7、公司核心技术及应用（截至 2017 年 12 月 31 日） .....	- 33 -
表 8、盈利预测 .....	- 38 -
表 9、分业务估值 .....	- 38 -
表 10、保险行业估值表（股价截至 2018 年 10 月 26 日收盘） .....	- 39 -
附表 .....	- 41 -

## 报告正文

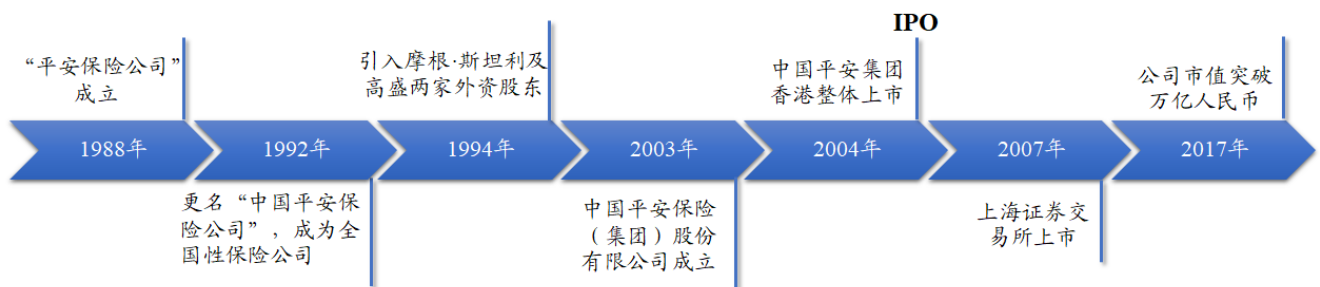
### 1、公司基本情况

中国平安保险（集团）股份有限公司（简称：中国平安，股票代码：02318.HK，601318.SH）于1988年成立于深圳蛇口，是中国第一家股份制保险企业。中国平安集团旗下子公司包括平安寿险、平安产险、平安养老险、平安健康险、平安银行、平安信托、平安证券、平安大华基金等。公司系为能为客户同时提供保险、银行及投资等全方位金融产品和服务的金融企业之一。

#### 1.1、公司发展历程

中国平安的历史可追溯至1988年5月27日成立的“平安保险公司”，该公司系为中国第一家股份制保险企业。1992年6月4日，公司更名为中国平安保险公司，成为一家全国性保险公司。1994年，公司引入摩根·斯坦利及高盛两家外资股东，成为国内首家引进外资的金融机构。1995年，平安证券成立，公司实现了保险外金融业务发展。2002年，汇丰集团入股并成为公司单一最大股东。2003年2月14日，中国平安保险（集团）股份有限公司成立，成为中国金融业综合化经营的试点企业。2004及2007年，公司分别于香港及上海证交所挂牌。2011年，公司成为深圳发展银行控股股东，并由深发展吸收合并原平安银行，建立起全国性银行业务布局。2012年，公司旗下陆金所成立，集团开始互联网金融全面布局。公司在发展过程中逐步形成了融保险、银行、投资三大主营业务为一体、核心金融与互联网金融业务并行发展的个人金融生活服务集团之一。

图 1、公司发展历程



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

中国平安是通过多渠道分销网络及统一的品牌，借助旗下平安寿险、平安产险、平安养老险、平安健康险、平安银行、平安信托、平安证券及平安资产管理等公司经营保险、银行、资产管理三大核心金融业务。公司借助陆金所控股、平安好医生、金融壹帐通、平安医保科技、汽车之家等公司经营金融科技与医疗科技业务，向客户提供多种金融产品和服务。

在业务发展中，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，坚持“科技引领金融，金融服务生活”的理念，以深化“金融+科技”、探索“金融+生态”为发展模式，聚焦“大金融资产”和“大医疗健康”两大产业，并深度应用于“金融服务、医疗健康、汽车服务、房产金融、城市服务”五大生态圈，为客户创造“专业，让生活更简单”的品牌体验。

图 2、定位国际领先的科技型个人生活服务集团

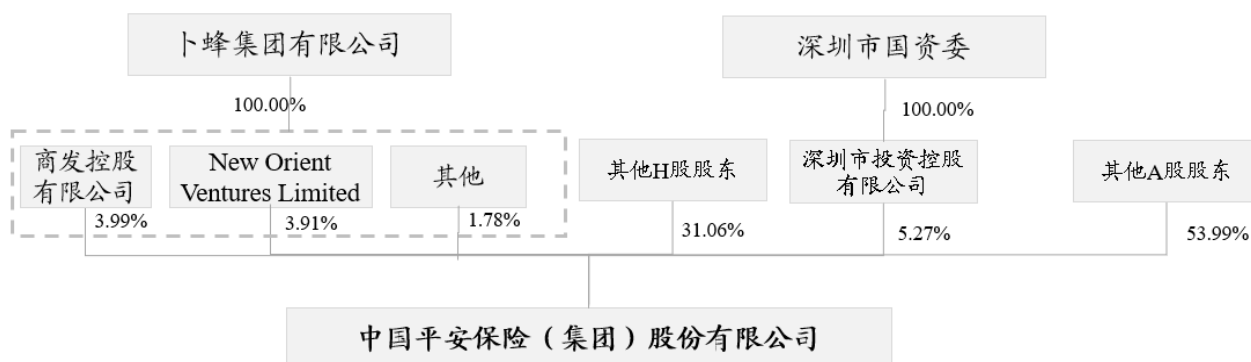


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

## 1.2、公司股权构架及管理团队

截至 2017 年末，中国平安保险（集团）股份有限公司总股本中，A 股及 H 股份占比分别为 59.26% 及 40.74%。其中，卜蜂集团有限公司透过下属公司合共持有公司全部已发行股份 9.68% 之份额，占 H 股股本的 23.8%，为公司第一大股东。深圳市国资委透过深圳市投资控股有限公司持有公司全部已发行股份 5.27% 之份额，占 A 股股本的 8.89%。

图 3、中国平安股权构架



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理



公司高管团队普遍于中国平安有超过 10 年之工作经验，对公司业务熟悉，核心团队结构稳定。马明哲先生系为公司创始人，现任公司董事长兼首席执行官。公司成立前，马先生曾任招商局蛇口工业区社会保险公司副经理，其亦曾获中南财经政法大学货币银行学博士学位。

孙建一先生于 1990 年加入公司，并自 1995 年起担任公司执行董事。孙先生为平安寿险、平安产险、平安养老险及平安资产管理的董事，亦为中国保险保障基金有限责任公司非执行董事、海昌海洋公园控股有限公司独立非执行董事。孙先生曾任人民银行武汉分行办事处主任、中国人民保险公司武汉分公司副总经理及武汉证券公司总经理。

任汇川先生于 1992 年加入公司，并自 2012 年起担任公司执行董事。任先生现任公司总经理、平安信托董事长。姚波先生于 2001 年加入公司，并自 2009 年起出任公司执行董事。姚先生现任公司常务副总经理、首席财务官及总精算师。李源祥先生于 2004 年加入公司，并自 2013 年起担任公司执行董事。李先生现任公司常务副总经理、副首席执行官兼首席保险业务执行官。蔡方方女士于 2007 年加入公司，并自 2014 年起担任公司执行董事。蔡女士现任公司首席人力资源执行官，亦兼任平安金融管理学院常务副院长。

## 2、聚焦个人客户，寿险业务优势突出

截至 2018 年 6 月 30 日，2018 年上半年，公司寿险及健康险、财产保险、银行业务、资产管理业务、金融科技与医疗科技业务及其他业务分别占归属股东净利润的 58.2%、10.1%、13.4%、15.8%、7.2%及-4.7%。在剔除短期波动性较大的损益表项目和管理层认为不属于日常营运收支的一次性重大项目后，上述业务 2018H1 占比分别为当期营运利润的 59.0%、9.9%、13.1%、15.4%、7.1%及-4.6%。公司系为一家以保险业务为主，寿险业务为核心，综合金融全面布局的综合性金融集团。

图 4、2018H1 公司归属股东净利润按业务分

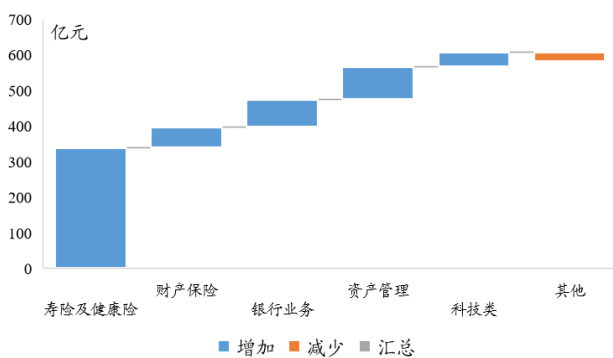
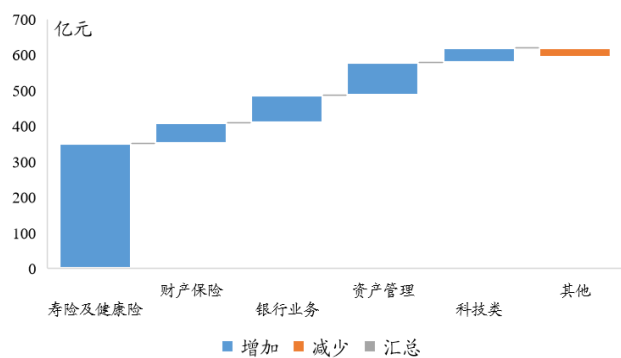


图 5、2018H1 公司营运利润按业务分

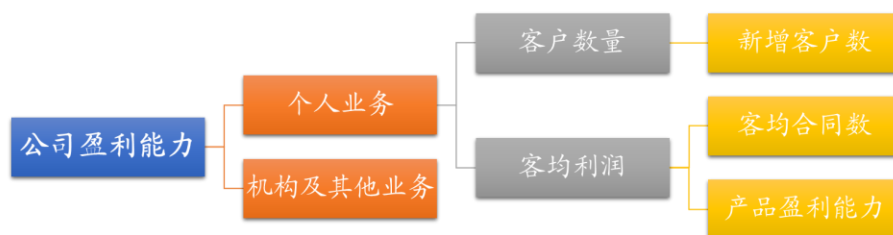


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

中国平安在“一个客户，多种产品，一站式服务”的经营理念下，围绕金融、医疗、汽车、房产及智慧城市五大生态圈为客户提供服务。

图 6、公司利润增长核心驱动因素分析

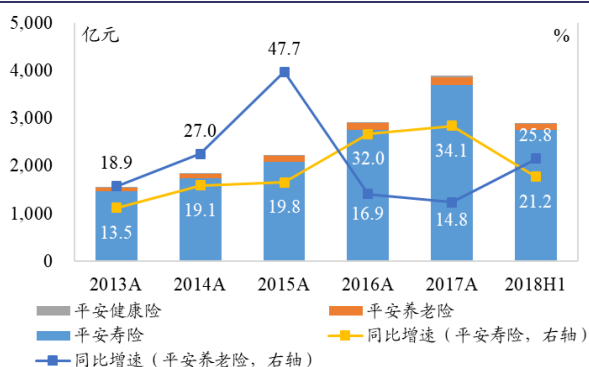


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.1、“价值经营”为核心，寿险业务快速发展

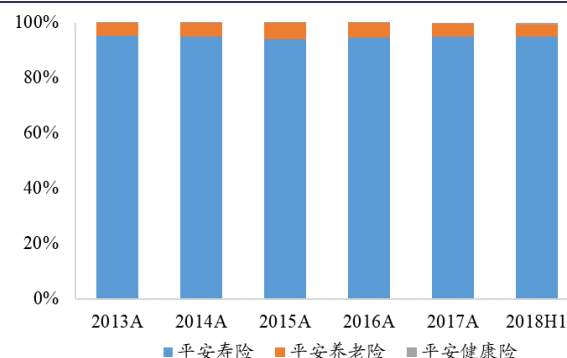
中国平安通过平安寿险、平安养老险和平安健康险经营寿险及健康险业务，业务快速增长。截至 2018 年 6 月 30 日，平安寿险、平安养老险和平安健康险分别实现原保费收入 1,824.65.2 及 8.7 亿元人民币，分别同比增长 20.4%、21.4% 及 73.2%。2013-2017 年，上述业务分别实现年复合增长率 20.4%、20.3% 及 47.4%，维持高速增长。作为行业领先的保险公司，以原保费收入计，平安寿险 2017 年市占率达到 14.2%，排名第二，仅次于中国人寿。

图 7、公司历年人身险原保费收入及同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、公司历年人身险原保费收入按比例



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

寿险行业经营的特殊性，续期保单未来的持续收入在传统会计方法中无法被考量，因此基于 SAP 和 GAAP 对寿险公司价值进行评估的结果都不能真正反映公司价



值，因此我们使用内涵价值评估法来评估公司价值。内涵价值评估包含了公司现有业务创造价值的能力，即未来能带给公司股东的现金收益的现值，因此体现了公司现有业务的经济价值。**寿险内含价值的增长主要由内含价值预期回报、一年新业务价值和假设变动及经验偏差等其他因素所决定，其中新业务价值为最核心的推动力。**我们将平安 2010 年到 2017 年寿险内含价值的增长部分进行拆分，可以看出新业务价值在大多数年份其占比超过了 50%。

我们将四家上市险企进行对比，长期来看平安的寿险内含价值增速要高于同业。从 2010 年到 2017 年，平安的寿险内含价值由 1,211 亿元上升至 4,964 亿元，复合增速为 22.3%，高于同业（国寿、太保和新华同一期间的寿险内含价值增速分别为 13.7%，17.2% 和 27.5%，其中新华的内含价值复合增速较高主要是由于 2011 年上市后资本一次性的增加带来的，若忽略该部分影响，其复合增速则低于 20%）。从 2018 年上半年看，平安的寿险内含价值较去年年末增加了 15.3%，超过同业。

图 9、平安寿险内含价值增长中各部分占比

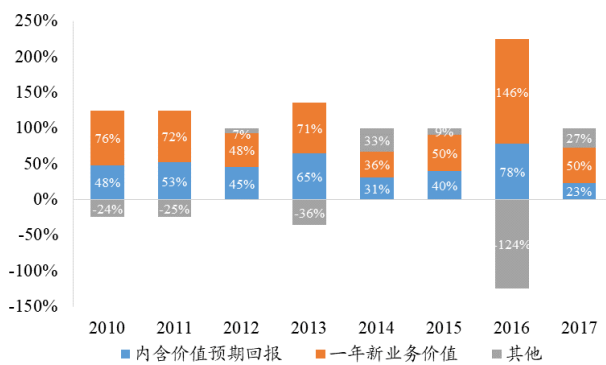
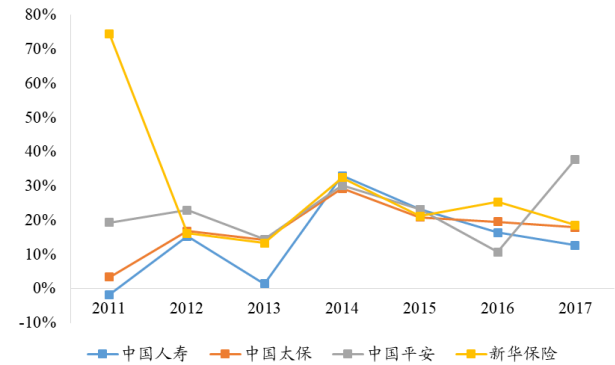


图 10、四家上市险企寿险内含同比价值增速对比

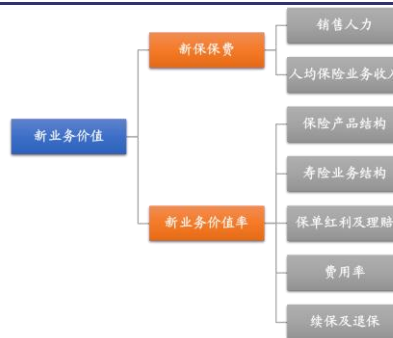


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：各公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

**新业务价值由新保保费和新业务价值率决定。**新业务价值是判断寿险公司增量业务价值的重要指标，是评估时点前十二个月的新业务相对应的未来税后股东利益的贴现值，主要是由新保保费和新业务价值率决定。其中新保保费收入受销售人力和人均保险业务收入影响；新业务价值率受到产品结构影响，例如产品种类，产品期限。此外，新业务价值率也与费用率，退保率，投资收益等因素相关。

图 11、新业务价值构成及影响因素

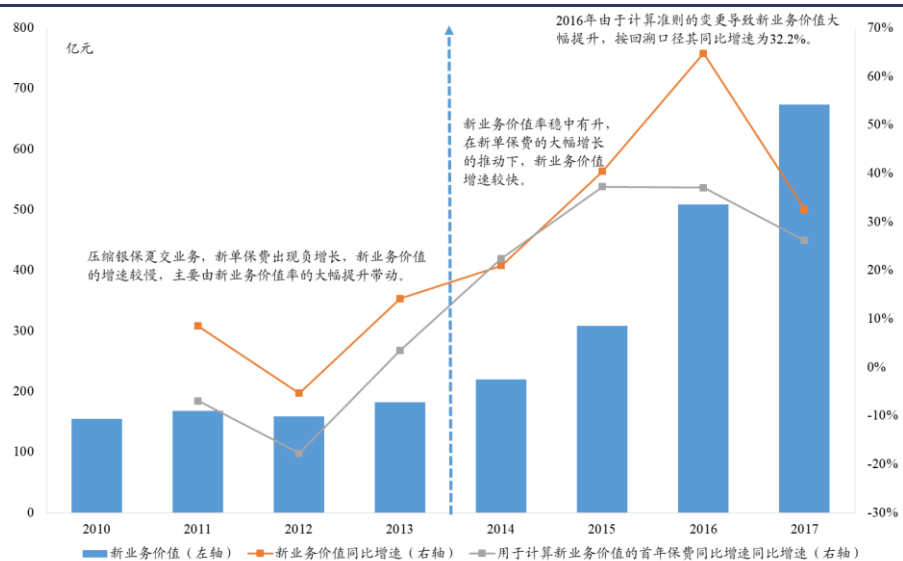


资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

中国平安新业务价值增长主要可以分为二个阶段：

- **2010年-2013年**，由于压缩银保趸交业务，新业务价值增速相对较慢，主要由新业务价值率的提升带动新业务价值的增长。在这一阶段中，平安的银保趸交业务逐渐压缩，其银保趸交规模保费由2010年的249亿元下降至2013年的73亿元，银保渠道保费收入在新单中的占比也由38.0%下降至13.1%；由于低价值的银保趸交业务的大幅压缩，平安的新业务价值率也从2010年的20.8%上升至2013年的30.8%，上升了10个百分点。2010-2013年期间，平安的新业务价值的复合增速为5.4%，增速相对较慢，但远高于计算新业务价值的首年保费收入的-7.5%的复合增速，该时间段内新业务价值率的提升为推动新业务价值增长的主导因素。
- **2013年-2017年**，公司新业务价值增速较快，其中新业务价值率稳中有升，主要由新单保费的增长带动新业务价值的增长。在2013-2017年，平安的银保渠道保费收入在新单中的占比保持在15%以下，新业务价值率在此期间均保持稳中有升，但增速相对缓慢。而从2014年起，随着保险行业在《国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见》、取消保险营销员统一考试的门槛要求和保险资金运用渠道放宽等一系列政策给行业带来持续发展动力下加速发展，平安作为行业龙头，其寿险新单保费收入大幅提升，计算新业务价值的首年保费收入在2013年到2017年的复合增速达30.5%，成为这段时间内推动新业务价值增长的主导因素。其中2016年，平安新业务价值同比增长了64.7%；新业务价值率由前一年的31.1%增长至37.4%，主要原因是公司使用了2016年中国精算师协会发布的《精算实践标准：人身保险内含价值评估标准》来计算新业务价值，口径的改变使新业务价值有所增加，按照回溯的口径，其2016年新业务价值的同比增速为32.2%，新业务价值率则略有下降，因此其新业务价值的增长主要还是由新单保费的提升推动的。

图 12、平安寿险新业务价值，新业务价值同比增速和首年保费增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

总体上看，平安的新业务价值的增长由新单保费的增速和新业务价值率的提升共同推动。新单保费上，从2009年到2017年，平安的个人业务新单规模保费从582亿元增长至1,604亿元，复合增速为13.3%。2014-2017年高速发展期间，新单保费的同比增速均保持在20%以上。新业务价值率上，平安的新业务价值率从2009年的18.6%到2017年的39.3%，增加了20.7个百分点，总体上保持着增长的趋势，体现出平安长期以来对于价值的重视。2018年上半年，受监管政策的负面影响，各家寿险公司的新单保费均出现了负增长，新业务价值也因此承压。平安通过销售高价值的健康险产品和提高件均保费等策略，扭转了一季度新业务价值负增长的情况，上半年新业务价值同比增速为0.2%，率先同业实现同比正增长。

与同业相比，平安的新业务价值的增速领先于同业。从2008年到2017年，平安的新业务价值由155亿元上升至674亿元，九年间的新业务价值复合增速高达25.8%，领先于同业（国寿和太保分别为17.6%和24.8%，新华从有数据的2010年到2017年的新业务价值复合增速为14.3%）。另外，平安在新业务价值在2016年达到674亿元，首次从绝对值上超过国寿，成为同业排名第一，并在之后保持着该地位。

图 13、平安个险新单规模保费和新业务价值率变化

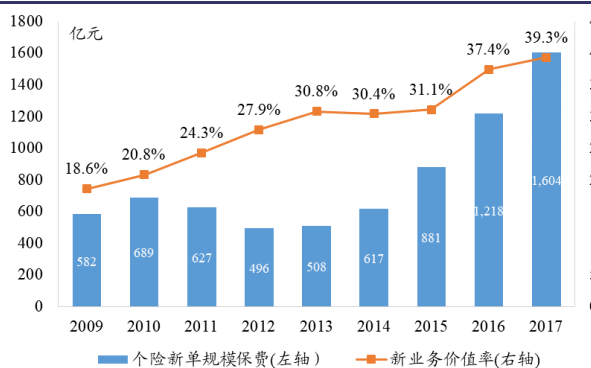
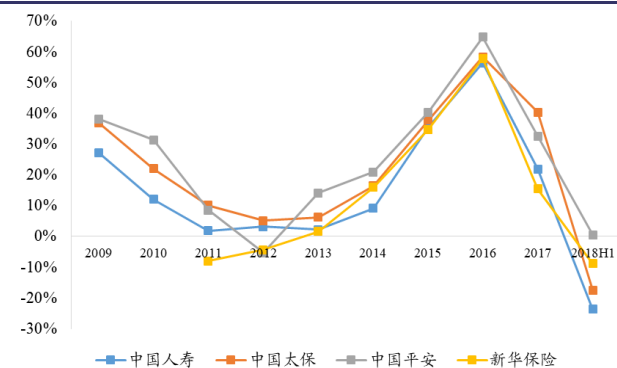


图 14、四家上市险企新业务价值同比增速对比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：各公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2、打造精英代理人团队，新保保费快速增长可持续

中国平安是中国首批引进专业代理人队伍的公司之一。保险代理人起源于西欧的海上保险。19世纪80年代初，伴随着我国保险业的全面恢复与发展逐步出现了“保险代理”一词。1980-1986年，中国人民保险公司处于独家垄断的经营地位，而此时的保险代理人中国人保顺应“多渠道、广代理”政策形成的一个代理系统，而事实上的保险营销员尚未出现。1988-1991年，中国平安及中国太保成立，中国出险专业代理人队伍。1992年9月，经中国人民银行批准美国友邦保险公司、美亚保险公司在上海设立分公司。同年11月，友邦保险代理人开始展业。代理人营销方式和制度被中国市场迅速采用，成为我国保险市场的重要组成部分。

图 15、中国保险代理人体系发展历程



资料来源：中国保险年鉴，兴业证券经济与金融研究院整理

21 世纪初，中国保险行业银保渠道发展迅速。2001-2009 年，保险行业银保保费实现年复合增长率 73.6%。同期，银保保费占人身险保费的比例从 2001 年 3.3% 上升至 2009 年的 47.0%。由此，中国银监会和保监会分别于 2010 及 2014 年下发文件加强对保险行业银保销售渠道的风险管控。此后，各大型保险公司也开始着力发展个险渠道。保险从业资格考试的取消降低了保险销售人员准入门槛，保险销售人员数量出现井喷。

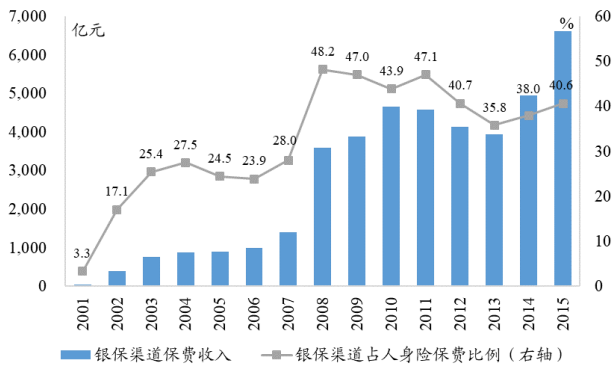
2009-2014 年间，全国保险代理人市场规模在围绕 300 万人上下波动。2015 年 8 月，中国银保监会下发《关于保险中介从业人员管理有关问题的通知》，“通知”取消保险从业资格考试，且保险销售、保险经纪从业人员资格核准审批事项均被取消，我国保险代理人人数增加 146 万人；2016 年，保险代理人人数增长 186 万人；2017 年，我国保险代理人人数增长 150 万并首次突破 800 万人次。

表 1、保险行业产品销售政策

时间	政策名称	主要内容
2010.11	《中国银监会关于进一步加强商业银行代理保险业务合规销售与风险管理的通知》	禁止保险公司到银行驻点销售,并限制商业银行单个银行网点入驻保险公司经营销售的个数(原则上不超过 3 家); 严格风险提示
2014.01	《关于进一步规范商业银行代理保险业务销售行为的通知》	理财类保险销售最高 80% 上限; 对老年人和低收入人群的业务销售设置了门槛; 加强风险提示
2015.8	《关于保险中介从业人员管理有关问题的通知》	<b>代理人资格证书将不作为执业登记管理的必要条件</b>
2015.9	《中国银保监会关于深化保险中介市场改革的意见》	简政放权, 放管结合; 统筹谋划, 分步实施; 支持试点, 鼓励创新

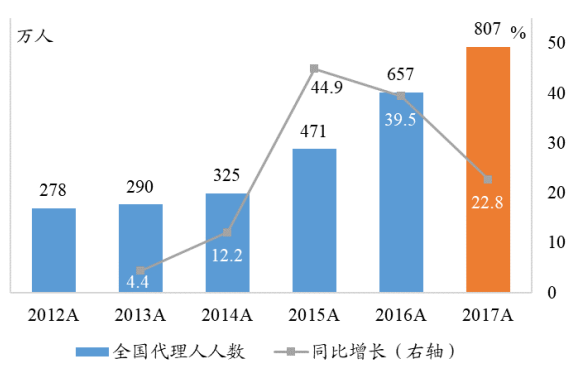
资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、中国银保渠道保费收入及其占比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、全国保险代理人人数及同比增速



资料来源：中国保险年鉴，兴业证券经济与金融研究院整理

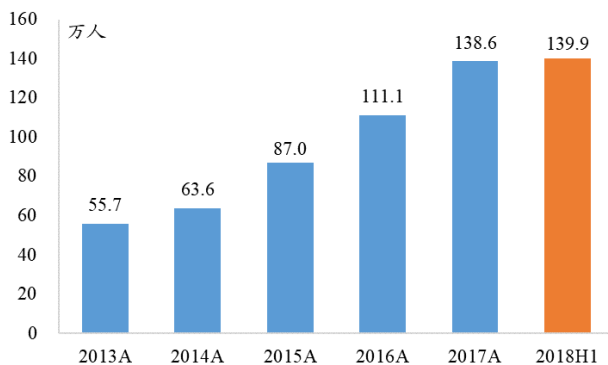
寿险代理人渠道保费收入=规模人力\*人均件数\*件均保费，平安寿险代理人的质

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

量齐升，共同推动了保费的增长。量上，2010-2017年，平安寿险代理人数量（规模人力）由45.3万人增长至138.6万人，复合增速为17.3%。公司2018年第一季度代理人人数受开门红不利影响较2017年末水平略降至135.3万人，但较去年同期水平仍有13.1%的提升。截至2018年6月30日，公司代理人数量较年初增长0.9%至139.9万人；受开门红影响，公司2018H1代理人产能为9,453元/人均每月，同比降低24.0%，但公司在二季度陆续推出守护福和爱满分等件均保费更高的产品，提高代理人的收入，以此稳定人力规模。

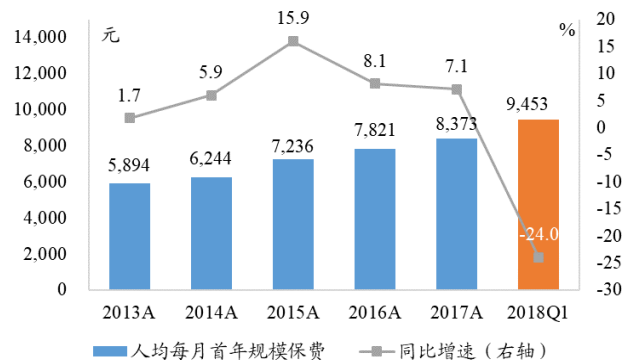
截至2018年6月30日，公司个人客户数达1.79亿人次，同比增长25.2%。客均合同数同比提升4.8%至2.39个，客均利润同比提升2.5%至280.9元。质上，我们从平安代理人的月均首年规模保费和人均件数的增长可以看出代理人质的逐渐提升。平安的人均月均首年规模保由2012年的5,759元的低点上升至2017年的8,373元，期间的复合增速为7.6%。人均件数这个指标长期来看也在稳中有升，代理人个险新单件数从5年前的约1件/人均每月上升至目前的约1.2件/人均每月。

图 18、公司代理人人数



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、公司代理人人均每月首年规模保费



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

平安的科技技术亦成为提升代理人质量并赋能寿险的重要方式。AI技术能够有效的协助平安进行代理人的队伍管理，提升代理人留存与产能。平安借助神经网络、人脸识别、声纹识别等AI技术对代理人进行动态画像，实现增员全流程在线管理和精准识别高留存人员。平安推出的“展业宝”软件，能够帮助代理人更好的定位他适合的客户，判断代理人比较擅长做哪类群体的业务，提供在线实时指导，提高代理人展业的效率，从而提高其产能，而产能的提高也意味着代理人能够获得更高的收入，促进代理人留存率的提高，形成良性循环。

公司构建SAT销售模式可以实时连接连接了业务员的工作平台、客户服务平台、公司系统，即公司、用户、业务员7x24小时实时在线连接。公司创建活动，代理人通过工作平台就可以在线地经营他的客户。此外，公司可以了解业务员活动、



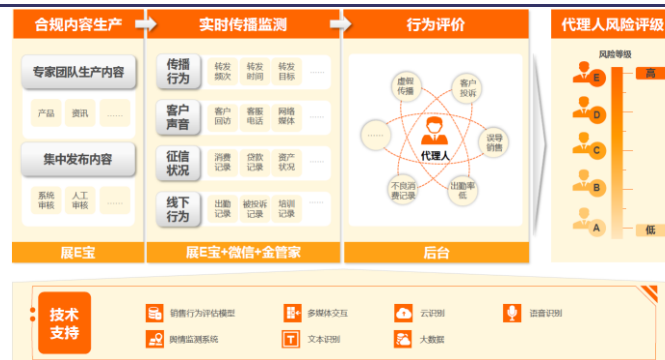
客户活动，也知道代理人与客户的互动情况。2018 年上半年，代理人通过 SAT 触达人数达到了 2.2 亿；高频互动 13 亿次；线索三个月转化率为 10.8%。另外，公司互联网及 APP 用户规模的增长有助于客户迁移及交叉销售，让代理人有机会接触更多客户。从公司互联网用户规模看，2018 年上半年，公司拥有 4.86 亿互联网用户及 4.21 亿 APP 用户，用户规模分别同比增长 20.6% 及 46.2%。2018 年上半年，公司新增客户 2,581 万人，同比增长 39.2%。2018 年新增客户中，844 万来自于集团五大生态圈的互联网用户，在新增客户中占比 32.7%。

图 20、科技赋能寿险——SAT 销售模式



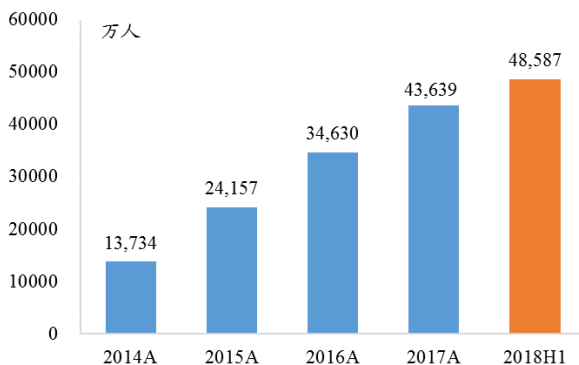
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、科技赋能寿险——销售过程管理



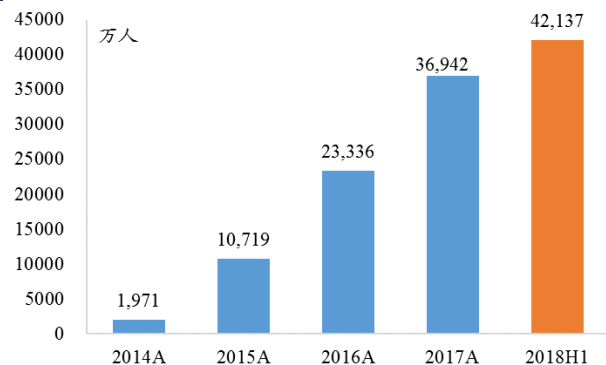
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、公司互联网用户规模



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、公司 APP 用户规模



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理



高价值个险渠道长期以来都是平安的核心渠道，这也是平安着力提升代理人质量的主要原因。平安寿险在 2004 年就已经为了保持良好的利润率和长期价值发展，主动放缓了价值率较低的银行保险业务。2004-2017 年间，公司个险渠道的规模保费复合增速超过 20%，而银保渠道模保费复合增速仅为 7.3%。从贡献的保费收入的比重看，2004-2017 年间，平安寿险的个险渠道贡献的保费收入占比均超过 70%，相对的银保渠道贡献的保费收入占比长期保持在 25% 以内。2017 年末，公司个险渠道的保费收入占比已经超过了 85%，而银保渠道的保费收入占比仅为 3.1%。另外，在 2008 年后寿险行业的银保渠道高速发展的时期内，平安的银保渠道保费收入占比也保持在 25% 以内，且从 2010 年末开始就逐渐压缩银保趸交业务，进一步将重点放在高价值的个险渠道和期缴业务上，转型节奏领先于同业公司。

图 24、平安寿险各渠道保费收入占比 (%)

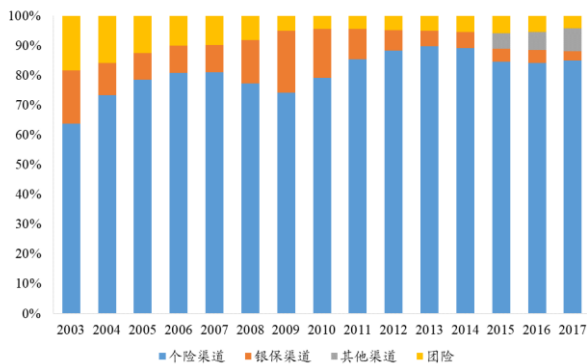


图 25、平安个险渠道和银保渠道规模保费增速 (%)



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

\*注：2015 年之前的个险渠道口径包括了除银保渠道外的其它个人渠道；2015 年后的口径为代理人渠道

从平安各渠道的新业务价值率的分布亦能看出平安个险渠道的重要性。从平安各渠道 2017 年按首年保费的新业务价值率情况看，代理人渠道新业务价值率为 49.9%，高于个人业务的 47.1%。在个人业务中，2017 年长期保障型业务新业务价值率按首年保费及按标准保费计分别为 87.6% 及 87.9%，远高于公司总体的 39.3% 及 43.3%。

图 26、公司 2017 年新业务价值率分渠道按首年保费

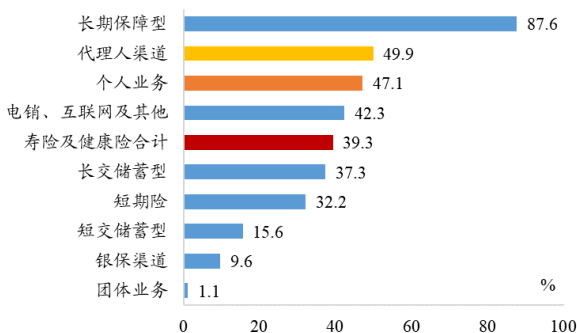
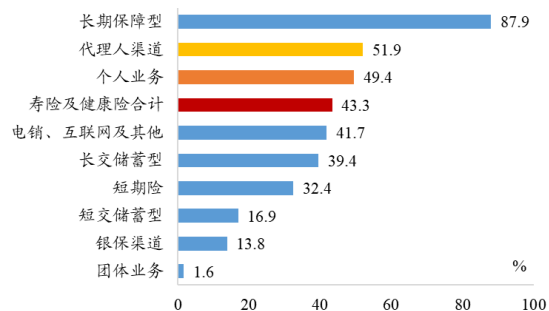


图 27、公司 2017 年新业务价值率分渠道按标准保费



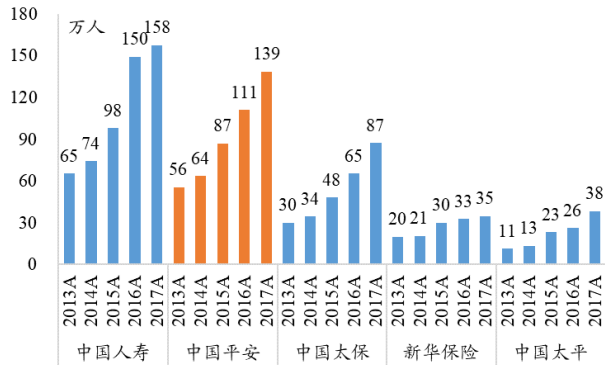
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

\*注：个人业务指除团险业务外的业务，代理人渠道包括长期保障型、短交储蓄型、长交储蓄型及短期险

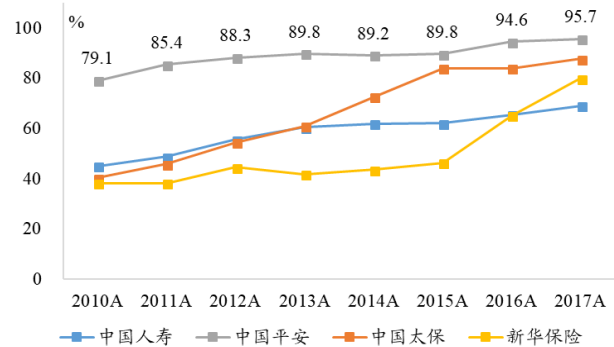
平安的代理人规模、增速以及个险渠道收入的占比均保持优于同业。2013年起，中国保险行业各保险公司的代理人规模均逐步上升。受政策影响，2015年，保险公司大幅增加的保险代理人规模。中国平安，中国人寿，中国太保，新华保险及中国太平的当年代理人增速分别为36.9%、31.8%、40.1%、46.1%及73.1%。随着代理人人数的提升，各公司个险渠道收入占寿险总保费收入比例保持提升。2017年，中国平安个险渠道保费收入占比达到95.7%，较2012年水平提升了7.4个百分点，自2010年起保持行业领先地位。

图 28、同行业公司代理人人数 (2013-2017)



资料来源：各公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

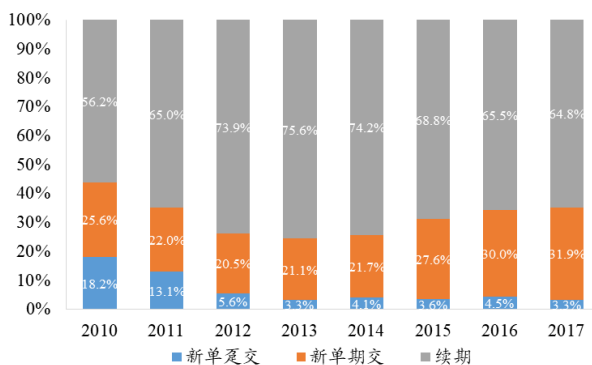
图 29、各公司个险渠道收入占寿险总保费收入比例



资料来源：各公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

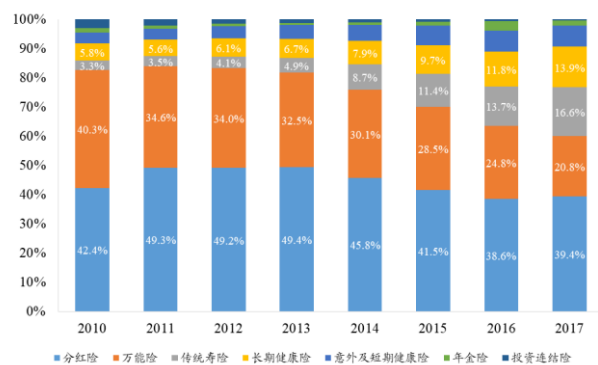
从总保费构成上看，平安寿险从2011年开始续期保费的占比就保持在65%以上，期缴业务的增长和占比的提升也为未来的续费保费提供可预见的贡献，续期带动保费增长的模式已完全形成，保费收入端能够保持长期稳定的增长。在产品结构上，平安寿险的产品结构持续优化，近年来价值相对较高的传统寿险和长期健康险的占比有明显提升。我们从平安寿险的总规模保费进行分析，价值较高的传统寿险和长期健康险从2014年起保费增速均保持在30%以上，增速远高于其他险种。公司传统寿险的占比从2013年末的4.9%上升至2017年末的16.6%；长期健康险的占比从2013年的6.7%上升至2017年的13.9%。传统寿险和长期健康险等高价值的长期保障型产品占比的大幅提升。

图 30、平安寿险个人业务保费结构 (%)



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、平安寿险保费结构 (%)



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

\*注：个人业务包括了除团险外的所有业务

### 2.3、健康险发展空间可期

健康险是对因健康原因导致的损失给付保险金的保险，主要包括医疗保险（以发生约定医疗费用为给付条件），疾病保险（以发生约定疾病为给付条件），收入保障保险（以因意外伤害、疾病导致收入中断或减少为给付条件）和长期护理保险（以因年老、疾病或伤残而需要长期护理为给付条件）。

我国健康险业务处于黄金时期，主要由于：1）、我国卫生费用支出持续增长，其中个人支出负担过重；2）、人口老龄化和城镇化促进商业健康险需求增长；3）、国家持续出台政策鼓励推动商业健康险发展。卫生费用方面，2017年中国卫生总费用为 5.16 万亿元，占 GDP 的比重为 6.2%，该比重近年来平稳上涨。2015 年我国卫生支出中，社会医保占比 61.4%，商业保险占比 3.6%，个人支出占比 35.0%，个人支出占比远高于其他发达国家，我国个人医疗支出负担重，保障力度不足。

图 32、中国卫生总费用及 GDP 占比

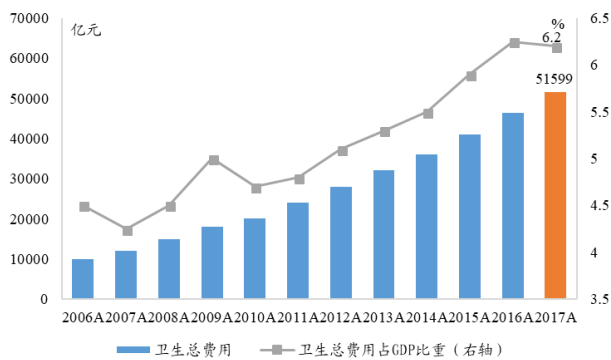
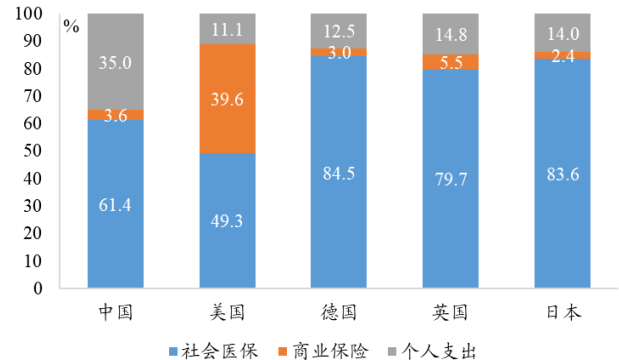


图 33、2015 年中美德英日医疗费用支出结构



资料来源：中国统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：世界卫生组织（WHO），兴业证券经济与金融研究院整理

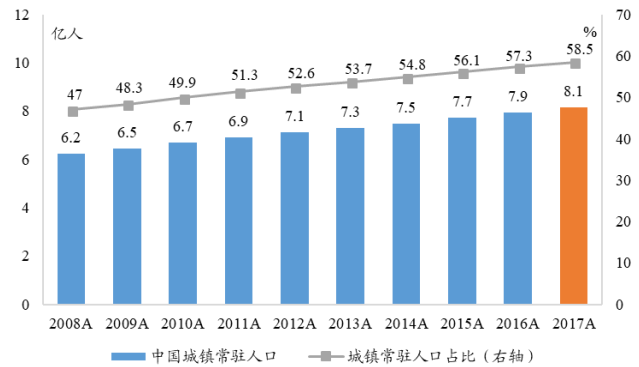
人口结构方面，中国 65 岁及以上人口数及占比逐年增加，2017 年达到 1.58 亿人，占比 11.4%，增速由 2008 年的 3% 提升至 2017 年的 5.5%。目前中国的失能险及护理险的市场份额非常小，随着人口老龄化，失能险和护理险的市场需求日渐旺盛。城镇化发展方面，2017 年中国城镇常住人口为 8.14 亿人，占全国总人口的 58.5%。随着城镇化加速，中等收入群体壮大，基本医保与中高端人群需求不匹配，往往伴随着医院可选范围小、病房拥挤、排队时间长、问诊时间短等一系列问题。因此，保险公司可通过发展商业医疗保险来满足不断增长的城镇人口市场需求。

图 34、中国 65 岁以上人口及同比增速



资料来源：中国统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 35、中国城镇常住人口数及占比



资料来源：中国统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

国家政策方面，2013 年 9 月年起，以国务院印发《关于促进健康服务业发展的若干意见》鼓励企业、慈善机构、基金会、商业保险机构等以出资新建、参与改制、托管等多种形式投资医疗服务业为伊始，各项鼓励政策落地，鼓励商业健康保险产业发展。

表 2、关于商业健康险的重要文件

颁布时间	文件名称	文件目的
2013 年 9 月	《关于促进健康服务业发展的若干意见》	鼓励投资医疗服务业；并要求发展多样化健康保险服务，建立商业保险公司与医疗、体检、护理等机构合作的机制
2016 年 7 月	《关于开展长期护理保险制度试点的指导意见》	提出用 1-2 年时间在 15 个城市试点，探索建立长期护理保险制度
2016 年 10 月	《“健康中国 2030”规划纲要》	提出积极发展商业健康保险，落实税收等优惠政策；到 2030 年，商业健康保险赔付支出占卫生总费用比重显著提高
2017 年 2 月	《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》	鼓励商业保险公司开发适销对路的长期护理保险产品和服务
2017 年 5 月	《关于将健康险个人所得税试点政策推广至全国范围实施的通知》	要求自 2017 年 7 月 1 日起，全面实施商业健康险个人所得税试点政策

资料来源：中国政府网，兴业证券经济与金融研究院整理

多重因素推动下，我国健康险保费收入持续高速增长，2013-2017 年全国健康险原保险保费收入复合增长率高达 40.6%。截至 2017 年末，全国健康险原保险保费收入 4,389 亿元，同比增长 8.6%，占寿险总保费的 16.9%。增速相对放缓和占比减少的原因主要是市场上广泛存在的中短存续期健康险产品（如万能型护理险）受到监管影响。截至 2018 年 6 月，全国健康险原保险保费收入 3,019 亿元，同比增长 15.4%，占寿险总保费的 18.5%，同比增速和占比重新开始增长。

图 36、全国健康险原保险保费收入及同比增速

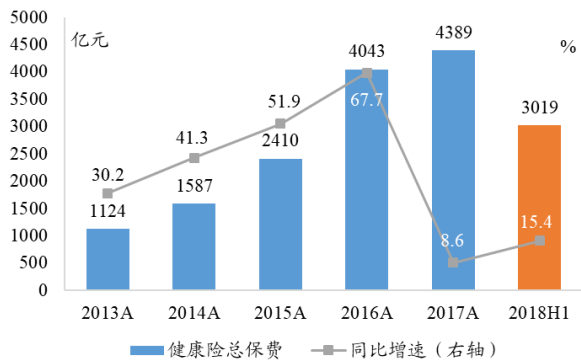
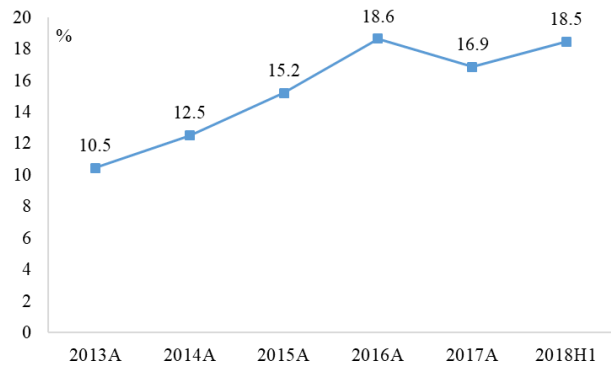


图 37、全国健康险原保费收入占寿险总保费比例



资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

在未来保险行业健康险的增长中，我们认为平安寿险的优势包括人力上的优势、品牌优势带来的溢价能力和科技带来的承保、赔付效率上的优势，这些优势能够使平安的市场份额进一步提升。健康险相比于其它险种要更为复杂，大多数客户需要依赖代理人的讲解而非简单的通过网销渠道购买，因此健康险的销量除了产品本身外，很大程度取决于代理人，而平安寿险在代理人的数量的增速要优于同业，同时能通过科技去提升代理人的质量。

品牌优势亦能为公司带来溢价能力，目前以重疾险为主的健康险的价值率大多要高于其他保险产品，但随着竞争的加剧，未来健康险产品的价值率难于维持在目前的水平，而平安拥有的品牌优势在竞争加剧的情况下将更为重要。此外，健康险产品为了防止逆选择等风险在承保时需要体检等步骤，在赔付时也因为健康险产品的复杂性需要一定的时间去确认是否符合赔付条件，是否能有效的增加承保和理赔的效率也是未来健康险市场竞争的重要部分，目前平安在科技的帮助下已经在承保和赔付效率上有一定的优势。从公司健康险业务发展情况看，2018年上半年，公司实现长期健康险、短期健康及意外险原保费收入 691 亿元，同比增长 36.8%，增长幅度优于行业水平；从公司长期健康险、短期健康及意外险原保费收入占比看，2018H1 该险种占寿险总保费比例为 19.6%。

图 38、公司健康险原保险保费收入及同比增速

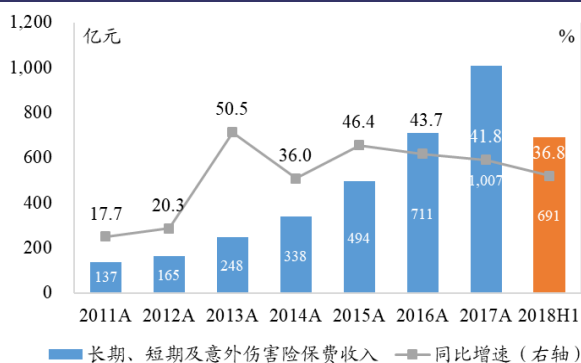
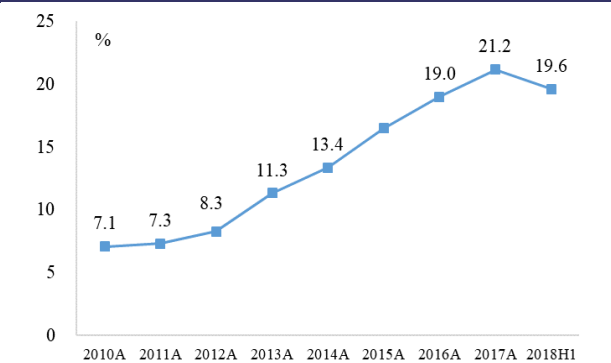


图 39、公司健康险原保费收入占寿险总保费比例



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

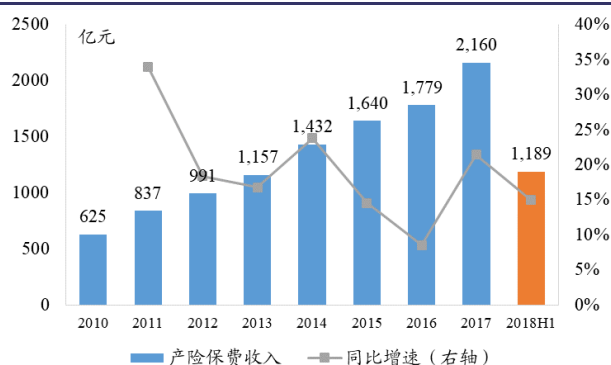
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理



### 3、财险业务增速领先，盈利能力有望长期维持

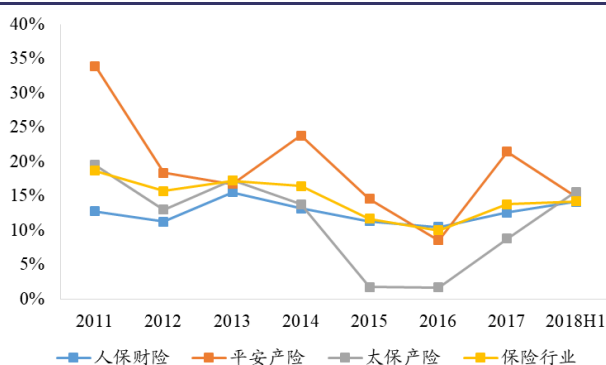
平安产险是平安集团重要的收入来源之一。平安产险保费增速长期高于同业，市场份额稳中有升。2010-2017年，平安产险的保费收入由625亿元增长至2,160亿元，年复合增速为19.4%。同一时间区间内，产险全行业保费收入年复合增速为14.7%，同为三大产险公司的人保财险和太保产险的产险保费收入年复合增速分别为12.4%和10.6%。

图 40、平安产险保费收入及同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

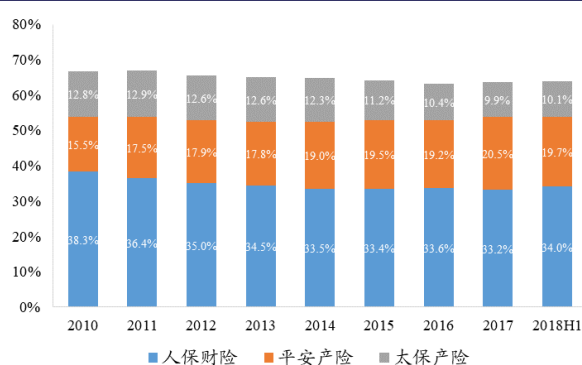
图 41、三大产险龙头和产险全行业保费同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

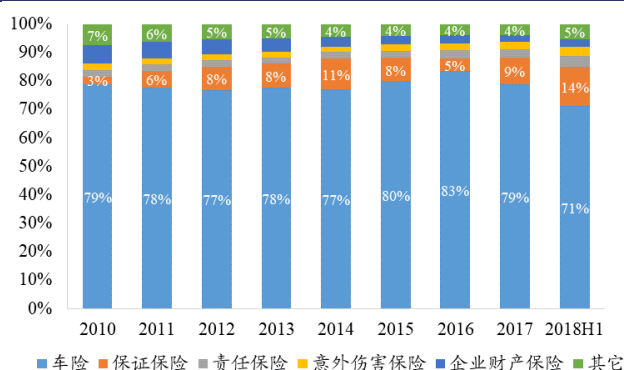
中国平安产险的保费增速长期高于同业。平安产险的市场份额目前在20%左右，保持在行业第二，长期来看市场份额稳中有升，有产险行业市场份额第一的人保财险的差距逐渐减少。

图 42、三大产险龙头市场份额



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 43、平安产险各险种保费收入占比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

和发达市场的产险相比，我国的产险公司普遍存在费用率过高的问题，费用率过高意味着客户缴纳的保费中有过多的部分被用于销售渠道的竞争甚至恶性竞争上、最终被用于赔付的部分少于发达市场。2017年6月颁布了《中国保监会关于商业车险费率调整及管理等有关问题的通知》，标志着中国商业车险“二次费改”



的开始。2018年3月15日，原中国保监会正式发布了《关于调整部分地区商业车险自主定价范围的通知》（保监发[2015]18号），标志着第三次费改在四川、山西、福建、山东、河南、厦门及新疆正式落地。监管部门进行了三次商车费改的目的也在于降低费用率占比，改善产险公司的成本结构。

**表 3、关于商业机动车辆保险的重要文件**

颁布时间	文件名称	文件目的
2015年2月	《中国保监会关于深化商业车险条款费率管理制度改革的意见》	建立商业车险条款费率管理制度。以大数法则为基础，市场化为导向，逐步扩大财产保险公司商业车险费率厘定自主权。以动态监管为重点，偿付能力监管为核心，加强和改善商业车险条款费率监管。
2015年3月	《深化商业车险条款费率管理制度改革试点工作方案》	贯彻落实《中国保监会关于深化商业车险条款费率管理制度改革的意见》，确保商业车险条款费率管理制度改革顺利开展
2017年6月	《中国保监会关于商业车险费率调整及管理等有关问题的通知》	在全国范围内扩大财险保险公司商业车险费率定价自主权（“二次费改”）
2018年3月	《关于调整部分地区商业车险自主定价范围的通知》	进一步放开部分地区商业车险自主定价范围

资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

在车险市场竞争日益激烈的情况下，综合金融平台的客户资源优势 and 科技带来的服务体验是平安产险保费高速增长的推动力。平安产险保费长期保持高于同业的增速主要有两个因素：1、平安的综合金融平台能够带来大量的客户资源，银行的销售人员和寿险的代理人等均可将产险的产品推荐给客户，从而将平台上已有平安集团的产品但没有平安产险的客户转化为平安产险的客户。2017年末平安产险保费收入中来自交叉渠道的收入占比已达到18.1%，同比增长了1.5个百分点；2、平安的科技为客户带来的高效的服务体验。公司2017年推出“车险云理赔”（为客户定制最优理赔方案）、“510城市急速现场勘查”（城市日间车险报案5-10分钟内快速到达现场处理）、“智能闪赔”（小额案件秒级定损、急速赔付）。

平安的长期战略为“金融+科技”双驱动，随着平安金融平台数量的增加和各平台内客户的大幅增长，以及平安对于科技的不断投入，其产险上的优势仍会保持甚至有所扩大，未来产险保费增速有望在维持盈利的基础上保持优于同业。

**图 44、平安产险科技带来的高效服务体验**

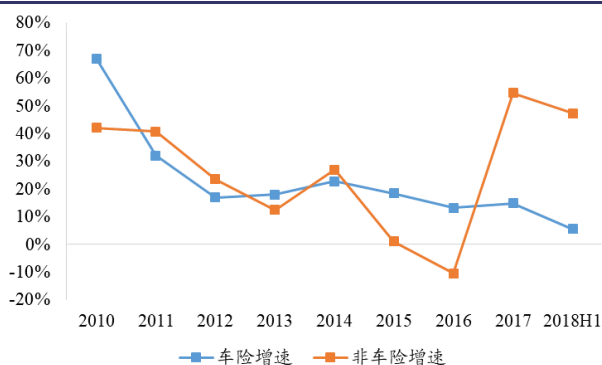


资料来源：中国平安开放日资料，兴业证券经济与金融研究院整理

此外，平安产险目前非车险的增速要远高于车险，非车险中保证保险的增速明显高于其他险种。受汽车保有量增速放缓和商车费改的影响，产险行业中车险近两年来增速放缓，非车险的增速明显快于车险。2017年，平安产险业务中非车险的保费增速为54.6%，大幅高于车险保费14.8%的同比增速。2018年上半年，公司非车险和车险的保费增速进一步扩大，基本和行业的趋势一致。

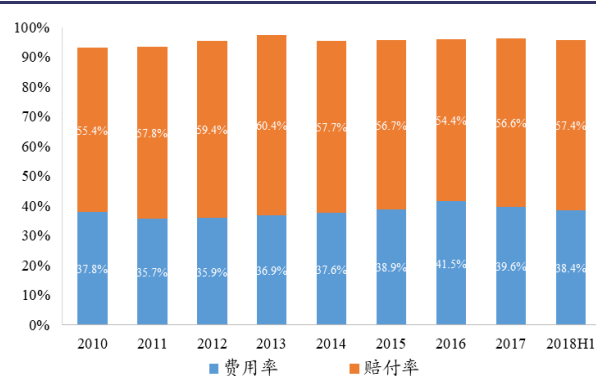
非车险中，平安从2017年起保证保险业务增速较快，2017年和2018年上半年保证保险业务保费收入同比增速分别为144%和70%，远高于其它险种，截止2018年上半年保证保险业务在平安产险保费收入中的占比已高达13.6%，较2016年末上升了9个百分点，并且该业务的综合成本率低于90%，是平安非车险业务中收入和利润贡献最大的险种。

图 45、平安产险中车险和非车险的保费增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 46、平安产险综合成本率分布

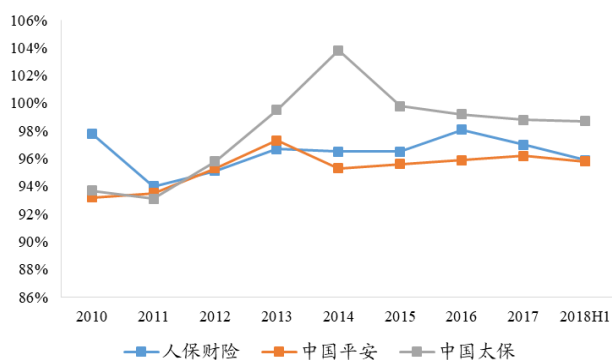


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

在盈利能力方面，平安产险综合成本率保持低于同业，近年来成本结构更是有所优化。平安产险的承保质量良好，综合成本率长期保持低于同业，2017年综合成本率为96.2%，低于人保财险和太保产险（2017年综合成本率分别为97%和98.8%）。2018年上半年，平安产险的综合成本率进一步下降至95.8%，继续保持优于同业。平安产险近年来的成本结构有所优化，从2017年起平安产险的综合成本率中的费用率有所下降，而赔付率则有所上升，更优的成本结构有利于产险业务长期稳定的发展。

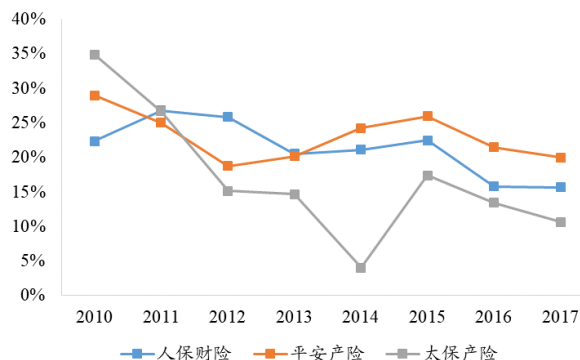
由于平安产险的综合成本率较低，其盈利能力亦保持优于同业。平安产险的ROE长期以来基本保持在20%以上，利润贡献稳定。与同业相比，平安产险的盈利能力更强，2017年平安产险的ROE为20%，而人保财险和太保产险的ROE则分别为15.7%和10.7%。我们拉长时间轴比较，可以看出平安产险的ROE从2014年起就持续高于人保财险和太保产险，且波动相对较小，这也是我们能够给予平安产险较高的估值的原因之一。

图 47、三家产险龙头综合成本率比较



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 48、三家产险龙头 ROE 比较



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

在产险业务未来发展中，公司非车险保费收入增速大幅高于车险的趋势仍会持续，保证保险和责任险业务在未来最有可能提供新增长动力。

- 车险业务：**全产险行业车险保费增速均较慢主要由于：1、商车费改下的价格竞争，而短期内车险价格上的竞争仍会持续，但是长期来看则有可能逐步变成更偏向于服务上的竞争，平安的科技能来未来为此提供更多的竞争力。2、新车销量增速下滑。2017 年新车销售同比增速仅为 3.6%，较前几年有明显的放缓，2018 年新车销量增速仍保持低位。从目前 GDP 增速等指标来看，新车销量增速短期内亦难以回升，对于车险保费收入有一定的负面影响。
- 非车业务：**持续为公司产险业务发展助力。1、保证保险：公司 2005 年成立了中国平安信用保证保险事业部，目前保证保险业务的市场份额稳居行业第一，也是平安非车险业务中贡献保费收入最多的业务。目前大多银行的个人贷款业务的发展较快，促进了个人贷款保证保险的需求量，我们认为这是今年全产险行业保证保险业务大幅增长的重要因素，而平安产险作为该业务的龙头且集团有平安银行就直接进行合作，因此从中可获得更大的收益，且该趋势未来可持续。2、责任险：在平安的非车险保费规模中占比第二，责任险高速增长亦是整个行业的趋势。截止到 2016 年末，全球的产险保费收入结构中，责任险的占比高达 15%，而我国的责任险的保费收入虽然在 2010 年到 2016 年保持着 20.9% 的高复合增速，但占比截止到 2016 年末仅为 3.9%。此外，公共责任险，危险化学品运输责任险，环境责任险等亦是许多业务开展的必需品。国家政策上的扶持将使得该险种保费收入继续保持高速增长。

在利润方面，2018H1 平安产险受综合费用率上升导致所得税增加，进而导致利润有所下滑的问题，而 8 月开始实施的“报行合一”有望逐渐提升平安产险的盈利能力。2018H1 平安产险的综合费用率同比增加了 1.1 个百分点。根据《国家税务总局关于企业手续费及佣金支出税前扣除政策的通知》，手续费及佣金支出超过保费收入扣除退保金等后的余额的 15% 不得在税前扣除，因此综合费用率的增加导致了所得税支出的大幅增长，平安产险的所得税支出同比增加了 130%，使得净利润下降了 14.1%。其他产险公司也出现了同样的问题，三家产险龙头公司中，除

除了人保财险的净利润略微增长的 0.1% 外，太保产险的净利润同比下降了 22.5%。银保监会在今年 7 月发布的 57 号文中要求各财产保险公司应报送手续费的取值范围和使用规则，若“报行合一”执行，则产险公司未来综合费用率有望降低，龙头产险公司的盈利能力也有望维持。

#### 4、率先使用 IFRS-9，投资能力优于同业

国际财务报告准则第 9 号-金融工具 (IFRS-9) 于 2014 年由国际会计准则理事会发布。2017 年，中国财政部基于 IFRS9 修订并发布了企业会计准则第 22 号 (金融工具确认和计量)、23 号 (金融资产转移) 和 24 号 (套期保值)，合称为中国版 IFRS-9。2018 年，IFRS9 正式开始实施，H 股 (包括 A+H 上市) 率先开始使用该准则，A 股则于 2019 年开始使用该准则，符合条件的保险公司可选择在 2021 年开始使用该准则。目前，国内险企中仅有中国平安开始使用 IFRS-9，其他险企预计最晚于 2021 年开始实施。

表 4、IFRS-9 时间表

时间	事件
2014 年	国际会计准则理事会发布 IFRS-9
2017 年	中国财政部基于 IFRS9 发布了企业会计准则第 22 号、23 号和 24 号，合称为中国版 IFRS-9
2018 年	H 股 (包括 A+H 上市) 开始实施 IFRS-9
2019 年	A 股开始实施 IFRS-9
2021 年	符合条件的险企最晚可于 2021 年开始实施 IFRS-9，其中中国平安已经于 2018 年开始实施。

资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

受该准则实施影响，金融资产由原先的 IAS39 下的四分类重新定义为 IFRS9 下的三分类。原先的 IAS39 会计准则下，金融资产主要分别以下四类：**1.以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 (“FVTPL”)**；**2.可供出售金融资产 (“AFS”)**；**3.贷款和应收款项类投资 (“LR”)**；**4.持有至到期投资 (“HTM”)**。IFRS9 新准则下，企业需根据其管理金融资产的商业模式和金融资产的合同现金流量特征，将金融资产划分为以下三类：**1.以摊余成本计量的金融资产 (“AC”)**；**2.以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 (“FVTPL”)**；**3.以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产 (“FVOCI”)**。中国平安 2018 年半年报及其公布的对应的新旧口径数据观察资产分类的变化。

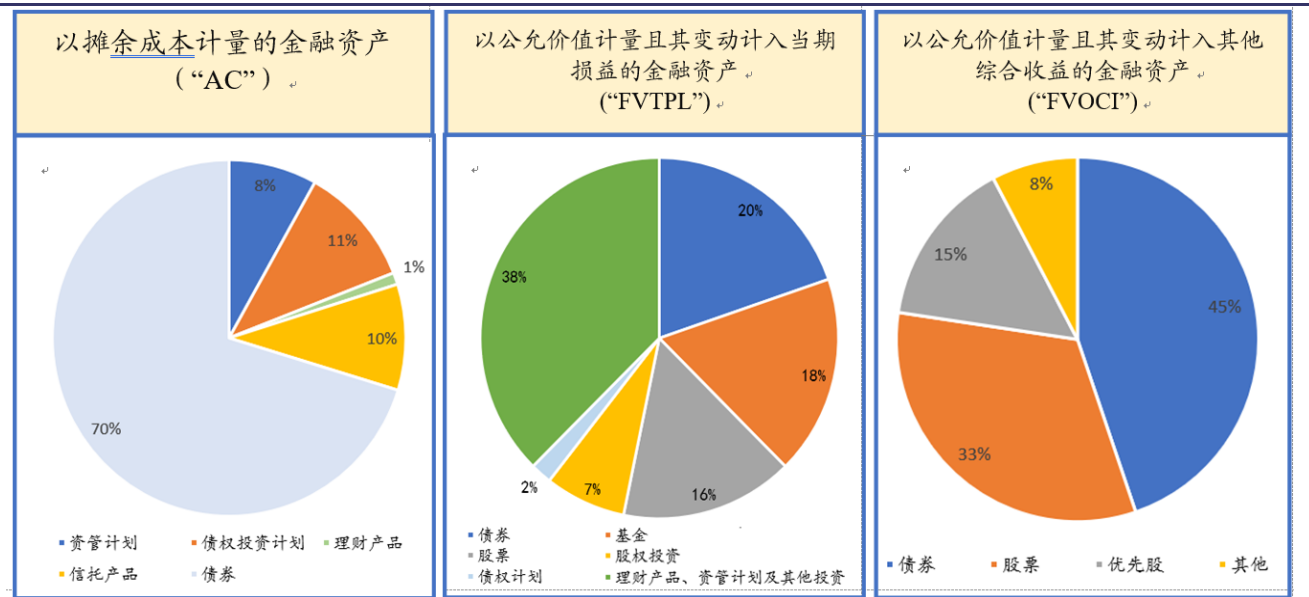
- **原先的可供出售金融资产大多被归入了 FVTPL**：平安 2017 年末的可供出售金融资产为 7,751 亿元，其中债券、基金、股票和其他 (包括信托产品、理财产品、资管计划和其他权益投资) 的占比分别为 29%、7%、34% 和 30%。在 IFRS-9 下，可供出售金融资产中约 75.4% 归入了 FVTPL、约 24.4% 归入了 FVOCI、约 0.2% 归入了 AC。细分来看，可供出售金融资产中的基金全部被归入了 FVTPL；股票约 40%-45% 被归入 FVTPL，55%-60% 被归入 FVOCI。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



- **原先的持有至到期投资基本全部被归入了 AC:** 平安 2017 年末的持有至到期投资为 12,438 亿元, 这些持有至到期投资均为政府债、金融债和企业债这三类债券, 在债券总规模中的占比约为 76%。IFRS-9 下, 债券超过 99%全部归入 AC 中, 仅有不到 1%被归入 FVTPL。
- **原先的应收款项类投资大多被归入了 AC:** 平安 2017 年末的应收款项类投资为 8,472 亿元, 包括了资产管理计划、债权计划、理财产品、信托产品和债券, 在 IFRS-9 下, 其中约 80%归入了 AC 中、约 18%归入了 FVTPL、约 2%归入 FVOCI。

图 49、平安 2018H1 各类资产在三分类中的占比 (%)



资料来源: 上市公司公开报告, 兴业证券经济与金融研究院整理

由于原先的可供出售金融资产中约 75% 资产和应收款项类投资中约 18% 都被归入了 FVTPL, IFRS9 下的 FVTPL 较原先大幅增加。平安 2017 年末的 FVTPL 为 1413 亿元, 到 2018 年 H1 实施 IFRS9 后则达到 7749 亿元, 增加了 6336 亿元, 其中大多数来自原先可供出售金融资产的转入。IFRS9 下, 股票进入 FVTPL 的比例远高于原先。平安 2018H1 披露的数据来看, 股票中有 1211 亿元归入了 FVTPL 中, 占比 46%; 有 1389 亿元归入了 FVOCI 中, 占比 53%。而按照旧准则, 股票中仅有约 6% 在 FVTPL 中。

表 5、平安实施 IFRS9 后金融资产主要变化 (亿元)

	2017 (未使用 IFRS9)	2018H1 (使用 IFRS9)
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 (FVTPL)	1413	7749
以摊余成本计量的金融资产 (AC)	\	19599
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产 (FVOCI)	\	4260
可供出售金融资产	7751	\

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

持有至到期投资	12438	\
应收款项类投资	8472	\

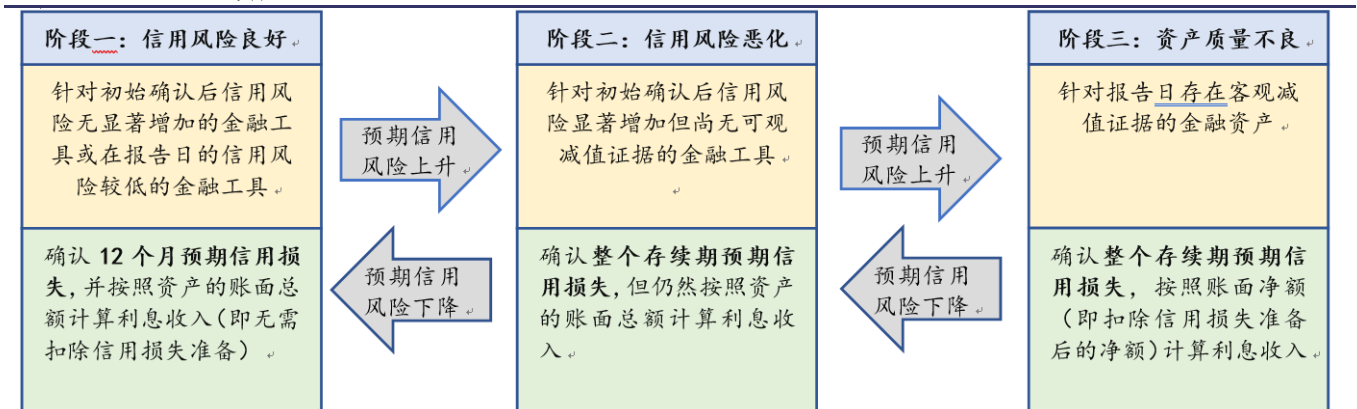
资料来源：上市公司公开报告，兴业证券经济与金融研究院整理

此外，金融资产减值由“已发生损失模型”改为“预期信用损失模型”。原先的 IAS39 准则使用的是“已发生损失模型”，该模型必须要等到有客观证据证明资产已经发生减值时才会确认减值损失；IFRS-9 使用的是“预期信用损失模型”，需要根据未来可能会发生的信用风险事件预计并确认减值损失，可分为以下三个阶段：

- **阶段一：**针对初始确认后信用风险无显著增加的金融工具或在报告日的信用风险较低的金融工具，确认 12 个月预期信用损失，并按照资产的账面总额计算利息收入（即无需扣除信用损失准备）。
- **阶段二：**针对初始确认后信用风险显著增加但尚无客观减值证据的金融工具（不包括在报告日信用风险虽显著增加但仍较低的金融工具），确认整个存续期预期信用损失，但仍然按照资产的账面总额计算利息收入。
- **阶段三：**针对报告日存在客观减值证据的金融资产（例如发债人发生严重的财务问题等），确认整个存续期预期信用损失，并按照账面净额（即扣除信用损失准备后的净额）计算利息收入。

当金融工具的预期信用风险从上升时，该金融工具可以从阶段一转成阶段二或阶段三，其中从阶段一转成阶段二的过程中需要由于计算的期限由 12 个月变成整个存续期，需要计提的减值准备可能会大幅提升；该减值过程可逆，当处于阶段二或阶段三的金融工具信用风险下降时，该金融工具亦可逐步向下转至阶段一。

图 50、IFRS-9 下资产减值三个阶段



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

长期来看，平安的投资能力要优于同业，投资收益率相对较高。2013-2017 年，



中国平安的净投资收益率和总投资收益率均保持在5%以上,超过其内含价值中的长期回报率假设。并且无论在二级市场行情相对较好的2015年和2017年还是在二级市场行情相对较差的2016年,平安的总投资收益率均保持高于同业。其中,2017年中国平安的总投资收益率为6.1%,远高于国寿、太保和新华(总投资收益率分别为5.2%、5.4%和5.2%)。2018年上半年,受二级市场表现不佳和平安率先使用的IFRS-9准则共同影响下,平安的总投资收益率为4.0%,略低于预期。但若按照旧口径(可比口径)计算,则总投资收益率为4.5%,高于行业平均水平。

图 51、上市险企净投资收益率比较

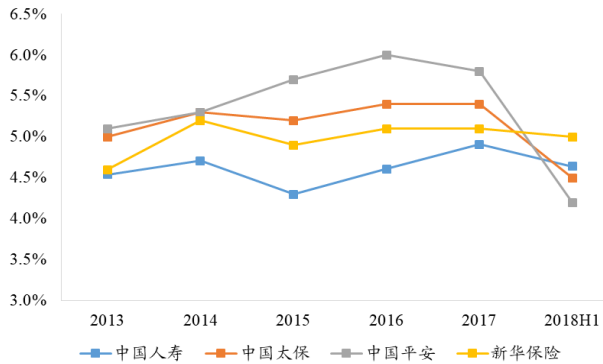
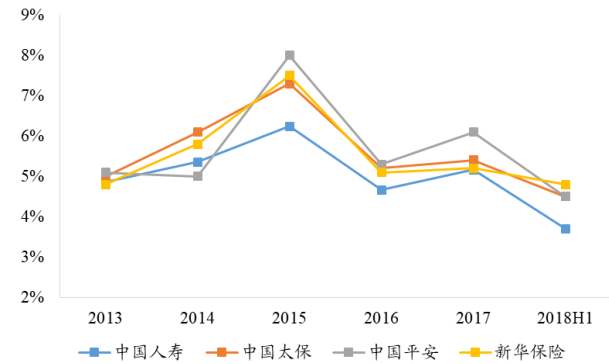


图 52、上市险企总投资收益率比较



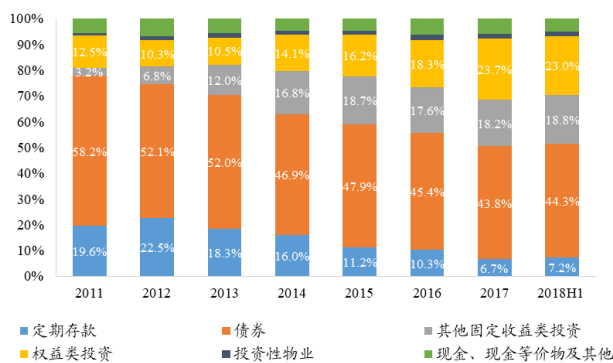
资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

\*注: 平安 2018H1 总投资收益率按照可比口径, 若按照 I-9 实施后口径则为 4.0%

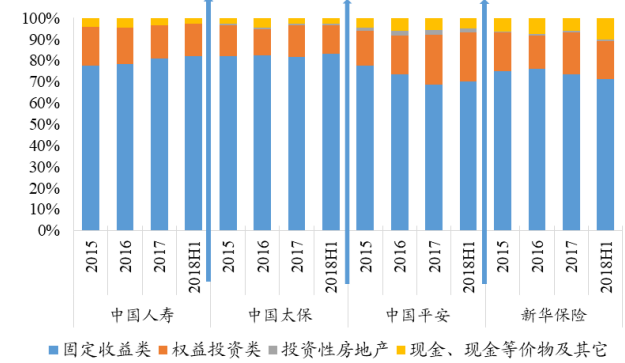
**非标资产占比持续提高, 权益类资产占比高于同业。**固定收益类资产中, 收益率相对较低的定期存款的占比从 2012 年的 22.5% 逐年下降至 2017 年的 6.7%, 而收益率相对较高的债券投资计划和银行理财产品等非标债权资产的占比则不断提升。截止到 2017 年末, 公司非标债权占比已达到 13.7%, 其中久期最长的基础建设类非标资产占了 37.5%, 有利于公司的资产负债匹配。目前, 平安的非标债权中 AAA 级占比在 95% 以上, 风险可控。平安的权益类资产占比呈上升趋势, 从 2012 年的 10.3% 逐年增加到了 2017 年的 23.7%, 占比高于同业 (国寿 15.8%、太保 14.6%、新华 19.8%), 相对较高的权益类资产占比及较强的投资能力是平安长期投资收益率高于同业的重要原因之一。

图 53、公司资产配置比例



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

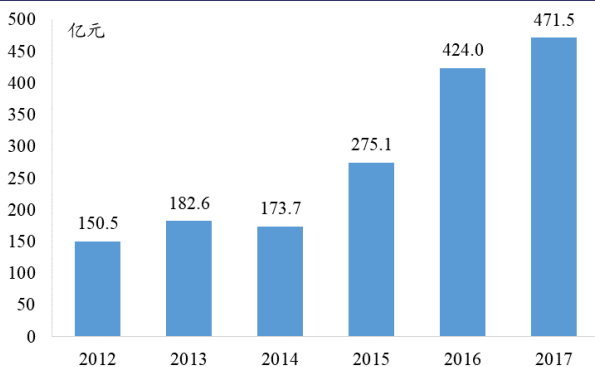
图 54、上市险企资产配置对比



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

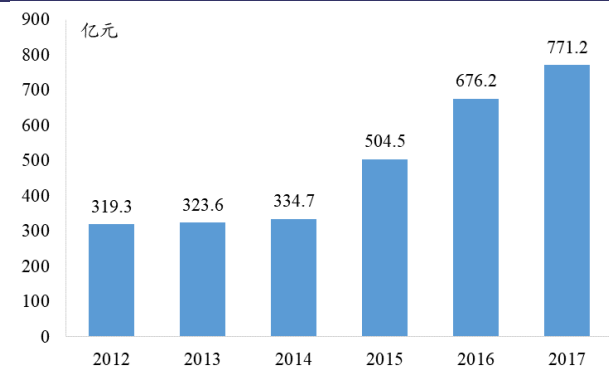
平安率先使用 IFRS-9，在未来的资产配置中，料将增加高评级的信用债的比重并增加高分红、分红稳定的蓝筹股的占比。公司亦围绕着五大金融生态系统进行投资，系为回报稳定，久期较长的资产。公司房地产投资占比高于同业且浮盈持续扩大。近年来平安的投资性房地产在总投资资产中的占比在 2% 左右，远高于同业（国寿、太保和新华投资性房地产的占比均低于 1%）。截止至 2017 年末，平安的投资性房地产为 471.5 亿元，而公允价值已达到 771.2 亿元，盈浮约为 300 亿元。平安旗下有多家与房地产相关的子公司，包括主营房地产投资的深圳、北京和成都等城市的平安置业投资有限公司，以及主营房地产开发的平安金融中心建设发展有限公司和杭州平江投资有限公司等，这些由平安控股的子公司能够为平安投资房地产提供有效的支持。

图 55、公司投资性房地产年末净额



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 56、公司投资性房地产年末公允价值



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

## 5、综合性金融平台，科技引领金融变革

除传统保险业务外，中国平安拥有平安银行、平安证券、平安资产管理、陆金所控股、平安好医生、金融壹账通、平安医保科技及汽车之家等多条业务条线。公司致力打造“金融+科技”综合性金融服务平台。

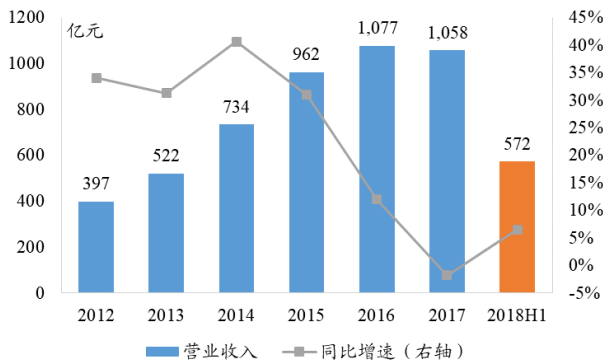
### 5.1、平安银行：零售突破，对公做精

2016 年前，平安银行以对公业务为主，贷款规模高速增长。但由于对公业务的激烈竞争和信用风险的上升，平安银行出现了利润的滞涨和不良率的提升。截止到 2016 年末，平安银行的归母净利润同比增速仅为 2.6%，而不良贷款率则达到了 1.74% 的高点。

在此背景下，2016 年 10 月，随着平安银行新的领导队伍的到来，平安银行提出“零售突破，对公做精”的发展策略，开始了零售转型之路。在“零售突破，对公做精”的发展策略指导下，平安银行零售业务占比大幅提升，信用卡业务、新一贷和汽车贷三大零售核心业务均高速发展。平安银行在 2016 年末开始零售转型后，取得

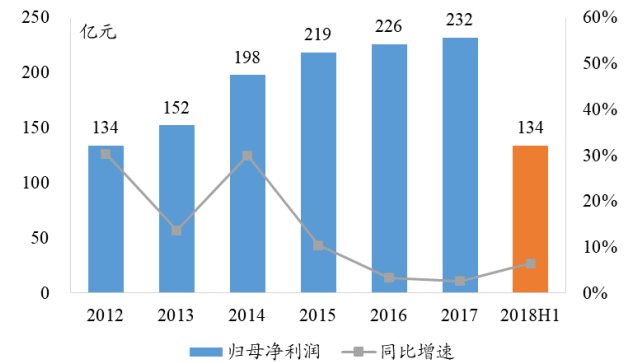
了良好的成效。

图 57、平安银行营业收入及同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 58、平安银行归母净利润及同比增速

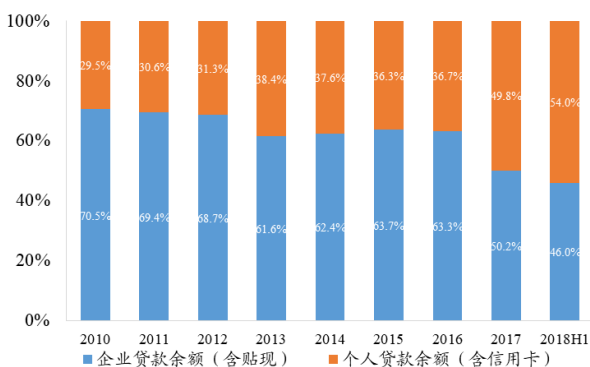


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

在贷款结构方面，由于平安银行基于“对公做精”的策略，主动放弃了部分高风险行业的对公贷款，因此2017年企业贷款规模同比下降为8.5%，在贷款中的占比由63.4%下降至50.2%；而个人贷款的同比增速高达57%，在贷款中的占比由36.7%上升至49.8%。2018H1，公司个人贷款的占比达到54.0%。另外，从营业收入和净利润的结构看，平安银行2018H1的零售营收和零售净利润的占比分别为51%和68%，而2016年末则均低于50%，可以看出目前零售业务已成为平安银行的核心业务，未来能够进一步提升平安银行的盈利能力。

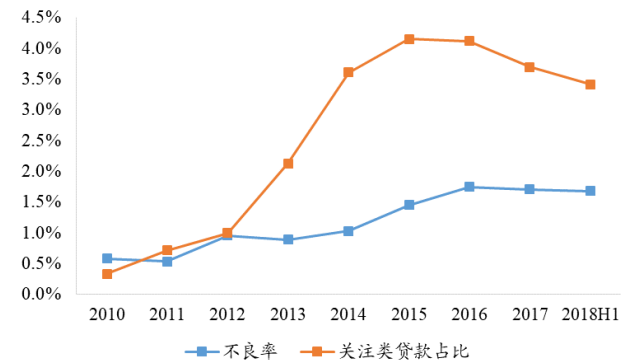
此外，平安银行资产质量改善，不良率和关注类贷款占比均有所下降。由于不良率较高的对公业务规模的下降，平安银行的资产质量也逐步改善，不良率由2016年的1.74%下降至2018年上半年的1.68%，关注类贷款占比也由2016年的4.11%下降至2018年上半年的3.41%，预计未来资产质量还将持续改善，逐渐缩小与同业间的差距。

图 59、平安银行贷款余额占比按业务



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 60、平安银行不良率和关注类贷款占比



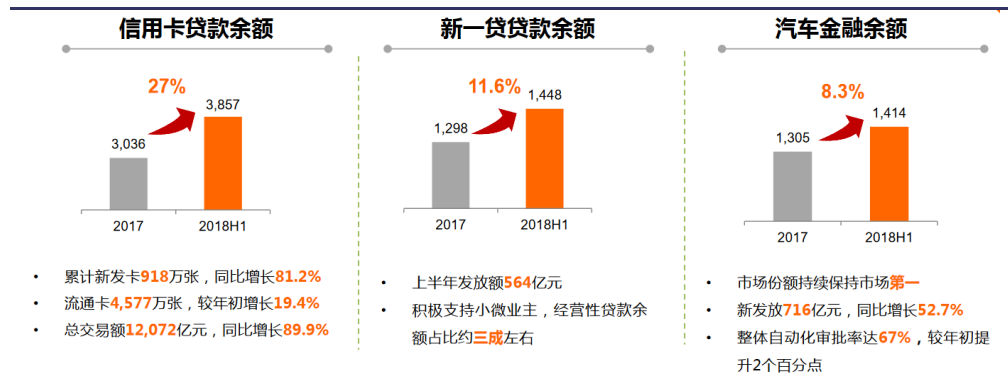
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

在平安银行的零售业务中，信用卡业务、新一贷和汽车贷这三大核心板块均保持高速发展。其中，2018H1信用卡贷款余额较2017年末增长了27%，累计新发卡数量同比增长了超过80%；新一贷贷款余额较2017年末增长了11.6%；汽车贷较

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2017 年末增长 8.3%，市场份额保持行业第一。

图 61、平安银行贷三大零售核心业务高速发展



资料来源：中国平安公开日资料，兴业证券经济与金融研究院整理

**科技赋能业务，打造智能化零售银行。**平安银行坚持运用科技赋能业务，推动业务更有效的发展，给予客户更好的体检。平安银行在科技的投入高于同业，每年大约 1% 的收入会投入科技领域。截止到 2018H1，平安银行科技队伍已接近 5,000 人。服务上，平安银行通过人脸识别和人工智能等技术到零售门店，加快服务效率和提供 24 小时的服务，同时在线上通过 AI 投顾和 AI 客服等方式为客户提供智能服务，在提升服务效率的同时可以降低人工成本。目前，平安银行 AI 客服占比接近 80%，预计两年内将超过 90%；在管理上，平安银行通过智慧财务平台和信贷基础平台实现优化流程、智能分析和对公客户各类授信业务全生命周期管理等；产品上，平安银行打造的中小企业数据贷（KYB）将传统贷款线上化，目前已有近万家客户，而升级供应链应收账款服务平台（SAS）则提供一站式综合服务。

图 62、平安银行科技赋予产能

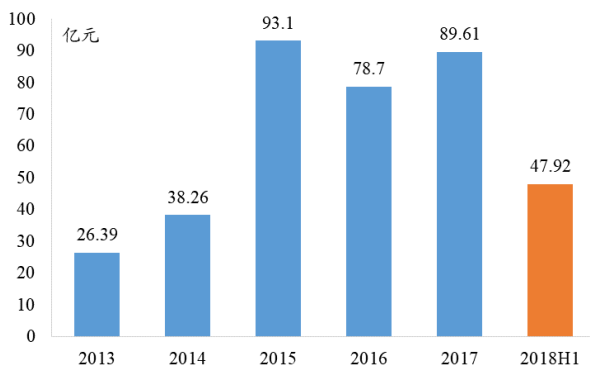


资料来源：中国平安公开日资料，兴业证券经济与金融研究院整理

## 5.2、平安证券：依托集团优势,把握优势业务

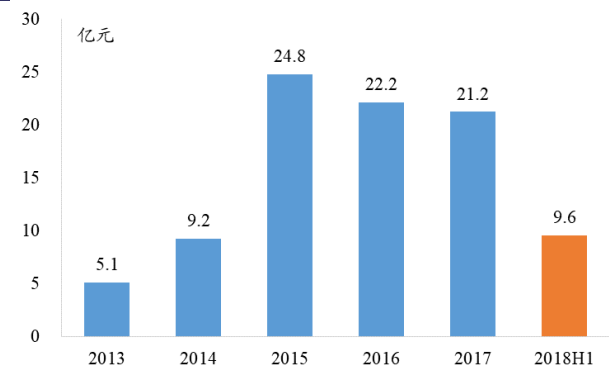
平安证券股份有限公司是中国平安（保险）集团股份有限公司旗下重要成员，其前身为 1991 年 8 月创立的平安保险证券业务部。截至 2017 年末，平安证券总资产为 977 亿元，净资产 272 亿元。总体上看，平安证券的营业收入和利润在 2015 年之前保持上升趋势，但 2016 年后由于经济业务和承销业务佣金收入下降，营业收入和利润略有下滑，2018H1 收入端有所好转，但由于投资资产减值损失等其他支出增加的影响，利润端同比仍有所下滑。

图 63、平安证券营业收入



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 64、平安证券净利润



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

**互联网经纪业务方面，平安证券依托集团庞大客户群优势，持续深化内外部平台合作，客户规模、日均活跃用户数和交易量市场份额均持续提升。**截止到 2018H1，经纪业务个人客户规模达 1,411 万人，同比增长 25.9%，客户规模稳居行业第一；全年日均活跃用户数达 173 万人，同比增长 32.1%；交易量市场份额达 2.96%，同比增长了 0.64 个百分点。

**机构业务方面，平安证券聚焦专业能力，在债券和 ABS 业务上有优势有基础，并在把握优势的基础上加大对股权类项目的开拓。**截止到 2018H1，平安证券债券主承销家数行业排名第三；证监会主管 ABS 承销家数行业排名第二，较年初提升 1 名。另外，在把握优势业务的基础上，平安证券也加大对对股权类项目的开拓力度，股权类项目储备稳步增加。

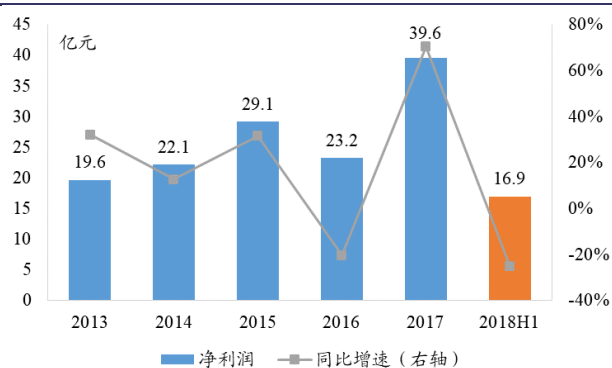
**平安证券持续投入建设信息系统自主开发能力，打造科技核心竞争优势，践行集团“金融+科技”战略转型。**公司自主研发的综合技术开发平台“领航平台”，可通过横向和纵向服务快速满足业务需求，降低对外部供应商的依赖，聚焦业务功能，实现快速开发。“平安证券领航做市电子交易系统”使公司成为全市场第一家和唯一一家实现全面接入银行间 X-Swap 系统对接应用程序的机构，填补了中国固定收益市场利率互换做市商的空白。运营流程监控系统是国内首个证券公司自主研发的综合实时监控系统，有效降低了运营操作风险。



### 5.3、平安信托：深化“财富+基金”转型，业绩优于行业

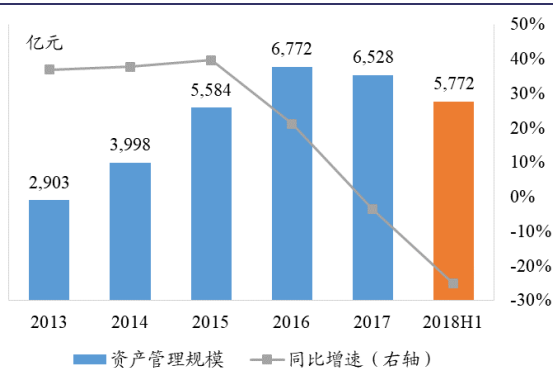
平安信托投资有限责任公司成立于 1996 年，是中国平安保险(集团)股份有限公司的控股子公司。平安信托经过六次增资扩股，目前注册资本已增加到 130 亿元人民币，成为国内注册资本最大的信托公司之一。截止 2017 年末，平安信托计划资产管理规模 6,528 亿元，实现净利润 39 亿元，**净利润位居行业第一**。2018H1，但受金融机构投资和普通企业贷款规模下降的影响，平安信托的资产管理规模和利润均有所下滑。

图 65、平安信托净利润和同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 66、平安信托资产管理规模和同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

平安信托深化“财富+基金”转型，以“财富管理、资产管理和私募投行”为三大核心业务，不断提升综合金融产品供给能力。个人财富管理方面，平安信托升级“平安家族信托”产品品牌与功能，并通过慈善信托产品满足个人高净值客户财富增值、传承、公益的核心需求。截至 2018H1，服务活跃财富客户数已达 9.53 万。机构资产管理上，平安信托通过资产负债驱动产品创新，截至 2018H1 累计已为超过 200 家银行、保险等机构客户提供一站式。投资投行方面，平安信托利用“投资+投行”的综合能力，持续推进股权、债权、夹层、基金等另类投资，服务于基础设施建设、新能源、国企混改和高端制造等领域的众多优秀企业。

### 5.4、科技驱动金融变革

中国平安确立“金融+科技”双轮驱动的发展战略，以人工智能、区块链、云、大数据和安全五大核心技术为基础，深度聚焦金融科技与医疗科技两大领域。随着科技的应用，公司提升效率、降低成本、改善体验、强化风险，搭建生态圈与平台，不断提升传统金融业务的竞争力。

目前，中国平安拥有 2.2 万余名研发人员，并与北京大学、清华大学、麻省理工学院、美国国立卫生研究院等国内外顶尖高校、研究机构深入开展交流与合作。2018 年上半年，公司金融科技与医疗科技业务实现营运利润 46.07 亿元，在集团营运利润中占比 7.0%，同比提升 6.4 个百分点；截止 2018 年 6 月末，科技专利申



请数累计达 6,121 项，较年初增加 3,091 项，涵盖智能认知，人工智能，区块链，云技术等。

**表 6、公司全球领先技术名录（截至 2017 年 12 月 31 日）**

技术名称	技术水平/成果应用
人脸识别	人脸识别准确率 99.8%，应用于 200 多个场景，累计调用量超过 10 亿人
声纹识别	声纹识别文本相关准确率达 99.7%
平安颖像	平安肺结节智能读片技术获 LUNA 测评世界记录
疾病预测	首次应用人工智能和大数据技术，建立流感、手足口病预测模型，精度达 90% 以上
平安脸谱	微表情识别 30 种最小表情动作单元，最高 98.1% 精确度，独创 3 种情绪检测
壹帐链	应用于 12 个场景，建立了 1.7 万余个应用节点，区块链相关专利 57 个，居国内领先

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

中国平安借助五大核心技术推动传统金融业务快速增长，持续提升公司总体竞争力。目前，公司技术已经成功应用于客户经营、渠道管理、客户服务和风险管控等场景中，并部分核心技术亦已对外输出服务。

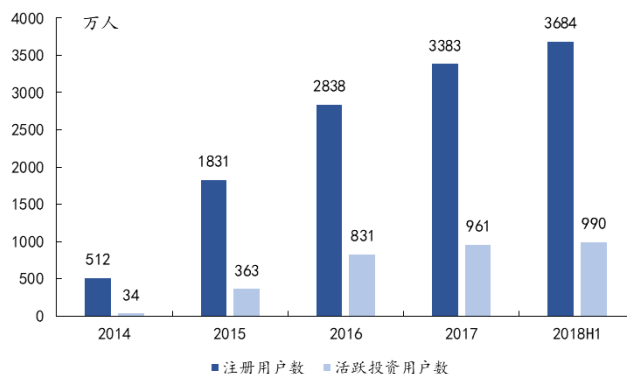
**表 7、公司核心技术及应用（截至 2017 年 12 月 31 日）**

技术名称	应用场景及应用效果
人工智能	公司人脸识别累计调用量超过 10 亿人次；声纹识别在 10 多种场景上线
区块链	为中小型企业简历了超过 1.7 万个区块链节点；实现区域医疗联合体信息互通，建立房产交易平台
云技术	为 415 家银行、14 家保险公司提供服务。获得 8 项国内外权威认证
大数据	全年 9 亿次信用查询；与 468 家银行、1,890 家非银金融机构合作；覆盖 8 亿人、200 多个城市的医保服务、覆盖 2,000 多家医院；拥有 4,000 多万车险客户及 10 亿张理赔照片
安全	实现全集团实时风险监控，并仍持续加大投入

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

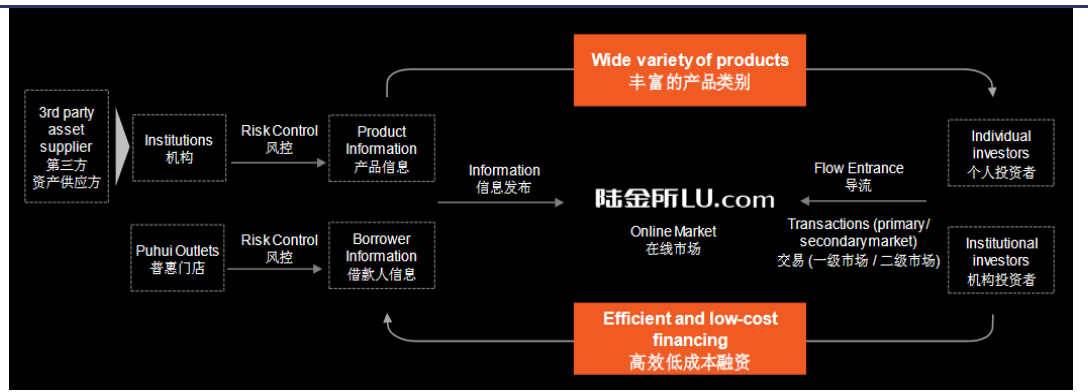
作为中国领先的线上财富管理与个人借款科技平台，2018 年上半年陆金所控股盈利快速增长。截止 2018 年 6 月末，陆金所平台注册用户数 3,684 万，同比增长 18.0%；资产管理规模 3852 亿元，较年初下降 16.6%，主要受资产管理结构调整、产品主动清理影响；管理贷款余额 3,137.47 亿元，较年初增长 8.8%。

**图 67、陆金所注册用户数和活跃投资用户数**



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 68、陆金所平台流程



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

平安好医生致力于打造全球最大的医疗健康生态系统，今年5月4日在香港联交所主机板上市。截止2018年6月30日，平安好医生累计为近2.3亿使用者提供医疗健康管理服务，累计咨询量超3亿人次，同比增长122.2%，平安好医生把握行业发展机遇，通过移动平台随时随地满足庞大用户群的需求，提供丰富的医疗健康服务，上半年营业收入同比增长150.3%至11.23亿元。

图 69、平安好医生医疗健康生态体系

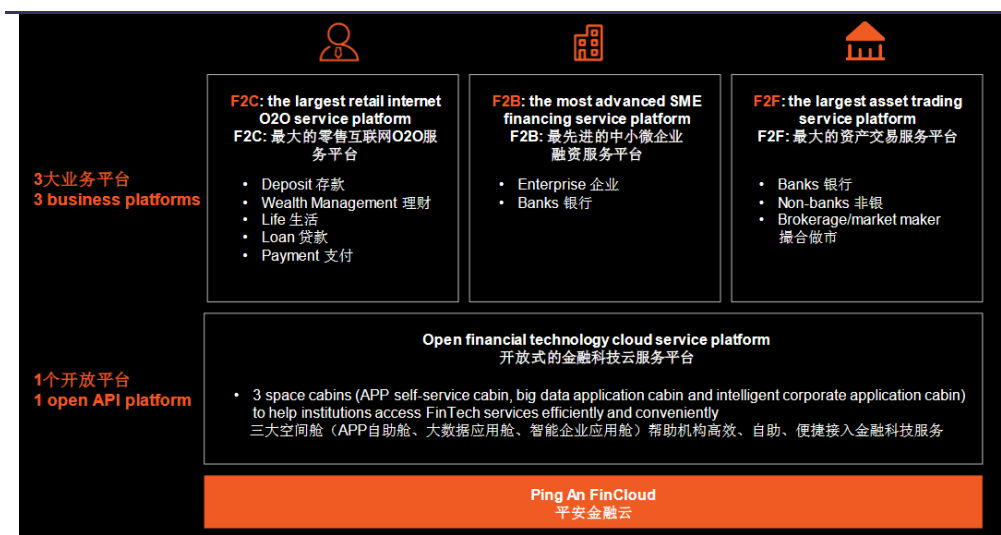


资料来源：平安好医生官网，兴业证券经济与金融研究院整理

平安医保科技致力于成为中国领先的科技驱动管理师医疗服务平台，其医保服务已覆盖超过200个城市，商保服务接入医院超2,300家，城市一账通APP已上线53个城市。平安医保科技于2018年初完成11.5亿美元融资，投后估值达88亿美

元。金融壹账通致力于打造全球领先的战略职能型金融科技服务云平台。截止2018年6月30日，金融一账通已为441家银行，38家保险公司，近2,200家非银金融机构提供金融科技服务，目前平安已于香港金融管理局及多家香港核心银行合作，推出以区块连接技术为基础的贸易融资平台。金融壹账通2018上半年完成7.5亿美元融资，投后估值达75亿美元。

图 70、平安金融一账通“3+1”业务



资料来源：平安好医生官网，兴业证券经济与金融研究院整理

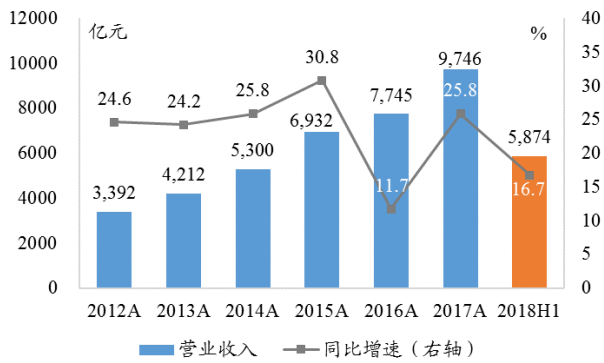
智慧城市业务已服务全国200多个城市，涵盖智慧政务，智慧财政，智慧医疗，智慧交通等城市管理及市民生活服务的方方面面。目前，平安智慧城市建立的市民线上服务平台可提供2,000余项服务，智慧车流监控平台实现拥堵警情下降超过90%，智慧财政项目为南宁市累计节约融资成本1.27亿元。

## 6、财务分析及盈利预测

### 6.1、主要财务指标

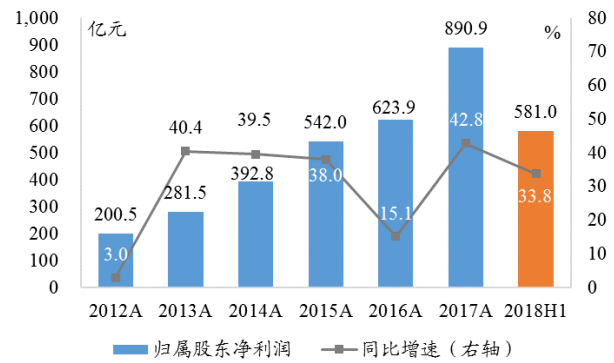
截至2018年6月30日，公司2018上半年实现营业收入5,874亿元（人民币，下同），同比增长16.7%；归母营运利润593.4亿元，同比增长23.3%；净利润647.7亿元，同比增长31.9%；归属于母公司股东净利润581.0亿元，同比增长33.8%。同时，公司2018上半年向股东派发股息每股现金0.62元，同比增长24%。

图 71、营业收入及同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

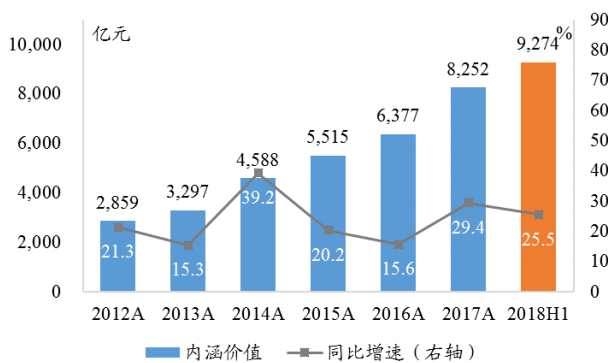
图 72、归属股东利润及同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

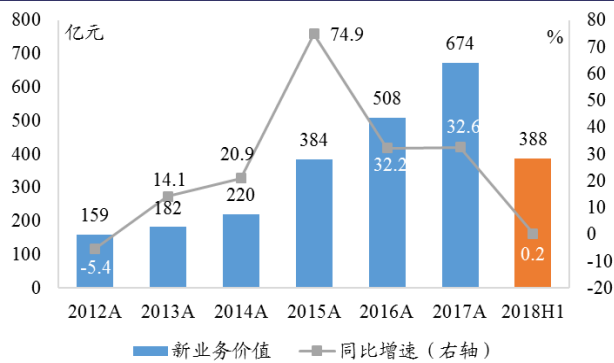
2018 年上半年，公司内涵价值为 9,274 亿元，同比增长 25.5%。其中，公司有效业务价值同比增长 31.4%，调整后净资产同比增长 21.9%。从公司业务贡献看，寿险及健康险内涵价值同比增速达到 28.2%，其他业务内涵价值同比增速达到 21.4%。在新业务价值方面，2018H1 公司实现新业务价值为 387.6 亿元，同比增长 0.2%，2018 年第二季度，公司新业务价值同比提升 9.9 个百分点，录得较好成绩。

图 73、公司历年内涵价值及同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

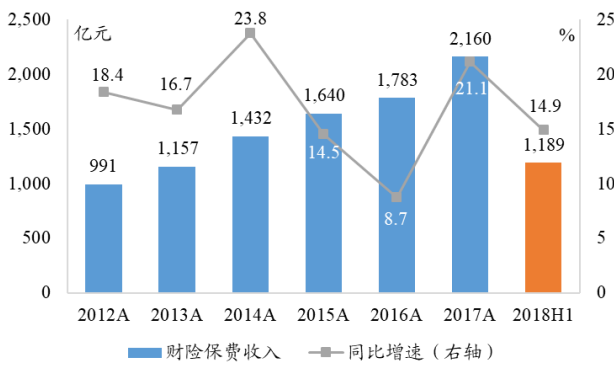
图 74、公司历年新业务价值及同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

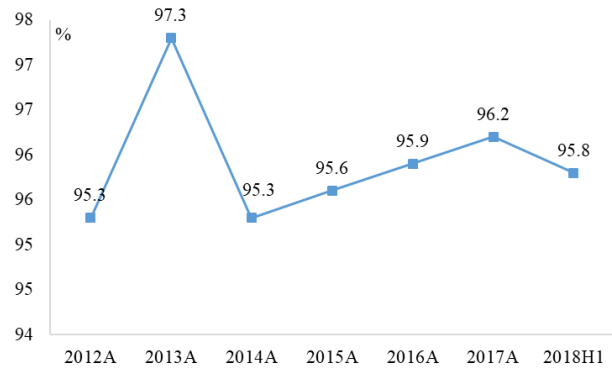
截至 2018 年 6 月 30 日，平安产险实现保费收入 1189 亿元，同比增长 14.9%，优于市场 0.7 个百分点。平安产险保费收入市场占有率 19.7%，较年初增长 5.5 个百分点。2018H1，公司产险业务的综合成本率为 95.8%，同比下降 0.3 个百分点。ROE（非年化）为 8.3%，业务质量保持优良。

图 75、平安产险历年保费收入及同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

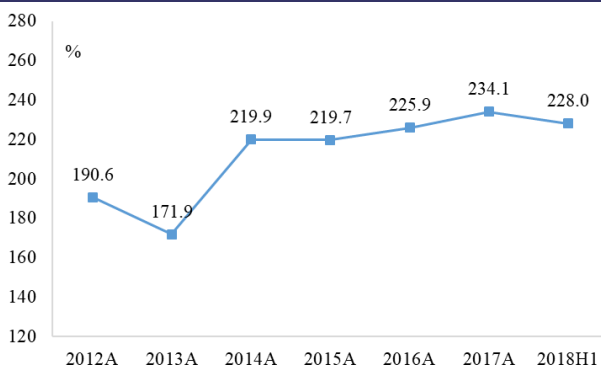
图 76、平安产险历年综合成本率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

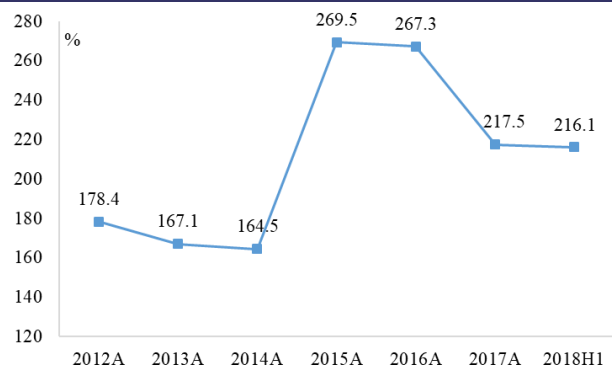
2018H1，平安银行零售营业收入同比增长 34.7% 至 293.2 亿元，占比达 51.2%；零售净利润同比增长 12.1% 至 90.8 亿元，占比 67.9%，继续进行零售转型。公司资产管理业务实现净利润 93.8 亿元，同比增长 30.3%。公司金融科技与医疗科技业务亦录得快速增长。在偿付能力充足率方面，2018 年上半年，平安寿险和平安产险核心偿付能力充足率分别为 221.1% 及 193.6%；综合偿付能力充足率分别为 228.0% 及 216.1%。若分别针对权益资产公允价值下跌 30%，利率下降 50bps 做情景分析，则平安集团、平安寿险及平安产险的综合偿付能力仍能保持在 200%。公司偿付能力充足，整体风险可控。

图 77、平安寿险历年综合偿付能力充足率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 78、平安产险历年综合偿付能力充足率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

## 6.2、盈利预测

截至 2018 年 6 月 30 日，2018H1 公司实现营业收入 5,874 亿元，同比增长 16.7%；归母营运利润 593.4 亿元，同比增长 23.3%；归属于母公司股东净利润 581.0 亿元，同比增长 33.8%。

在未来发展中，公司寿险业务通过科技赋能，代理人培训效果优化，可以对客户进行精准营销，代理人人均产能有望提升，有助于公司 2018 年业绩。在财险方面，



公司机动车辆保险业务受益于公司品牌优势，有望在提升市占率的情况下维持现有盈利水平。此外，公司拥有寿险业务、财险业务及资产管理业务牌照，中国平安在各个业务条线中加入科技赋能，其银行、证券、陆金所、金融壹账通及平安好医生业务向好，集团内成员公司可以在不同业务线之间实现内部风险对冲、资本灵活配置及交叉销售。

在投资方面，公司率先实行 IFRS-9。受 2018 年资本市场下行影响，公司投资收益率在 2018 年一季度有较为明显的下滑，但是二季度较一季度表现较好。在公司未来的发展中，公司将增加高评级的信用债的比重并增加高分红、分红稳定的蓝筹股的占比。公司亦围绕着五大金融生态系统进行投资，有助于公司长期稳定的投资业绩。

以上因素叠加下，我们预计公司 2018-2020 年营业收入将分别为 11,272 亿元、13,160 亿元及 15,998 亿元，分别同比增长 15.7%、16.8%及 21.6%；归属母公司年度溢利分别为 1,146 亿元、1,374 亿元及 1,751 亿元，分别同比增长 28.6%、19.9%及 27.5%；寿险业务新业务价值分别为 708 亿元、820 亿元及 984 亿元，分别同比增长 5.1%，15.9%及 19.9%。

表 8、盈利预测

项目	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(亿元)	9,746	11,272	13,160	15,998
同比增速 (%)	25.8	15.7	16.8	21.6
归属于母公司股东的净利润(亿元)	891	1,146	1,374	1,751
同比增速 (%)	42.8	28.6	19.9	27.5
寿险新业务价值(亿元)	674	708	820	984
同比增速 (%)	32.6	5.1	15.9	19.9
集团内涵价值(亿元)	8,252	9,809	11,676	13,969
同比增速 (%)	29.4	18.9	19.0	19.6

资料来源：兴业证券经济与金融研究院预测

## 7、估值与评级

在估值方面，我们采用分布估值法为公司进行估值。我们用 PEV 法对公司寿险业务估值；用 PB 法对公司财险业务、证券业务、信托业务及其他业务估值；用市值法对公司银行业务进行估值；用融资后估值法对公司科技板块业务进行估值。综合考虑公司各项业务，我们计算得出公司每股价值为 87.43 港元。

表 9、分业务估值

业务部门	估值指标	估值倍数	2018E	公司持股比例	对应估值
寿险业务(亿元)	PEV	1.25	7,388	99.5%	9,573
财险业务(亿元)	PB	1.10	961	99.5%	964
平安银行(亿元)	市值	N/A	1,939	58.0%	1,113

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

**海外公司深度研究报告**

平安证券 (亿元)	PB	0.90	268	96.6%	233
平安信托 (亿元)	PB	0.80	153	99.9%	122
金融壹账通 (亿元)	估值	N/A	588	44.3%	261
平安医保科技 (亿元)	估值	N/A	690	44.3%	306
陆金所 (亿元)	估值	N/A	1,451	43.8%	635
其他 (亿元)	PB	0.85	728	100.0%	619
<b>总计 (亿港元)</b>					<b>15,594</b>
总股本 (亿股)					178.4
<b>每股价值 (港元)</b>					<b>87.43</b>

资料来源：兴业证券经济与金融研究院计算

综合考虑上述因素，我们给予公司“买入”评级，给予公司目标价 87.43 港元。公司目标价较现价有 17.5% 的升幅。2018-2020 年，中国平安目标价对应的集团每股内含价值分别为 1.41、1.18 及 0.99 倍，建议投资者积极关注。

**表 10、保险行业估值表 (股价截至 2018 年 10 月 26 日收盘)**

代码	公司	股价	港股市值	EV		PEV
				2017A	2018H1	2018H1
		(港元)	(十亿港元)	(元)	(元)	
2318.HK	中国平安	74.4	554.10	45.1	50.7	1.30
1336.HK	新华保险	37.5	38.73	49.2	53.1	0.63
2601.HK	中国太保	29.7	82.43	31.6	34.1	0.77
2628.HK	中国人寿	16.0	118.76	26.0	27.2	0.52
				(港元)	(港元)	
0966.HK	中国太平	26.0	93.26	34.9	37.4	0.69
				(美元)	(美元)	
1299.HK	友邦保险	59.4	717.38	4.2	4.3	1.76
				(英镑)	(英镑)	
2378.HK	保诚	149.6	7.63	17.3	18.3	0.81
	<b>平均</b>					<b>0.93</b>

代码	公司	股价	港股市值	每股账面净值		PB
				2017A	2018H1	2017A
				(元)	(元)	
1339.HK	中国人民保险集团	3.3	140.85	3.2	3.4	0.86
2328.HK	中国财险	8.6	190.40	9.0	6.2	1.22
1508.HK	中国再保险	1.4	59.47	1.8	1.8	0.69
	<b>平均</b>					<b>0.92</b>

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 8、风险提示

公司发展面临以下风险：1) 资本市场波动；2) 保费收入不达预期；3) 保险行业政策变动风险；4) 公司经营风险。

## 附表

资产负债表		单位:亿元			
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	
<b>总资产</b>	<b>64,931</b>	<b>75,975</b>	<b>82,482</b>	<b>97,079</b>	
固定资产	471	547	636	746	
投资性房地产	401	443	492	554	
无形资产	610	676	855	1,040	
于联营企业和合营企业投资	862	950	1,120	1,320	
固定到期日投资	25,591	30,541	36,200	42,937	
权益投资	6,307	6,573	7,483	8,452	
存放中央银行款项及法定保证金	3,182	3,320	3,959	3,270	
发放贷款及垫款	16,609	19,798	15,236	18,199	
其他资产	2,614	2,803	3,314	3,920	
<b>总负债</b>	<b>59,052</b>	<b>69,150</b>	<b>74,527</b>	<b>87,688</b>	
保险合同负债	19,330	22,981	27,352	32,573	
应付债券	4,513	5,242	6,272	7,922	
应付银行及其他金融机构款项	7,805	9,117	10,977	12,940	
客户存款及保证金	19,527	22,664	19,135	21,543	
保险应付款	456	512	576	648	
卖出回购金融资产款	1,340	1,519	1,792	2,113	
通过损益反映公允价值变动的金融负债(交易性金融负债)	141	190	224	264	
其他负债	3,515	4,064	4,805	5,685	
储备	2,179	2,279	2,379	2,481	
少数股东权益	1,146	1,289	1,458	1,668	
<b>总权益</b>	<b>5,879</b>	<b>6,824</b>	<b>7,955</b>	<b>9,390</b>	
<b>负债及权益合计</b>	<b>64,931</b>	<b>75,975</b>	<b>82,482</b>	<b>97,079</b>	

现金流量表		单位:亿元			
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1,213</b>	<b>5,539</b>	<b>6,774</b>	<b>7,829</b>	
<b>投资活动所产生的现金净额</b>	<b>-3,548</b>	<b>-4,068</b>	<b>-5,357</b>	<b>-6,128</b>	
<b>融资活动所产生的现金流净额</b>	<b>1,786</b>	<b>447</b>	<b>733</b>	<b>1,213</b>	
现金及现金等价物增加净额	-589	1,918	2,151	2,914	
年初现金及现金等价物	3,676	3,087	5,004	7,155	
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>3,087</b>	<b>5,004</b>	<b>7,155</b>	<b>10,069</b>	

利润表		单位:亿元			
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	
<b>营业收入</b>	<b>9,746</b>	<b>11,272</b>	<b>13,160</b>	<b>15,998</b>	
毛承保保费	6,050	7,007	8,285	9,801	
分出保费	-174	-193	-249	-328	
银行业务利息收入	1,474	1,675	1,248	1,431	
投资收益	1,521	1,422	1,725	2,162	
赔款及保户利益毛额	-4,367	-4,828	-5,739	-6,921	
保险业务佣金支出	-1,146	-1,304	-1,538	-1,848	
业务及管理费用	-1,451	-1,567	-1,688	-2,084	
<b>税前溢利</b>	<b>1,347</b>	<b>1,754</b>	<b>2,087</b>	<b>2,641</b>	
税项支出	-348	-465	-544	-680	
<b>年度溢利</b>	<b>1,000</b>	<b>1,289</b>	<b>1,543</b>	<b>1,962</b>	
非控股股东应占溢利	108.9	143.2	169.0	210.2	
<b>归属公司股东年度溢利</b>	<b>891</b>	<b>1,146</b>	<b>1,374</b>	<b>1,751</b>	
<b>EPS (元)</b>	<b>4.99</b>	<b>6.43</b>	<b>7.70</b>	<b>9.82</b>	

## 主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长性(%)</b>				
净保费收入同比增速	30.1	16.0	17.9	17.9
投资收益同比增速	32.2	-6.5	21.4	25.3
银行业务利息收入同比增速	12.4	13.6	-25.5	14.6
归属股东净利润同比增速	42.8	28.6	19.9	27.5
集团内涵价值增长率	29.4	18.9	19.0	19.6
新业务价值增长率	32.6	5.1	15.9	19.9
<b>偿债能力(%)</b>				
资产负债率	90.9	91.0	90.4	90.3
<b>营运能力(%)</b>				
ROE	15.2	16.8	17.3	18.7
<b>每股资料(港元)</b>				
每股收益(EPS)	4.99	6.43	7.70	9.82
每股净资产	33.0	38.3	44.6	52.6
<b>估值比率(倍)</b>				
PEV	1.43	1.20	1.01	0.84
PB	2.0	1.7	1.5	1.3

**分析师声明**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**投资评级说明**

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**信息披露**

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

**有关财务权益及商务关系的披露**

兴证国际证券有限公司及其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、毅蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司和成志控股有限公司有投资银行业务关系。

**使用本研究报告的风险提示及法律声明**

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

**特别声明**

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。