

科技提升金融价值，输出四大生态圈

■**科技提升传统金融价值。**公司将生物识别、大数据、人工智能、云、区块链等技术广泛运用于客户经营、渠道管理、客户服务以及风险管控四大业务领域，以提升效率、降低成本、强化风控和改善体验。科技的持续投入，带来经营效率的不断提升，公司利润稳健增长，2009年至2016年间中国平安归母净利润复合增长率达到24%，利润增速标准差仅有15.04。

■**科技助跑，寿险受益。**2012年至2016年间，公司新业务价值由159亿元增长至508亿元，年均复合增速达33%，高于同业水平。与此同时，受益于长期保障型业务占比持续提升，剩余边际摊销逐年稳步增长，2016年达到381亿元 (YoY+31%)，中国平安业绩维持高速增长。

(1) **代理人扩规模提产能。**代理人队伍由2012年的51.3万人提升至2017年前三季度的143.4万人，复合增长率达到21.3%。公司通过智能化系统强化代理人筛选和后期培训，使得代理人队伍质量不断提高，人均件数由2012年的1件提升至2016年的1.5件。得益于产能的提升和交叉销售收入的增长，代理人人均收入超社会平均工资20%。收入的增长提高代理人稳定性，与规模增长和产能提高形成正反馈，形成富有竞争力的个险渠道，带动公司价值提升。

(2) **运用科技细化客户管理。**公司通过多场景积累了海量客户，并且通过306度客户视图，建立了广泛的客户维度，并通过年龄、收入、行为等因素，对客户群体进行分类精细化管理等。2017年前三季度公司中国平安集团个人客户总量达到1.5亿 (YoY+22%)，其中持有多家子公司合同客户数占比达到27% (YoY+4pt)，未来随着客户迁徙不断深入，客户管理越发细致，公司价值将持续提升。

(3) **寿险产品均衡发展。**传统分红万能均衡发展，降低了公司利率敏感性。过去5年中国平安代理人传统险保费占比33%，分红险保费占比45%，万能险业务保费占比22%，市场利率持续下降后，公司随之下调分红水平和结算利率，由于分红万能险负债现金流具有部分浮息债的特性，投资收益率敏感性较低。

(4) **精细化管理创造价值。**中国平安通过优秀的经营管控提升利润和价值，投资和经营偏差持续贡献利润，2012年至2016年间投资回报差异在税前利润中的平均占比达到19.7%，而经营偏差占比也达到16.1%。与此同时公司还通过全流程智能风控体系的应用，保证稳定的死差来源。

■**梯次消费升级驱动寿险价值。**在社会环境变化、国家政策支持以及居民收入提高和意识的转变等因素推动下，寿险业消费升级已成为必然结果，与此同时人口老龄化加剧和医疗费用上涨，带来寿险需求不断扩大，而居民收入提升和保障意识增强使保险需求得以实现，预计未来梯次消费升级将为寿险增长持续带来动力。

■**科技提高产险盈利能力。**平安财险致力于科技创新，车险定价方面构建驾驶风险因子体系，体系中风险评估因子数量超过180个，并且不断进行动态优化，车险理赔方面则建立起智能反渗透、智能反欺诈和风险评估模型，科技创新带来产险盈利能力提升，2017年前三季度产险业务综合成本率为96.1%，盈利能力优于行业。

■**科技推动综合金融发展。**平安银行科技金融转型快速发展，2017年8月推出的平安口袋银行4.0APP月活量达1245万，在股份制银行中名列前茅，同时综合金融持续发力，零售综拓新模式客户新增304万。平安证券打造差异化竞争优势，互联网证券快速发展，未来平安证券将巩固交易技术优势并加强向资管业务输出。平安信托转型“财富+基金”发展新模式，公司围绕“财富管理、资产管理和私募投行”，促进差异化发展。

■**金融科技构建生态圈。**中国平安在近十年内对研发累计投入超过500亿元，在金融科技、医疗科技和人工智能等创新科技方面发展快速，并利用这些科技实现对外输出。与此同时，中国平安的科技平台主要服务于金融、房地产、汽车和医疗健康四大生态圈，目前中国平安的金融和医疗健康生态圈在业内占据领先地位，预计未来四大生态圈市场规模将高达550万亿。

■**投资建议：**增持-A投资评级。预计中国平安2017-2019年归母净利润同比增速达到18%、25%、22%，EPS分别为4.04元、5.03元、6.12元，根据分拆上市估值法计算，6个月目标价为98元。

■**风险提示：**保险风险/市场风险/信用风险/流动性风险/科技风险/运营风险

摘要(百万元)	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
寿险保费收入	252,730	303,276	355,274	461,856	577,320	692,784
财险保费收入	143,150	177,152	177,908	213,490	249,783	294,744
归属于母公司净利润	39,279	54,203	62,394	73,766	91,939	111,921
每股收益(元)	4.93	2.98	3.41	4.04	5.03	6.12
每股净资产(元)	31.68	18.28	20.98	24.86	28.60	33.75
市盈率	12.97	21.45	18.73	15.84	12.71	10.44
市净率	2.02	3.50	3.05	2.57	2.24	1.89

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

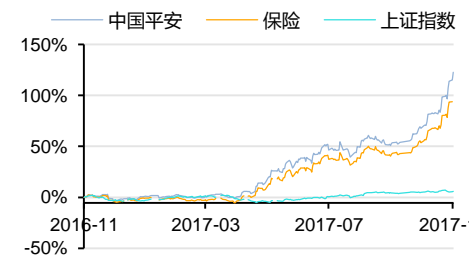
投资评级 **增持-A**
维持评级

6个月目标价: **98元**
股价(2017-11-21) **78.44元**

交易数据

总市值(百万元)	1,433,902.14
流通市值(百万元)	849,714.20
总股本(百万股)	18,280.24
流通股本(百万股)	10,832.66
12个月价格区间	34.66/78.44元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	31.96	44.91	121.7
绝对收益	32.9	49.24	128.52

赵湘怀 分析师
SAC 执业证书编号: S1450515060004
zhaoxh3@essence.com.cn
021-35082987

相关报告

中国平安: 金融科技双轮驱动, 量能双升浮盈大增/赵湘怀	2017-10-30
中国平安: 零售客户量价齐升, 科技金融价值聚变/赵湘怀	2017-08-18
中国平安: 消费金融时代的零售金融王者/赵湘怀	2017-07-12
中国平安: 互联网提升质与量, 成就零售金融之王/赵湘怀	2017-03-23
中国平安: 寿险新业务价值保持高增长/赵湘怀	2016-10-30

1. 科技提升传统金融价值

1.1. 科技广泛运用于各项业务

中国平安将科技广泛应用与业务经营，提升价值。平安将生物识别（脸谱/声纹/微表情）、大数据（超过 26000+ 维度，500+ 数据专家）、人工智能（机器学习/NLP/机器人）、云（金融云/医疗云/政府云/企业云）、区块链（资产交易/医疗健康/数字货币/融资&贷款）广泛运用于客户经营、渠道管理、客户服务以及风险管控四大业务领域，以提升效率、降低成本、强化风控和改善体验。

图 1：科技提升平安价值



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

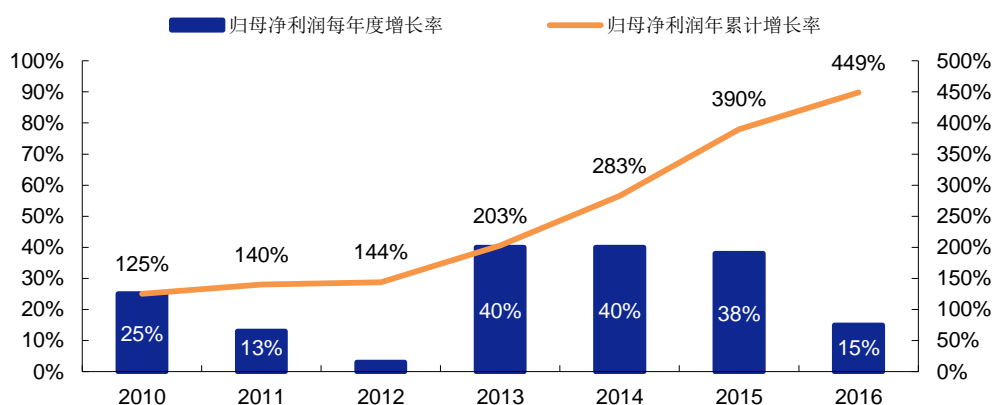
图 2：科技渗透于传统金融各个环节



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

科技的持续投入，带来经营效率的不断提升，公司利润稳健增长，2009 年至 2016 年间中国平安归母净利润复合增长率达到 24%，利润增速标准差仅有 15.04。

图 3：中国平安利润持续增长

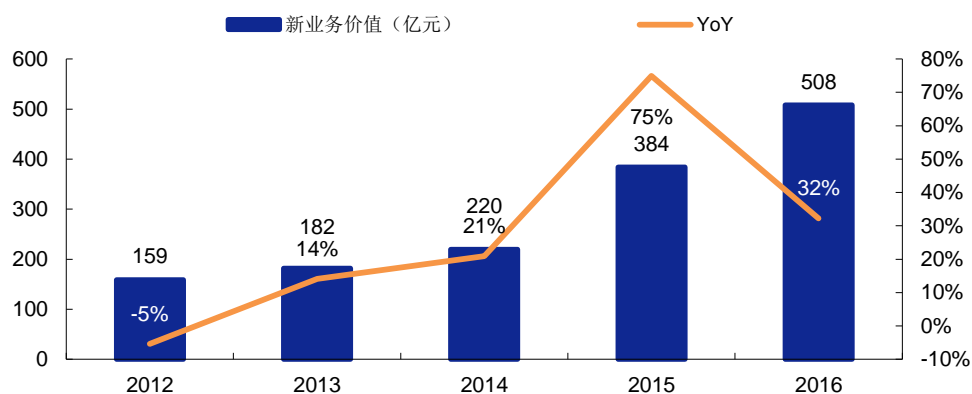


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 科技助跑，寿险受益

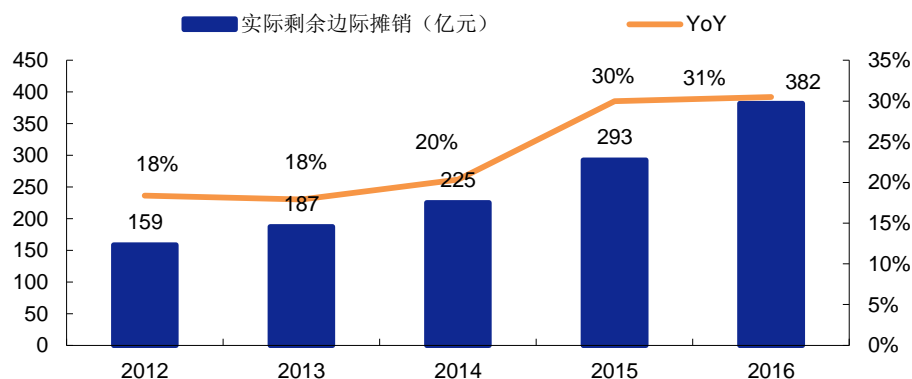
2012 年至 2016 年间，公司新业务价值由 159 亿元增长至 508 亿元，年均复合增速达 33%，高于同业水平。与此同时，受益于长期保障型业务占比持续提升，剩余边际摊销逐年稳步增长，2016 年达到 381 亿元 (YoY+31%)，中国平安业绩维持高速增长。

图 4：中国平安新业务价值维持较高增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5：中国平安剩余边际摊销逐年增长



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.1. 多维度提升新业务品质

中国平安价值和利润的增长，来源于高品质新业务的增长，而高品质新业务的增长主要来自于四大方面：

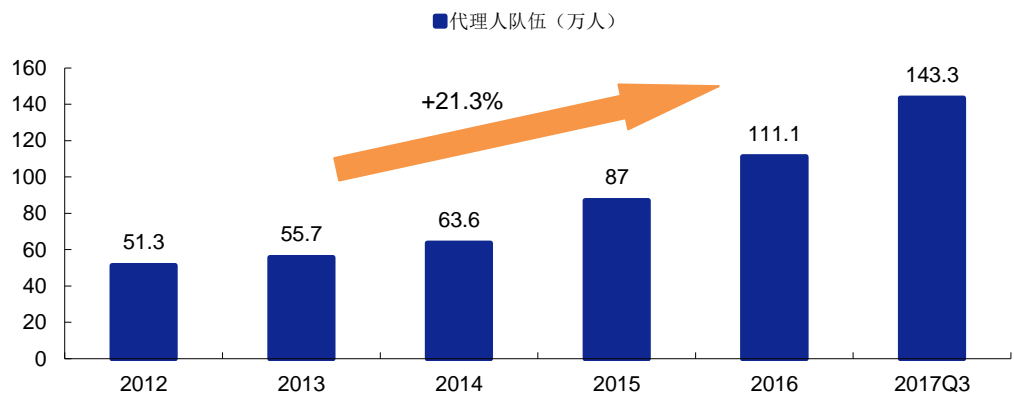
- (1) 代理人：代理人队伍规模和产能持续提升，智能化严格筛选；
- (2) 客户：客户基础广泛，客户迁徙效应显著，科技细化客户管理；
- (3) 产品策略：产品结构不断优化，实现客户、代理人以及公司的三方共赢；
- (4) 经营管控：运营高效，全流程智能风控体系保证死差稳定。

2.1.1. 代理人扩规模提质量

中国平安代理人领先的关键因素是高标准严考核、综合金融平台优势、“科技+”全程武装代理人。高标准严考核体现在留存和晋升标准高于同业，综合金融平台能提供庞大的客户基础，交叉销售提升代理人收入，助力增员和留存，同时公司运用“科技+”从培训、增员、留存、管理和营销方面全程武装代理人。

代理人队伍强劲增长的同时，产能持续提升。代理人队伍由 2012 年的 51.3 万人提升至 2017 年前三季度的 143.4 万人，复合增长率达到 21.3%。与此同时，公司代理人人均件数持续提升，由 2012 年的 1 件提升至 2016 年的 1.5 件。得益于产能的提升和交叉销售收入的增长，代理人人均收入超社会平均工资 20%。

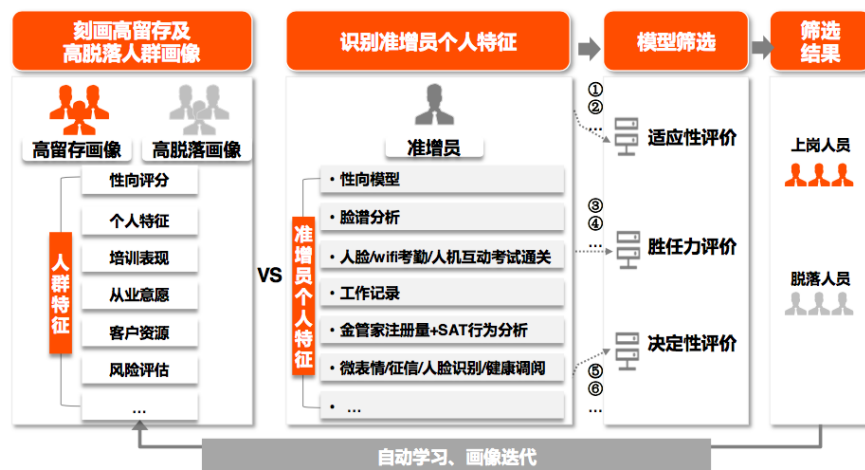
图 6：代理人队伍强劲增长



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司通过刻画高留存及高脱落人群的画像，构建起动态的代理人筛选体系，智能化识别准增员个人特征，严格把关代理人准入门槛。

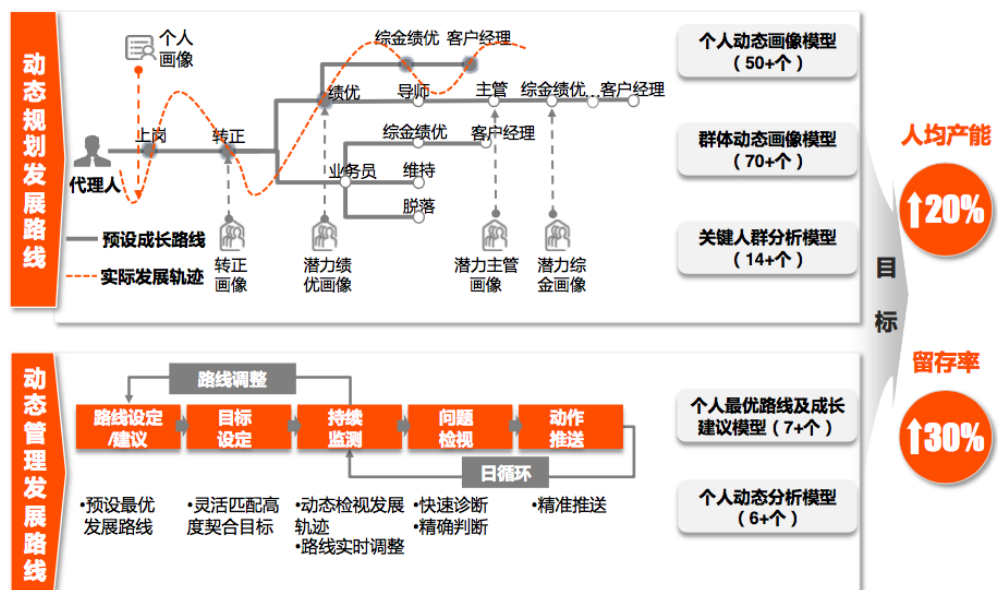
图 7：智能化严格筛选代理人



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司为代理人提供动态规划发展路线，提高人均产能约 20%，留存率提高 30%。并且公司重视代理人的后期培训，如提供远程个性化课程等等。

图 8：代理人智能动态规划



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 9：为代理人提供个性化培训



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.1.2. 运用科技细化客户管理

集团内各公司深度合作，在满足客户需求的同时，帮助业务员更好地经营客户。庞大的集团客户群促使客户忠诚粘性高、开发难度低，开发销售助力增员和留存。2017 年前三季度公司中国平安集团个人客户总量达到 1.5 亿 (YoY+22%)，其中持有多家子公司合同客户数超过 4000 万 (YoY+44%)，占比达到 27% (YoY+4pt)，与此同时互联网用户规模达到 4.3 亿 (YoY+27%)，客户迁徙与转化是推动集团整体发展的关键因素之一，未来随着客户迁徙不断深入，以及个人客户与互联网用户的不断增加，公司价值将持续提升。

表 1：客户和用户规模稳步提升（截至 2017 年三季度）

单位：万	2017Q3	2016Q3	YoY
个人客户数	15,296	12,487	23%
其中：			
同时持有多家子公司合同	4,152	2,876	44%
互联网用户数	42,978	33,744	27%
其中：			
APP 用户	31,205	22,225	40%
月活跃用户	6,363	5,254	21%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司通过多场景积累了海量客户，并且通过 306 度客户视图，建立了广泛的客户维度，并通过年龄、收入、行为等因素，对客户群体进行分类精细化管理等。

图 10：精细化客户管理



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

在客户肖像描述以及客户分类的基础上，凭借技术优势，公司能够智能化生成产品、服务等，并通过差异化的方式传导至客户，有效地提高了老客户加保率。

图 11：差异化客户管理

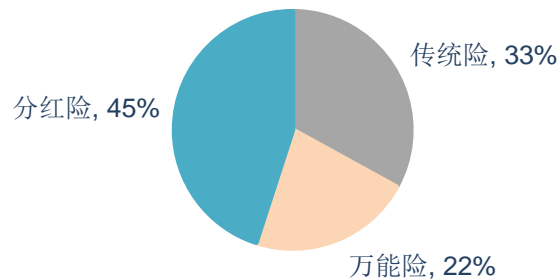


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.1.3. 产品均衡发展

传统分红万能均衡发展，降低了公司利率敏感性。过去 5 年中国平安代理人传统险保费占比 33%，分红险保费占比 45%，万能险业务保费占比 22%，市场利率持续下降后，公司随之下调分红水平和结算利率，由于分红万能险负债现金流具有部分浮息债的特性，投资收益率敏感性较低。

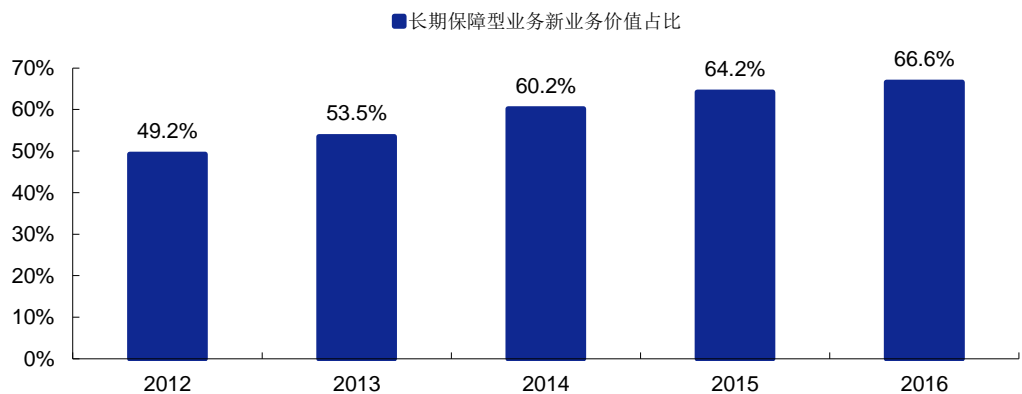
图 12: 中国平安产品均衡发展 (过去 5 年个险渠道新单保费占比)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

新业务价值高速增长的同时保障型业务占比持续提升。2016 年偿二代口径下的新业务价值达到 508 亿元, 偿一代口径下则为 392 亿元, 较之 2012 年的 159 亿元大幅提升; 与此同时, 长期保障型业务新业务价值的占比也从 2012 年的 49.2% 提升至 67%。

图 13: 长期保障型业务新业务价值的占比持续提升



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

注: 为统一口径, 均为偿一代口径下数据

基于价值导向、兼顾规模的整体思路, 运用传统分红万能均衡发展、重点发展保障型产品的产品策略, 实现客户、代理人以及公司的三方共赢。公司方面, 近年来新业务价值年均增长达到 33.7%, 长期保障型新业务价值在代理人占比从 49% 升至 67%, 寿险资产负债久期缺口小于 5; 代理人方面, 代理人收入年均增长近 10%, 收入持续高于社平工资; 客户方面, 产品保障范围不断拓展, 客均保障型产品件数、件均保额持续提升。

2.1.4. 精细化管理创造价值

卓越的经营管控提升利润、创造价值。中国平安分别从费差 (费用率)、死差 (死亡率、疾病发生率)、利差 (投资收益率)、退保差 (退保率) 等角度考核 KPI, 近年来保单继续率和退保率持续优于行业, 同时过去 10 年中国平安保险资金实际收益率超过内涵价值假设, 平均公允投资收益率达到 5.7%, 高于 5.3% 的财务总投资收益率。且得益于卓越的经营管控, 投资和经营偏差持续贡献利润, 2012 年至 2016 年间, 投资回报差异在税前利润中的平均占比达到 19.7%, 而经营偏差该占比也达到 16.1%。

表 2: 投资和经营偏差持续贡献利润

	2016 年 (百万元)	2012-2016 年平均占比
剩余边际摊销	38198	115.5%
会计估计变更	-28895	-51.4%
投资回报差异	11561	19.7%
经营偏差	11418	16.1%

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

注: 过去 5 年会计估计变更主要由于贴现率曲线下行

全流程智能风控体系, 是寿险获得稳定死差的有力保证。公司通过事前+事中+事后三大环节, 对风险进行全流程智能控制, 保证公司平稳获得死差。

图 14: 全流程智能风控体系



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

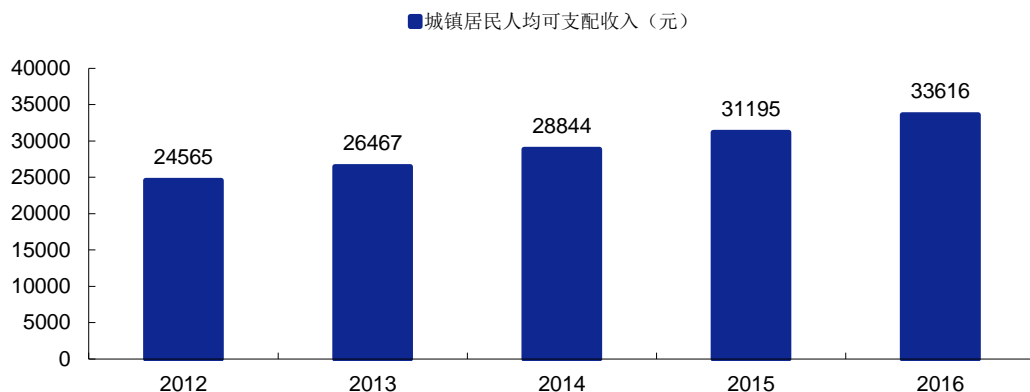
2.2. 梯次消费升级带动寿险价值

寿险业的持续消费升级是顺应社会趋势的必然结果。在社会环境变化（人口老龄化、医疗费用上涨）、国家政策支持（国十条、十三五规划、偿二代、134号文、税收政策等）以及居民收入提高和意识的转变（可支配收入持续增长，保障意识增强）推动下，寿险业消费升级已成为必然结果。

人口老龄化加剧和医疗费用上涨，带来寿险需求不断扩大。人口老龄化方面，预计到 2050 年人口供养比（20-59 岁与 60 岁以上人口比值）将由 2013 年的 4 降至 2；而医疗费用方面，过去 10 年人均医疗支出由 876 元增至 3352 元，复合增长率达到 16%，过去 10 年的健康险赔付支出也由 126 亿元增至 763 亿元，复合增长率达到 22%，多因素推动下，寿险需求将不断扩大。

居民收入提升和保障意识增强使保险需求得以实现。2012 年至 2016 年间，我国城镇居民人均可支配收入年均增速为 8.2%，寿险业保费收入年均增速则达到 21.6%，而健康险保费收入年均增速高达 47.1%。

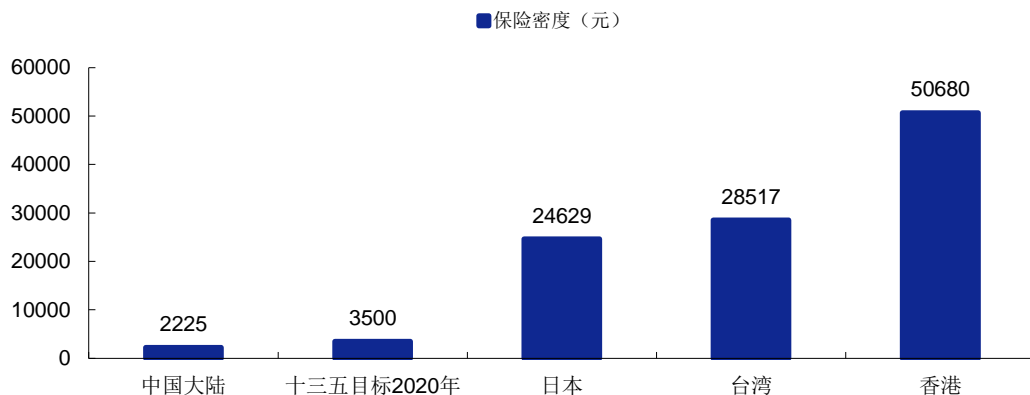
图 15: 城镇居民人均可支配收入



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

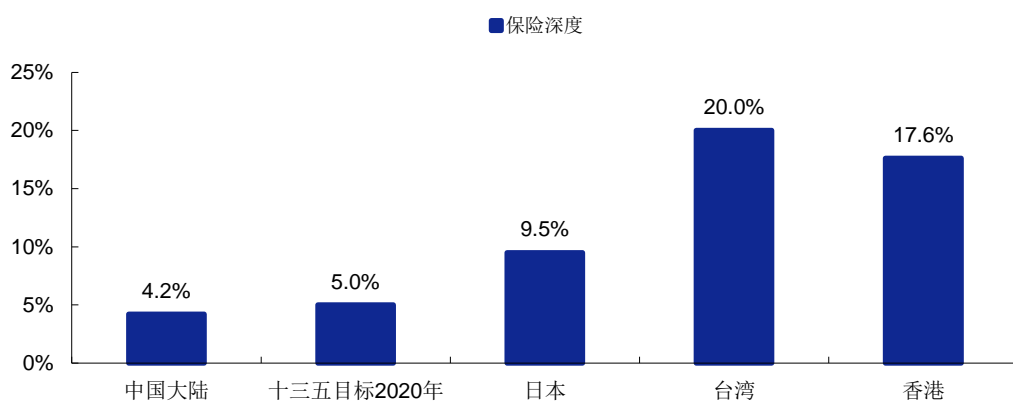
我国保险也仍处于较低发展水平, 居民保障缺口不断扩大, 未来空间巨大。2016 年我国保险密度为 2225 元 (2020 年十三五目标的 3500 元), 日本、台湾、香港的保险密度分别为 24629 亿元、28517 亿元、50680 亿元, 与发达地区差距较大; 2016 年保险深度为 4.2% (2020 年十三五目标的 5%), 日本、台湾、香港分别为 9.5%、20%、17.6%; 且中国工作人群寿险保障总缺口也已经由 2004 年的 6.5 万亿美元扩大至 2014 年的 32 万亿美元。

图 16: 2016 年保险密度对比



资料来源: Sigma 报告, 公司公告, 安信证券研究中心

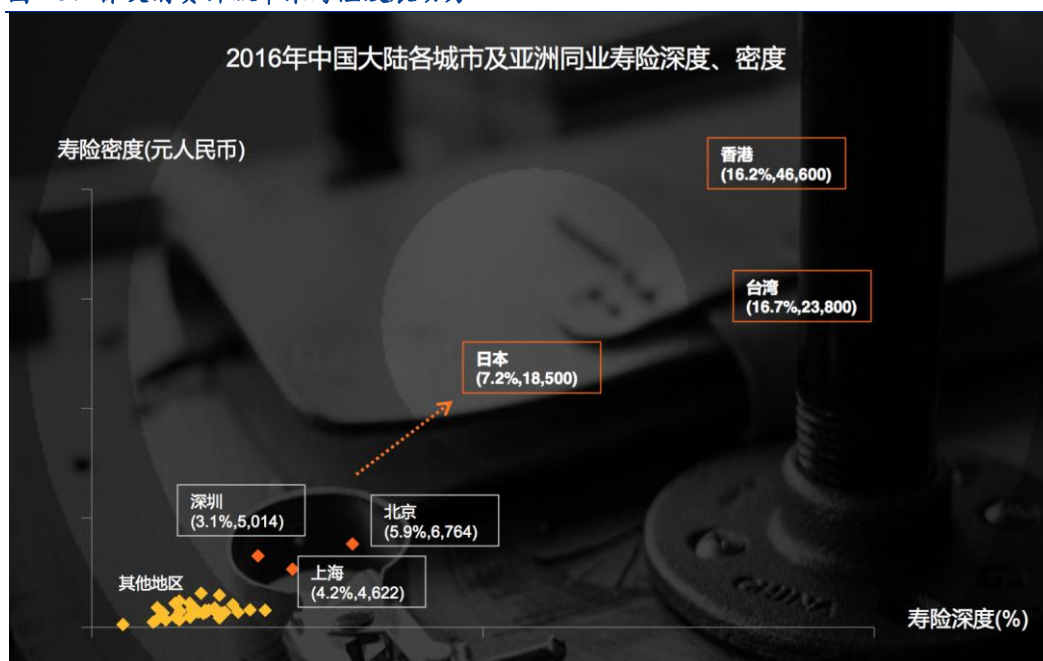
图 17: 2016 年保险深度对比



资料来源: Sigma 报告, 公司公告, 安信证券研究中心

目前我国大陆一线城市与日本、台湾和香港尚有不小差距, 其他地区空间更广, 预计未来梯次消费升级将为寿险增长持续带来动力。

图 18: 梯次消费升级带来寿险发展动力

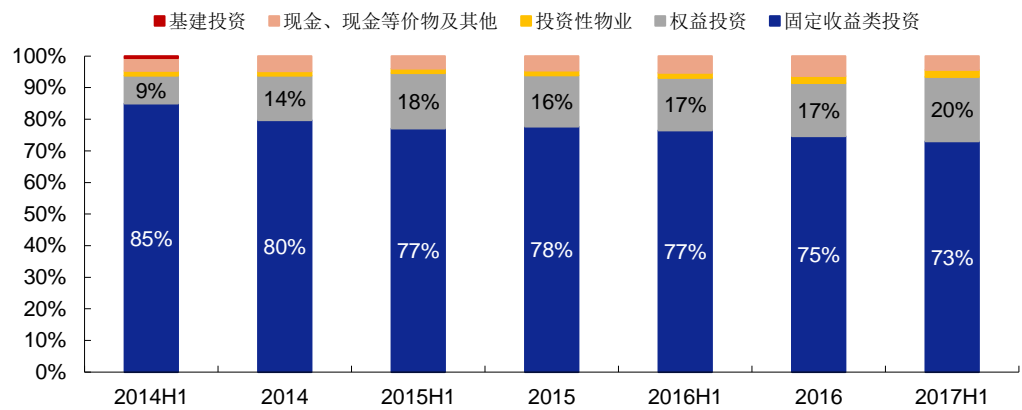


资料来源: 保监会, Sigma 报告, 公司公告, 安信证券研究中心

3. 投资端表现突出, 权益占比稳升

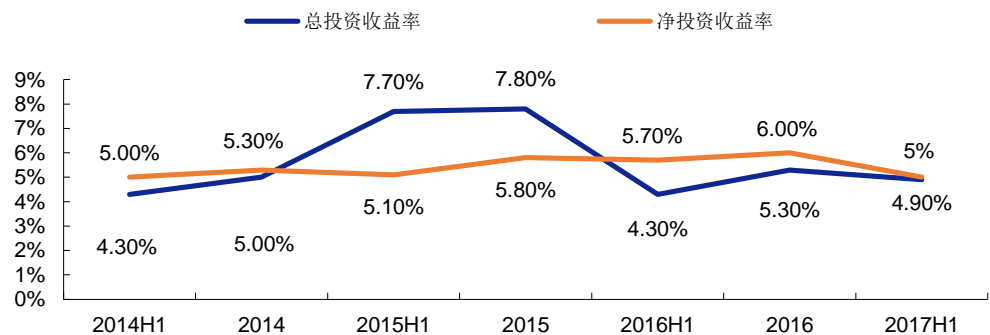
2017 年上半年公司大幅提高权益类投资占比至 20%, 公司投资风格谨慎, 2017 年二季度上证 50 涨幅接近 10%, 使得公司股票基金卖亏损减少, 年化总投资收益率达到 4.9%。与此同时, 固定收益类投资利息收入增加带动净投资收益同比增长 3.5%, 不过由于基金投资分红收入下降, 公司年化净投资收益率为 5%, 同比下降 0.7 个百分点。2017 年前三季度公司投资资产达到 2.3 万亿元, 较年初增长 17%, 实现投资收益 992 亿元 (YoY+18%), 总投资收益率 5.4% (QoQ+0.5pt), 净投资收益率 5.5% (QoQ+0.5pt), 投资端表现突出。

图 19：近年来公司权益类投资占比提升



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

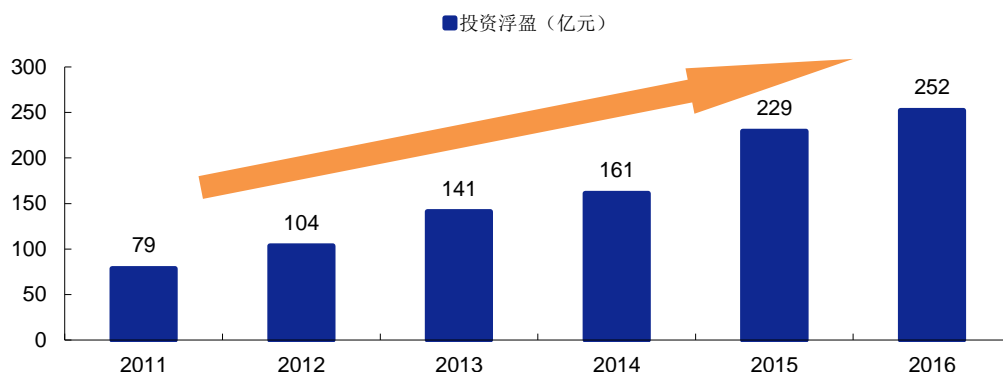
图 20：总/净投资收益率维持较为稳定



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

房地产投资浮盈较高。公司投资性房地产以历史成本计价，使得该项目下存在大量投资浮盈。根据 2016 年数据，平安的投资性房地产净值为 424 亿元，而公允价值达到 676 亿元，投资浮盈已经高达 252 亿元。历史成本计价的房地产资本占用较低。在偿二代下投资性房地产的资本占用也较低，以历史成本计价的房地产的价格风险最低资本基础因子为 0.08，而相比较而言，以公允价值计价的房地产的价格风险最低资本基础因子则为 0.12。

图 21：公司投资性房地产投资浮盈逐年增加

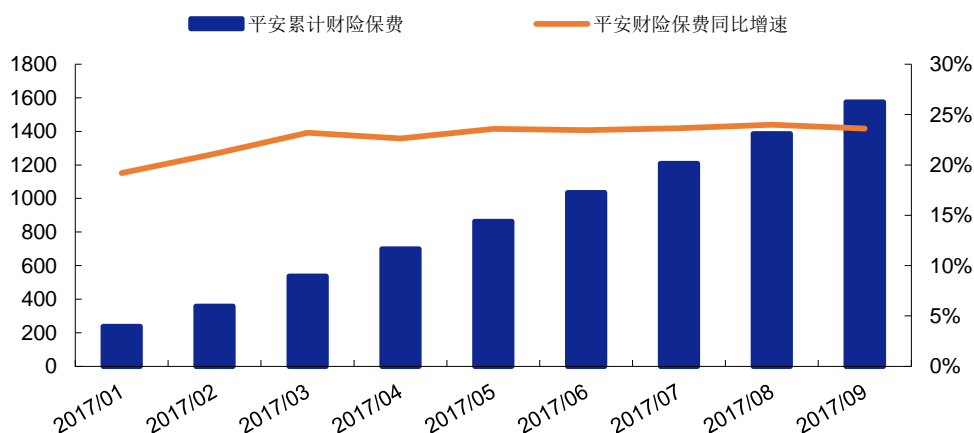


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 科技提升产险盈利能力

平安产险在发达城市具备明显的优势地位。根据保监会数据，平安财险在上海深圳市场份额位居第一，超过人保财险，而上海 2016 年人均可支配收入位居全国首位，深耕发达城市使得平安产险的客户具备较好的消费能力，受益于此，平安产险近年来保费基本保持两位数的增长。2017 年前三季度公司产险业务实现保费收入 1575 亿元 (YoY+23.6%)，其中车险保费收入同比提升 16% (占比 77%)。

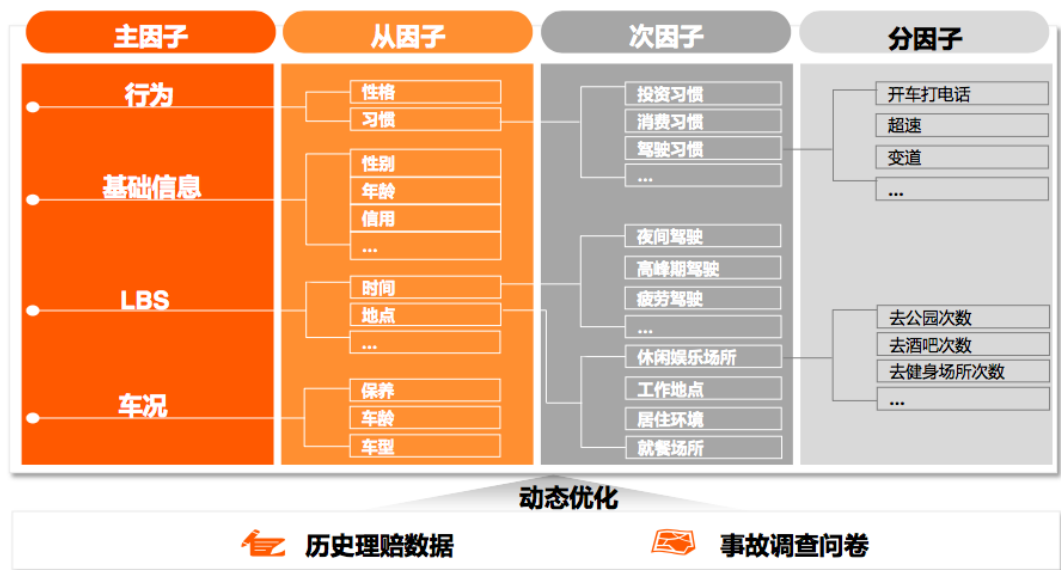
图 22：财险保费同比增速维持稳定



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

车险定价方面，公司构建了驾驶风险因子体系，体系中风险评估因子数量超过 180 个，并且不断进行动态优化。

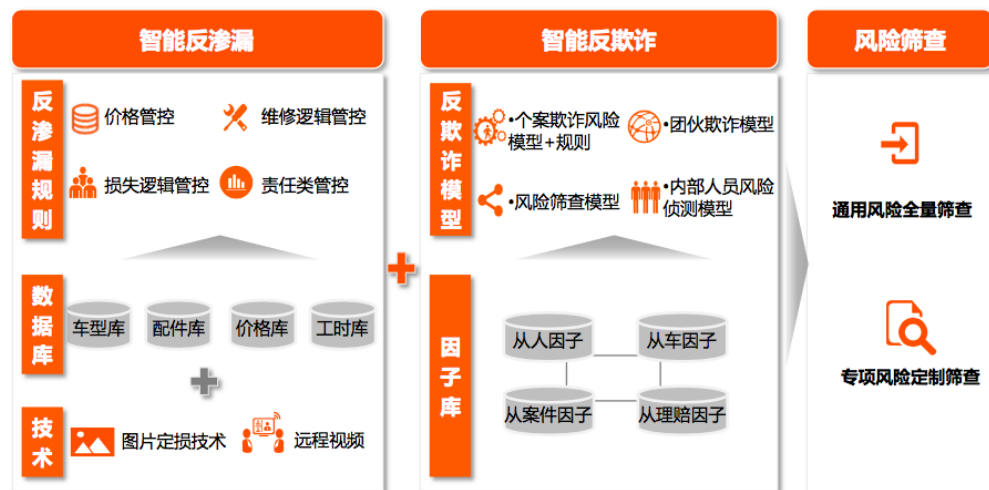
图 23：构建驾驶风险因子体系



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

车险理赔方面，公司建立起智能反渗透、智能反欺诈和风险筛查模型，其中图片定损技术已经向 7 家保险公司输出。

图 24：精准化风控管理



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

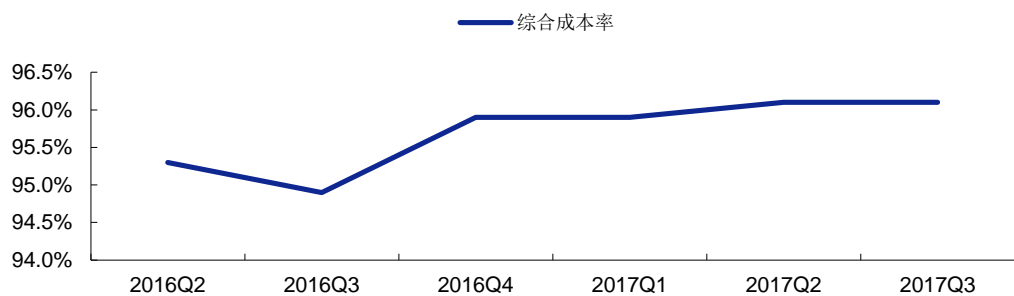
图 25：图片定损技术领先



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

科技的运用提高财险业务盈利能力，2017 年前三季度产险业务综合成本率为 96.1%，盈利能力优于行业，预计 2017 年全年公司综合成本率将在 96%左右。

图 26：中国平安 2017 年前三季度综合成本率较为稳定



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5. 科技推动综合金融发展

5.1. 科技引领银行零售转型

5.1.1. 科技引领，转型加速

科技转型引领。公司科技金融转型快速发展，根据公司公告，2017 年 8 月推出的平安口袋银行 4.0APP 月活量达 1245 万，在股份制银行中名列前茅。公司综合金融持续发力，零售综拓新模式客户新增 304 万、集团销信用卡新发卡渠道占比 44%、银行代销保险收入增幅 106%，保持高速增长。平安银行的智能化银行形成了新的金融+互联网“1-2-3-4”模式，兼顾短期目标与长期战略：

- (1) 一个尖兵策略-以 LUM 带动 AUM，以信用卡带动借记卡；
- (2) 两大能力-大数据和风控能力；
- (3) 三新三变-社交+移动应用+远程服务 (SAT) /组织、网点、产品；
- (4) 四轮驱动-综拓 SAT，家族传承模式，传统银行升级模式，B2B2C 模式。

平台战略方面，平安银行的“橙 e 网、跨境 e、保理云、行 E 通”四大平台保持迅速发展势头。2017 年 9 月末，“橙 e 网”已为 992 个行业电商平台提供服务，较上年末增加 176 个，不断对外输出平安银行的数字化供应链金融体系行业标准。2017 年 1-9 月，“跨境 e 金融平台”交易规模 3,638 亿元，同比增幅 21%。“保理云平台”持续升级扩容，用户达 5,717 家，较上年末增加 1,351 家。综合金融资产交易平台“行 E 通”的客户覆盖面持续扩大，平台累计合作客户逾 1,800 家，较上年末增加超 400 家，同业渠道集聚效应明显。

图 27：科技金融，创新突破



资料来源：平安银行,安信证券研究中心

人才战略方面，公司在零售业务端配置专属 IT 人员目前已超过 1800 人。继而打出 SAT+智能主账户牌，打破了传统银行计量增长的方式。从 2017 年 8 月开始，平安银行提出线上流量入口三合一，将橙子银行、口袋银行及信用卡三个移动终端整合为新口袋 APP，形成统一的流量入口，提供证券、理财等在内的综合金融服务。平安银行新口袋银行用户数较年初增加 50%，约为 3164 万，月活水平跃居股份制银行第二；在零售 AUM 中，增量业务中的三分之一来自综拓渠道；无抵押信用贷款“新一贷”产品，来自综拓渠道的业务占比也达到 28.4%。

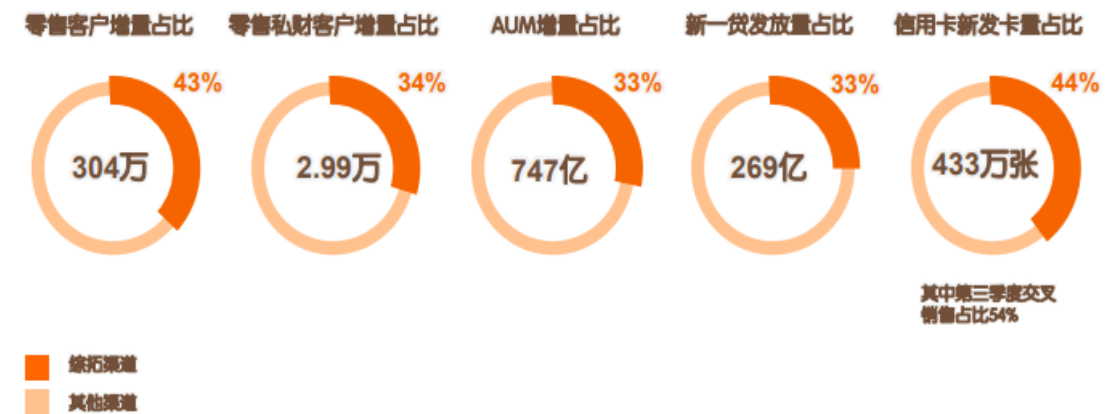
依托平安集团，科技优势显著。平安集团在产品、客户渠道上具有优势，销售网络包括 130 万个险代理人，和 1.5 亿个人客户及 4 亿互联网客户。平安集团的大数据平台数据规模超过 8PB，单个用户数据标签 2 万个。征信技术领先，助力 2200 家机构管理风险。从 2017 年 9 月末表现来看，公司借力平安集团优势，综拓渠道贡献了 300 万新增客户，433 万张信用卡发卡量，269 亿新一代发放额，在主要业务的占比均超过 30%，并呈现稳步上升趋势。未来平安集团 1.5 亿的金融客户和 4 亿的互联网客户预计将开始向银行端转移，客群基础广阔，发展潜力巨大。

5.1.2. 零售业务快速增长

2017 年零售转型成绩优异。2017 年 9 月末，公司管理零售客户资产(AUM)达 10,215 亿元，较上年末增长 28.07%。公司零售收入同比增长 38%，零售业务净利润 125 亿元、同比增长 94%，在全行净利润中占比为 65%。零售客户数（含借记卡和信用卡客户）达 6,574 万户，

同口径较上年末增长 25%，其中私财客户 43 万户、较上年末增长 26%，私行达标客户 2 万户、较上年末增长 29%；信用卡流通卡量达 3,389 万张，较上年末增长 32%。零售存款余额 3,260 亿元、较上年末增长 21%，零售贷款（含信用卡）余额 7,471 亿元、较上年末增长 38%；信用卡总交易金额 10,468 亿元，同比增长 28%；平安口袋银行 APP 月活量 1,245 万，在股份制商业银行中名列前茅。2017 年 1-9 月零售业务营业收入 336 亿元、同比增长 38%，在全行营业收入中占比为 42%。

图 28：零售银行优势凸显



资料来源：Wind，安信证券研究中心

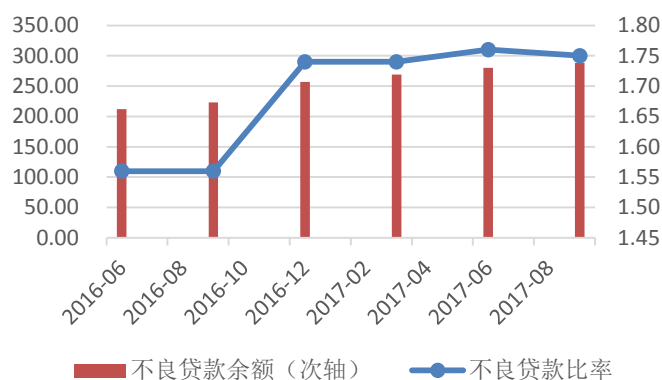
信用卡和新一贷业务继续保持快速稳健增长。2017 年 9 月末，平安银行信用卡业务作为银行战略的“尖兵”累计新增发卡 991 万张，同比增长 55%，其中第三季度新发卡环比增长 57%，集团内渠道发卡量从 1 月份的 26 万增加到 9 月份 120 万张，在新发卡中占比提升超过 25 个百分点。2017 年 1-9 月，平安银行新一贷贷款新发放额 826 亿元，期末余额 1,137 亿元，不良率 0.69%。同时，平安银行积极开辟消费金融业务线上通道，借助网上银行、手机银行、微信、门户网站等互联网渠道打造一站式自助消费贷款平台，提升客户体验，实现持续经营，助推消费升级。

汽车金融保持领军优势。2017 年 1-9 月，平安银行汽车金融业务贷款新发放额 795 亿元、同比增长 39%，全行汽车贷款余额 1,163 亿元、较上年末增幅 22%，市场份额继续保持同业领先地位。通过产品创新、授信流程优化、运用科学风险量化模型及大数据策略等举措，平安银行汽车金融业务整体系统自动化审批占比达 60%，其中二手车业务自动审批率达 33%，有效提升了客户体验并建立了行业领先优势。

5.1.3. 资产质量改善，综合金融发力

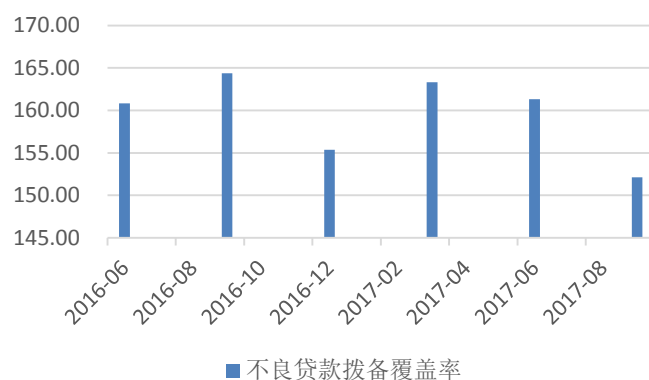
资产质量改善。1.不良率首次下降。公司 9 月末不良贷款率比 6 月末下降 1bp 至 1.75%，是今年以来不良率首次下降。不良集中在对公和经营性贷款领域，主要是由于宏观经济下行压力及过剩产能行业风险持续暴露；而优势的零售贷款不良率相比上年末各下降 5-29 个 bps 不等。随着公司零售转型持续突破，不良率有望迎来拐点持续下降。**2.不良清收加快。**2017 年 1-9 月全行收回不良资产总额 74 亿元，同比大幅增长 95%；不良资产收回额中现金收回比例保持在 80%以上，9 月末贷款减值准备余额较上年末提升 10%至 328 亿元，风控有力有序。

图 29: 不良微降



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 30: 拨备满足监管要求



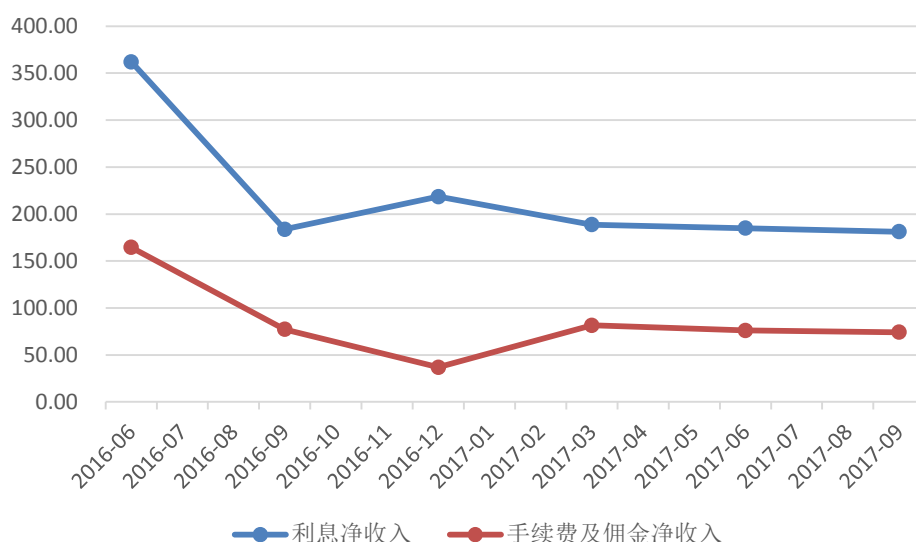
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

5.1.4. 信贷增速保持领先

信贷助推收入增长。2017 年 1-9 月，公司实现营业收入 798 亿元，净利润 191.53 亿元，同比增长 2.32%，盈利能力保持稳定其中手续费及佣金净收入 231.61 亿元，同比增长 5.54%，营业收入增长主要来自于贷款规模的增加，公司发放贷款和垫款总额 16468 亿元，较上年末增幅 11.6%，其中零售贷款占比较上年末提升 8 个百分点至 45%。其中零售贷款贡献了大部分增量，公司个人贷款同比大幅增长 69%至 4947 亿元，信用卡应收账款大幅增长 71%至 2524 亿元，主要是由于公司全面推进智能化零售转型，使得零售客户数较上年末大幅增长 25%，而信用卡累计发卡量则累计同比增长 55%至 991 万张。

2017 年 1-9 月，公司利息收入增长 11%，债券投资和贷款利息收入分别增长 24%和 11%，主要得益于债券和贷款资产规模的增加及债券收益率上升。企业贷款占比继续较年初下降 8 个百分点，对公风险加权资产减少 429 亿，对公持续做精做深。

图 31: 利息收入维持稳定



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

5.2. 平安信托转型升级

平安信托转型“财富+基金”发展新模式。平安信托致力于实现个人顶级财富管理、机构另类资产管理与精品私募投行业务的无缝对接。截至 2017 年 9 月 30 日，活跃财富客户数 7

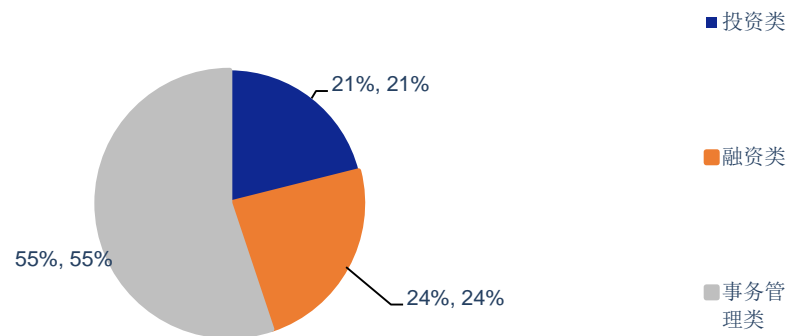
万人，同比增长 33.9%。

个人财富管理方面，平安信托依托集团综合金融和互联网平台服务集团高净值客户，实现差异化竞争，截至 2017 年上半年公司服务活跃财富客户数达 6.5 万，较年初增长 24%，同时注重发展丰富家族信托产品线，实现财富传承、资产配置与保险保障相结合。

机构资产管理和私募投行方面，截至 2017 年上半年公司累计为近 50 家保险和年金、40 多家银行等机构客户提供投资服务，同时公司以股权、债权、夹层融资、基金等多种方式开展项目投资，参与了地产、基建、新能源、PPP、一带一路、国企混改等诸多领域，还积极推动基金化转型，深耕健康医疗、消费升级、节能环保、现代服务和先进制造等行业。

风险管理方面，平安信托持续推进“全员参与、全流程管控、业务全覆盖”的风险管理体系，强化风险识别及风险化解方式，建立多层级跟踪项目执行情况的监控体系，以确保业务风险可控。

图 32：2017 年上半年信托资产结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5.3. 平安证券差异化竞争

平安证券经纪互联网客户活跃度持续提升，2017 年前三季度日均活跃客户数为 137 万，同比大幅增长 72.9%。机构业务持续推进投行转型和交易创新模式探索，债券主承销家数行业排名第五；ABS 业务发力，行业规模排名提升至第六名；利率互换做市业务排名保持券商第一。未来平安证券将不断提升投行业务获取优质资产的能力，巩固交易技术优势并加强向资管业务输出，为互联网经纪业务快速增长的零售客户及机构客户提供更多的产品与更优质的服务，将互联网经纪业务获客优势转化为业绩增长胜势，打造以零售为核心的领先互联网券商。

6. 金融科技构建生态圈

6.1. 坐拥五大领先技术

中国平安在近十年内对研发累计投入超过 500 亿元，在金融科技、医疗科技和人工智能等创新科技方面发展快速，并利用这些科技实现对外输出。其中的生物识别技术，人工智能和区块链技术已经在多个场景中有广泛的应用。

图 33：五大领先技术提升竞争力与对外输出能力



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

平安生物识别准确率较高。平安生物识别包含平安脸谱、平安声纹和平安微表情。其中平安脸谱和平安声纹的识别准确率均已超过 90%。平安微表情可以识别 54 种复杂微表情，现已能做到 1 秒内识别，被用于超过 30 万次贷款审批。各生物识别技术目前已被用于多种场景

图 34：平安生物识别技术日趋完善



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

平安AI+脑贯穿人工智能所有环节。平安AI技术目前被应用于智能认知(如保险的智能双录)、智能预测(如医疗的疾病预测)、智能风控(如个人贷款)和智能服务(如产线的智能查勘)。在各生态圈的应用效果显著。

图 35: 人工智能被用于多个场景



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

平安区块链提供安全高效的交易记录方式。平安的壹账链具有高性能、领先加密和高安全性的特点。目前中国平安是唯一一家将区块链技术应用于金融和医疗等实际场景的公司。

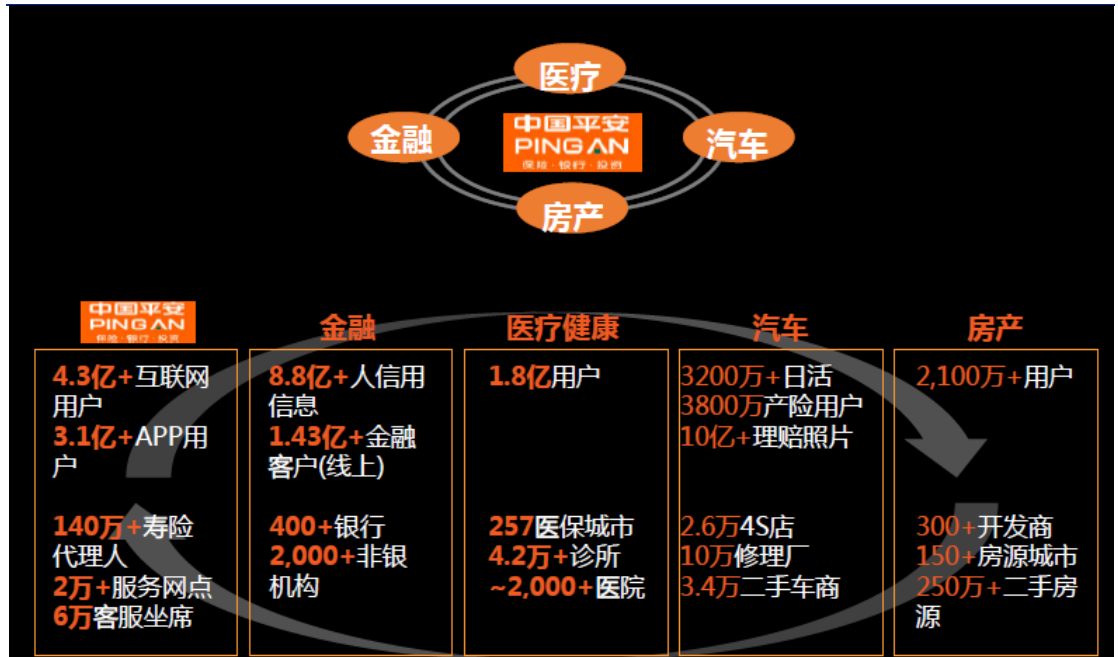
图 36: 区块链技术用于实际场景



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

大数据和金融云技术发展较快。中国平安大数据应用于金融、医疗、房产和汽车四大生态圈，在各个生态圈都积累了充足的数据。平安云提供可靠、快捷、安全的实施方案。

图 37：中国平安大数据应用于多个生态圈

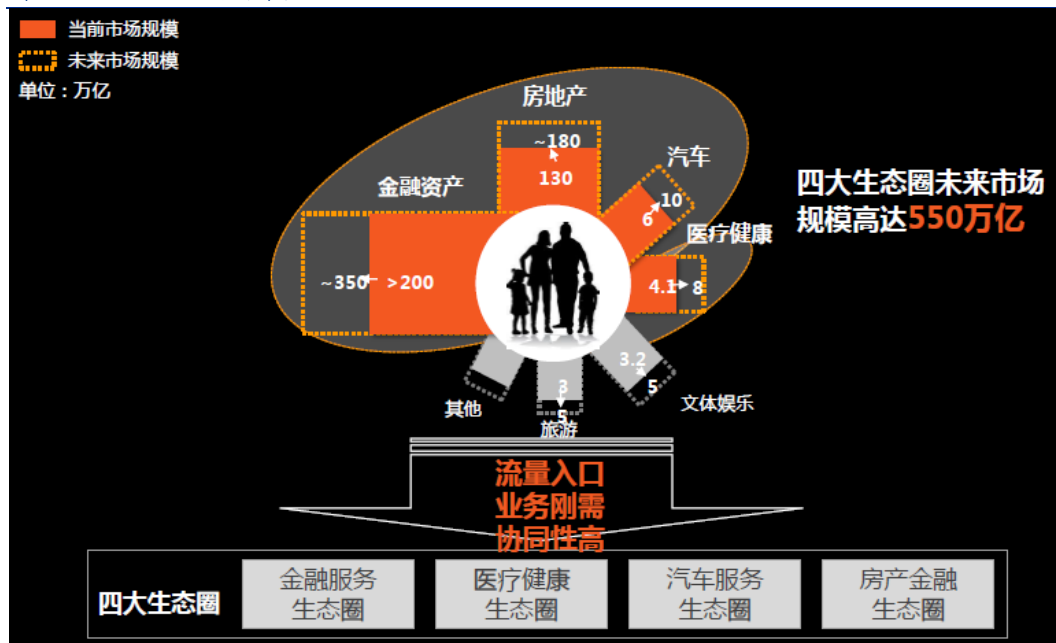


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

6.2. 四大场景助力构建生态圈

中国平安的科技平台主要服务于四大生态圈：金融、房地产、汽车和医疗健康。四大生态圈未来市场规模预计高达 550 万亿。目前中国平安的金融和医疗健康生态圈在业内占据领先的地位。

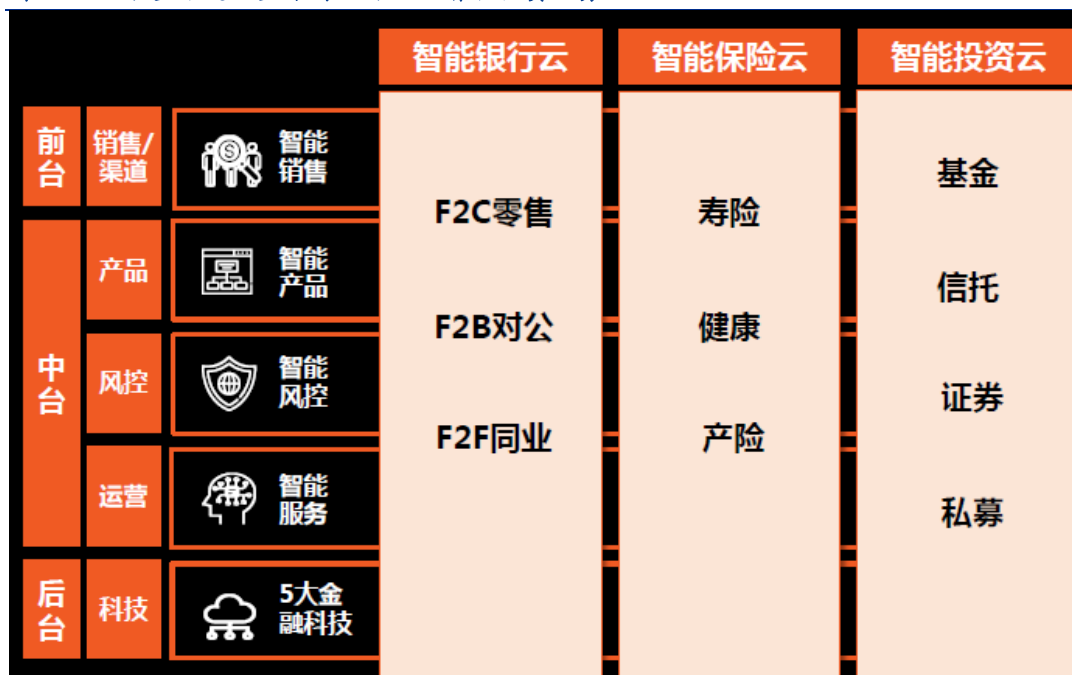
图 38：四大生态圈前景广阔



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

金融生态圈致力于发挥金融科技优势。中国平安的金融生态圈主要由陆金所和金融壹账通组成。陆金所目前是全球领先的互联网资产管理平台，管理贷款余额达到 2692 亿元，客户资产达 4762 亿元，机构交易量达 4.17 万亿元，活跃借款人达 570 万人。金融壹账通是全球最大的金融科技云平台，业务包含智能银行云、智能保险云和智能投资云。

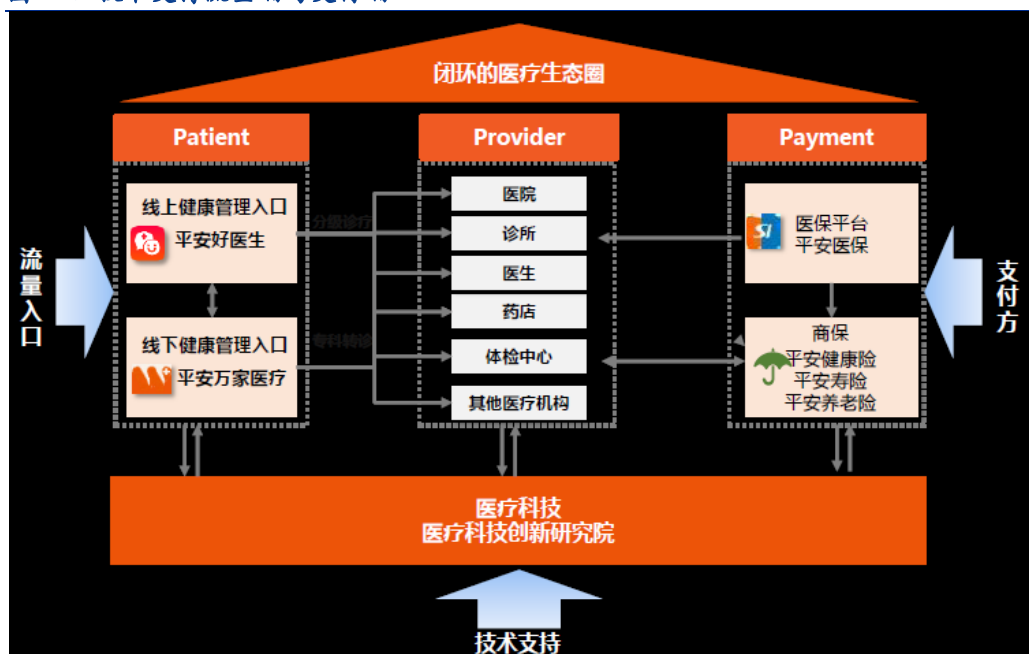
图 39：金融壹账通涵盖银行、保险、智能投资业务



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

医疗健康生态圈从流量端和支付端切入。在流量端，平安好医生注册用户约 1.8 亿，日活跃用户约 500 万，日咨询人次约 40 万，是医疗健康的第一入口。在支付端，中国平安拥有平安医保，目前已接入超过 18% 的二级及以上医院，在深圳地区用户规模达到 212 万人。

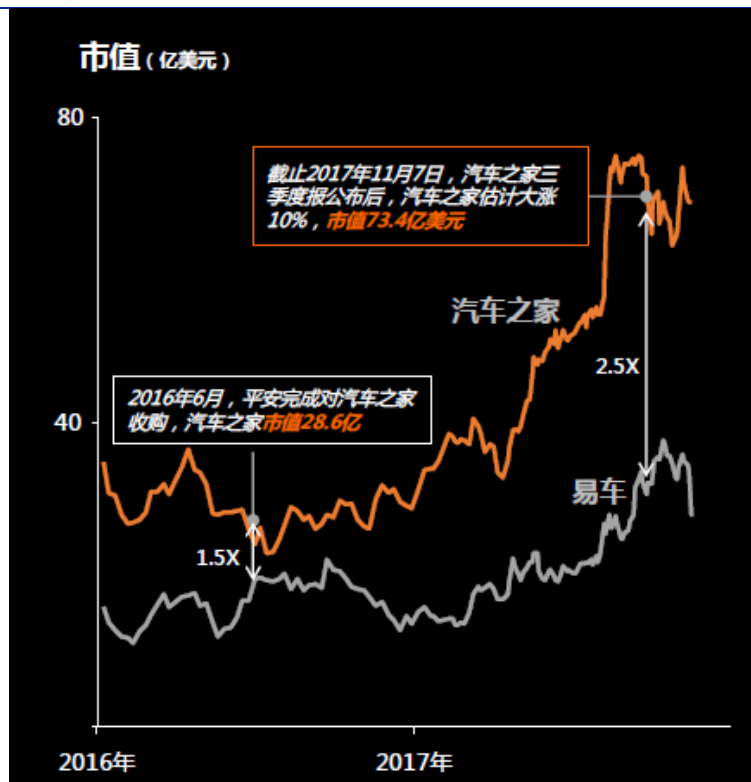
图 40：技术支持流量端与支付端



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

汽车生态圈业绩增长显著。我国汽车生态圈买车、卖车、用车、养车等场景均有广阔的市场空间，预计 2020 年将成为 10 万亿级市场。中国平安投资的汽车之家 2017 年前三季度核心业务营收同比增长 35%，净利润同比增长 42%，移动端流量同比增长 28%。

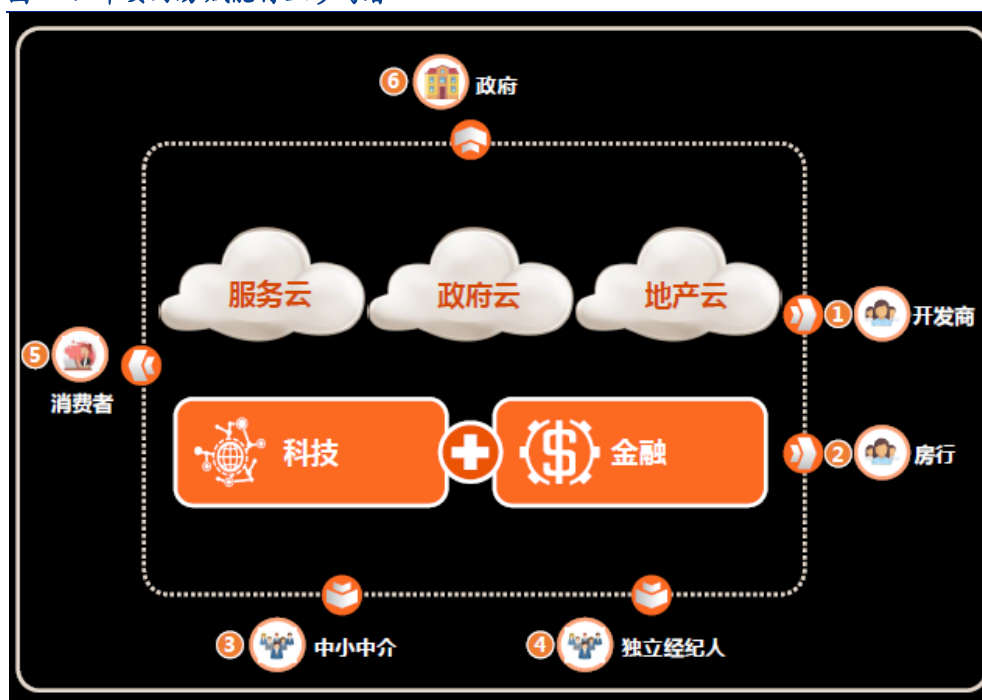
图 41：汽车之家市值大幅增长



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

房产生态圈赋能行业参与者。平安好房由服务云、政府云和地产云组成，提供线上线下结合的消费者服务，全面提升行业的效率与体验。

图 42：平安好房赋能行业参与者



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

7. 盈利预测与估值

7.1. 盈利预测

我们认为：(1) 未来3年公司代理人队伍能够保持两位数的增长；(2) 产品结构上更加注重保障型产品；(3) 2018年起寿险准备金将逐步释放；(4) 财险综合成本率保持稳定；(5) 投资收益率保持在5.2%-5.5%；(6) 银行资产质量不断改善，零售转型效果逐步显现；(7) 互联网金融用户规模保持高速增长；(8) 客户迁徙转化和迁徙顺利推进等，基于上述假设，我们预计中国平安2017-2019年寿险保费同比增速分别达到30%、25%、20%，财险保费同比增速分别为20%、17%、18%，归母净利润为737亿元、919亿元、1119亿元，同比增速达到18%、25%、22%，EPS分别为4.04元、5.03元、6.12元。

7.2. 估值分析

根据惯例，如果企业开展跨行业的多元化经营（比如房地产+制造+零售等），那么在各个产业分部估值汇总基础上应进行折价处理，主要原因是企业的跨行业多元化经营容易分散公司资源，降低经营效率，催生决策失误。

但实践表明，金融机构利用多牌照优势进行混业经营往往会提升自身价值。在台湾等地区的关系型社会中，上市的大型金融机构大多是金融控股集团，金控集团往往能够促进业务协同，增强风险抵御能力，提高客户粘着度，相对单一金融机构不应给予折价。

我们对中国平安采取分部估值法，并且考虑到集团客户迁徙成果显著，在市值加总时并不给予折价，各部分估值情况见下表，综合各部分业务的价值，具体估值方法请参考我们之前的深度报告《中国平安：消费金融时代的零售金融王者》，基于公司2018年盈利预测，我们给予中国平安目标市值1.78万亿元，每股目标价约98元。

表3：中国平安估值明细

	PEV 倍数	对应市值 (百万元)
寿险 PEV 估值	1.6	850,913
	PE 倍数	对应市值 (百万元)
财险	10	132,538
信托	27	108,947
其他资管业务	20	149,702
	PB 倍数	对应市值 (百万元)
券商	2	57,186
银行	1.6	231,141
	—	对应市值 (百万元)
互联网金融业务及其他	—	251,890
当前股本 (百万股)	18,280	
目标市值 (百万元)	1,782,317	
目标价 (元)	98	

资料来源：安信证券研究中心

8. 风险提示

(1) 保险风险

公司保险业务包括长期人身保险合同、财产保险和短期人身保险合同等。

①对于以死亡为承保风险的合同而言，传染病、生活方式的巨大改变和自然灾害均为可能增

加整体索赔率的重要因素，而导致比预期更早或更多的索赔。

②以生存为承保风险的合同而言，最重要的影响因素是有助延长寿命的医学水平和社会条件的不断改善。

③财产保险合同而言，索赔经常受到自然灾害、巨灾、恐怖袭击等因素影响。

(2) 市场风险

①外汇风险。人民币与公司从事业务地区的其他货币之间的汇率波动会影响公司的财务状况和经营业绩。目前公司面临的外汇风险主要来自美元对人民币，港元对人民币及欧元对人民币的汇率波动。

②价格风险。公司面临的价格风险与价值随市价变动而改变（由利率风险和外汇风险引起的变动除外）的金融资产和负债有关，主要是分类为可供出售的投资及以公允价值计量且其变动计入当期损益的上市股票及证券投资基金。

③利率风险。浮动利率工具使公司面临现金流利率风险，而固定利率工具使公司面临公允价值利率风险。

(3) 信用风险

公司主要面临的信用风险与存放在商业银行的存款、发放贷款及垫款、债券投资、与再保险公司的再保险安排、保户质押贷款、融资融券、财务担保及贷款承诺等有关。具体包括：银行信贷业务的信用风险、投资业务的信用风险、保险业务的信用风险、信用风险敞口、担保及其他信用增级等。

(4) 流动性风险

公司部分保单允许退保、减保或以其他方式提前终止保单，使公司面临潜在的流动性风险。同时公司的银行业务也有潜在的流动性风险。

(5) 科技风险

公司发展金融科技，驱动价值提升，公司科技发展不顺利，那么对于公司金融业务发展、价值提升的推动也将低于预期，将对公司业绩带来负面影响。

(6) 运营风险

公司聚焦发展零售，个人客户带动整体价值提升，如果客户质量出现超预期下滑或出现信用恶化，将对公司业务发展带来负面影响。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						资产负债表					
(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	619,990	712,453	823,750	951,011	1,290,105	投资资产-定期存款	283,221	336,955	405,755	490,745	592,436
已赚保费	349,846	441,620	589,010	692,387	948,027	投资资产-债券	1,062,080	1,263,581	1,394,784	1,686,934	2,036,498
提取未到期责任准备金	10,079	10,170	7,945	7,818	12,984	投资资产-其他固定到期日投资	61,955	73,709	88,759	107,350	129,595
投资收益及公允价值变动	137,969	113,509	170,264	165,696	198,318	投资资产-权益投资	265,520	315,895	380,396	460,073	555,409
其他收入	122,096	147,154	56,532	85,109	130,776	投资资产-基建投资	17,701	21,060	25,360	30,672	37,027
营业支出	527,043	619,085	695,769	804,665	1,109,407	投资资产-现金及其他等价物	79,656	94,769	240,917	291,380	351,759
退保金	16,578	16,050	30,052	36,062	32,588	投资资产-其他资产	70,805	84,239	101,439	122,686	148,109
赔付支出	118,125	140,236	182,593	228,488	331,809	投资资产	1,770,134	2,105,968	2,535,970	3,067,153	3,702,724
提取保险责任准备金	140,108	149,613	179,648	214,640	312,849	发放贷款及垫款	52,092	64,634	65,250	76,342	89,320
保单红利支出	8,455	11,236	16,475	13,314	18,061	其他资产	3,185,163	3,406,301	3,923,757	4,490,727	5,139,995
保险业手续费及佣金支出	50,633	78,742	60,103	57,699	79,002	资产合计	5,007,389	5,576,903	6,524,977	7,634,223	8,932,040
业务及管理费	112,737	129,997	138,237	151,460	207,381	准备金	915,566	1,058,844	1,261,287	1,475,643	1,725,602
资产减值损失	36,548	48,894	36,170	39,536	55,454	保户储金及投资款	410,365	472,557	585,701	689,631	804,598
其他支出	43,859	44,317	52,492	63,467	72,262	其他负债	3,267,887	3,559,041	4,123,423	4,831,199	5,649,295
营业利润	92,947	93,368	127,981	146,345	180,698	负债合计	4,593,818	5,090,442	5,970,411	6,996,472	8,179,495
营业外收支	393	359	415	507	609	归属母公司所有者权益	334,248	383,449	454,448	522,842	616,909
利润总额	93,413	94,411	129,178	147,693	182,222	少数股东权益	79,323	103,012	100,117	114,908	135,636
所得税费用	28,235	22,043	40,304	36,923	47,378	股东权益合计	413,571	486,461	554,566	637,750	752,545
净利润	65,178	72,368	88,875	110,770	134,844	内含价值					
每股数据	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
每股净资产	18.3	21.0	24.9	28.6	33.7	期末内涵价值	551,514	637,702	719,575	839,851	997,398
每股盈利	3.0	3.4	4.0	5.0	6.1	经调整净资产	318,194	407,340	448,253	517,995	614,490
每股内涵价值	30.2	34.9	39.4	45.9	54.6	有效业务价值	206,485	230,362	271,322	321,856	382,908
估值水平						一年新业务价值	30,838	50,805	81,288	110,552	147,034
P/B	3.50	3.05	2.57	2.24	1.89						
P/E	21.45	18.73	15.84	12.71	10.44						
P/EVPS	2.12	1.83	1.62	1.39	1.17						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵湘怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034