

雪球访谈

一窥中国平安万亿市值的成长秘诀~

2017年06月16日

雪球

聪明的投资者都在这里

免责声明

本报告由系统自动生成。所有信息和内容均来源于雪球用户的讨论，雪球不对信息和内容的准确性、完整性作保证，也不保证相关雪球用户拥有所发表内容的版权。报告采纳的雪球用户可能在本报告发出后对本报告所引用之内容做出变更。

雪球提倡但不强制用户披露其交易活动。报告中引用的相关雪球用户可能持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能与这些公司或相关利益方发生关系，雪球对此并不承担核实义务。

本报告的观点、结论和建议不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的任何操作建议。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，根据本报告做出的任何决策与雪球和相关雪球用户无关。

股市有风险，入市需谨慎。

版权声明

除非另有声明，本报告采用知识共享“署名 3.0 未本地化版本”许可协议进行许可（访问 <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/deed.zh> 查看该许可协议）。



访谈嘉宾



释老毛



草帽路飞



流水白菜



秃鹫投资



平淡平安

访谈简介

\$中国平安(SH601318)\$今年以来，在大盘孱弱的走势下，保险股走出一波独立行情，中国平安作为综合金融集团，股价表现良好，集团市值接近万亿，这与中国平安强劲的业绩增长紧密关联。

中国平安2016年股东大会即将在深圳平安金融管理学院召开，马明哲等管理层现场将解答股东的疑问，具体传达了哪些更劲爆的信息呢？我们特邀雪球大V@释老毛@草帽路飞@流水白菜@秃鹫投资@平淡平安在线深入解读中国平安股东大会，一窥万亿市值成长论的秘诀~

[\(进入雪球查看访谈 \)](#)

本次访谈相关股票：中国平安(SH601318)

以下内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态？立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧！

[问] 做个好爸爸：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说：如果中国平安市盈率20倍，相对应股价是多少？

[答] 流水白菜：

高杠杆企业都不太适合用市盈率估值。以前我有个提法，保险公司的利润熊市和牛市可以相差十倍。那么牛市峰值买入的，就是市盈率十倍，也是风险极高。反之，熊市即便高市盈率买入，也未必有多少风险。

[问] 做个好爸爸：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说：各位大神，毛估下中国平安今年股价的高位大概在上面区域？

[答] 流水白菜：

60以下买入中国平安，长期回报都会超过正常的股市的投资。

[问] Eminemstany：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说：各位大V对平安了解比较深入，本人从你们那里学习得也很多。希望各位大V能聊一聊平安代理人的增长和瓶颈，以及平安新估值方式中，平安用户的获取能力够不够强，以及用户到客户转化能力应该关注什么指标

[答] 流水白菜：

这两三年代理人的增长有很多原因，一是代理人资格放开；二是低息周期保单容易销售代理人收入高。平安发展代理人有几个优势：1、综合金融下，代理人收入高（可以同时销售其他产品）。2、培训体系业内最佳。3、公司对代理人团队的发展极为重视，过去十年，平安的代理人增长始终是一条非常漂亮的向上曲线。

[问] 泉当胡说：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说：平安的合理估值应该如何估，用EV或PE或其它？到多少估值

范围时才算高估？

[答] 流水白菜：

中国平安的估值大概在1.5EV-2EV比较合适。对应的是未来5年15-20的EV增速。

[问] 温武daniel：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说：中国平安的投资上未来能否找出一些优秀的公司去做财务投资，比如15年入的碧桂园，整体行业还没看到这个风格，如果能够持有一些roe持续回报好的优秀公司，那我相信平安的价值才会更加具有吸引力

[答] 草帽路飞：

关于投资端，姚波多次提到：平安的投资会跟着负债走。或者说是一种被动的投资。我预计未来几年平安在股票等权益资产上的配置比例将继续维持在7%~10%的水平。平安的股票池配置以分红稳定的大蓝筹为主，过去多年平安也投了一些大牛股，但是大家对平安的投资收益不要过多的奢望。一两只大牛股也不能够提升总收益收益一个百分点。期待平安像安邦一样大干快上的控股蓝筹白马股，我觉得是不现实的。

[问] 木公79：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说：请教各位大v，平安为什么分红率不算高，是发展需要还是其它原因，是否现在这个分红率制约了股价上升？

[答] 流水白菜：

分红虽然重要，但不是影响股价的最核心因素，好的公司的第一标准是未来业绩中高速增长。这些年来，平安的分红绝对值都在增加，一方面是业绩上升，另外一方面分红比例开始扩大。

[问] y289007：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说：平安未来准备金会释放？我感觉每年计提的准备金比例都一样啊

[答] 流水白菜：

十年期国债半年前逆转，这个点其实也就一些保险公司股价的反转点。按照目前十年期国债的走势，到第四季度最迟明年一季度，就从计提周期进入释放周期

[问] 君子爱财娶之有道：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资

@平淡平安 说：平安的核心竞争力在哪里？怎么看待平安竞争对手人寿？

由平安控股的上市公司经营业绩是否影响平安？平安集团内相关公司是否有大量关联交易？

[答] 流水白菜：

平安的核心竞争力是稳定的管理层，超长期的战略布局，高效的执行力。这些，都是国企很难做到的

[问] ValueTalk：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资

@平淡平安 说：请问我们应该如何理解平安寿险的护城河？大家都说其代

理人制度和团队规模不可复制，可否请各位大v解释一下为何代理人团队难以复制？其次，保监会有意推行独立代理人制度，请问各位独立代理人制度对平安寿险的护城河是否有挑战？

[答] 草帽路飞：

平安的护城河不仅仅是表面上看到的代理人团队。当然对寿险来说，代理人是获取高质量保单的关键。我举例两点：第一，平安的代理人既可以卖寿险也可以代理银行、证券和互联网金融的产品，代理人的收入来源广泛，这样非金融控股的寿险公司就无法比拟。第二平安的后援平台科技水平经过多年的打造，已经相当成熟，代理人借助科技力量，很多事情可以线上完成。也就是说后台的技术支持，甚至代理人的培训都是线上进行，这些也是对手短时间无法超越的。当然对平安代理人团队影响最大的还是其强大的企业文化。这个也不是一时半会可以模仿的。

[问] CORIN秋之风：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资

@平淡平安 说：平安高增长是否能持续？为什么

[答] 流水白菜:

保险公司还有数倍的发展空间，同时平安拥有业内最强的竞争力。答案很明显

[问] 艾金兵:

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说：平安近期是否有融资计划？

[答] 流水白菜:

目前集团，寿险，产险的偿付能力非常充足，且综合金融和互联网金融基本布局完成，看不出有融资的需求

[问] 愤豆:

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说：保险公司如何估值？内含价值还是PE PB？看到你们经常用内含价值，那内含价值如何计算？

[答] 流水白菜:

内含价值是年报最核心的内容。主要原因是保险公司的盈利模式比较特殊，一张销售出去的保单，绝大多数利润都是未来十年二十年逐年释放出来的。

[问] 大吨位:

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说：国内保险多少年能够赶超港险，让大家可以不用去香港买重疾和养老险？

[答] 草帽路飞:

香港和国内的保单设计差异还是挺大的。有些东西政策决定的。也不能评判优劣。比如相当的寿险保单，一旦退保会损失巨大，很多年连本金也拿不回来。但是国内保监会规定了多少年后退保的现金价值必须为正。由于这个政策的不同，国内保单的设计成本会高很多。

[问] 樱花树枝:

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资

@平淡平安 说： 你好， 最近大家提平安转型死差费差看好平安， 请问你们觉的平安跟友邦保险差距大不大？ 对于平安， 未来几年有把握成为友邦那样的偏消费型保险公司嘛？

[答] 流水白菜：

友邦保险的模式未必是大陆最优的模式。境外的保险公司是受到一定限制后的现实选择。如果可以选择，友邦的商业模式或许也会改变。

[问] 笨孩上苍有安排：

关于\$中国平安(SH601318)\$， 对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资

@平淡平安 说： 平安是否有三年业绩和成长规划？

[答] 流水白菜：

平安的战略布局往往是十年。有兴趣可以找十年前平安的规划，再对比完成度。

[问] 码农的Quant之路：

关于\$中国平安(SH601318)\$， 对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资

@平淡平安 说： 5月份的保险新规，对平安17-18年的新业务价值增长率有何影响？

[答] 流水白菜：

平安已经提早做好了准备。保险新规，对于有准备的保险公司是优势。

[问] 码农的Quant之路：

关于\$中国平安(SH601318)\$， 对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资

@平淡平安 说： 5月份的保险新规，对平安17-18年的新业务价值增长率有何影响？

[答] 草帽路飞：

影响不会很大。平安从去年开始就注重往长期保障型产品方向发展，基本踏准保监会的节奏。新规主要打击的是短期理财险保单。另外我了解的，平安已经设计出2018年开门红的新产品，正在报批。针对2017年各家险企开门红产品在新规下全军覆没的说法，大家也不必过于担忧。理财险的市场还是存在和有市场需求的。长期理财险或许将是未来开门红的主力产品。

[问] kennyzjzj:

关于\$中国平安(SH601318)\$, 对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资

@平淡平安 说: 偿付率欧标与美标都不一样, 香港的标准比欧洲低比, 不知道是否与国内标准一个样? 保诚等部分几个香港保险公司的偿付率按照香港标准都有500%

[答] 流水白菜:

偿付能力太高, 意味着大幅降低资本回报。偿付能力太高一般是要为大发展做准备。

[问] 大吨位:

关于\$中国平安(SH601318)\$, 对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资

@平淡平安 说: 国内保险多少年能够赶超港险, 让大家可以不用去香港买重疾和养老险?

[答] 流水白菜:

大环境决定了保险公司总体的保单设计。原先外资在国内做健康险, 亏到哭都来不及, 因为医院的问题漏洞太大。

[问] 愤豆:

关于\$中国平安(SH601318)\$, 对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资

@平淡平安 说: 保险公司如何估值? 内含价值还是PE PB? 看到你们经常用内含价值, 那内含价值如何计算?

[答] 草帽路飞:

内含价值平安每年年报和半年报里都会公布。寿险公司用PE、PB估值是不合理的。我曾经举过一个例子: 期交保单未来年份的续期保费流入, 既不能体现在当年的资产负债表里, 也不能体现在当年的利润表里。因为钱还没有收到, 现行的会计准则是无法记账的。那么这张续期保单的价值就是0吗? 当然不是, 前期的营销已经完成, 后续或有连续的现金流入, 不用再付出成本。因此人们引入了内含价值的概念来测算寿险公司的真实价值。

比如明年要流入的100元钱, 给投保人的承诺收益是2%, 保险公司拿这100元做投资收益是5%, 明年底就可以赚 $5-2=3$ 元。将这三元折现(11%折现率)到今年就是2.7元。这2.7元就是内含价值, 而不是我们一开始在会计报表上看到的0。如果想系统学习内含价值, 大家可以参考我的这篇四万字长文:

<https://xueqiu.com/3727797950/33697052>

[问] 艾金兵:

关于\$中国平安(SH601318)\$, 对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说: 平安近期是否有融资计划?

[答] 草帽路飞:

我觉得平安近期不需要融资, 因为寿险是现金牛, 每年会释放大量的净利润。平安的综合金融控股平台已基本成型, 未来的净利润完全能够支持现有业务投入和扩张。相反, 我相信未来平安会继续加大分红比例。

当然我们也看到, 平安今天的股东大会上也进行了增发H股的预授权。我觉得这个预授权是有必要的, 万一哪天平安的股价被爆炒涨到天上去了, 公司在H股高价增发, 这样对老股东也是有利的。当然, 我反对平安低于每股内含价值的增发行为。

[问] 区家彦:

关于\$中国平安(SH601318)\$, 对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说: 目前的内房股与内险股, 谁的投资价值更高?

[答] 草帽路飞:

内房股的确定性不及保险股。保险的内含价值本质就是未来收益的折现率的叠加。这是一个长期稳定释放的过程。保险股的价值每年以11%的速度释放, 这是基础保证。再加上新业务价值的叠加效应。保险股的业绩增速维持每年15%~20%的复合增长是大概率的确性。内房股的目前的投资逻辑是短期房价上涨带来的货值增加和利润暴涨。因此投资逻辑不一样。谁的投资价值高不好评判。

[问] 做个好爸爸:

关于\$中国平安(SH601318)\$, 对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说: 各位大神, 毛估下中国平安今年股价的高位大概在上面区域?

[答] 草帽路飞:

中国平安今年半年报出来后, 其每股内含价值大约会在40元。未来两年中国平安内含价值增速不会低于20%。寿险行业目前是利率回升促进投资回报提升、行业监管导致集中度和保单质量提升、居民收入和居民保险意识增强导致保费收入提升的三重利好

叠加期。

当前，如果按照破产清算给平安估值，其每股价值不会低于40元；如果按照稳健大蓝筹给平安估值其每股价值不会低于1.5倍EV也就是60元；而如果考虑三重利好叠加给予中国平安成长股估值，则不会低于2倍EV也就是80元；而如果再考虑行业龙头地位和互联网金融的可想象空间，平安的估值会更高。

[问] 木公79:

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说: 请教各位大v，平安为什么分红率不算高，是发展需要还是其它原因，是否现在这个分红率制约了股价上升？

[答] 草帽路飞:

平安未来的分红水平会逐年提升。2016年的分红已提升到22%的水平。我相信未来进一步提升到30%以上是很有可能的。过去多年平安集团分红低有两个原因：一是市场利率的下滑极大的影响了平安寿险净利润的释放过程，使得平安集团可分配的净利润大大降低，如今随着市场利率的提升，这个问题已经成为过去式，未来平安寿险会有大规模的利润释放。二是过去几年平安银行、平安互联网金融板块对资金的需求较多，因此大量的寿险净利润被转移到银行和投资板块。如今平安集团保险、银行、投资三大板块建设基本完成。互联网金融板块对资金的需求也有所弱化。因此未来平安集团已经具备了大比例分红的条件。我们不要拘泥于过去的的数据，现在的平安集团对资金的饥渴程度已大大减弱。

[问] 君子爱财娶之有道:

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说: 平安的核心竞争力在哪里？怎么看待平安竞争对手人寿？

由平安控股的上市公司经营业绩是否影响平安？平安集团内相关公司是否有大量关联交易？

[答] 草帽路飞:

要说一个企业的核心竞争力最后必然会转化到：制度、文化和人上来。平安是同行业中公司治理最为完善的企业。以人为例，保险行业的上市公司领导人你能说出几个来，马明哲算一个、万峰算一个，再找第三个可能大家都叫不出名字了。投资的企业越多，时间越长，你就会发现，领导人对一个企业的作用之巨大。我现在越来越认同

巴菲特关于买公司首先是买企业管理层的观点。建议大家定期关注平安的各种业绩发布会，听一听马明哲和几位核心管理层的讲话。

再说一下你担心的关联交易，平安虽然是综合金控集团公司，但是分业经营的，保监会、证监会、银监会对口监管着平安的保险、证券、银行等业务，虽然前端会有交叉销售的协同运作，但是后台资产的运作管理，运营核算都是严格分离的。这一点不用担心，即使有关联交易，也是公平公开的。

[问] huafeng_happy:

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说：核心偿付能力充足率是指什么，是不是越大越好，中国平安的这个指标是216%，中国人寿的是280%，是不是在这个指标上人寿的要好一点。

[答] 草帽路飞:

偿付能力充足率类似于银行核心资本充足率的概念。常规的非金融类企业受制于市场空间和经营能力，杠杆不能无限度扩大，因此不需要对企业的资本金水平进行监管。但是金融类企业不同，如果没有约束，它可以用一块钱做一百块钱甚至一万块钱的生意，这样极易引发经济危机和社会动荡。因此，政府必须通过强有力的监管来对金融企业进行资本约束。这就是监管资本的概念。

偿付能力充足率=实际偿付能力额度/最底偿付能力额度。实际偿付能力额度是你实际有多少净资产（这是简单理解，不准确）；最底偿付能力额度是监管部门根据你做了多少业务测算的要求你必须要有这些净资产，比如你卖了100万的保单，监管部门会要求你必须要有最底5块钱的净资产（简单举例，不准确）。

因此我们可简单的说，核心偿付能力充足率不是越高越高，100%是最低标准，150%是监管部门要求的可以继续开展业务的最低标准，如到了200%以上，那么一部分本金是冗余浪费的。但是这个要辩证的看，偿付能力充足率高了，企业的安全垫也高。有时候重仓的股票跌多了，偿付能力充足率会下降的，所以留个安全垫也是必要的。

[问] 樱花树枝:

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说：

请问这段时间的车险改革，对平安的短期保费和业绩有具体影响吗？

[答] 秃鹫投资:

最近保监会的文件，通过下调部分地区的渠道核保系数继续放开保险自主定价空间，这种放开价格的市场化行为长期来看是对行业有利的，有利于保险公司根据不同的客户自主定价，类似于巴菲特盖可保险通过邮寄给一些低风险偏好的客户来实现低成本进而实现低价。但是短期不排除价格竞争加剧导致综合成本率上升的可能性。

[问] amberlsc:

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说：相比国外的寿险巨头，平安的潜力主要来自哪里？保代是否也是国外寿险巨头的护城河或者说业务模式？

[答] 秃鹫投资:

与国外的寿险公司相比，中国寿险公司的最大的优势是这是一个巨大而且快速成长的保险市场，用刚股东大会平安高管的阐述，中国的保险市场：1、保险密度深度低，空间巨大；2、人均收入增长快，市场成长迅速；3、中国居民的高储蓄利率的习惯，百姓买保险的消费习惯正在被培养。人身险业务在不同阶段适合什么样的销售模式是会随着市场需求和产品的演进有所变化的，日本也有代理人、银行代销、保险机构开店直营等不同模式，不同阶段的产品不一样，客户需求不一样，主要的销售模式也会有所区别，现阶段的中国对于那些长期的保障性产品来说，保险代理人还是一种成本最低的销售方式。

[问] amberlsc:

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 说：16年投资预期收益率调降至5%，还有下调空间吗？未来还有哪些假设会造成负面比较大的影响？

[答] 秃鹫投资:

长期来看，依然有下调的空间；目前中国的保险公司投资收益率还是主要取决于社会整体的资金收益率，因为大多数保险公司80%以上的投资资产都是固定收益类的或者类固定收益资产。长期来看，我们国家随着未来资本的日益过剩已经经济增速的放缓，投资收益率的长期下降是一个大概率趋势。当然短期的，特别是去年以来随着资金面的持续紧张，国债收益率回升，今年开始整体的投资收益率会有所回升。

[问] amberlsc:

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 说：平安的保代还能保持这么高增速吗？平安未来最可能的竞争对手？

[答] 秃鹫投资：

这也是我非常关心的一个问题，本来今天想问平安管理层，但提问的人实在太多，没轮到。对于一个保险公司最重要的就是新业务价值的持续增长，新业务价值要靠新业务保费，新业务保费的增速无非取决于保代人数的增长和人均产能的提高，而人均产能的提高非一日之功，也是有限的，所以主要还得看扩员。排名前十的寿险公司都是平安的竞争对手，但靠前的几家只有平安一家是非国有的。

[问] ValueTalk：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资

@平淡平安 说：请教一个关于财险的问题。为何中国财险不断流失市场份额，而平安却能提升财险份额？此外，商车险改若导致车险保费降低，会不会导致财险企业浮存金下滑，从而影响投资收益？还有，请问各位对商车险改对财险龙头企业的看法？本次改革是有益于集中度的提升，还是会加大竞争？最后，美国一线险企，如Progressive，估值可到3x PB，20x PE，为何国内险企估值如此之低？有无历史原因或未来挑战？

[答] 秃鹫投资：

如果没记错的话，中国财险去年已经止住了市场份额下跌，应该市占率是上升的。平安和中国财险的车险业务都做得非常优秀，从过去的数据来看，很难说平安优于中国财险；但是平安的非车险业务确实比中国财险要好些，增长液更快些。商车费改的问题参见前面回答。国内的险企确实低估，成长也不错，所以最近上涨比较多。影响寿险业务最主要的三个变量是：新业务保费增速、新业务价值率、内含价值的构成（费差死差占比）；影响财险业务估值的主要变量是：综合成本率、保费增速、杠杆率

[问] 温武daniel：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资

@平淡平安 说：中国平安的投资上未来能否找出一些优秀的公司去做财务投资，比如15年入的碧桂园，整体行业还没看到这个风格，如果能够持有一些roe持续回报好的优秀公司，那我相信平安的价值才会更加具有吸引力

[答] 秃鹫投资：

很多人对平安的投资端提出了很多想法，但恕我直言，基本上都不大现实；投资端取决于两个因素：第一、根据监管的要求你能投什么；第二、在现有的体制机制下，你的投资能力有多牛。国内保险公司的投资端基本无差别，也没看出平安在投资端有巴菲特那样的天才出现。

[问] ValueTalk:

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资

@平淡平安 说：请问我们应该如何理解平安寿险的护城河？大家都说其代理人制度和团队规模不可复制，可否请各位大v解释一下为何代理人团队难以复制？其次，保监会有意推行独立代理人制度，请问各位独立代理人制度对平安寿险的护城河是否有挑战？

[答] 秃鹫投资：

没有啥难以复制的，几大寿险公司都在复制，而且现在看来效果都还不错。平安的优势是它做的早，同时一直在这条路上坚持和完善。另外，平安能做到90分，其它公司可能做到个80分、70分，也在做，只要市场足够大，成长足够快，大家都可以做的不错

[问] huafeng_happy:

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资

@平淡平安 说：怎样看待友邦保险这个强劲的对手，它对未来平安的寿险业务会不会产生威胁。

[答] 秃鹫投资：

友邦的业务确实做的不错，但在国内市场即使对外资保险公司没有任何限制，外资也不是国内保险公司的对手（对于金融行业我始终坚信这一点），但他们也会分食一部分市场。

[问] 大吨位:

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资

@平淡平安 说：国内保险多少年能够赶超港险，让大家可以不用去香港买重疾和养老险？

[答] 秃鹫投资：

目前来看，国内的保险对保险公司股东有利些，香港的保险对投保人有利些（也是相对的，不能光看费率价格还有理赔服务等等）。所以或许可用买国内保险股赚的钱去香港买点保险。

[问] 广州投资者：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说：平安那么多产品，感觉有点乱，让客户不知从何下手的感觉。这些核心关键点在哪，怎么绑定让用户乐于用

[答] 秃鹫投资：

其实你上平安寿险的官网上看下，还是比较清晰的，就那么几大类，每一大类有几种产品。

[问] 码农的Quant之路：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说：5月份的保险新规，对平安17-18年的新业务价值增长率有何影响？

[答] 秃鹫投资：

短期会对新业务保费有些影响，但影响有多大可能要问平安公司的人，今天也想问的，但没机会。

[问] runner_chen：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说：平安能否加大分红比例？

[答] 秃鹫投资：

目前的这样的ROE水平，以及目前的估值水平，其实不分红对股东更有利。

[问] huafeng_happy：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说：之前我买中国平安的时候是用市盈率估值的，在10倍的时候觉

得比较低估，就买进了，请教各位给保险公司估值应该用什么方法好呢，你们觉得平安内在价值大概是多少呢，现在这个价位再买进安全边际大不大呢，谢谢。

[答] 秃鹫投资：

寿险公司估值可用内涵价值+新业务价值×倍数，倍数主要受成长空间、业务价值构成等因素影响；财险公司可用净资产结合未来的ROE水平进行估值。

[问] 泉当胡说：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说：平安的合理估值应该如何估，用EV或PE或其它？到多少估值范围时才算高估？

[答] 秃鹫投资：

最起码未来五年之内，平安的内含价值增速还是有可能维持20%以上的增速，这相当于对一个资产未来五年年化20%以上增长的企业你愿意给几倍的PB，那也应该给平安几倍的P/EV

[问] Eminemstany：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说：各位大V对平安了解比较深入，本人从你们那里学习得也很多。希望各位大V能聊一聊平安代理人的增长和瓶颈，以及平安新估值方式中，平安用户的获取能力够不够强，以及用户到客户转化能力应该关注什么指标

[答] 秃鹫投资：

了解下平安业务员管理制度，会发现，在这样一种制度下，如果外界条件允许，业务员的增长速度就是指数级别增长的，不会受到内部的太多影响，平安本身肯定是希望合格的高产能业务员越来越多，多多益善。但就像以指数方式分裂的细菌一样，它并不会布满整个地球，它会受到外界的很多限制。平安也是，要受制于整个市场的增长速度、容量，有些业务员没有业绩没有收入总是维持不下去的。但如果平安的一整套制度比别的保险公司更有优势，那么他就可以抢夺其它公司的市场，实现超越市场整体的增长，业务员数量增速也实现超越寿险市场增速。

[问] 君子爱财娶之有道：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说：平安的核心竞争力在哪里？怎么看待平安竞争对手人寿？由平安控股的上市公司经营业绩是否影响平安？平安集团内相关公司是否有大量关联交易？

[答] 释老毛：



你又抢答了！其实今年刚做过平安年报的圆桌访谈，其实这几个月，公司还是那个公司，基本面没什么变化，没啥可谈的。这次圆桌应该是配合今天平安的16年度股东大会，本来邀请我参加，可惜今天有事，不能到深圳赴约。等会我会把今天的大会实录转帖出来，干货很多，供平安粉儿参考！//@草帽路飞:回复@草帽路飞:不好意思，原来访谈是明天，我以为是今天，先不说了。最近股票天天跌，有点找不着北了



[问] 做个好爸爸：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说：如果中国平安市盈率20倍，相对应股价是多少？

[答] 释老毛：

平安不适合市盈率估值，市盈率适合医药消费等业绩稳定的公司，保险股是高杠杆、强周期，而且寿险保单销售最开始不体现为利润而是费用，用PE估值会驴唇不对马嘴。目前主流的估值是内含价值。但对平安这种多元化综合金融公司，单纯用内含价值也有局限。一般是用分类加法，就是拆解每一项业务，然后分别估值，最后加总。市场对于综合类多元化公司在加总的时候往往打折。平安方面对此并不太满意，大概是首先按内涵价值估值，其他按净资产估值，折扣过大，而平安的多元化具有强大的协同效应，不应折扣，反应溢价。

平安的估值非常复杂，这一个问题，可以写一篇论文，甚至一本书。

[问] 做个好爸爸：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说：各位大神，毛估下中国平安今年股价的高位大概在上面区域？

[答] 释老毛：

股价不可预测，一切皆有可能。

[问] 泉当胡说:

关于\$中国平安(SH601318)\$, 对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说: 平安的合理估值应该如何估, 用EV或PE或其它? 到多少估值范围时才算高估?

[答] 释老毛:

平安的内含价值在2016年末是34元多, 秃鹫说的未来20%的内含价值增速我也认为问题不大。根据以往的历史看, 熊市大概是1倍EV, 低于一倍内含价值买几乎是捡钱; 牛市的时候到3倍EV没有问题, 多少区间算高估, 取决于市场情绪, 无法预测, 07年刚上市的时候被炒到10倍EV……

[问] Eminemstany:

关于\$中国平安(SH601318)\$, 对@草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说: 各位大V对平安了解比较深入, 本人从你们那里学习得也很多。希望各位大V能聊一聊平安代理人的增长和瓶颈, 以及平安新估值方式中, 平安用户的获取能力够不够强, 以及用户到客户转化能力应该关注什么指标

[答] 释老毛:

平安的代理人增长这几年非常迅速, 这是经济大环境和平安本身内在基因决定的。在其他保险公司依赖银保渠道饮鸩止渴的时候, 平安在埋头扎扎实实的建立自己的代理人队伍。平安号称保险界的黄埔军校, 教育培训洗脑的工作力度非常之大。交叉销售又有利于激励代理人的销售热情。这只庞大的代理人队伍就是成了平安独特的竞争优势。目前从中国的保险密度看, 代理人的增长还没到瓶颈。互联网渠道, 平安通过众安保险已经先行布局了, 目前互联网主要还是财险等标准化产品, 寿险法律规则比较多, 要面对面告知说明, 签约才有效。至于人工智能, 也存在这个法律障碍。

至于互联网的获客能力和转化能力, 从旗下的陆金所看, 2016年末, 零售端资产管理规模达4383亿元, 陆金所平台累计注册用户数2838万, 活跃投资用户数740万, 同比增长103.9%, 是一家非常牛逼的互联网金融龙头了。2016年财报首次披露个人客户价值的指标: 客户规模、客均产品、客均利润, 目前数据还不充分, 未来还需要观察。

[问] 木公79:

关于\$中国平安(SH601318)\$, 对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资

@平淡平安 说: 请教各位大v, 平安为什么分红率不算高, 是发展需要还是其它原因, 是否现在这个分红率制约了股价上升?

[答] 释老毛:

这个问题在今天的股东大会有人提问, 管理层已有回应, 其实2016年平安的分红是大幅提升的。平安截至目前为止, 还是一个成长股, 综合金融和互联网布局都需要大量的资金投入, 而这些新业务的开展是有利于平安的长期业绩和估值改善。在成长阶段, 平安还属于资金饥渴型企业, 不要期望像银行股那样大笔分红, 而且作为股东, 我也不愿看到大笔分红。你拿资金有更好的投资渠道吗? 不还得回到陆金所买产品或者买平安股票? 让资金在平安体内二次创业, 能创造比在股东手里更高的回报率, 少分红才是理性的。

[问] y289007:

关于\$中国平安(SH601318)\$, 对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资

@平淡平安 说: 平安未来准备金会释放? 我感觉每年计提的准备金比例都一样啊

[答] 释老毛:

这个我在平安半年报分析里提到过, 保险股去年业绩倒退, 很大一个原因就是, 前期的无风险利率下降, 国债收益率曲线下行, 导致调整准备金折现率假设, 减少了税前利润。目前确实拐点来临, 同意准备金从计提周期进入释放周期的判断。

[问] huafeng_happy:

关于\$中国平安(SH601318)\$, 对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资

@平淡平安 说: 核心偿付能力充足率是指什么, 是不是越大越好, 中国平安的这个指标是216%, 中国人寿的是280%, 是不是在这个指标上人寿的要好一点。

[答] 释老毛:

回复@草帽路飞: 对, 不是越高越好, 这个指标体现了公司运营资金的效率, 最佳平衡点是安全约束下的资金效率最大化。从这个指标也能看出, 国寿是大笨象, 平安是小猎豹。当然你可以用外交辞令说, 国寿可挖掘的潜力更大, 对, 越垃圾的企业潜力越大, 不过国企的潜力可能会永远存在下去, 转化不成实力。//@草帽路飞:回

复@huafeng_happy:偿付能力充足率类似于银行核心资本充足率的概念。常规的非金融类企业受制于市场空间和经营能力, 杠杆不能无限度扩大, 因此不需要对企业的资

本金水平进行监管。但是金融类企业不同，如果没有约束，它可以用一块钱做一百块钱甚至一万块钱的生意，这样极易引发经济危机和社会动荡。因此，政府必须通过强有力的监管来对金融企业进行资本约束。这就是监管资本的概念。

偿付能力充足率=实际偿付能力额度/最底偿付能力额度。实际偿付能力额度是你实际有多少净资产（这是简单理解，不准确）；最底偿付能力额度是监管部门根据你做了多少业务测算的要求你必须要有这些净资产，比如你卖了100万的保单，监管部门会要求你必须要有最底5块钱的净资产（简单举例，不准确）。

因此我们可简单的说，核心偿付能力充足率不是越高越高，100%是最低标准，150%是监管部门要求的可以继续开展业务的最低标准，如到了200%以上，那么一部分本金是冗余浪费的。但是这个要辩证的看，偿付能力充足率高了，企业的安全垫也高。有时候重仓的股票跌多了，偿付能力充足率会下降的，所以留个安全垫也是必要的。

[问] CORIN秋之风：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说：平安高增长是否能持续？为什么

[答] 释老毛：

从中国的城市化率、保险深度、保险密度看，保险业还远远没到天花板，大概是十点钟的太阳，别说夕阳行业，还没如日中天呢！

[问] 艾金兵：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说：平安近期是否有融资计划？

[答] 释老毛：

目前看没有，平安还在筹划继续加大分红力度。但股价炒高了，不排除公司会启动再融资，平安是比较喜欢利用资本市场的牛熊周期圈廉价资金发展自身的，这一点与万科比较相似，都是资金饥渴型公司，都雄心勃勃，市场上傻韭菜多不割白不割，当然有时候玩过了，例如08年天量融资案，教训很深刻，管理层会谨慎的。

[问] 樱花树枝：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资

@平淡平安 说： 你好， 最近大家提平安转型死差费差看好平安， 请问你们觉的平安跟友邦保险差距大不大？ 对于平安， 未来几年有把握成为友邦那样的偏消费型保险公司嘛？

[答] 释老毛：

这个是去年十月在厦门的平安策略日会上， 姚波总首次向媒体提出来的， 那个会草帽和老毛我都参加了， 还是主持人。 平安这几年的努力一直是淡化周期， 穿越牛熊， 业绩逐渐脱敏， 不再高度依赖于资本市场波动。 平安的内涵价值已经不太依赖于投资收益了。 保险收益靠三差： 利差异、 死差益、 费差益。 平安一直在降低利差依赖性， 提升死差、 费差的贡献。 2016 年寿险新业务价值构成中， 利差占比为34%， 长期保障型产品利差占比近22%， 有2/3都是不依赖于投资收益的死差和费差， 增强保障属性， 淡化投资属性。 这与保监会提出“保险姓保”的大背景是完全一致的。

至于友邦， 似乎还不能成为平安赶超的目标。 友邦的亮点主要是定位高端客户， 聚焦高价值保单， 而平安布局的深度和广度、 商业模式和战略、 执行力远远超过友邦， 反过来学习还差不多吧！

[问] 码农的Quant之路：

关于\$中国平安(SH601318)\$， 对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说： 5月份的保险新规， 对平安17-18年的新业务价值增长率有何影响？

[答] 释老毛：

“保险姓保”， 在保险会出新规之前， 平安就提前自我革命转型“姓保”了。 新政对平安是好事， 洗牌洗的是安邦、 宝能这些暴发户， 平安是潜在受益者， 强者愈强。 平安的与时俱进能力非常强悍， 适应环境能力非常强悍， 我看也只有平安的决断力、 执行力能做到这一点。 新政对平安冲击比较少， 而平安的综合金融反而更显威力。

[问] 广州投资者：

关于\$中国平安(SH601318)\$， 对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说： 平安那么多产品， 感觉有点乱， 让客户不知从何下手的感觉。 这些核心关键点在哪， 怎么绑定让用户乐于用

[答] 释老毛：

平安的互联网产品是有这个问题， 除了一款陆金所， 产品多而不强， 整合不够， 用户

体验不佳，我也有担忧。互联网产品与其自己的公司做，不如收购或外包，传统公司很难有互联网思维。我跟平安高管提出过这个建议。

[问] 李氏创始人：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说：建议大家不要去做小票。1. 现在是存量资金，去杠杆的中期。还没有结束。所以a50调整结束，小票依旧趴趴。所以近期还是去低吸上50，深100 沪深300的票。贵州茅台就是龙头。

[答] 释老毛：

莫名其妙，以股价来定义龙头，赚的钱迟早要还给市场

[问] ValueTalk：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说：请问我们应该如何理解平安寿险的护城河？大家都说其代理人制度和团队规模不可复制，可否请各位大v解释一下为何代理人团队难以复制？其次，保监会有意推行独立代理人制度，请问各位独立代理人制度对平安寿险的护城河是否有挑战？

[答] 释老毛：

可以复制，平安的代理人模式很多公司都在学习，\$中国太平(00966)\$就在复制，学习得不错，这是我在港股买太平的原因之一。银保渠道赚的easy money，但走量不走利；自建渠道，自己锻炼代理人，赚的辛苦钱，但这个钱是扎扎实实的利润。但由俭入奢易，由奢入俭难，管一个人，管十个人，管一百个人，管一万人，管十万人，你想想管理的难度是指数化增加的。不信给你十万军队你带兵出去打仗，估计还没遇见敌人就哗变了，如鸟兽散，死于乱军之中。

平安的优势在于，已经形成了优质的企业基因，庞大而高效的代理人队伍之后，是强悍的培训体系、后援平台、产品结构。这才能支持这只铁军不散架，战斗力强。别的公司能招来几万人，但能复制背后的强大后台体系吗？没有这套体系，人再多也是乌合之众。而建立这套体系需要投入天量的资金和时间，这就是门槛。

独立代理人没有太大影响。目前有两种模式，一种是雇员式，一种是独立式，保险代理人大多本来就是独立的。代理人不是公司的雇员，没有劳动合同，相当于保险公司的供应商，是合作伙伴，代理人的收入不是工资，而是业务分成。

[问] 温武daniel:

关于\$中国平安(SH601318)\$, 对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说: 中国平安的投资上未来能否找出一些优秀的公司去做财务投资, 比如15年入的碧桂园, 整体行业还没看到这个风格, 如果能够持有一些roe持续回报好的优秀公司, 那我相信平安的价值才会更加具有吸引力

[答] 释老毛:

嗯, 客观说平安在资产端是有不足, 尤其是股权投资这一块, 巴菲特是无为而治, 马明哲是有为而治。上海家化、汽车之家、包括后来的平安银行, 都出了一些人事纠纷和企业文化冲突。投资收益也不免受到很大影响, 二级市场上的形象也多有诟病。

这是08年富通事件的后遗症, 平安直投追求绝对控制, 对原团队几乎是摧枯拉朽式的清洗, 作为战略投资人是极为强悍的。

平安文化有非常残酷的另一面。慈不掌兵, 我支持马司机!

[问] huafeng_happy:

关于\$中国平安(SH601318)\$, 对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说: 怎样看待友邦保险这个强劲的对手, 它对未来平安的寿险业务会不会产生威胁。

[答] 释老毛:

马司机内心的话: 冢中枯骨, 吾必擒之。

[问] 卑微不扭曲:

关于\$中国平安(SH601318)\$, 对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说: 老毛以前评说恒大, 说只要没有政治风险, 其它都不是风险, 那中国平安是不是也可以这么评? 平安现在政治上完全安全了吗?

[答] 释老毛:

too big to fail, 合规经营, 安如泰山。暴发户安邦、宝能、恒大都被灭了, 反观平安, 一切平安!



[问] 我才来的:

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说：好生意也得有个好价格，现阶段而言，大平安与小招小兴比确定性仍是百尺竿头么？

[答] 平淡平安：
更便宜。

[问] 愚翁移山：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@释老毛 @草帽路飞 @流水白菜 @秃鹫投资 @平淡平安 说：平安未来几年内含价值增长速度20%的依据是啥？

[答] 平淡平安：
20%在近两三年仍有希望保持，长期保持，你知道的，不可能。

[问] 雷动九天：

一个关于复利的故事，叫作“24美元买下曼哈顿”，在西方世界流传很广。1626年，荷属美洲新尼德兰省总督Peter Minuit花了大约24美元从印第安人手中买下了曼哈顿岛。而到2000年1月1日，曼哈顿岛的价值已经达到了约2.5万亿美元。以24美元买下曼哈顿，Peter Minuit无疑占了一个天大的便宜。但是，如果转换一下思路，Peter Minuit也许并没有占到便宜。如果当时的印第安人拿着这24美元去投资，按照11%(美国近70年股市的平均投资收益率)的投资收益计算，到2000年，这24美元将变成238万亿美元，远远高于曼哈顿岛的价值2.5万亿。

如果按照7%的复利的话，24美元如今应该值6.9万亿美元，基本能做到跑赢通胀和保值增值。

这个故事看起来很诱人，但能做到年7%复利，不容易，更不要说是11%了。比如我前年中国建筑分红的再买入到今年，就明显就没有7%的复利，所以每每这种分红要到账的时候，发自内心的，希望市场能再低迷一点。

但放到5-10年来看，做到7%的复利应该不难。

[答] 流水白菜：

为什么人的寿命是有限的，因为上帝无法承受知识的复利（人类最大的复利）

（完）

以上内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态?立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧!

没别的
就是比人聪明。



雪球

聪明的投资者都在这里