個股研究

12/2/2019

中國平安(2318.HK)

壽險穩健增長，核心科技耀眼；首予「增持」評級

平安 3.0 時代 - 中國平安正積極將“互聯網+金融”的發展模式向外開放，打造開放式互聯網金融服務平台。平安發展出 5 大核心科技，不但提升自身競爭力，更能夠輸出技術，為平安創造新價值。

百萬雄獅代理人 - 於 2018 年，在中國 17,677 名達到國際頂級壽險業務銷售代理人組織「百萬圓桌會」資格的銷售代理人中，有 7,215 名為**中國平安**代理人，人數在全中國公司中排名第一。

優秀管理層團隊 - 中國平安歷來大膽起用海外人才，他們擔任職位之高，佔比之多，在中國大陸的大型金融機構裡絕無僅有。發展至今，集團已擁有成熟的人才培養機制，“競爭、激勵、淘汰”及嚴格的考核排名機制是集團的核心競爭力。

估值 - 我們首次給予**中國平安**「增持」評級，目標價為$92.59。此目標價是基於分類加總估值模型(Sum of the parts Valuation)所推算出來。以 2019 年 2 月 11 日每股$77.35 計算，潛在升幅為 19.70%。

投資策略 - 由於受到銀保監 134 號文的負面影響，令到中國壽險行業 2018 年的保費收入出現罕見的按年倒退。市場至今仍然擔憂負面影響將延續至 2019 年。然而**中國平安**憑藉優秀的管理層團隊及龐大的代理人隊伍，於 2018 年全年新業務保費收入仍錄得按年升幅，壽險市場佔有率躍升 2.8%。預期平安新業務價值持續增長，建議投資者於現價增持。

主要財務指標

截至 12 月 31 日止年度	2017	2018E	2019E	2020E
壽險已賺保費(百萬元人民幣)	384,567	461,770	534,771	609,707
財險已賺保費(百萬元人民幣)	188,219	214,362	245,466	281,082
歸屬於股東淨利潤(百萬元人民幣)	89,088	88,762	105,290	124,054
每股盈利(元人民幣)	4.99	4.86	5.76	6.79
每股股息(元人民幣)	1.50	1.46	1.73	2.04
集團內含價值(百萬元人民幣)	825,174	995,234	1,178,981	1,384,560
壽險內含價值(百萬元人民幣)	496,382	606,076	734,606	881,778
新業務價值(百萬元人民幣)	88,118	88,829	97,711	107,483
PEV(倍)	1.47	1.22	1.03	0.88
派息比率(%)	30.1	30.0	30.0	30.0

資料來源：彭博及致富集團研究部

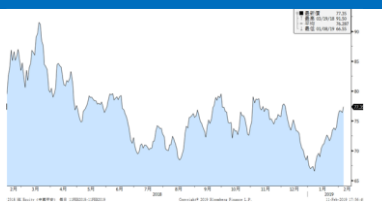
增持(首予評級)

目標價	92.59 元
上日收市價	77.35 元

公司簡介

集團的主要業務包括提供多元化的金融產品及服務，主要着力於開展保險、銀行及投資三項核心業務。

過去一年股價走勢



表現(%)	1 個月	半年	1 年
2318.HK	13.63	8.79	-2.64
恒指	7.18	0.74	-4.47

資料來源：彭博

主要公司數據

52 周股價範圍	65.95 元 94.51 元
市值	13,821 億
已發行股數	182.8 億
每股帳面淨值	33.50 元

資料來源：彭博

劉志斌 Roy, CFA, FRM
+852 2500 9673
roy_lau@chiefgroup.com.hk

目錄

中國保險業 4
保費收入發展 4
保險資金運用 4
市場主要參與者及產業集中度狀況 5
保險行業可否持續增長？ 8
中國平安簡介 9
從不安份的中國平安 9
股權結構──從國企背景演變成股權分散的國際金融機構 10
人才歷程──從人才國際化到重回本土化 12
平安最新戰略──「金融+科技」雙驅動戰略 13
營運及財務數據分析 15
收入分析──以保險為核心的綜合性金融集團 15
渠道分析──打造百萬雄獅代理人 17
壽險盈利分析──國內盈利最多的壽險公司 18
內含價值分析──新業務價值之冠 22
財險業務分析──商車費改，強者愈強 24
保險資金投資組合分析──長期平均投資收益顯著高於投資回報假設 28
銀行業務分析──零售轉型成效顯著 29
資產管理業務分析──表現跟隨大市波動 33
下行風險 35

中國債券孳息率下跌 35

2019 年開門不紅 35

預測及估值 36

財務數據 37

中國保險業

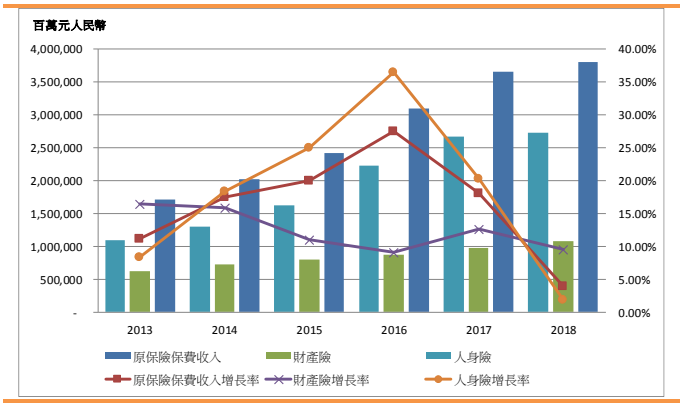
保費收入發展

從圖表 1 來看，國內保險業原保險保費收入從 2013 年至 2018 年期間複合年增長率為 17.2%。其中財產險在上述期間的複合年增長率為 11.6%，人身險[1]的複合年增長率則為 19.9%。

2018 年，全行業共實現原保險保費收入按年增長 3.9%至 38,017 億元人民幣，增速大幅放緩，按年下降 14.2%。至於財產保險業務實現原保險保費收入按年增長 9.5%至 10,770 億元人民幣，增速略為下降 3.2%。然而，人身保險業務增長卻大幅收窄，實現原保險保費收入按年僅增長 1.9%至 27,247 億元人民幣，增速下降 18.4%，主要原因為壽險業務出現按年倒退 3.4%至 20,723 億元人民幣，可是健康險及意外險則持續高速增長，分別按年增長 24.1%及 19.3%，達到 5,448 億元人民幣及 1,076 億元人民幣。

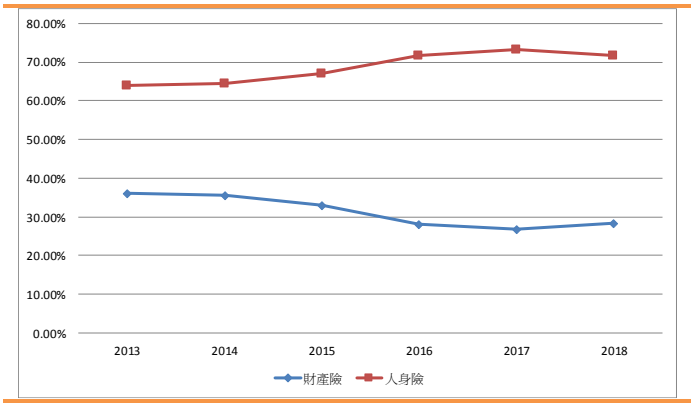
中國保監會 2017 年發布 134 號文，強調“保險姓保，監管姓監”理念，推動保險業務結構調整、要求保險公司削弱產品的理財特性，加強產品的保障特性。此一政策落實，導致 2017 年萬能險保戶儲金及投資款按年大幅下降 50.3%至 6,363 億元人民幣，佔規模保費比例為 20.0%，按年下降 16.9%，是人身險實現原保險保費收入自 2017 年開始增長放緩的主要原因。

圖表 1：原保險保費收入



資料來源：中國銀保監會數據、致富集團研究部

圖表 2： 財產險及人身險的保費收入佔比



資料來源：中國銀保監會數據、致富集團研究部

不說不知，二十多年前，中國市場主要是銷售財產險的，直至 1992 年美國友邦保險上海分公司進入中國壽險市場，人身險自此發展迅速，保費收入早已超過財產險。2018 年，人身險的保費收入佔比達到 71.7%，財產險為 28.3%。從圖表 2 可見，2013 年至 2017 年，人身險的保費收入增速一直快於財產險，令人身險的保費收入佔比不斷擴大，可是於 2018 年由於 134 號文的原故，人身險保費收入增長出現大幅放緩，令人身險及財產險的佔比差距略為收窄。

保險資金運用

為規範保險資金運用行為，防範風險，保護保單持有人權益及維護保險市場秩序，保監會於 2018 年 1 月 24 日

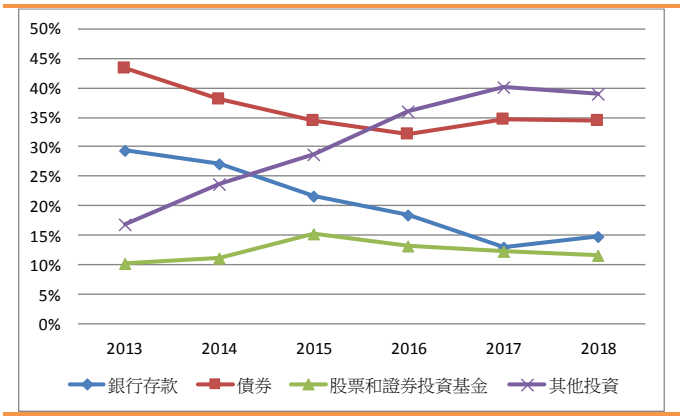
[1] 人身險包括壽險、健康險及人身意外傷害險

發布了《保險資金運用管理辦法》(2018 年 1 號文)以取締 2010 年的《保險資金運用管理暫行辦法》及 2014 年的《保監會關於修改〈保險資金運用管理暫行辦法〉的決定》，並將於 2018 年 4 月 1 日起施行。

一直以來，保監會堅持保險公司應當建立以資產負債管理為核心的評估標準，推進保險資金長期投資、價值投資和分散化投資。因此，保險資金可投資範圍一直在擴闊，例如今次 1 號文首次提及保險資金可以投資新三板股票，亦提及保險資金可以投資資產證券化產品、創投基金等私募基金以及設立不動產、基礎設施、養老等專業保險資產管理機構。

然而，今次 1 號文的關注重點是要整治 2015 年至 2016 年間泛濫的險資舉牌潮。當年中小保險公司藉加速銷售高現金價值保單，於 A 股市場大手買入房地產股票，其中以安邦保險最為猖狂。保險公司短錢長配，資產負債錯配風險突出，當年保監會已高度關注。今次 1 號文特別提到保險資金運用應當堅持獨立運作，保險公司的股東不得違法違規干預保險資金運用工作。文件亦明確表明保險公司只可使用自有資金收購上市公司或對其他企業實現控股股權投資，限制野蠻人敲門行為。

圖表 3：內險資金運用餘額分配比例



資料來源：中國銀保監會數據、致富集團研究部

從圖表 3 我們可以看到保險資金主要是存放在銀行存款及債券的固定收益類產品中，然而分配比例卻持續下降，由 2013 年合共高達 72.9%下跌至 2018 年的 49.2%。而股票和證券投資基金的分配比例整體向上，由 2013 年的 10.23%升至 2015 年的高點 15.18%，主要是上文提到於 2015 年至 2016 年間險資大舉入市的後果，惟之後因保監會的打擊而緩慢降至 2018 年的 11.7%。然而由於 2018 年 A 股市場大跌，中國銀保監鼓勵保險資金增持上市公司股票，估計 2019 年股票和證券投資基金的分配比例有機會上揚。最後其他投資主要包括投資不動產、投資股權、資產證券化產品及私募基金等投資類別，其分配比例大幅度由 2013 年的 16.9%升至 2018 年的 39.1%，符合保監會持續擴大可投資範圍及分散投資的宗旨。

市場主要參與者及產業集中度狀況

1979 年，中國恢復商業保險業，中國人民保險公司獨家壟斷經營。中國保險業在經過近七年的恢復工作後，1986 年 7 月 15 日新疆生產建設兵團農牧生產保險公司成立，首次打破了完全壟斷的產業結構。之後 1988 年 5 月 27 日平安保險公司成立，成為中國第一家股份制保險企業，自始中國保險業開始進入競爭發展的時期，太平洋保險

公司、新華人壽保險股份有限公司、泰康人壽股份保險公司等相繼成立。

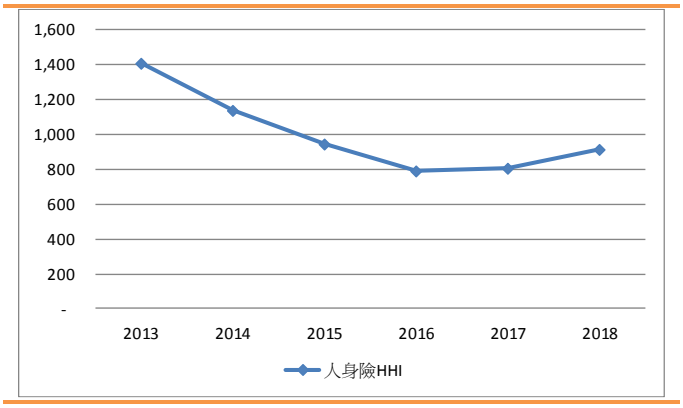
根據保監會公布，2016 年已開業全國保險機構共 203 家。其中，保險集團公司 12 家；財產險公司 79 家；人身險公司 77 家；保險資產管理公司 22 家。

圖表 4：2018 年中國人身險行業主要參與者按原保險保費收入計算的市場份額

排名	公司名稱	市場份額
1	中國人壽	20.4%
2	平安人壽	17.0%
3	太保人壽	7.7%
4	華夏人壽	6.0%
5	太平人壽	4.7%
6	新華人壽	4.7%
7	泰康人壽	4.5%
8	人保壽險	3.6%
9	富德生命人壽	2.7%
10	天安人壽	2.2%
	其他	26.5%

資料來源：中國銀保監會數據、致富集團研究部

圖表 5：中國人身險 HHI 指數[2]走勢



資料來源：中國銀保監會數據、致富集團研究部

圖表 4 顯示，佔據中國人身保險市場份額首兩位的中國人壽及平安人壽大幅拋離其餘對手。然而，以往一家獨大的中國人壽的市佔率已降至 20%，中國人身保險市場現已演變到百花齊放。從圖表 5 可見，中國人身險 HHI 指數持續下降，已由 2013 年的 1405 下跌至 2018 年的 916，根據美國司法部的分類，即由中度集中市場降至非集中市場。

[2] HHI 指數，是一種測量產業集中度的綜合指數，數值界於 0 到 10,000 之間。

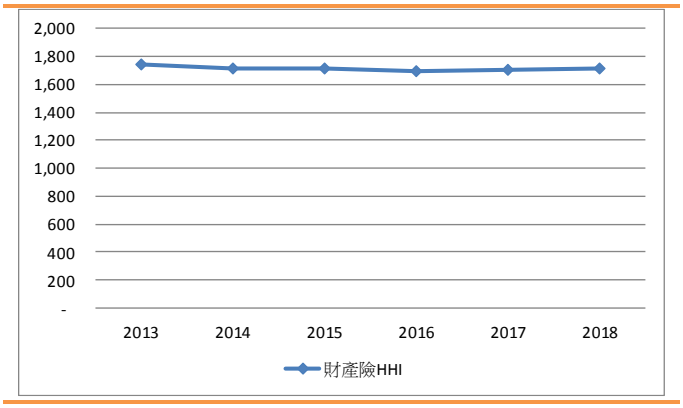
此外，2018 年 4 月份中國銀保監會已下發規定，將外資人身險公司外資持股放寬至 51%，3 年後將不再設限；同時，放開了外資保險經紀公司經營範圍，與中資機構一致，並取消外資保險公司設立前需開設 2 年代表處要求。隨著中國保險行業加大開放的政策不斷落地，預期外資險企將爭相入駐，中國人身險 HHI 指數仍將有空間下降。

圖表 6：2018 年中國財產保險行業主要參與者按原保險保費收入計算的市場份額

排名	公司名稱	市場份額
1	人保股份	33.0%
2	平安財險	21.0%
3	太保財險	10.0%
4	國壽財產	5.9%
5	大地財產	3.6%
6	中華聯合	3.6%
7	陽光財產	3.1%
8	太平保險	2.1%
9	出口信用	1.7%
10	天安保險	1.3%
	其他	14.8 %

資料來源：中國銀保監會數據、致富集團研究部

圖表 7：中國財產險 HHI 指數走勢



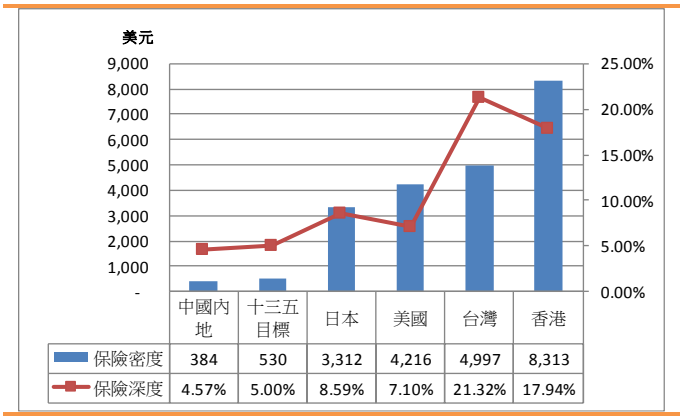
資料來源：中國銀保監會數據、致富集團研究部

中國財產險的市場集中度顯著高於人身險，而且市場份額的排名亦比較穩定。過去六年佔市場份額前四名的財產險公司排名未出現過變動。然而人身險市場，除中國人壽及平安人壽外，過去六年佔市場份額前三到前五的壽險公司經常改變，競爭顯然激烈得多。

圖表 6 顯示，排名首兩位的人保股份及平安財產的市場份額已佔據超過整個行業的 50%份額。從圖表 7 來看，中國財產險 HHI 指數從 2013 年的 1739 輕微跌至 2018 年的 1718，行業集中度略有下降，惟變化不大。中國財產險的市場結構可被視為中度集中，低度寡頭壟斷。

保險行業可否持續增長？

圖表 8：2017 年各地區保險密度[3]與保險深度[4]



	中國內地	十三五目標	日本	美國	台灣	香港
保險密度	384	530	3,312	4,216	4,997	8,313
保險深度	4.57%	5.00%	8.59%	7.10%	21.32%	17.94%

資料來源：瑞士再保險 sigma 報告、致富集團研究部

儘管中國的保險市場規模增長迅速，但與發達國家或城市的市場相比，中國保險市場仍處於起步階段，其保險深度和保險密度還處於非常低的水平。根據瑞士再保險 Sigma 2018 年第三期報告，2017 年中國的保險深度只有 4.57%，遠低於日本的 8.59%及美國的 7.10%。此外，2017 年中國的保險密度只有 384 美元，同樣遠低於日本的 3,312 美元及美國的 4,216 美元。

根據《中國保險業發展“十三五”規劃綱要》提到，中國人口老齡化進程加快，二孩政策全面放開，家庭結構發生變化，養老和醫療保障不足的矛盾凸顯，商業保險在社會保障體系中的作用不斷提升。此外，社會發展日趨多元，消費結構不斷升級，公眾保險意識不斷增強，保險需求更加多樣，商業保險發展空間更加廣闊。

“十三五”中國保險業的主要目標是希望於 2020 年，全國保險保費收入爭取達到約 4.5 萬億元人民幣，保險深度達到 5%，保險密度達到 3,500 元人民幣，保險業總資產爭取達到 25 萬億元人民幣左右。預期中國保險業於十三五期間仍能實現中高速增長。

[3]按人均保費總額計算
[4]按保費總額佔國內生產總值的百分比計算

中國平安簡介

從不安份的中國平安

中國平安的前身「平安保險公司」於 1988 年 5 月 27 日成立，位於當時中國大陸改革開放的前沿實驗室深圳蛇口工業區，成為中國第一家股份制商業保險公司，打破中國人保的行業壟斷。投資者可能認為現時貴為保險業龍頭的**中國平安**一路以來肯定受盡監管機構的呵護備至才有今天的局面。然而事實正好相反，貫穿平安三十年的歷史，集團始終處於行業的前沿，力求破格，經常受著監管機構的限制。

平安保險的成立經過並不平坦，甚至可以說是處處受阻。**中國平安**始創人馬明哲董事長早於 1986 年就有了成立商業保險公司的想法，可是申辦過程困難重重，被監管部門以條件不成熟兩次反對，馬明哲走訪於各主管部門，最後經過近兩年的波折，終於在 1988 年 3 月得到中國人民銀行批准成立。

新成立的平安保險並非就此一帆風順，而是仍要經常花很大氣力跟國家政策拉鋸角力。成立之初的平安保險只是一家區域性保險公司，業務僅局限在深圳特區，而且險種單一。最初的情況是，政府並不允許平安保險在沿海城市開辦分支機構，只能設立辦事處，而且處處被各地的保險同業排擠在外。直至 1992 年，情況開始好轉，平安保險已完成東南沿海的設點布局，同年 6 月 4 日，國務院正式批准公司更名為中國平安保險公司，從一家地區性保險公司發展成全國性保險公司。同樣地，開業初期平安保險被政策限制不能進入盈利豐厚的汽車保險，尤其是平安的總部所在─深圳，就算中國人民銀行已批准平安開辦車險業務，當地市公安局仍然阻撓，經過逾年的爭取，於 1993 年深圳市公安局終於同意平安開辦特區車險。

1992 年下半年，中國大陸出現了房地產及證券投資熱潮，大量銀行信貸資金進入股票市場，社會上瀰漫著亢奮的氣氛。大陸經濟過熱已然出現，擾亂了金融秩序。1993 年，政府正式提出要求銀行、證券、信託和保險必須“分業經營、分業管理”，明確各自的監管機構，大力整頓金融秩序。1995 年，全國人大常務委員會頒布《中華人民共和國保險法》，條例清楚列明“同一保險人不得同時兼營財產保險業務和人身保險業務”。全國最大保險公司，中國人民保險（集團）公司為回應政策，樹立榜樣，於 1998 年徹底的一分為四，經國務院批准撤銷中國人民保險（集團）公司，並由中國人保繼承財產保險業務；中國人壽繼承人身保險業務；中國再保險繼承再保險業務；中國保險繼承海外業務。

可是當時的**中國平安**業務不僅擁有壽險及財險，而且還有證券，更期望以後收購一家信託公司。馬明哲的理想經營模式是以保險為核心的綜合性金融集團控股模式，即一家控股集團控股財險、壽險、證券及信託等子公司，各子公司實現交叉銷售、信息共享、資源共享，控股集團則負責資源分配、績效評估及戰略規劃等重大決策。

當時**中國平安**承受著極大壓力，監管機構不單要求**中國平安**產、壽分業，更要求公司剝離信託及證券業務，正正違背了平安的目標。只要分業問題一日未處理好，集團的新分支機構、新產品的申請都不予批准。按集團副董事長孫建一的說法，當時集團兩年的業績數字基本就是停止狀態，集團架構上一直處於懸而未決的一種狀態。

可是隨著中國入世及保險業市場的改變，新修訂的《中華人民共和國保險法》於 2003 年元旦施行，為保險公司未來綜合經營作好準備。2003 年 2 月 14 日，**中國平安保險（集團）股份有限公司**成立，時隔 8 年，公司的堅

持得到回報，達至其理想經營模式。

中國平安從來都不是一家安份守己的金融機構，而是處處尋求突破，堅持不懈的挑戰者。這種特質一直維持至今。

股權結構—從國企背景演變成股權分散的國際金融機構

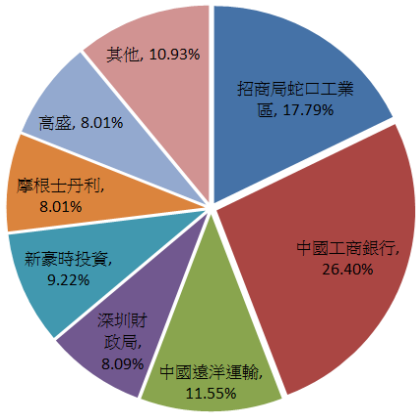
投資者可能因為**中國平安**有"中國"二字冠名，而以為是一家國有企業。這樣推論非常合理，因為事實上大部分以"中國"冠名的企業都是國有企業。然而平安的股權結構經過三十年的不斷演進，現在已經形成一家控制權與管理權相互制衡的國際化金融控股集團。正如馬明哲所說，一家企業最關鍵的問題是體制、機制和人才，而股權結構則是企業體制的根本。

中國平安於 1988 年成立初期由招商局蛇口工業區及中國工商銀行分別持有 51%及 49%權益，注冊資本為 4,200 萬元人民幣，擁有強烈的國企背景。然而**中國平安**當時面對一家獨大的中國人保，處處受限，工行及招商局為集團帶來了大量生意，而且集團亦相當需要有利的政府政策扶持，擁有國企背景有助於其業務發展。之後集團亦有接受中國遠洋運輸總公司及深圳市財政局的增資。

1989 年馬明哲成立員工風險基金，有意讓員工持有部份平安股權，將集團利益與員工利益結合。1992 年員工風險基金轉為平安職工合股基金，當時持有集團當時權益總額的 10%。1996 年再次改制，平安職工合股基金更名為新豪時投資發展有限公司。其後，景傲實業和江南實業亦為員工持股的實體持有部份平安股權。

1993 年集團持續增資擴股，不斷募集資金以支持集團高速發展。同年，集團用了一年的談判時間，終於引入摩根士丹利和高盛兩家金融巨企股東，成為中國第一家有外資參股的金融企業。摩根士丹利及高盛的入股對**中國平安**意義非凡，不單開啟了集團在股權結構上的國際化進程，亦大幅提高了集團的企業管治，例如促進了集團成為當時唯一一家採用國際會計制度及國際精算師的公司。截至 1995 年底，集團擁有 54 名股東。

1995 年底持有**中國平安** 5%以上的股東



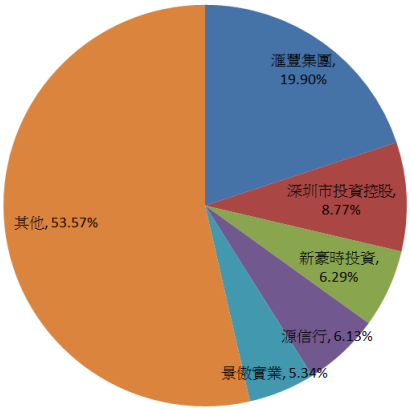
資料來源：集團 A 股招股書、致富集團研究部

2000 年至 2002 年期間，前三大股東工行、招商局及中遠集團分別因各自理由陸續退出平安。工行因國家政策最先將持有的平安股份轉讓給了深圳市投資管理公司。2002 年，中遠集團和招商局亦分別出售了其持有的平安股權。

2002 年 10 月 8 日，**中國平安**引入了重要的戰略投資者─滙豐集團，其以 6 億美元入股了平安的 10%股權。滙豐的入股除了為集團帶來了新資金，更重要的是為集團日後成為綜合性金融服務集團及上市奠定了堅實基礎。滙豐是世界一流的綜合性金融集團，特別是其銀行業擁有全球領先地位。滙豐入股後，委派了兩名高層成為平安的非執行董事，對平安日後營運銀行業務有莫大幫助。其次，滙豐的入股亦肯定了平安的價值，有利集團日後在香港上市。

2004 年 6 月 24 日，**中國平安**於香港整體上市。上市之前，深圳市投資管理公司持有集團 12.49%股權，為集團最大持股股東，然而平安上市後，其股權被攤薄至 8.77%。相反，滙豐為免股權被攤薄，以平安的招股價增購平安股份，令其股權維持在 9.99%，進而成為平安上市後第一大股東，亦是首次有外資企業成為平安的最大股東。一年後滙豐更買下摩根士丹利和高盛的平安股權，令其持股大幅升至 19.90%，平安亦蛻變為非國有企業。

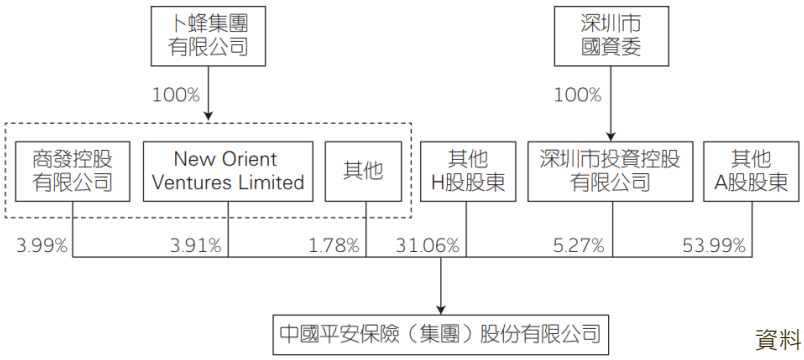
2006 年底**中國平安** A 股上市前持有 5%以上的股東



資料來源：集團 A 股招股書、致富集團研究部

2007 年 3 月 1 日，**中國平安**回歸 A 股上市。滙豐的股權被攤薄至 15.57%，但仍為最大股東。A 股上市 3 年後，維持了近 20 年的員工持股亦終於落幕，計劃於往後 5 年內逐步減持套現。2012 年 12 月 5 日，持有**中國平安** 10 年的滙豐公布，同意悉數出售其所持的平安股權 15.57%予卜蜂集團。滙豐曲終人散，新入場的卜蜂集團為泰國首富謝氏家族所有，其由農牧業起家，如今已為大型綜合性集團。卜蜂集團董事長及副董事長順利成為平安的非執行董事，同樣沒有參與平安實質管理。

如今集團股權結構分散，不存在控股股東，也不存在實際控制人。截至 2017 年底止，持有 5%以上平安股權的股東只有卜蜂集團及深圳市投資控股有限公司。



資料來源：2017 年集團年報

儘管 30 年來**中國平安**的股權結構歷盡變遷，然而平安的管理層相對穩定，核心人物始終是馬明哲及孫建一，而集團大股東亦始終未有介入公司的日常管理。如今集團股權結構分散，現行的是專業經理人管理模式，由此建立出一個高效的決策機制，是一個比較理想的企業管治模式。**中國平安**的股權結構及企業管治的高度在中國大陸的大型金融機構裡絕無僅有。

人才歷程──從人才國際化到重回本土化

中國平安董事長馬明哲對於集團國際化可以歸納於他簡單的過橋理論及貓論。馬明哲曾說“如果河上有橋，付點過橋費，不用非要摸著石頭過河”及“不管洋貓土貓，抓住老鼠就是好貓”。意思是馬明哲對於用人，不拘一格，只要能將公司發展起來，不在乎重金禮聘海外人才。

平安的人才國際化始於 1994 年從台灣請來壽險專家黃宜庚，為平安以至中國大陸帶來了個人壽險營銷業務模式，造就平安開創中國個人壽險業務，亦促使平安簽了中國大陸第一張個人壽險保單，令集團於個人壽險業早着先機。之後平安亦陸續聘請台灣壽險專家。

而平安的人才國際化亦離不開麥肯錫。1994 年摩根士丹利及高盛入股平安後，按照談判時的要求並未有派員介入平安的管理，但是它們為平安推薦了一家全球頂級的管理諮詢公司──麥肯錫。自此麥肯錫為平安開始了長達逾 20 年的諮詢服務，為平安的改革及國際化作出了巨大貢獻。

麥肯錫除促成平安一系列的重大改革外，亦為平安提供了不少新血。其中最具代表性的正是當年領導這場變革的麥肯錫平安諮詢項目首席顧問張子欣。張子欣成長於殖民時代的香港，擁有英國劍橋大學資訊科技博士學位，加入平安前為麥肯錫全球合夥人，其後於 2000 年受馬明哲邀請加入平安，三年後更成為平安集團的總經理，帶領平安於香港及上海上市。除張子欣外，多名前任、現任的平安高管，其中包括吳岳翰、羅世禮、顧敏，計葵生，陳心穎等都是由麥肯錫轉投平安的。直至 2004 年，平安邀請了有“亞洲保險教父”之稱的梁家駒出任平安人壽董事長兼首席執行官，全面負責集團保險業務，集團高層人才國際化達到了高峰。於 2007 年，在平安排名前 100 位的高管中，逾 60 位來自海外。

然而於 2010 年，**中國平安**高層經歷重大人事變動，兩位重量級高管接連離任。該年 6 月梁家駒提出退休申請，11 月張子欣因個人原因提出辭職請求。而接任的人選則是由平安內部一手培養的任滙川，於短短數月內連升兩級，接連升任平安集團副總經理兼首席保險業務執行官，再升任平安集團總經理職務。

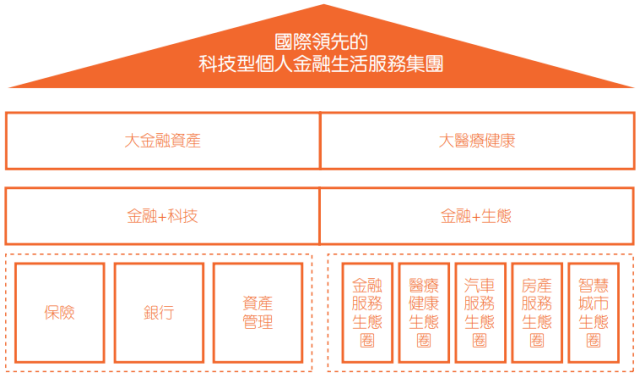
任滙川是**中國平安**內部自己培養、本土國際化最成功的一個例子。他大學畢業不久，即在 1992 年加入平安，從電腦技術基層崗位開始，經歷了 10 多個崗位升遷、沉積了 18 年的專業歷練，熟悉中國國情，亦熟悉國際金融業現狀及發展趨勢，當時年僅 41 歲即被任命為集團總經理。

此一任命標誌著**中國平安**在人才戰略上升到另一台階，代表平安已經有足夠信心任用自己培養的人才擔任集團的領導崗位。貫穿平安歷來發展皆主張引入“外資、外體、外腦”來彌補自己的不足及加快業務發展。然而馬明哲曾提過引進海外人才除幫助集團業務發展外，更主要是本土人才國際化，通過海外人才的培訓，使本土人才逐步建立國際化視野及專業技能。任滙川正是當年張子欣領導的發展改革中心的一員，可謂師承張子欣，是本土人才國際化最成功的例子。

中國平安大膽起用海外人才，敢於充分授權，保證他們決策的獨立性和權威性。平安任用海外人才擔任職位之高，佔比之多，在中國大陸的大型金融機構裡絕無僅有。發展至今，集團已擁有成熟的人才培養機制，“競爭、激勵、淘汰”及嚴格的考核排名機制已溶入集團文化之內，是集團的核心競爭力。

平安最新戰略──「金融+科技」雙驅動戰略

中國平安的競爭力在國內保險同業裡幾乎無人能及。然而平安現在要挑戰的是更厲害、更巨大的平台壟斷者──騰訊、阿里巴巴等科網巨人。用馬明哲的話說，現在是平安全面開啟平安 3.0 時代。平安的 1.0 時代是以傳統金融業務為主，從保險公司發展成為綜合金融集團；平安的 2.0 時代是“科技引領綜合金融”時代，用大數據、互聯網等科技手段提升傳統金融服務，提供全面、便捷的 O2O 金融服務；而目前平安正探索它的 3.0 時代，不再局限於平安內部的綜合金融，而是將“互聯網+金融”的發展模式向外開放，打造開放式互聯網金融服務平台。



近十年平安累計投入 500 多億元人民幣，發展出 5 大核心科技，分別是生物識別、大數據、人工智能、區塊鏈及雲平台，不但提升自身競爭力，現在更能夠輸出技術，為平安創造新價值。目前平安通過陸金所控股、平安好醫生、金融壹賬通、平安醫保科技、汽車之家及其他公司等科技平台輸出五大生態圈，包括金融服務生態圈、醫療健康生態圈、汽車服務生態圈、房產金融生態圈及智慧城市生態圈。

資料來源：**中國平安** 2017 年年報

陸金所控股是平安最早成立的科網平台，創立於 2011 年，現已成為中國領先的線上財富管理與 P2P 平台。在財富管理領域，陸金所控股通過線上平台提供多樣化理財服務，主力幫助中產理財，截至 2017 年底，擁有 961 萬活躍投資用戶人數及資產管理規模達 4,617 億元人民幣。在消費金融領域，陸金所控股為受薪人士和小微企業主提供多樣化的融資解決方案，截至 2017 年底，累計借款人數達 749 萬人及管理貸款餘額達 2,884 億元人民幣。陸金所控股同時亦為金融機構和地方政府提供全套金融解決方案的領先者，2017 全年機構間交易規模達 5.38 萬億元。陸金所控股於 2016 年進行了 12.16 億美元融資，投後估值為 185 億美元，據路透社 2018 年 12 月 3 日消息，陸金所控股在最新一輪融資中獲融資 13.3 億美元，投後估值高達到 380 億美元。

金融壹賬通成立於 2015 年，致力為中小金融機構解決獲客、產品、風險、運營、科技五大痛點。截至 2017 年底，金融壹賬通已為 468 家銀行、1,890 家非銀金融機構提供一站式金融科技解決方案，全年徵信查詢量超 9 億次，同業交易規模破 10 萬億元。金融壹賬通於 2018 年初完成首次 6.5 億美元融資，投後估值達 74 億美元。

平安醫保科技成立於 2013 年，通過與醫療健康服務各參與方的連接和有效協同，為醫保、商保、醫療健康產業上下游的服務提供商乃至用戶提供一攬子智能化解決方案。平安醫保科技於 2018 年初完成首次 11.5 億美元融資，投後估值達 88 億美元。

平安好醫生(1833.HK)成立於 2014 年，專注於提供由自有醫療團隊及人工智能助理支持的在線家庭醫生服務，

並通過合作醫療服務網絡提供多種線下服務。截至 2017 年底，公司擁有 1.93 億名註冊用戶及 3,290 萬名平均月活躍客戶。**平安好醫生**於 2018 年 5 月初登陸香港聯交所上市，目前市值約 400 億港元。

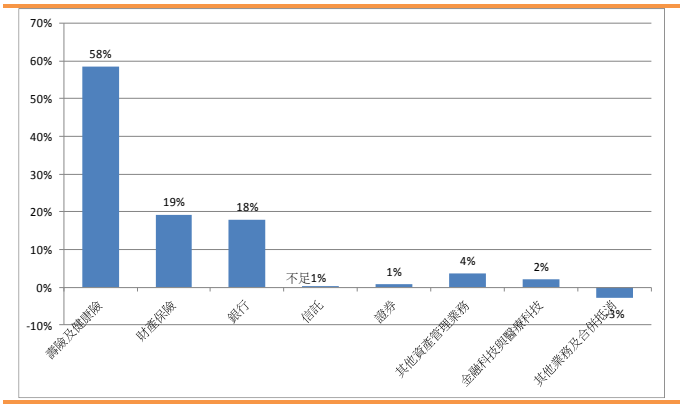
汽車之家(ATHM.NYSE)早於 2005 年成立，並於紐交所上市，目前是中國領先的汽車互聯網服務平台。**汽車之家**圍繞「車媒體、車電商、車金融、車生活」戰略，打造汽車生態圈。截至 2017 年末，汽車之家註冊用戶數超過 5,800 萬。平安於 2016 年 6 月完成對汽車之家收購並成為其控股股東，當時其市值為 28.6 億美元，而目前其市值已達 83 億美元。

中國平安僅用了五、六年時間，便成功孵化出如陸金所控股、金融壹賬通、平安好醫生、平安醫保科技等一系列金融科技和醫療科技平台獨角獸，成績斐然。然而無論是平安的資產負債表或股價都遠遠未反映上述公司的價值，而且平安還有一連串正在孵化的科技公司，如平安好房、萬家醫療、前海徵信等潛在獨角獸，價值無可限量。

營運及財務數據分析

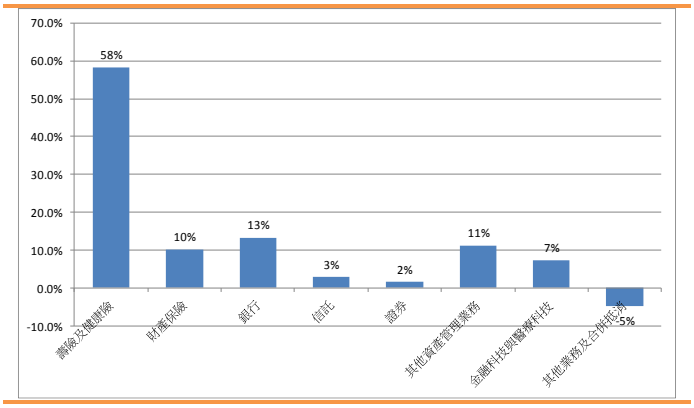
收入分析——以保險為核心的綜合性金融集團

圖表 9：2018 年上半年收入分部佔比



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 10：2018 年上半年歸屬於股東淨利潤分部佔比



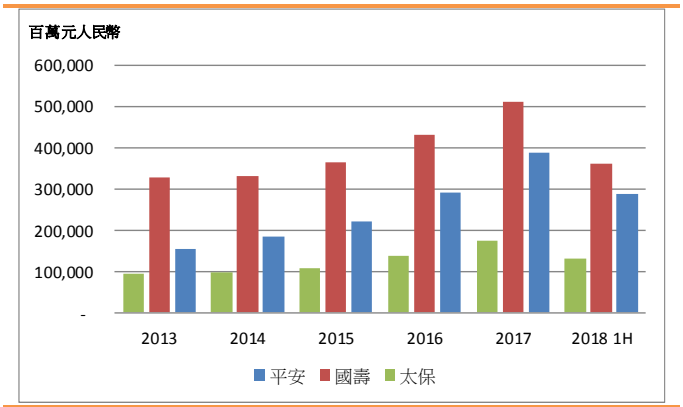
資料來源：公司年報、致富集團研究部

中國平安一直堅持實行綜合性金融集團控股模式，致力成為國際領先的科技型個人零售金融服務提供商。經過多年發展，**中國平安**已從單一的財產保險公司發展成擁有全金融牌照的金融巨企，形成了保險、銀行及投資三大系列，當然近年更積極發展開放式互聯網金融服務平台。比較一般國內的保險公司，平安收入更多元化，不單只擁有保險業務收入，亦擁有銀行及投資收入，於 2017 年金融科技與醫療科技更開始貢獻實質利潤。

從圖表 9 及 10 看，保險業務(包括平安壽險、平安養老險及平安健康險及平安產險)仍然是平安的主要核心業務。截至 2018 年上半年，保險業務佔總收入達 77%，及佔歸屬於股東淨利潤 68%，而其中壽險、養老險及健康險佔集團收入及利潤都超過 50%。

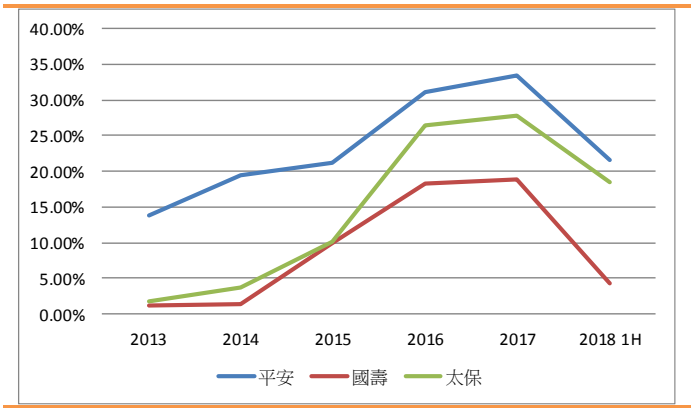
壽險收入分析

圖表 11：三大壽險公司原保險收入



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 12：三大壽險公司原保險收入年增長率



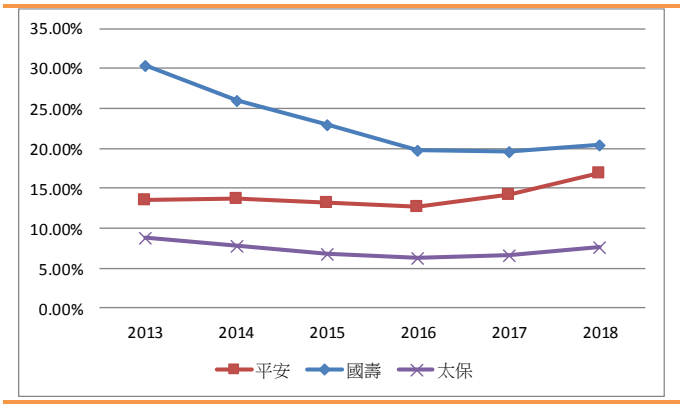
資料來源：公司年報、致富集團研究部

為更立體分析**中國平安**，我們以中國另外兩大上市壽險公司，**中國人壽(2628.HK)** 及**中國太保(2601.HK)**，來比

較它們的經營數據。從圖表 11 及 12 可見，過去五年三家壽險公司的原保險保費收入[5]都有不同程度的升幅。平安的原保險保費收入由 2013 年的 1,534 億元人民幣增至 2017 年的 3,886 億元人民幣，平均年複合增長率高達 26.2%，為三家公司中最高(國壽及太保於同一期間內的原保險保費收入平均年複合增長率分別為 11.9%及 16.6%)，而且近五年，平安的原保險保費收入每年都達雙位數增長，可持續性高。

於 2018 年上半年，三家公司的原保險保費收入增長速度都不約而同地減慢。主要因為中保監於 2017 年發布的 134 號文，要求內地壽險公司落實保險姓保思路，全面取締快返型保單，令壽險公司 2018 年 1 月份的開門紅大受打擊，新業務收入按年大幅回落。然而平安於今年 5 月開始，新業務收入已按年回升，全年新業務收入仍錄得按年 1.3%增長。

圖表 13：三大壽險公司原保險收入市場佔有率



資料來源：中國銀保監會數據、致富集團研究部

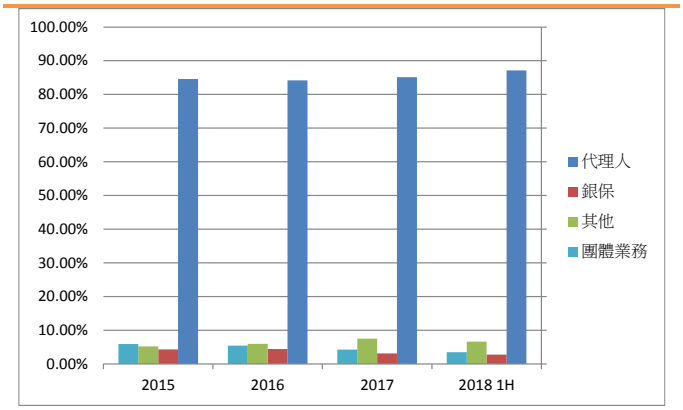
中國壽險市場由以往唯一的中國人保(分拆後的**中國人壽**)，到截至 2018 年 12 月止，中國已有 91 家壽險公司，而且新壽險公司還在不斷湧現。但無論如何**中國人壽**至今仍然是市佔率最大的壽險公司，只不過其市佔率已大不如前，正在不斷回落中。而**中國平安**則是中國壽險市場中的長期亞軍，大幅拋離之後的對手。可幸是不同於**中國人壽**，平安市佔率未有回落太多，於 2017 年更開始回升，2018 年反彈至 17.0%，進一步拉近了與**中國人壽**的距離。更重要的是，**中國平安**是一家以價值為導向的公司，規模並不是它們首要的考慮因素。我們由渠道分析會知道，平安的重點是主力銷售長期保障型產品的代理人渠道，而在主要經營理財型產品的銀保渠道是大幅少於**中國人壽**。可是銷售理財型產品是大幅衝高規模的最快途徑，正如過往幾年安邦人壽就是靠銀保來衝高收入，如果平安要爭規模不是沒有辦法。然而，銀保產品的價值率遠低於保障型產品，在往後的盈利及內含價值分析，我們會知道平安壽險的淨利潤及新業務價值已成為全國第一。

圖表 13 顯示，2018 年，**中國平安**、**中國人壽**及**中國太保**的市佔率都有不同程度的上升。然而主要原因是一批新進壽險公司，正如安邦人壽早幾年通過銷售理財型產品迅速擴大保險收入，但是於 2017 年開始被中保監打壓，令其收入大幅收縮。安邦人壽的市佔率由 2017 年的 7.3%大幅下降至 2018 年的 0.8%，因而令到上述三家壽險公司的市佔率獲得不同程度的提升，某程度上是屬於一次性上升。

[5] 包括壽險、養老險及健康險收入

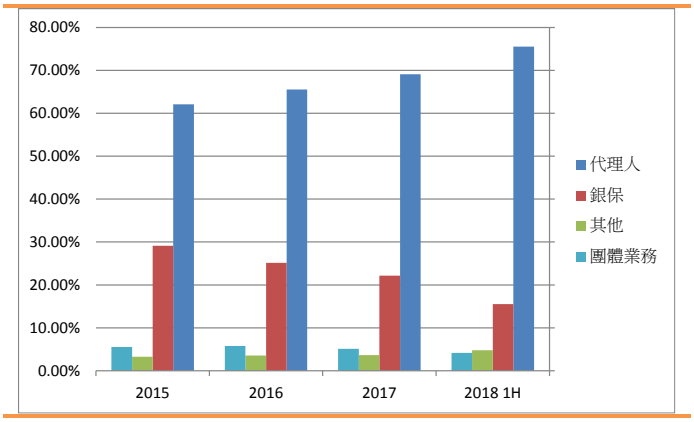
渠道分析——打造百萬雄獅代理人

圖表 14：**中國平安**銷售渠道分部佔比



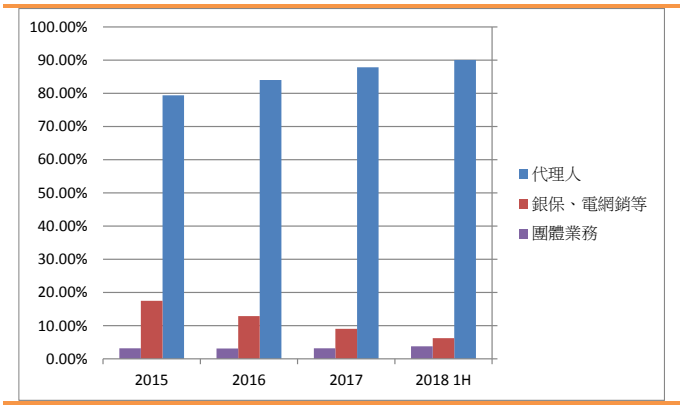
資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 15：**中國人壽**銷售渠道分部佔比



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 16：**中國太保**銷售渠道分部佔比



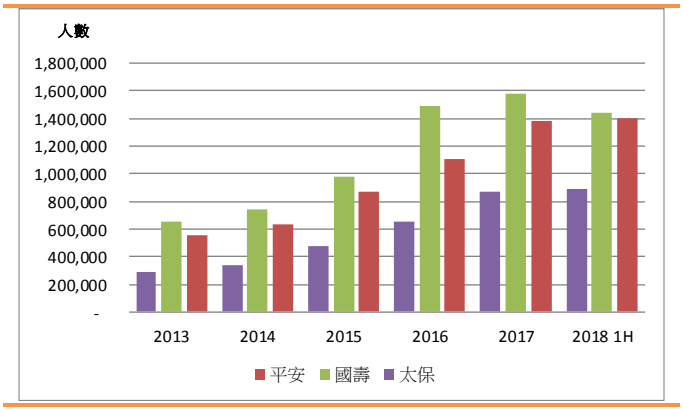
資料來源：公司年報、致富集團研究部

國內壽險公司主要依靠代理人、銀行及電銷等渠道來銷售保單，而各類渠道有其各自特色。保險代理人並非保險公司的員工，而是與保險公司訂立獨家代理協議的營銷員。由於傳統壽險及分紅壽險產品的需求是隱性的，而且產品設計及條款相對複雜，一般潛在客戶很少會主動購買。因此此類壽險產品需要代理人主動接觸潛在客戶，向他們介紹保險的需要及此類產品的好處。代理人渠道是保險公司銷售擁有較高的有效業務價值的期繳產品的重要渠道，而且難以取代。銀保渠道則具有品牌及現有網絡優勢，結合銀行的理財特性，適合銷售具有投資特性的保險產品，而且通常偏向中短期及有一大部分是躉交的(一次性交清保費)。電銷包括電話中心及網絡銷售等直銷渠道，成本較低，一般適合銷售簡單及標準化的保險產品。

從圖表 14 至 16，我們可以看到 3 家壽險公司均以代理人為主要銷售渠道，而且都是呈向上趨勢。**中國平安**是中國第一家引進個人壽險代理人分銷模式的國內保險公司，代理人佔比一直長年高於 80%，而**中國太保**亦是很早就轉以代理人渠道為核心的壽險公司，2018 年上半年，**中國太保**的代理人佔比更高達 90%，超過**中國平安**的 87%。然而，**中國平安**仍然非常重視代理人渠道，於近年此渠道的佔比依然平穩向上。至於**中國平安**的其他渠道(電話中心及網絡銷售等)佔比於 2018 年上半年已經達到 6.6%，高於另外兩大壽險公司，顯示**中國平安**正積極發展互聯網銷售。至於**中國人壽**，它的代理人渠道佔比較低，仍然非常依賴銀保渠道。然而於 2018 年上半年，它

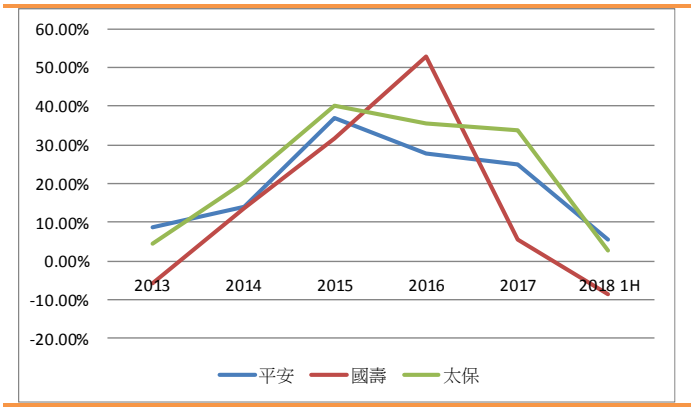
的代理人佔比大幅上升，主要由於監管需要，**中國人壽**大幅減少躉交產品銷售，而此類產品正是銀保的主要產品，因此它的銀保渠道被大幅削弱。

圖表 17：三大壽險公司的代理人數量



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 18：三大壽險公司的代理人數增長率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

從圖表 17、18 可見，由於 2015 年中國保監會取消了保險從業資格考試，各大內地壽險公司隨後均大幅增員，落力招聘代理人以擴大收入。然而 2018 年上半年，由於中保監的 134 號文影響，內地壽險公司一季度的首年保費收入大幅倒退，令到代理人收入受到負面影響，導致增員困難。從圖表 17、18 可見，各大壽險公司代理人數量增長速度只有個位數，**中國人壽**甚至出現倒退，相對於過去每年雙位數增幅相距甚遠。

壽險公司經過過去數年的大幅增員下，中國代理人數規模已大，市場預期未來增員速度將會放緩。**中國平安**管理層亦預期未來公司增員或有所放緩，但相信仍會高於同業，並預期 2018 年仍有機會達低雙位數增長。代理人數增長放緩將無可避免地制約壽險收入的高速增長。然而除增員外，**中國平安**將重點放在科技賦能代理人，增加其產能，以及更加強調長期保障型產品銷售，提高新業務的價值率。

中國平安一向非常關注代理人收入，在過去大幅增員底下，代理人的人均月收入仍達 6,870 元人民幣。據**中國平安**首席保險業務執行官李源祥於 2018 年中期業績會所述，2 年以上代理人的收入達到社會平均水平 1.65 倍，主管收入是超過社會平均收入水平的 5.3 倍。代理人的高收入水平是留住優秀代理人的重要因素。平安壽險的產品在市場上絕非平價貨，產品能夠擁有高溢價除了是因為平安品牌、客服、後台效率外，代理人的銷售能力是致關緊要。於 2018 年，在中國 17,677 名達到國際頂級壽險業務銷售代理人組織「百萬圓桌會」資格的銷售代理人中，有 7,215 名為**中國平安**代理人，人數在全中國公司中排名第一，正好反映**中國平安**代理人的銷售水平。**中國平安**的這隊百萬雄獅代理人，絕對是平安壽險的致勝秘訣。

壽險盈利分析——國內盈利最多的壽險公司

在進行盈利分析前，我們要簡單了解一下保險公司的會計盈利的底層思想。我們知道對於普通工業或零售公司，當貨品售出時，我們就可以確定銷售收入及銷售成本，而且於當年的一般銷售及行政開支等都可以於收益表中直接確認，最後得出盈利，相對簡單易明。

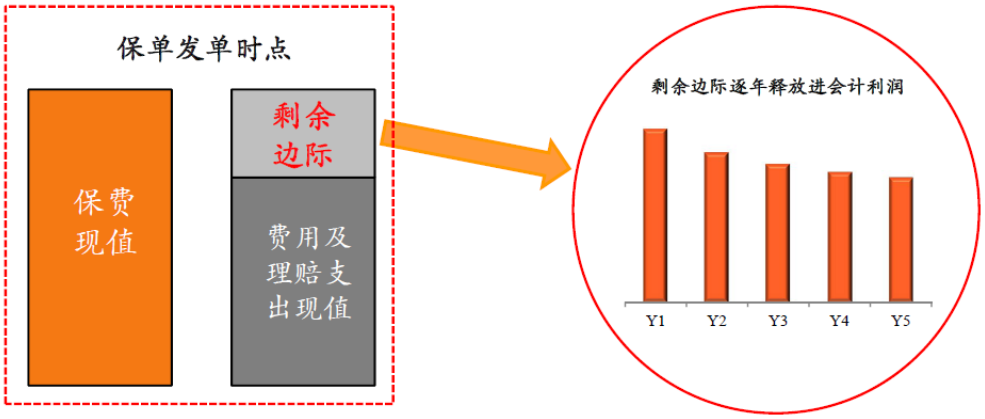
然而，對於壽險公司而言，難處在於當壽險公司售出一份保單時，其保費收入的服務時間並不只當年，而是整個

保單生效期內，可以長達三、四十年，最終這份保單的總收入是多少並不確定，因為沒有人知道保單何時終止。而最重要的銷售成本──賠付尚未發生，更沒有人知道何時發生，發生時要賠多少。另外，銷售及行政開支於整個保單期內亦波動極大，首年銷售保單時，代理人佣金及核保費用等開支極大，但往後只有維持保單的費用直至賠付發生。無論是收入、銷售成本、銷售及行政開支等都具有極大的不確定性及不規則性，如果壽險公司的收益表只記錄當年的實際收入、賠付、銷售及行政開支等，則盈利會非常波動。因此，壽險公司的會計盈利的底層思想是攤銷概念，是經過平滑化的。

對於壽險公司的收益表，一般會記錄當期的保費收入、投資收益、賠付、銷售及行政開支等支出。但正如上述所說，如果只記錄當期發生的收入及支出，盈利會非常波動。因此壽險公司的收益表上會加上一項如黑盒般的保險合同負債變動，而這個保險合同負債變動正是使盈利平滑化的原因。

保險合同負債是壽險公司負債裏的最大項目，由合理估計負債、風險邊際及剩餘邊際組成，接下來我們逐步拆解。合理估計負債是在合理假設下保單的預期未來現金流出和預期未來現金流入的差額現值，就是新保單簽發後，壽險公司就會將其預計未來現金淨流出的現值計提在負債內，為未來的賠付做好準備。實際在收益表的影響就是，壽險公司當期存量保單的收入及支出大部份與存量保單的合理估計負債變動對減掉，差額就是我們將會提到的會計估計變更、投資回報差異及經營偏差。而風險邊際則是保險公司為保守計，對不利情景提多一點準備金，若果最終情景按正常假設發生，則這部份會釋放為盈利。

最後要了解壽險公司如何平滑化盈利，我們要認識一個壽險專有名詞──剩餘邊際。剩餘邊際的定義為保單所有年度保費的貼現值減去保單所有年度費用及理賠支出的貼現值，簡而言之為保單當期及未來淨現金流的現值。誠如上述所說，保單的未來現金流存在重大不確定性，因此需要精算師對未來做出一系列的假設，包括死亡率、通脹、費用、退保率、投資收益等假設。基於精算師的假設，壽險公司設計的保單當然要獲利，因此新保單的剩餘邊際正常是正數的。然而基於審慎原則，新保單的剩餘邊際不確認為盈利，而是將其計入保險合同負債，之後才逐年攤銷釋放，是會計盈利的核心來源，亦是壽險公司盈利平滑化的原因。由於剩餘邊際的攤銷模式在保單發單時刻已經鎖定，攤銷穩定不受資本市場波動影響，因此就算沒有新保單，壽險公司的盈利亦不會一下子大跌，存量業務會經剩餘邊際攤銷而產生利潤，所以壽險公司的盈利相對穩定。



資料來源：**中國平安** 2016 年策略日文件

除了剩餘邊際攤銷，壽險公司的盈利還會受到之前提到的會計估計變更、投資回報差異及經營偏差所影響。會計估計變更包括折現率、死亡率等假設變更，而折現率變更是主要影響因素。這裏所指的折現率是計算保險合同準備金的折現率，折現率下跌令到合理估計負債上升，而盈利下跌，反之亦然。一般壽險公司都是以「中國債券信息網」上公佈的「保險合同準備金計量基準收益率曲線」為基礎，加上稅收及流動性效應等因素確定折現率假設。由於保單的長期性，輕微的折現率變動亦會對盈利造成極大影響。投資回報差異即實際投資回報與投資收益假設的差異，投資市場當期的波動會大幅影響此一數據。經營偏差就是當實際的營運數據，例如各項營運費用、死亡率，退保率等數據好於假設，經營偏差就會增加盈利，反之亦然。

總括而言，壽險公司的淨利潤主要來自剩餘邊際攤銷，會計估計變更、投資回報差異及經營偏差，另外再加上壽險公司自身的資產淨值的投資回報。以上各項，剩餘邊際攤銷佔比最大，亦是壽險公司盈利增長的主要動力，但由於是攤銷模式，波動有限。而會計估計變更及投資回報差異則是壽險公司盈利的波動根源，當期的國債息率及投資市場將大幅影響當期盈利，尤其是 IFRS 9 實施後，波動會更大。然而，國債息率及投資市場長久以來都是周期性的，除非出現結構性轉變，否則若以長期平均回歸的眼光來看，投資者不用對折現率變更及投資回報差異過分重視。可是市場卻對於這些短期因素異常關心，經常令壽險公司的股價大幅波動，而這時候往往是給長期投資者逆向投資的機會。

正是由於短期的市況波動可能會大幅影響壽險公司當期的淨利潤表現，為讓投資者更好地理解壽險公司的長期表現趨勢，**中國平安**於 2017 年首次引入營運利潤指標。該指標以財務報表淨利潤為基礎，剔除短期投資波動、折現率變動影響及管理層認為不屬於日常營運收支的一次性重大項目。**中國平安**管理層於業績會上亦表示會以營運利潤作為派息的主要考慮。

圖表 19：平安壽險[6]的營運利潤分析

百萬元人民幣	2016 年	2017 年	變動(%)
剩餘邊際攤銷	38,202	49,811	30.4%
淨資產投資收益	5,648	7,357	30.3%
息差收入	3,715	5,637	51.7%
營運偏差及其他	6,317	10,108	60.0%
稅前營運利潤合計	**53,882**	**72,912**	**35.3%**
所得稅	(13,365)	(20,088)	50.3%
稅後營運利潤合計	**40,518**	**52,824**	**30.4%**
短期投資波動	2,168	4,532	109.0%
折現率變動影響	(17,652)	(21,213)	20.2%
淨利潤	**25,033**	**36,143**	**44.4%**

資料來源：公司年報、致富集團研究部

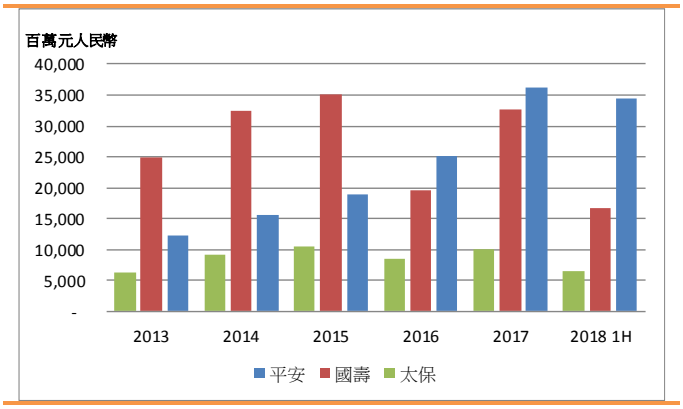
由圖表 19 可見，正如上文所說，剩餘邊際攤銷是壽險公司的主要盈利來源，佔稅前營運利潤高達 70%，而當期的短期投資波動及折現率變動影響則是壽險公司盈利的波動根源。2016 年及 2017 年的折現率變動影響對平安

6 為方便起見此處平安壽險包括平安壽險、平安養老險及平安健康險

壽險的淨利潤影響極大，但短期投資波動則影響較小。然而由於 2018 年資本市場大幅波動，估計會對平安壽險 2018 年的短期投資波動做成不少沖擊。

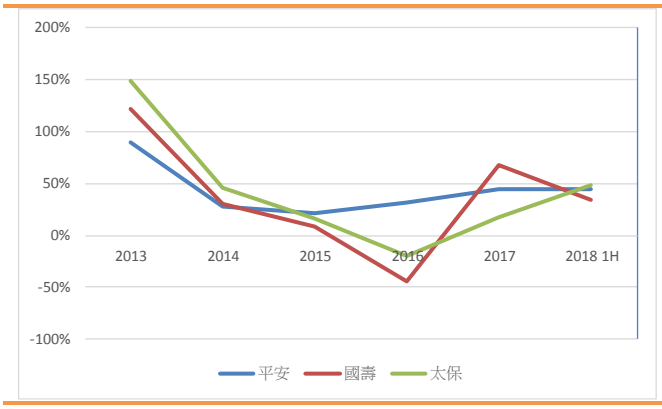
遺憾的是，大部分的壽險公司都未有披露以上訊息(剩餘邊際攤銷、投資回報差異、經營偏差和會計估計變更影響)，而**中國平安**亦只是從 2016 年才開始逐步披露。

圖表 20：三大壽險公司的淨利潤



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 21：三大壽險公司的淨利潤增長率

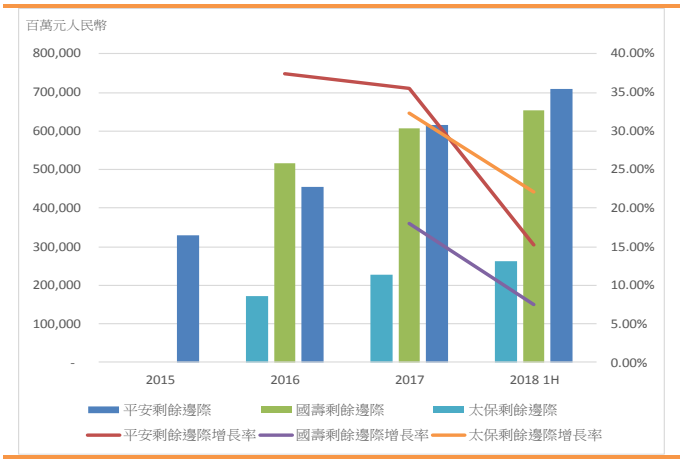


資料來源：公司年報、致富集團研究部

平安壽險淨利潤從 2013 年的 122 億元人民幣升至 2017 年的 361 億元人民幣，平均年複合增長率達 31.1%，是三家壽險公司增長最快的一家(國壽及太保於同一期間內的淨利潤平均年複合增長率分別為 7.0%及 12.8%)，2018 年上半年淨利潤再升至 343 億元人民幣。平安壽險更自 2016 年超越**中國人壽**成為國內盈利最多的壽險公司。

我們現在知道存量剩餘邊際將會於未來逐步變為盈利，因此壽險公司擁有愈多的剩餘邊際等於未來可以攤銷的盈利愈多，價值愈高。相對於比較盈利，比較各公司的剩餘邊際更能令投資者理解各公司的價值。

圖表 22：三大壽險公司的存量剩餘邊際及增長率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

剩餘邊際的增長主要來自新業務貢獻，而新業務貢獻則主要來自首年保費及其產品結構。由之前的收入分析，我們知道 2017 年**中國人壽**的保費收入仍高於平安壽險達 31.7%之多。然而圖表 22 指出，平安壽險的剩餘邊際於

2017 年已超過**中國人壽**，主要原因是長期保障型產品的新業務貢獻比其他銀保之類的產品高出甚多，而平安壽險比**中國人壽**更注重銷售長期保障型產品。由於各壽險公司都是近年才開始披露它們的剩餘邊際，資料有限，可是剩餘邊際跟有效業務價值原理相近似，我們下文將更詳細分析平安壽險的有效業務價值及內含價值。

內含價值分析──新業務價值之冠

內含價值由來已久，最初由英國保險公司率先採用。內含價值是投資者能夠深入了解壽險公司價值極其重要的額外資料，亦是投資者為壽險公司進行估值時最重要的工具。內含價值等於調整後股東資產淨值，加上壽險公司扣除持有償付能力額度的成本後的有效業務價值(扣償後的有效業務價值)，但不包括日後銷售的新業務的價值(因此內含價值是不完整的估值，未能完全反映壽險公司的估值)。

根據**中國平安**的說法，調整後資產淨值是由按中國會計準則計量的經審計股東淨資產值調整準備金等相關差異後得到，加上若干資產的價值調整至市場價值。在 2016 年開始實施償二代體系後，根據平安壽險的數據，2016 年及 2017 年的調整後資產淨值都比資產負債表的資產淨值稍大。

此外，有效業務價值則有點像剩餘邊際，是保單未來的可分配利潤現值。而償付能力額度的成本又名要求資本成本，是指這部份資本原本是可以分配給投資者的，但由於監管要求而要保留在公司內，因此這個要求資本成本就是投資者對於這個資本的機會成本。

圖表 23：平安壽險內含價值變動

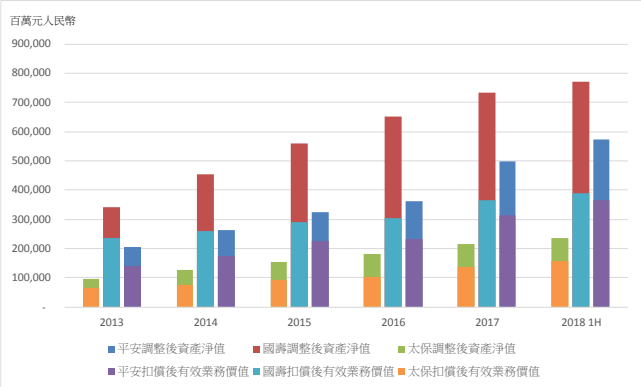
百萬元人民幣	2013	2014	2015	2016	2017	2018 1H	增長部分平均佔比
期初內含價值	177,460	203,038	264,223	325,474	360,312	496,381	-
預計回報	16,510	19,185	24,628	27,346	31,745	22,596	30.8%
新業務價值	18,540	22,249	31,058	68,720	88,117	49,442	60.3%
假設及模型變動	(1,352)	2,317	(246)	(42,115)	(758)	15	-9.1%
市場價值調整影響	(3,045)	815	756	(1,020)	(5,415)	3,330	-1.0%
投資回報差異	1,413	21,320	11,599	(547)	30,212	(893)	13.7%
其他經驗差異	(501)	275	825	(259)	8,886	15,391	5.3%
其他	-	12	298	-	-	-	0.1%
淨股息支出	(5,987)	(4,987)	(6,328)	(17,289)	(16,718)	(13,925)	-
期末內含價值	203,038	264,224	326,813	360,310	496,381	572,337	-

資料來源：公司年報、致富集團研究部

從圖表 23 我們可以看到影響平安壽險內含價值的主要部分。平安壽險內含價值的增長主要來自新業務價值(這部分下文會再展述)，平均佔增長部分的 60%。其次為預計回報，此部分來自平安調整後資產淨值及扣償後有效業務價值的預計回報，是比較穩定的增長部分，平均佔比為 30%。由此我們可以知道，就算壽險公司一時三刻沒有新業務價值貢獻，內含價值亦會由預計回報得到增長，但當然增速會大幅減慢。至於投資回報差異及其他經驗差異，意思就是實際投資回報與假設回報的差異及營運經驗與假設的差異，總的來說這兩部份對平安壽險的內含

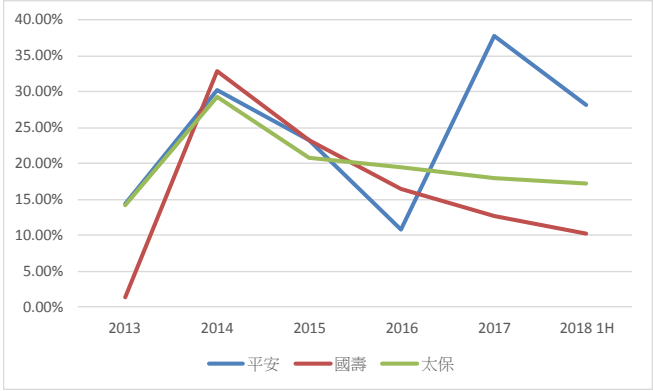
價值產生正面影響，表示平均來說實際的投資回報及營運經驗等都好於假設。至於假設及模型變動部份，主要對平安壽險內含價值的影響發生在 2016 年，由於投資回報假設由 5.5%降低至 5%而產生 421 億元人民幣的減值，除此以外總的來說影響不大。而市場價值調整影響，平均來說影響不大。

圖表 24：三大壽險公司的內含價值



資料來源：公司年報、致富集團研究部

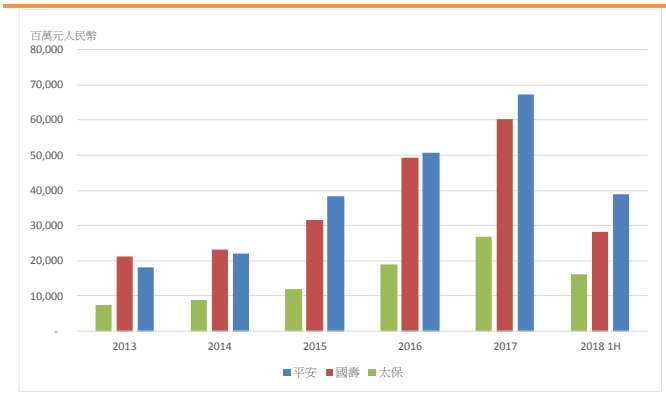
圖表 25：三大壽險公司的內含價值增長率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

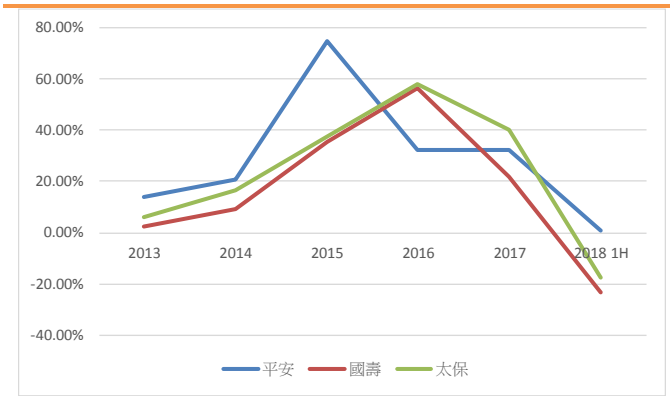
平安壽險的內含價值從 2013 年的 2,030 億元人民幣升至 2017 年的 4,964 億元人民幣，平均年複合增長率達 25.0%，是三家壽險公司增長最快的一家(國壽及太保於同一期間內的壽險內含價值平均年複合增長率分別為 21.0%及 21.8%)，2018 年上半年平安壽險的內含價值再按年升 28.2%至 5,723 億元人民幣。從圖表 24 來看，雖然國壽的內含價值仍然是三家壽險公司中最大，然而若讀者細看之下可以發現，國壽的內含價值之所以比平安壽險高，主要是因為其較高的調整後資產淨值，而平安壽險的扣償後有效業務價值已經非常接近國壽。

圖表 26：三大壽險公司的扣償後的新業務價值



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 27：三大壽險公司的扣償後的新業務價值增長率

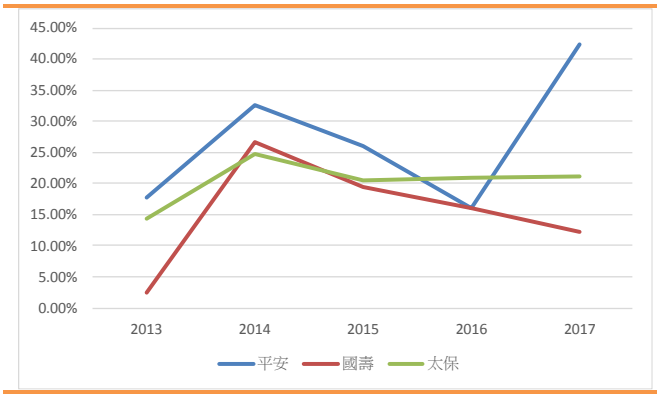


資料來源：公司年報、致富集團研究部

我們再看扣償後新業務價值，平安壽險從 2013 年的 182 億元人民幣升至 2017 年的 674 億元人民幣，平均年複合增長率高達 38.8%，亦是三家壽險公司增長最快的一家(國壽及太保於同一期間內的扣償後新業務價值平均年複合增長率分別為 29.6%及 37.4%)。新業務價值由首年保費及新業務價值率決定。近 5 年，平安壽險的扣償後新業務價值高速增長主要來自首年保費的快速增長，而新業務價值率則在這期間穩中有升。

2018 年上半年平安壽險的扣償後新業務價值基本按年持平至 388 億元人民幣，而國壽及太保則分別按年大幅下降 23.7%及 17.5%。新業務價值大幅下降，主要是因為之前提到的 134 號文，壽險公司需要大幅削減躉繳的理財型產品所致，但由於平安壽險較早準備轉型，影響相對較輕，而且相信全年扣償後新業務價值仍會按年上升。此外，平安壽險的扣償後新業務價值早於 2015 年已經超過國壽，主要是因為平安壽險的新業務所創造的價值遠高於國壽。結果與我們之前分析銷售渠道時，平安壽險主力發展銷售長期保障型產品的代理人渠道相符。

圖表 28：三大壽險公司的內含價值回報率



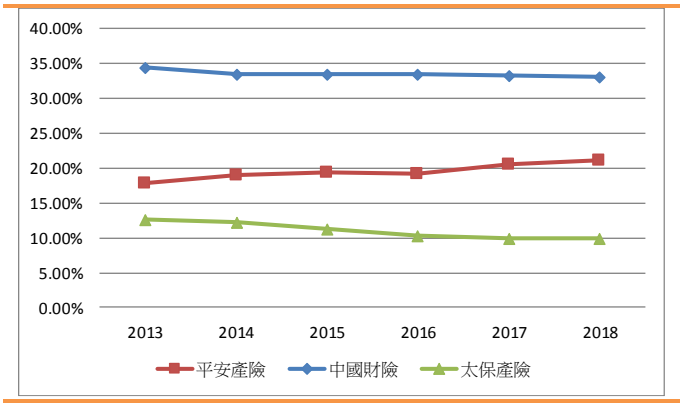
資料來源：公司年報、致富集團研究部

我們再來可用內含價值回報率來檢視各壽險公司創造價值的效率。平安壽險的五年平均內含價值回報率高達 27.0%，是三家壽險公司回報率最高的一家(國壽及太保於同一期間內的平均壽險內含價值回報率分別為 15.3%及 20.4%)。從圖表 28 可以看到，太保 2014 年後內含價值回報率一直維持在 20%左右，而國壽的內含價值回報率卻在 2014 年後不斷下降，顯示其價值創造能力下降。平安壽險的內含價值回報率一直維持於極高水平，2016 年的下跌，主要由於之前提到的投資回報假設下降而產生 421 億元人民幣的減值，若撇險這個因素，2016 年平安壽險的內含價值回報率達到 29.0%。

財險業務分析──商車費改，強者愈強

中國平安於 1988 年創立時，最初從事的就是財產保險業務，經過 30 年的多元化發展之後，財險業務仍然佔集團重要位置。於 2018 年上半年，財險業務佔**中國平安**收入及淨利潤分別為 19%及 9%。

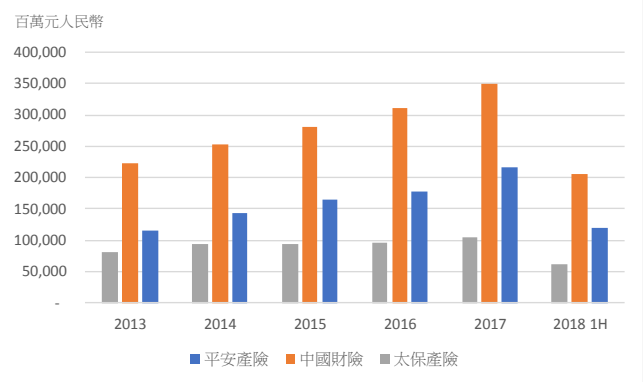
圖表 29：三大產險公司原保險收入市場佔有率



資料來源：中國銀保監會數據、致富集團研究部

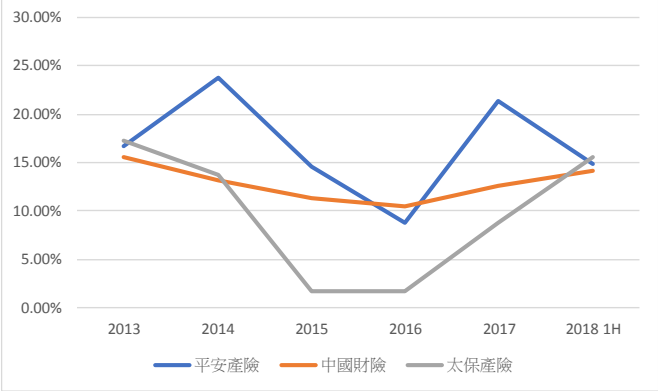
為能夠更立體地分析平安產險的業務，我們以中國另外兩大上市產險公司，**中國財險(2328.HK)**及太保產險，來比較它們的經營數據。截至 2018 年止，中國財險市場有 88 家財險公司，市佔率最大的是**中國財險**，仍然大幅拋離所有對手，但是其市場份額亦在逐年小幅回落。而平安產險則排在第二位，市佔率整體上穩中向上，於 2018 年底達到 21.0%，與排第三的太保產險逐漸拉遠距離。

圖表 30：三大財險公司原保險收入



資料來源：公司年報、致富集團研究部

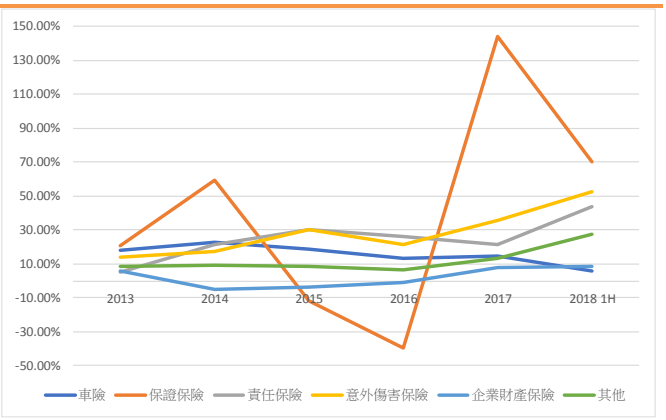
圖表 31：三大財險公司原保險收入年增長率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

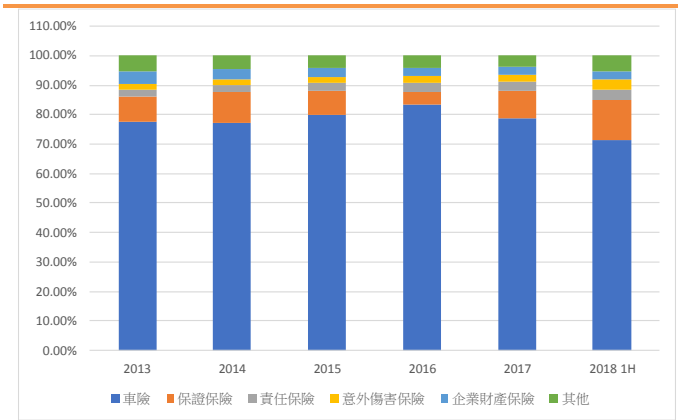
從圖表 30 來看，平安產險的原保險收入從 2013 年的 1,154 億元人民幣升至 2017 年的 2,160 億元人民幣，平均年複合增長率達 17.0%，是三家財險公司增長最快的一家(**中國財險**及太保產險於同一期間內的平均年複合增長率分別為 11.9%及 6.4%)，2018 年上半年平安產險的原保險收入再按年升 14.9%至 1,189 億元人民幣。

圖表 32：平安產險各類險種保費收入按年增速



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 33：平安產險各類險種佔保費收入份額



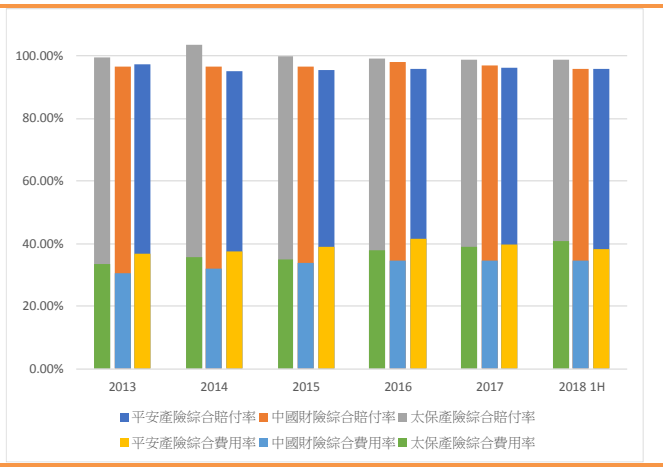
資料來源：公司年報、致富集團研究部

平安產險經營業務範圍涵蓋車險、企財險、工程險、貨運險、責任險、信用險、家財險、意外及健康險等一切法定財產保險業務及國際再保險業務。而保費收入居前五位的險種是車險、保證保險、責任保險、意外傷害保險和企業財產保險，這五大類險種保費收入合計佔平安產險近五年的平均保費收入達 95.5%。

根據圖表 33，車險屬於平安產險最重要的險種，截至 2018 年上半年，平安車險保費收入為 847.2 億元人民幣，佔平安產險保費收入 71.3%，而佔中國車險市場為 22.3%，排名第二。然而受到中國汽車銷量增速放緩的影響，

平安車險保費收入按年增長於 2018 年上半年放慢至 5.6%。至於非車險業務發展迅速，尤其是保證保險[7]。截至 2018 年上半年，平安保證保險保費收入按年增長 70.0%至 161.6 億元人民幣，佔平安產險保費收入擴大至 13.6%，而佔平安產險承保利潤更高達 25.4%。增長迅速是因為平安產險與**中國平安**的協同結果，及在線保證保險業務模式快速推進。另外一個值得留意的地方是，企業財產保險保費收入五年間幾乎沒有變化，佔比持續下降，顯示**中國平安**專注個人客戶的整體策略。

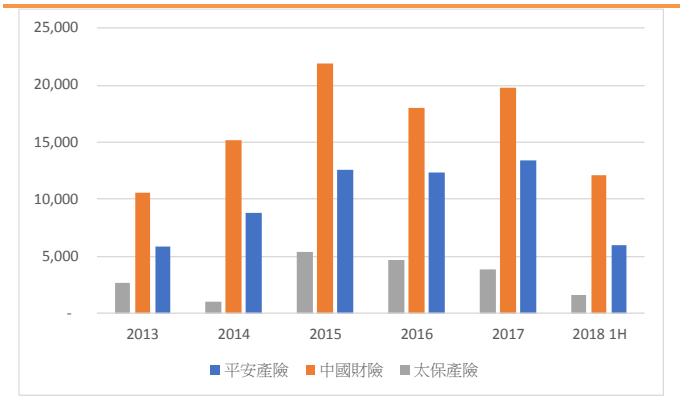
圖表 34：三大產險公司綜合成本率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

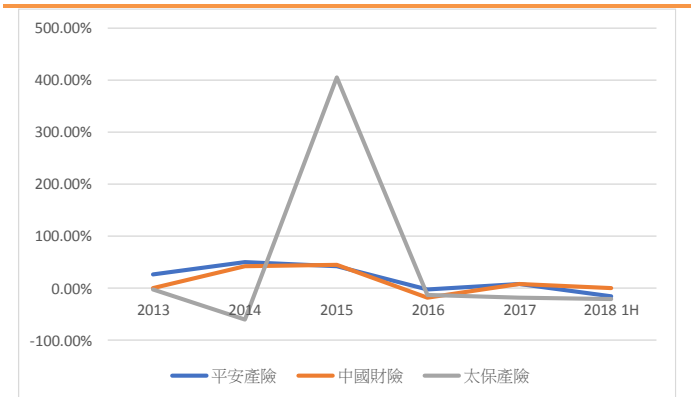
就綜合成本率來看，平安產險於三大產險公司中略勝一籌。2013 年至 2018 年上半年期間，平安產險的平均綜合成本率為 96.0%，為三家產險公司中最低(**中國財險**及太保產險於同一期間內的平均綜合成本率分別為 96.8%及 100.0%)。三大產險公司在行業中已然位處優勢地位，大部分中小險企的綜合成本率高於 100%，換句話說，大部分中小險企的承保利潤是虧損的，只有靠投資收益苦苦支撐業務。

圖表 35：三大產險公司淨利潤



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 36：三大產險公司淨利潤增長率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

平安產險的淨利潤從 2013 年的 59 億元人民幣升至 2017 年的 134 億元人民幣，平均年複合增長率達 22.9%，是三家財險公司增長最快的一家(**中國財險**及太保產險於同一期間內的淨利潤年複合增長率分別為 17.0%及

[7] 保證保險幫助客戶從銀行獲取無抵押小額貸款。

10.0%)。至於 2018 年上半年，大部分產險公司淨利潤都錄得按年倒退，平安產險的淨利潤亦按年下跌 14.1%至 59 億元人民幣，主要是因為商車費改的負面影響，下文將會詳細說明。

商車費改

2017 年 6 月，保監會發布《中國保監會關於商業車險費率調整及管理等有關問題的通知》，商業車險二次費改正式上演，各地區險企自主渠道係數以及自主核保係數浮動範圍進一步擴大。商車費改後，市場競爭迅速升温，但保監會並未停止改革的步伐。2018 年 3 月，保監會再度下發《中國保監會關於調整部分地區商業車險自主定價範圍的通知》，再度放大四川、山西、福建、山東、河南、厦門及新疆地區的自主係數浮動範圍，標志着第三次費改正式實施。2018 年 4 月，銀保監會又發布《關於開展商業車險自主定價改革試點的通知》，陝西、廣西以及青海試點商業車險自主定價，徹底的商車費改，自由定價終於到來。

商車費改對市場的影響是深刻且廣泛的。內地財險公司，尤其是中小險企希望依靠提高手續費[8]擴大市場佔有率，以佣金換保費，然而市佔率未搶佔到，先掀起行業內惡性價格競爭。從平安產險 2018 年的上半年財報可以看到，保險業務手續費支出按年大幅攀升 61.6%，遠高於保費收入 14.9%的按年升幅。更糟的是，財險公司手續費及佣金支出佔保費比例超過 15%的部分需要繳納所得稅。因此，平安產險 2018 年上半年所得稅率由去年的 20.6%暴升至 41.0%，導致淨利潤錄得按年 14.1%倒退。

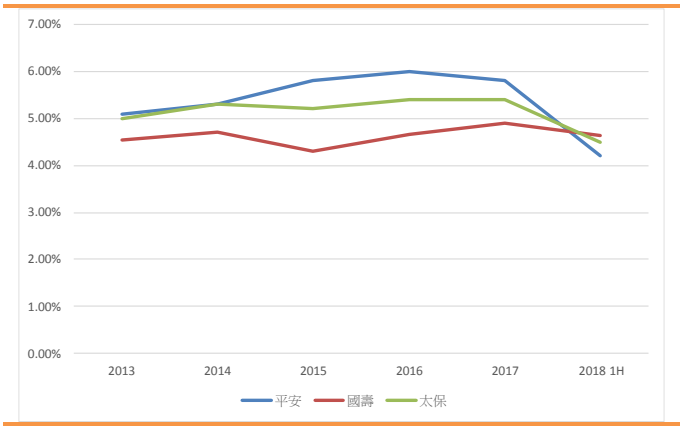
然而非理性價格戰必不可持續，陣痛是必須經歷的。價格開放後，市場將成為優勝劣敗的決定性力量，隨著商車費改的進一步深化，價格戰將轉向差異化產品及優質服務能力的競爭。預期市場在腥風血雨之後，市場集中度必然提高，而平安產險會是其中一位最終受益者。

[8] 手續費具體指向保險中介機構和個人代理人(營銷員)支付的所有費用，包括手續費、服務費、推廣費、薪酬、績效、獎金、佣金等。

保險資金投資組合分析——長期平均投資收益顯著高於投資回報假設

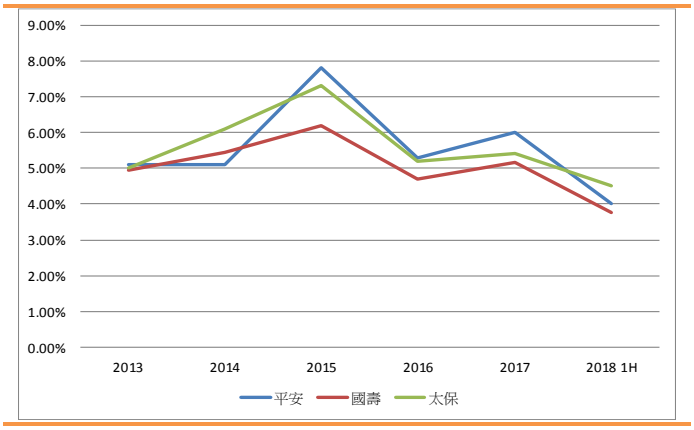
壽險公司和產險公司以所收取的保費收入進行投資，確保公司能夠承擔因承保保單而產生的有關責任，當然投資收益對保險公司的盈利亦至關重要。這裏要強調一點，保險公司於投資的態度不是炒股，亦不需要爭取非常高的投資回報，**中國平安**的假設投資回報率僅是 5%。投資者可以視保險公司的投資資產為向投保人的借款，所以會受到負債約束，但只要長期投資回報率高於負債利率，基本上就是無本生利。因此保險公司的投資取向最重要在久期(duration)、收益率和流動性的基礎上，尋求資產與負債相匹配。如果資產與負債的久期及資金流完全匹配，基本上就已經鎖定利差，期間的波動可以不理。可是，由於國內的監管限制，一般內地壽險公司都未能夠投資於久期足夠長的資產以匹配人壽保險產品的負債期限，所謂長錢短配。因此，整體來說，利率下降對國內壽險公司不利，而利率上升則有助提高投資收益，利好有效業務價值上升。由於平安壽險的產品組合較為均衡，有效降低壽險資產負債匹配風險，**中國平安**管理層指出平安壽險整體資產負債有效久期缺口小於 5 年，利率敏感度較低。

圖表 37：三大保險公司淨投資收益率[9]



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 38：三大保險公司總投資收益率[10]



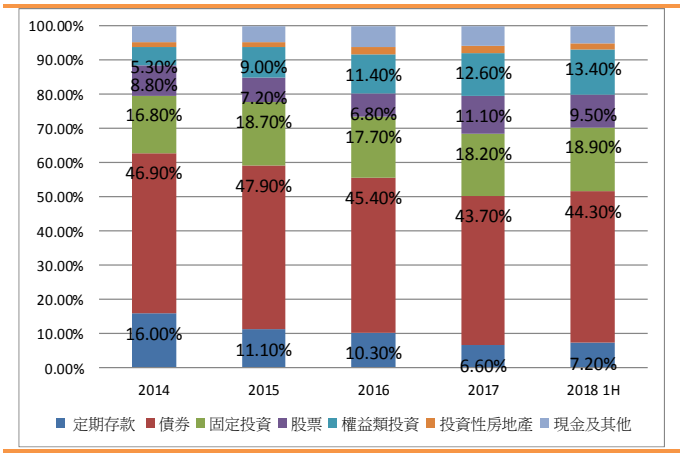
資料來源：公司年報、致富集團研究部

中國平安由 2013 年至 2017 年的平均年化淨投資收益率為 5.60%，是三家保險公司中最高的一家(國壽及太保於同一期間內的平均年化淨投資收益率分別為 4.62%及 5.26%)。而於同一期間**中國平安**的平均總投資收益率為 5.86%，是三家保險公司中最高(國壽及太保於同一期間內的平均總投資收益率分別為 5.29%及 5.80%)。**中國平安**的平均年化淨投資收益率及平均總投資收益率均高於內含價值 5%的投資回報假設。若計算包括可供出售金融資產公允價值變動的綜合投資收益，**中國平安**於 2013 年至 2017 年的平均投資收益率為 6.66%，顯著高於內含價值 5%的投資回報假設。

從圖表 37 可見，**中國平安**的淨投資收益率(主要收益為穩定的利息收入)整體向上，對降低投資收益的波動有顯著作用。然而 2018 年上半年，平安的年化淨投資收益率只有 4.2%，按年下降 0.8%，主要是權益資產分紅收入下跌影響。同樣，平安的年化總投資收益率只有 4.0%，按年下跌 0.9%，主要是 2018 年上半年，全球資本市場向下，加上**中國平安**執行新的 IFRS 9 會計準則後，分類為以公允價值計量且變動計入損益的資產大幅增加，令總投資收益波動加大。若按 IFRS 9 準則修訂前的年化總投資收益率為 4.5%，按年僅減少 0.4%。

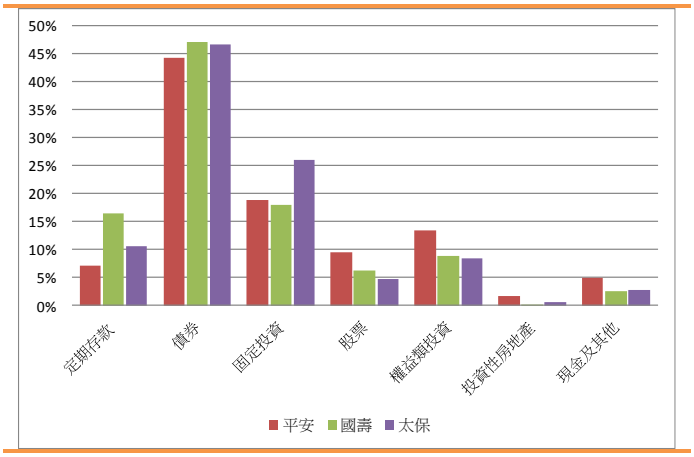
[9] 淨投資收益僅包含存款利息收入、債券利息收入、權益投資股息收入、投資性房地產租金收入以及應佔聯營企業和合營企業損益等。
[10] 總投資收益除包括淨投資收益外，再加上已實現收益、公允價值變動損益及投資資產減值損失。

圖表 39：**中國平安**的投資組合



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 40：2018 年上半年三大壽險公司投資組合



資料來源：公司年報、致富集團研究部

中國平安的保險資金投資組合由集團母公司、壽險及健康險業務、財產保險業務的可投資資金組成，截至 2018 年上半年，**中國平安**的投資資產合計 25,825 億元人民幣。從圖表 39 顯示，截至 2018 年上半年，**中國平安**的投資組合中固定收益類投資(包括定期存款、債券投資及固定投資)佔比最高，達 70.4%；其次是權益工具(包括股票及權益類投資)，佔比達 22.9%；之後是現金及其他以及投資性房地產，分別佔投資組合的 4.9%及 1.8%。

從**中國平安**的投資組合結構來看，固定收益類投資佔比逐年減少，尤其是收益率及久期相對較低的定期存款佔比下降幅度最大。而債券是整個投資組合中最大的資產類別，20 年期及以上債券超過 5,750 億元人民幣，長債久期 14.75 年，對縮短資產負債久期缺口貢獻良多。至於權益工具佔比逐年擴大，當中股票投資為最重要的資產類別。對於股票投資，集團的策略為重點項目集中投資，及提高外部投管人的委託比例。此外，目前投資性房地產佔比為 1.8%，集團認為此一資產類別能為集團帶來長期穩定現金流，期望長遠佔比能提升至 10%，並開拓新型的不動產投資領域。

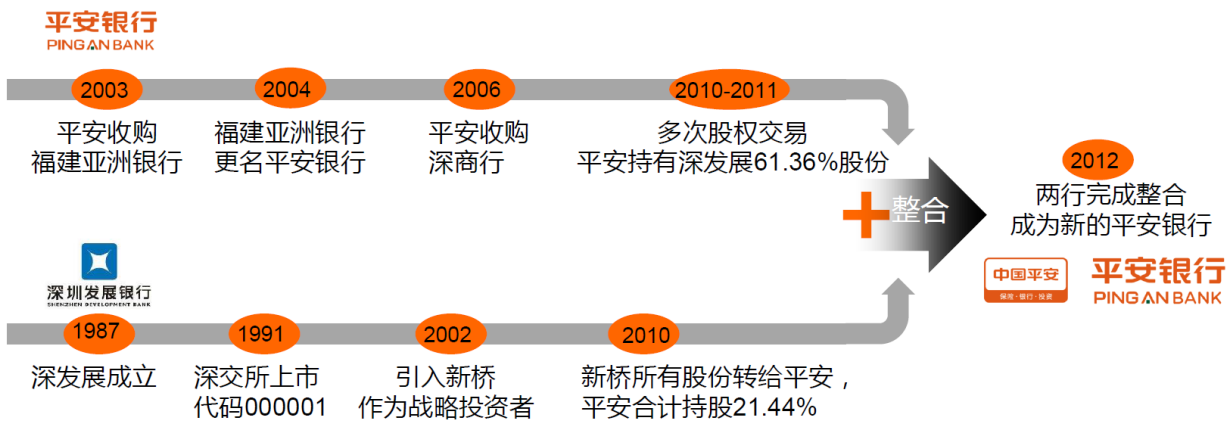
從圖表 40 可見，相對於**中國人壽**及**中國太保**，**中國平安**於股票及權益類投資較高，而固定資產類投資 (尤其是定期存款) 較低。平安的投資組合結構相對於其他兩大保險公司較為進取，較高的權益工具佔比，可能是平安長期平均總投資收益率較高的原因，但其收益率的波動性亦相對較高。

銀行業務分析──零售轉型成效顯著

為發展成為綜合性金融服務集團，**中國平安**矢志發展銀行業務這一塊最後的拼圖。經過多年的收購合併，**中國平安**的銀行業務終於成為全國性股份制商業銀行。

於 2003 年 12 月，**中國平安**收購福建亞洲銀行，並更名為平安銀行。**中國平安**的銀行業務從此正式展開，然而福建亞洲銀行只是地區性銀行，而且只能展開外幣業務，遠未能滿足平安的策略需要。2006 年初，深圳市商業銀行為求達到監管要求的資本充足率，準備招標重組。經過一輪競爭，7 月份**中國平安**成功收購深圳市商業銀行，2007 年下半年完成了深圳商業銀行與原平安銀行的合併，並依託集團綜合金融服務平臺，初步建立交叉銷售服務模式。

深圳發展銀行(深發展)是中國首家向公眾公開發行股票的全國性股份制商業銀行，股票代號為 000001。2010 年，**中國平安**購入新橋資本所持有的深發展全部股權，並隨後給深發展注資及注入原平安銀行，最終成功控股深發展。2012 年原深發展正式更名為**平安銀行(000001.SZ)**。

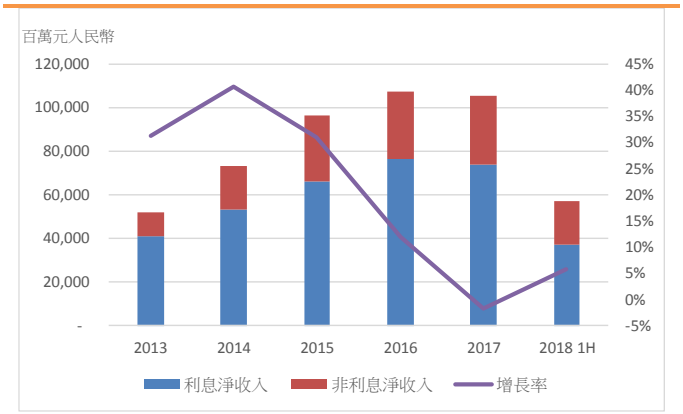


資料來源：2018 年**中國平安**投資者日資料

目前，**中國平安**佔**平安銀行**約 58.0%的股權。截至 2018 年 6 月 30 日止，**平安銀行**的半年淨利潤為 133.7 億元人民幣，佔**中國平安**的淨利潤及歸屬於母公司股東的淨利潤分別為 20.6%及 13.4%，為**中國平安**的重要收入來源。

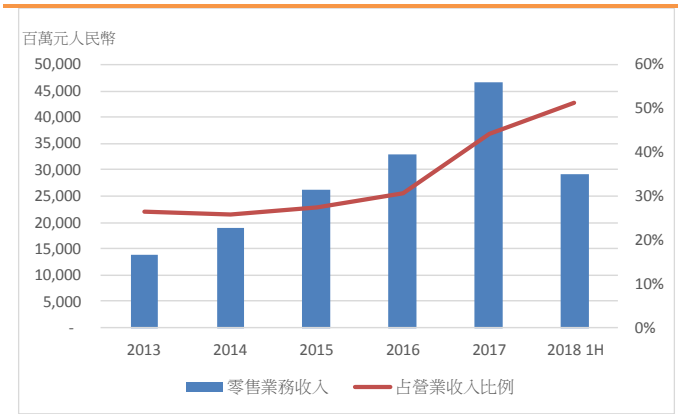
零售突破、對公做精

圖表 41：**平安銀行**營業收入及按年增速



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 42： **平安銀行**零售業務收入及其佔比

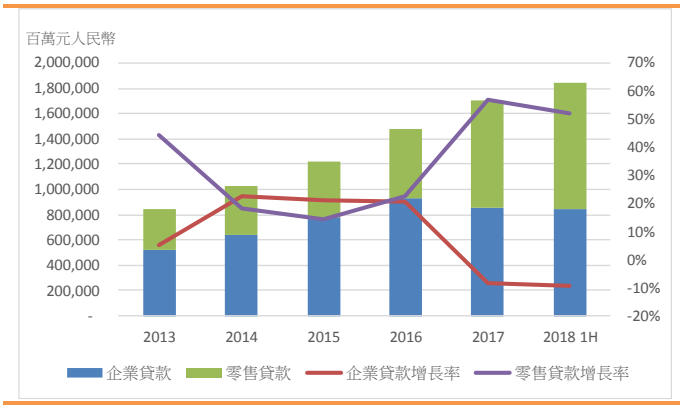


資料來源：公司年報、致富集團研究部

2017 年是**平安銀行**的一個重要分水嶺。從圖表 41 可見，2016 年之前**平安銀行**的營業收入增長迅速，由 2013 年至 2016 年期間的營業收入年複合增長率為 27.3%，然而 2017 年營業收入卻驟然由升轉跌至倒退 1.8%。箇中原因是**平安銀行**過去主力發展企業貸款，成功令收入迅速增長，但相隨的是 2016 年年底不良額及不良率按年增長較快，而盈利增長卻在放緩。於 2016 年 10 月，**平安銀行**新管理層到位，開始全面推進零售突破、對公做精，改變業務結構，大幅提升零售業務的貢獻。

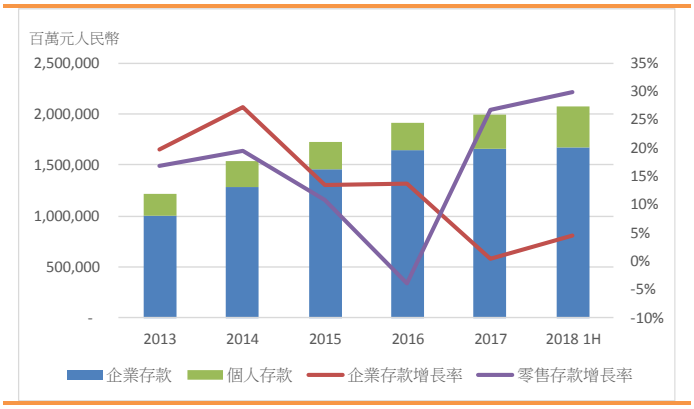
2016 年年底開始，**平安銀行**大幅壓縮企業貸款增長，主動退出過剩行業及高風險企業客戶，主力聚焦重點行業、重點客戶和重點產品，是**平安銀行**營業收入暫時倒退的主要原因。然而零售業務則全速發展，大力增加客戶數、管理零售客戶資產及存貸款規模，優化業務結構。從圖表 42 可見，零售業務收入對**平安銀行**的貢獻於 2016 年前均低於三成，但 2017 年開始大幅躍升，於 2018 年上半年已超過一半至 51.2%，而**平安銀行** 2018 年上半年的營業收入亦由於零售業務的大幅增長而扭轉跌勢。

圖表 43：**平安銀行**發放貸款及按年增速



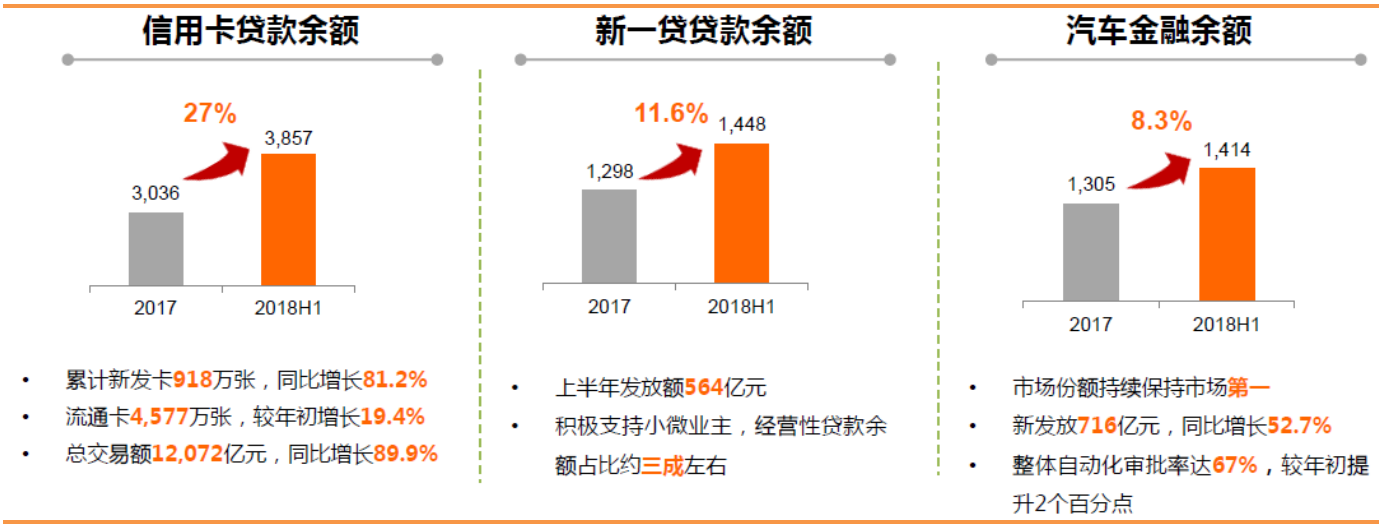
資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 44： **平安銀行**吸收存款及按年增速



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 45：**平安銀行**三大尖兵



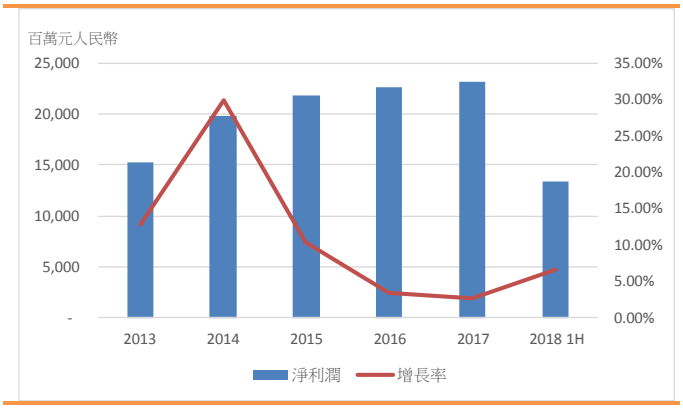
資料來源：2018 年**中國平安**投資者日資料、致富集團研究部

平安銀行於 2016 年年底開展的零售改革，成效是明顯的。從貸款結構方面看，正如上述所言，**平安銀行**於 2016 年年底後實行對公做精，加強清收問題資產力度，企業貸款集中發放符合國家戰略、體量大、弱週期及成長性好的十大重點行業。圖表 43 顯示，企業貸款由 2016 年之前急速增長至 2017 年按年倒退 8.5%，2018 年上半年持續按年倒退 9.3%至 8,498 億元人民幣。至於零售貸款方面，集團明確三大尖兵策略，包括信用卡、消費金融及汽車金融，快速做大零售貸款。2017 年，**平安銀行**零售貸款按年大升 57.0%，2018 年上半年持續大幅增長，按年升 52.0%至 9,989 億元人民幣，佔總貸款額首次過半至 54.0%。

在存款方面，企業存款仍然是**平安銀行**的主要存款來源。然而從圖表 44 可見，於 2017 年及 2018 年上半年，

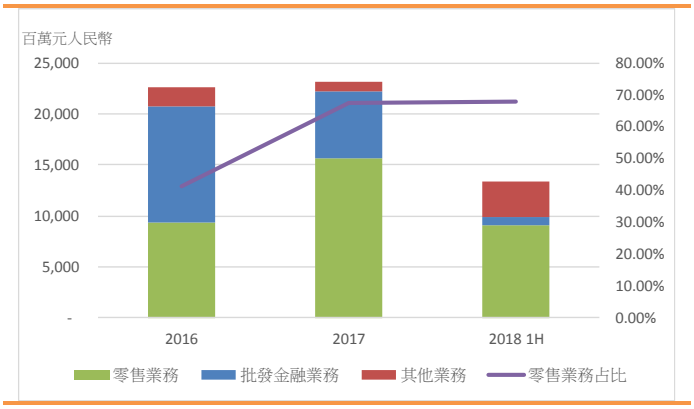
企業存款按年增速已放緩至個位數。可是，於 2017 年零售存款增長猛進，按年升 26.8%至 3,410 億元人民幣，2018 年上半年零售存款按年增長擴大至 30.0%，達到 4,058 億元人民幣。

圖表 46：**平安銀行**淨利潤及按年增長



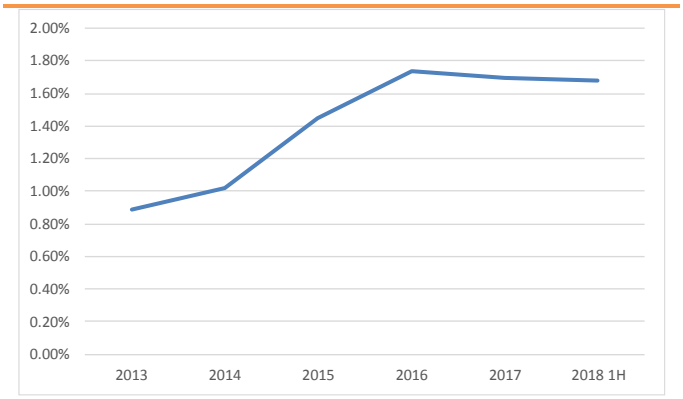
資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 47： **平安銀行**分部淨利潤



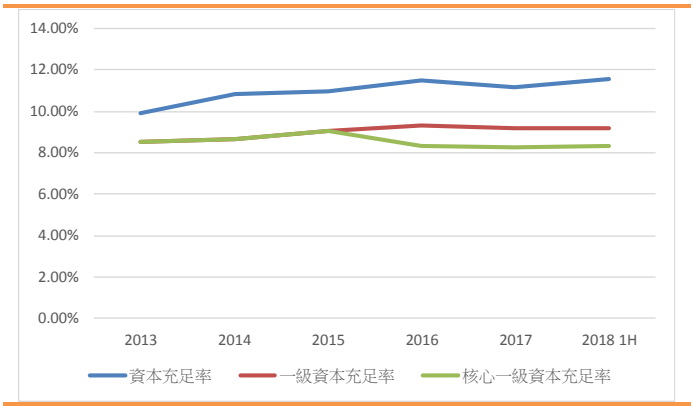
資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 48：**平安銀行**不良貸款率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 49：**平安銀行**資本充足率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

縱使**平安銀行**於 2015 年及 2016 年的營業收入仍然有可觀的增幅，但是由於批發金融業務的資產減值損失大幅增加，最終導致**平安銀行**的淨利潤增長大幅放緩。圖表 47 顯示，於 2017 年，**平安銀行**大刀闊斧壓縮批發金融業務，令其淨利潤大幅降低，然而零售業務淨利潤貢獻迅速頂上，按年增長 68.3%，佔總淨利潤份額躍升至 67.6%，令**平安銀行** 2017 年的淨利潤平穩過渡，不至於出現倒退。2018 年上半年，**平安銀行**零售改革持續推進，批發金融業務淨利潤下降至只有 8.4 億元人民幣，而零售業務淨利潤則按年增加 12.1%至 90.8 億元人民幣，佔總淨利潤份額 67.9%。

至於貸款質素方面，2016 年之前，**平安銀行**的不良貸款率持續惡化至 1.74%。2017 年零售改革之後，由於企業貸款規模下降，**平安銀行**的貸款質素亦開始出現改善，2017 年及 2018 年上半年的不良貸款率分別為 1.70%及 1.68%。

資本充足率方面，**平安銀行**持續深化資本管理改革。**平安銀行**以輕資產、輕資本戰略優化調整資產業務結構，發展不佔用資本及少佔用資本業務。另外，將經濟資本管理嵌入績效考核中，確保資本成本概念及資本管理理念融

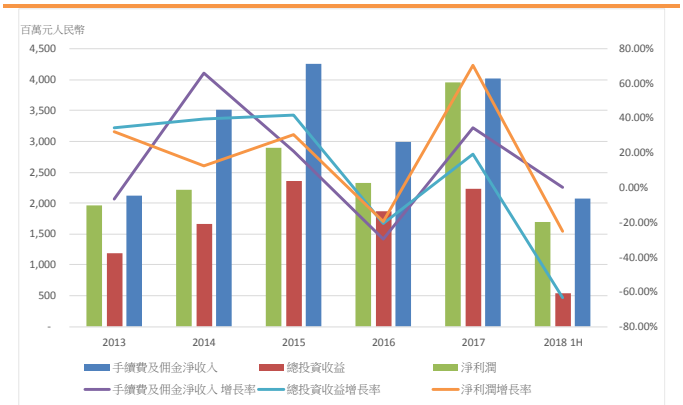
入到經營管理各個環節。截至 2018 年上半年底，**平安銀行**的核心一級資本充足率、一級資本充足率及資本充足率分別較 2017 年年底提高 0.06%、0.04%及 0.39%至 8.34%，9.22%及 11.59%，均滿足監管達標要求。此外，**平安銀行**亦計劃通過發行 260 億元人民幣 A 股可轉換公司債券及剛成功發行 350 億元人民幣債券，構成資本補充的組合方案。

資產管理業務分析——表現跟隨大市波動

信託業務

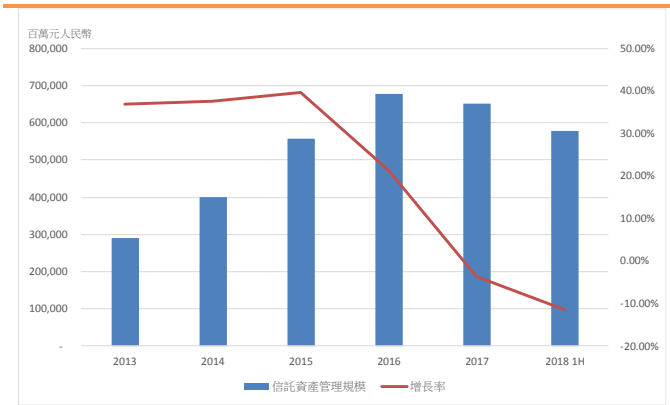
中國平安於 1996 年收購中國工商銀行珠江三角洲金融信託聯合公司，並改名平安信託，自始展開信託業務。平安信託向個人高淨值客戶、機構客戶及**中國平安**其他子公司提供受託和信託投融資服務。截至 2018 年 6 月底止，平安信託服務 9.53 萬個活躍個人高淨值客戶，滿足他們財富增值、傳承、公益的需求，以及累計為超過 200 家銀行、保險等機構客戶提供一站式資產管理產品服務。

圖表 50：平安信託收入、淨利潤及其增長率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 51： 平安信託的信託資產管理規模及其增長率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

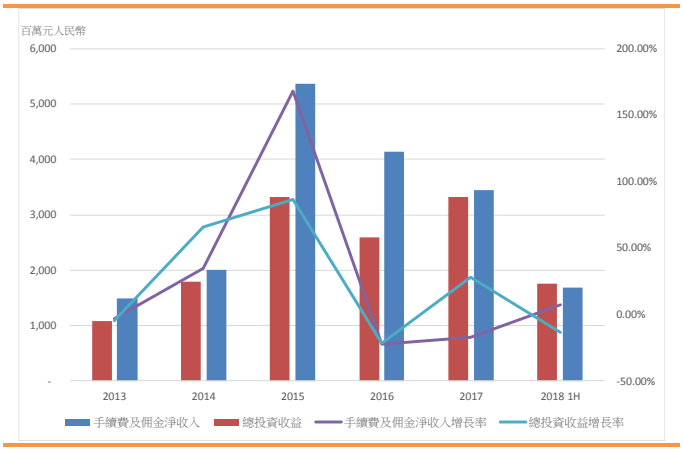
平安信託的主要收入為手續費及佣金淨收入以及總投資收益。從圖表 50 可見，平安信託的手續費及佣金淨收入以及總投資收益整體向上，但短期極受資本市場波動所影響。正如 2016 年 A 股市場持續低迷，平安信託手續費及佣金淨收入按年下跌 30.0%，而總投資收益則按年下跌 20.5%，淨利潤亦無可避免地按年回落 19.6%。2017 年，平安信託隨 A 股市況好轉而錄得淨利潤按年大升 70.4%。然而 2018 年上半年，再次因為資本市場轉差，總投資收益按年大跌 63.2%而導致淨利潤按年倒退 25.1%至 16.9 億元人民幣，佔**中國平安**歸屬於股東淨利潤 2.9%。

至於資產管理規模，圖表 51 顯示，平安信託的信託資產管理規模過去幾年發展迅速，從 2012 年至 2016 年的複合年增長率高達 33.7%。然而由於金融監管部門的資管新規，全力去通道、去槓桿、破剛兌，令到平安信託的信託資產管理規模於 2017 年按年錄得 3.6%倒退，2018 年上半年按年跌幅擴大至 11.6%。

證券業務

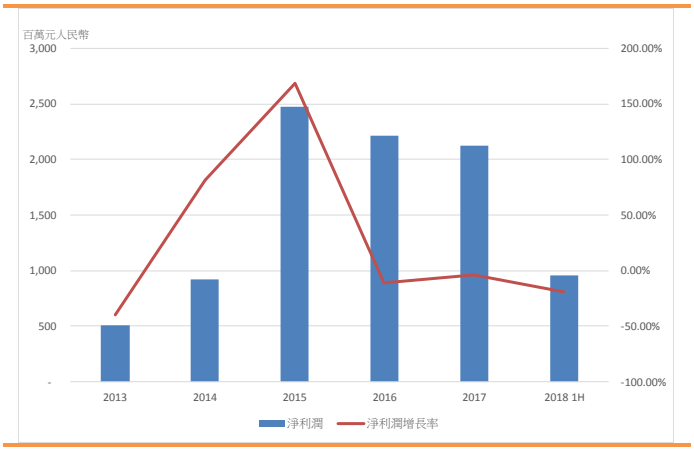
中國平安通過平安證券及其子公司平安期貨、平安財智、平安證券(香港)、平安磐海資本，向客戶提供證券經紀、期貨經紀、投資銀行、資產管理及財務顧問等服務。

圖表 52：平安證券收入分部及其增長率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 53： 平安證券淨利潤及其增長率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

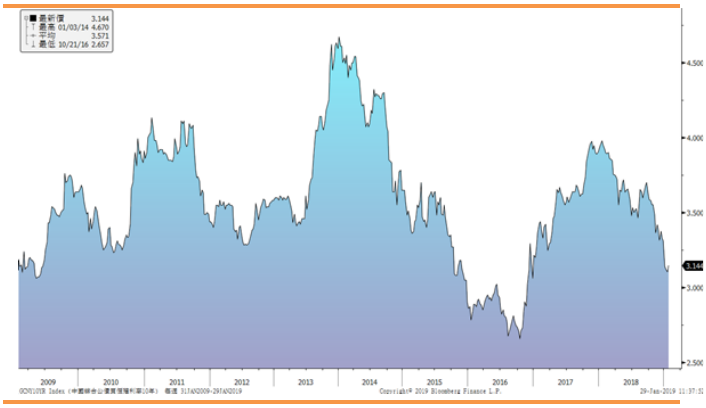
平安證券的主要收入為手續費及佣金收入，以及總投資收益，兩者均受資本市場狀況所影響，波動相對較大。於 2015 年中國股市大幅波動，滬深 300 指數年度波幅高達 68.7%，股票一級市場融資額按年上漲 72.3%，二級市場日均交易量按年增長 246.2%至超過 1 萬億元人民幣，致使平安證券手續費及佣金淨收入、總投資收益及淨利潤都達至歷來最高。然而，經過 2015 年後，中國股市反覆波動，成交量未能重返 2015 年高位，平安證券手續費及佣金收入，以及總投資收益亦相繼分別回落至 2018 年上半年的 16.8 億元人民幣及 17.5 億元人民幣。至於平安證券淨利潤，2018 年上半年按年亦跌 19.5%至 9.6 億元人民幣，歸屬於**中國平安**股東的淨利潤則為 9.2 億元人民幣，佔總歸屬於股東淨利潤 1.6%。

證券行業市場分散，競爭激烈，加上中國正經歷經濟下行、金融加強監管、去槓桿及中美貿易摩擦等因素，短期面臨重大挑戰。縱使 2018 年上半年困難重重，平安證券依託互聯網平台提升經紀客戶服務體驗，提高交易業務效率；另外，深度挖掘集團綜合金融優勢，服務集團內外部個人與機構客戶的投融資需求。2018 年上半年，平安證券經紀業務客戶數按年上升 25.9%至 1,411 萬人；日均活躍用戶數按年提升 32.1%至 173 萬人；交易量市場份額上升 0.64%至 2.96%。

下行風險

中國債券孳息率下跌

圖表 54：中國 10 年期債券孳息率



資料來源：彭博、致富集團研究部

從圖表 54 可見，的確由 2018 年年初直至目前，中國 10 年期債券孳息率有比較大的跌幅，相信是因為於 2018 年的中美貿易戰，導致中央政府決定放寬流動性所致。當然，若然中國 10 年期債券孳息率長期低於 2 厘水平，**中國平安**是有利差損的風險。然而我們難以斷定近期的趨勢就是結構性的長期下跌，而以歷史為鑑，孳息率更大機會是以周期性波動為主，加上目前環球央行仍然在進行利率正常化，中國債券孳息率長期下行的假設難以令人信服。最後一點是，由於**中國平安**的產品結構前幾年已開始由快返型的理財性產品過渡至長期保障型產品，因此**中國平安**對利差益的依賴相對較低。

2019 年開門不紅

市場擔心 2019 年 1 月國內保險企業的保費收入仍然受著 134 號文的負面影響，令到 2019 年 1 月份開門不紅。實際情況需要於二月各大保險企業公布一月保單銷售情況才能得悉。

目前開門紅的保險產品主要屬於快返型的理財性產品，雖然能夠沖高全年保費收入，但產品高度同質化，劇烈的競爭導致產品新業務價值率非常低。而 134 號文倒逼著國內保險公司重返長期保障型產品，該產品的新業務價值率遠高於快返型理財性產品。因此，就算 2019 年 1 月份的新業務保單銷售未能如以往般火紅，估計新業務價值仍會有所增長。另外，過往**中國平安** 1 月份的新業務保費佔全年比重高逾 20%，我們估計平安今後於開門紅的銷售力度將會逐步放緩，而全年各月份的保費則更加平均。因此，我們預期今年往後月份的新業務保費將會按年增長，全年的累計新業務保費仍會按年增長。

預測及估值

我們給予**中國平安**「增持」評級，目標價為$92.59。此目標價是基於分類加總估值模型(Sum of the parts Valuation)所推算出來。我們用每股股價對每股企業價值比率(PEV)估值法對集團壽險業務進行估值;用市賬率(PB)估值法對集團財險、信託及證券業務進行估值；用**平安銀行**、**平安好醫生**及**汽車之家**的市場價值進行估值；以及用投後價值對集團科技業務進行估值。此目標價相當於 1.23 倍 2019 年度的預測集團內含價值(Forward PEV)。

圖表 55：**中國平安**分類加總估值模型

百萬單位	估值法	估值倍數	2018E	貨幣	持股比例	分部每股估值(港元)
壽險業務	PEV	1.8	606,076	人民幣	98.4%	68.42
財險業務	PB	1.5	76,864	人民幣	99.5%	7.31
平安銀行	市值[11]	1	192,500	人民幣	58.0%	7.11
平安信託	PB	0.5	21,879	人民幣	99.9%	0.70
平安證券	PB	0.5	27,006	人民幣	96.0%	0.83
陸金所	投後估值	1	18,500	美元	43.8%	2.98
金融壹賬通	投後估值	1	7,400	美元	44.3%	1.21
平安醫保	投後估值	1	8,800	美元	44.3%	1.44
平安好醫生	市值[11]	1	39,650	港元	39.3%	0.85
汽車之家	市值[12]	1	8,950	美元	52.7%	1.74
每股合理值(港元)	**92.59**					
上日收市價(港元)	**77.35**					
潛在升幅(%)	**19.70**					

[11] 以 2019 年 2 月 11 日收市價計
[12] 以 2019 年 2 月 8 日收市價計

財務數據

損益表

截至 12 月 31 日止年度	2017	2018E	2019E	2020E
百萬元人民幣				
壽險已賺保費	384,567	461,770	534,771	609,707
財險已賺保費	188,219	214,362	245,466	281,082
銀行營業收入	104,683	104,311	111,107	118,401
投資收益	121,666	105,078	132,126	151,495
其他收入	98,256	72,155	76,262	80,784
賠款及保戶利益	(427,431)	(473,442)	(546,690)	(606,375)
保險業務佣金支出	(116,727)	(128,526)	(148,148)	(169,213)
其他開支	(218,493)	(219,369)	(244,414)	(278,167)
稅前利潤	**134,740**	**136,340**	**160,479**	**187,714**
所得稅	(34,762)	(35,324)	(42,093)	(49,401)
淨利潤	**99,978**	**101,016**	**118,387**	**138,314**
母公司股東淨利潤	**89,088**	**88,762**	**105,290**	**124,054**
每股盈利(元人民幣)	**4.99**	**4.86**	**5.76**	**6.79**
每股股息(元人民幣)	1.50	1.46	1.73	2.04

資料來源：公司年報、致富集團研究部

現金流

截至 12 月 31 日止年度	2017	2018E	2019E	2020E
百萬元人民幣				
經營活動產生的現金流	**121,283**	**305,121**	**365,754**	**252,091**
投資活動產生的現金流	**(354,767)**	**(428,956)**	**(495,297)**	**(562,745)**
籌資活動產生的現金流	**178,588**	**214,194**	**243,675**	**278,410**
現金及現金等價物的淨增加額	**(54,896)**	**90,359**	**114,133**	**(32,244)**
現金及現金等價物的年初餘額	367,552	308,664	399,023	513,156
現金及現金等價物的年末餘額	**308,664**	**399,023**	**513,156**	**480,912**

資料來源：公司年報、致富集團研究部

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度	2017	2018E	2019E	2020E
百萬元人民幣				
現金及現金等價物	308,664	399,023	513,156	480,912
金融資產	3,189,813	3,516,029	4,059,807	4,612,666
發放貸款及墊款	1,660,864	1,860,168	2,083,388	2,333,394
長期資產	274,504	356,855	463,912	603,085
其他資產	1,059,230	1,298,875	1,448,543	1,710,486
資產合計	**6,493,075**	**7,430,950**	**8,568,807**	**9,740,544**
客戶存款及保證金	1,952,695	2,147,965	2,362,761	2,599,037
保險合同負債	1,932,969	2,190,237	2,536,490	2,781,789
其他負債	2,019,494	2,423,393	2,908,071	3,489,686
負債合計	**5,905,158**	**6,761,594**	**7,807,322**	**8,870,512**
歸屬於母公司股東權益	**473,351**	**535,485**	**609,188**	**696,026**
少數股東權益	114,566	133,871	152,297	174,006
股東權益	**587,917**	**669,356**	**761,485**	**870,032**

資料來源：公司年報、致富集團研究部

財務比率

截至 12 月 31 日止年度	2017	2018E	2019E	2020E
百分比				
壽險已賺保費按年增速	33.5	20.1	15.8	14.0
財險已賺保費按年增速	22.7	13.9	14.5	14.5
銀行營業收入按年增速	0.4	-0.4	6.5	6.6
投資收益按年增速	30.3	-13.6	25.7	14.7
股東淨利潤按年增速	42.8	-0.4	18.6	17.8
集團內含價值按年增速	29.4	20.6	18.5	17.4
新業務價值按年增速	28.2	0.8	10.0	10.0
總負債/總資產	90.9	91.0	91.1	91.1
集團 ROE	20.8	17.6	18.4	19.0
PEV(倍)	1.47	1.22	1.03	0.88
PE(倍)	13.31	13.68	11.53	9.79

資料來源：公司年報、致富集團研究部

評級釋義

評級	說明
買入	目標價較現價有超過 30%的潛在升幅
增持	目標價較現價有介乎 10.1%至 29.9%的潛在升幅
中性	目標價正處於現價正負 10%變幅的區間之內
減持	目標價較現價有介乎 10.1%至 29.9%的潛在跌幅
沽出	目標價較現價有超過 30%的潛在跌幅

免 責 聲 明

本報告由致富證券有限公司(“致富證券”)提供，所載之內容或意見乃根據本公司認為可靠之資料來源來編製，惟本公司並不就此等內容之準確性、完整性及正確性作出明示或默示之保證。本報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告的作用純粹為提供資訊，並不應視為對本報告內提及的任何產品買賣或交易之專業推介、建議、邀請或要約。致富證券及其附屬公司、僱員及其家屬及有關人士可於任何時間持有、買賣或以市場認可之方式，包括以代理人或當事人對本報告內提及的任何產品進行投資或買賣。投資附帶風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。投資者進行投資前請尋求獨立之投資意見。致富證券在法律上均不負責任何人因使用本報告內資料而蒙受的任何直接或間接損失。致富證券擁有此報告內容之版權，在未獲致富集團許可前，不得翻印、分發或發行本報告以作任何用途。撰寫研究報告內的分析員均為根據證券及期貨條例註冊的持牌人士，此等人士保證，文中觀點均為其對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。截至本報告發表當日，此等人士均未於本報告中提及的公司或與此等公司相同集團的成員公司之證券存有權益。