

平安价值深度解析

(三)

集团常务副总经理兼首席财务官兼总精算师

姚波

2018.10.12 中国·深圳

重要提示

有关前瞻性陈述之提示声明：

除历史事实陈述外，本演示材料中包括了某些“前瞻性陈述”。所有本公司预计或期待未来可能或即将发生的(包括但不限于)预测、目标、估计及经营计划都属于前瞻性陈述。前瞻性陈述涉及一些通常或特别的已知和未知的风险与不明朗因素。某些陈述，例如包含「潜在」、「估计」、「预期」、「预计」、「目的」、「有意」、「计划」、「相信」、「将」、「可能」、「应该」等词语或惯用词的陈述，以及类似用语，均可视为前瞻性陈述。

读者务请注意这些因素，其大部分不受本公司控制，影响着公司的表现、发展趋势及实际业绩。受上述因素的影响，本公司未来的实际结果可能会与这些前瞻性陈述出现重大差异。这些因素包括但不限于：汇率变动、市场份额、同业竞争、环境风险、法律、财政和监管变化、国际经济和金融市场条件及其他非本公司可控制的风险和因素。任何人需审慎考虑上述及其他因素，并不可完全依赖本公司的“前瞻性陈述”。本公司声明，本公司没有义务因新信息、未来事件或其他原因而对本演示材料中的任何前瞻性陈述公开地进行更新或修改。本公司及其任何员工或联系人，并未就本公司的未来表现作出任何保证声明，及不为任何该等声明负责。

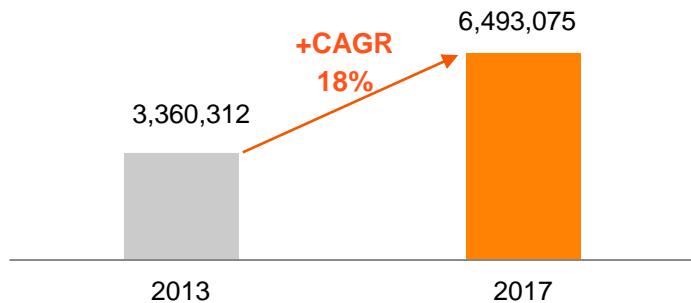
披露口径说明：

本报告所披露新业务价值，如非特别说明皆为寿险及健康险业务口径，即包含平安寿险、平安养老险和平安健康险公司的业务。

本报告中图表所列增长率，如非特别说明皆为复合增长率。

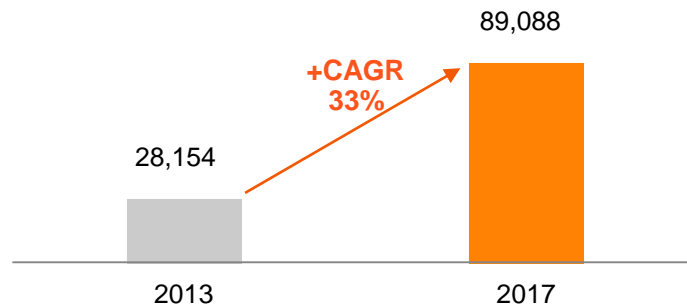
过去五年，平安业绩持续高速增长

总资产

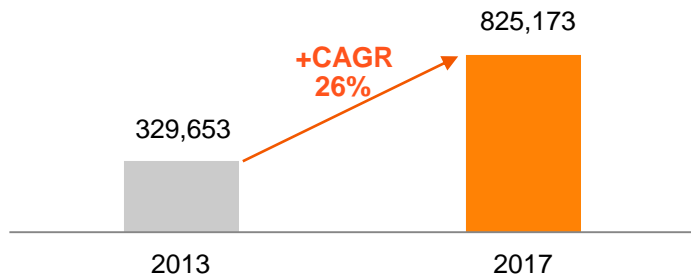


归属于母公司股东的净利润

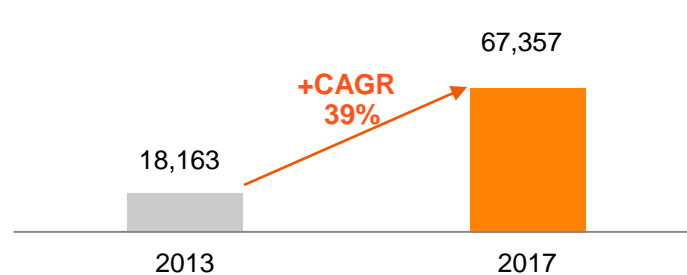
(人民币百万元)



集团内含价值



新业务价值



注：(1) 2013的内含价值和新业务价值为偿一代口径，平安从2016年开始根据监管规定披露偿二代口径的相关内含价值数据；
(2) 数据来源平安年报

以往投资者策略日我们解答过的若干问题



4个主要
问题

1 寿险行业消费升级是否可持续？

环境变化促升级

- ✓ 人口老龄化和医疗费用上涨
- ✓ 居民收入提高和意识增强
- ✓ 保险渗透低，人均保障低

2 在中国经济下行期平安业绩是否还能保持稳定增长？

储备丰厚优势明显

- ✓ 稳健的偿付能力状况
- ✓ 巨大的剩余边际余额
- ✓ 业务品质好，保障成分高
- ✓ 综合金融，科技赋能

3 如何正确解读剩余边际？

利润和资本的重要来源

- ✓ 剩余边际及其摊销分别是实际资本和会计利润的主要构成
- ✓ 剩余边际和有效业务价值都是未来利润的现值，差异在于贴现率、税和资本成本

4 内含价值的假设是否审慎合理？

假设审慎合理

- ✓ 风险贴现率审慎
- ✓ 重疾发生率考虑长期恶化趋势
- ✓ 实际经验优于精算假设，持续贡献价值

保险业新政策不断出台，平安持续优化披露

保险姓保，监管从严

- 集团**
 - ◆ **IFRS9** • 2018年1月实施

- 寿险**
 - ◆ **76号文** • 2016年9月发布
 - ◆ **134号文** • 2017年6月发布
 - ◆ **19号文** • 2018年4月发布

- 产险**
 - ◆ **商车费改** • 2015年起陆续出台

积极应对，优化披露

- ◆ **营运利润**
 - 剔除短期波动，更清晰体现公司经营业绩和趋势

- ◆ **寿险利源**
 - 解析寿险营运利润的来源

- ◆ **剩余边际变动分析**
 - 展示剩余边际的变动因素

- ◆ **可动用资金变动分析**
 - 展示可动用资金的变动因素

- ◆ **ROEV**
 - 展示公司可相对稳定获得的内含价值增长

目 录

1. 如何解读营运利润

2. 如何解读ROEV

3. 平安的合理估值框架

目 录

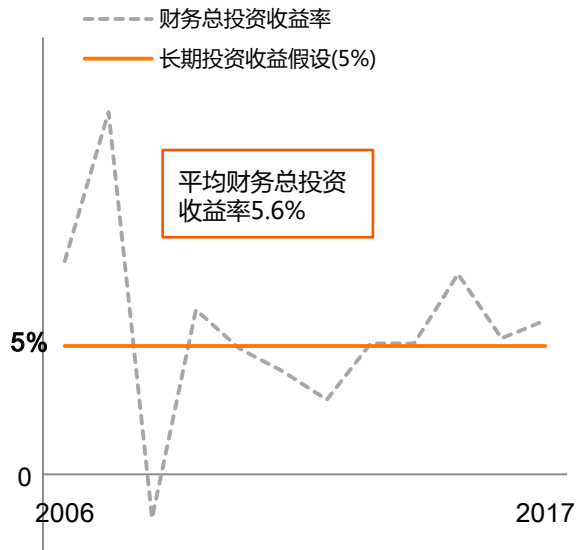
1. 如何解读营运利润

- 营运利润的背景
- 寿险利源
- 剩余边际变动分析
- 其他业务营运利润驱动

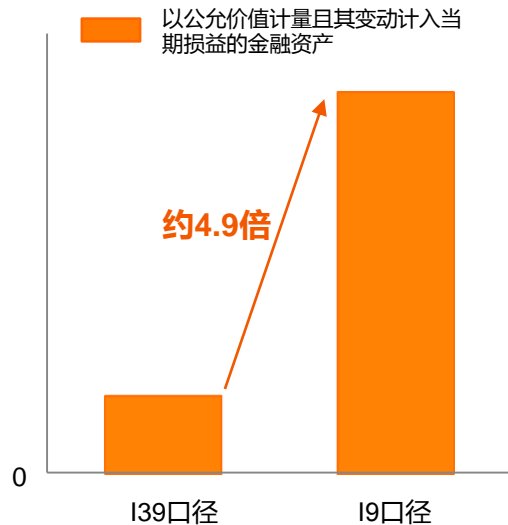
剔除短期波动影响，营运利润可更清晰体现公司经营业绩和趋势

营运利润 = 净利润 - 短期投资波动⁽¹⁾ - 折现率变动影响 - 一次性重大项目调整

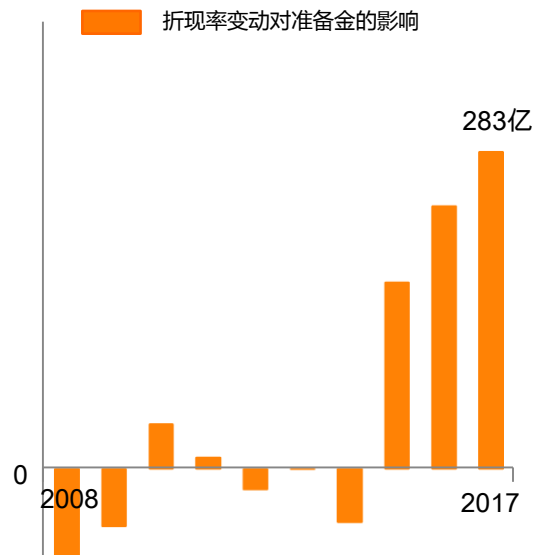
投资收益波动巨大



I9下投资收益将更加波动



折现率变动影响较大



注：(1) 寿险及健康险业务实际投资回报与内含价值长期投资回报假设(5%)的差异，同时调整因此引起的保险和投资合同负债相关变动。

投资波动和折现率变动主要影响寿险及健康险业务

截至2017年12月31日止12个月 (单位：人民币百万元)	寿险及健康险	财产保险业务	银行业务	资产管理业务	金融科技与医疗科技业务	其他及抵消	集团合并
归属于母公司股东的净利润	35,658	13,307	13,449	15,924	14,621	(3,871)	89,088
少数股东损益	485	65	9,740	481	68	53	10,890
净利润(A)	36,143	13,372	23,189	16,403	14,689	(3,818)	99,978
剔除项目:							
短期投资波动(B)	4,532						4,532
折现率变动影响(C)	(21,213)						(21,213)
管理层认为不属于日常营运收支的一次性重大项目(D)					10,850 ⁽¹⁾		10,850
营运利润(E = A - B - C - D)	52,824	13,372	23,189	16,403	3,839	(3,818)	105,809
归属于母公司股东的营运利润	52,128	13,307	13,449	15,924	3,771	(3,871)	94,708
少数股东营运利润	696	65	9,740	481	68	53	11,101

注: (1) 2017年不属于日常营运收支的一次性重大项目为平安好医生重组交易带来的净利润。

(2) 因四舍五入，直接计算未必相等。

寿险及健康险业务的营运利润主要来源于剩余边际摊销及营运偏差

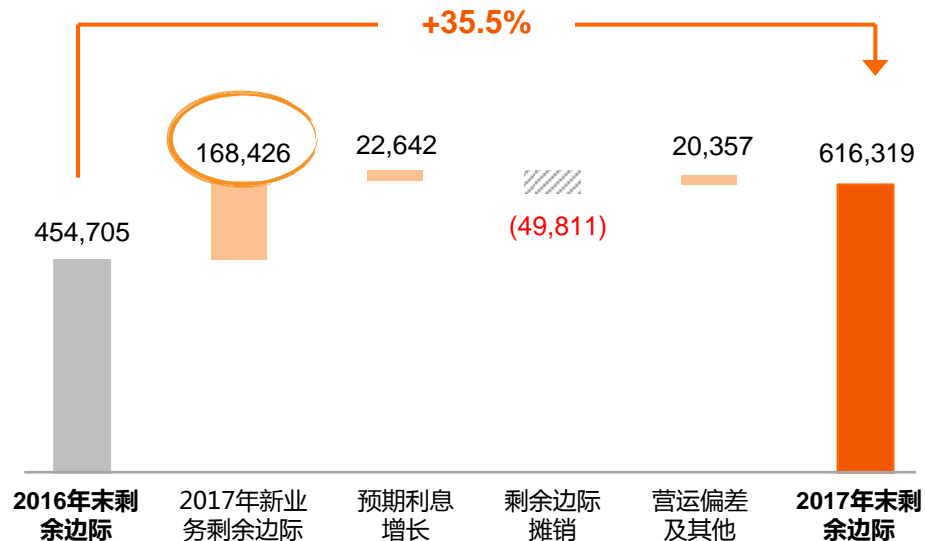
(人民币百万元)	2017年	占比	2016年	占比
净资产投资收益	7,357	10.1%	5,648	10.5%
息差收入	5,637	7.7%	3,715	6.9%
剩余边际摊销	49,811	68.3%	38,202	70.9%
营运偏差及其他	10,108	13.9%	6,317	11.7%
税前营运利润合计	72,912	100.0%	53,882	100%
所得税	(20,088)		(13,365)	
税后营运利润合计	52,824		40,518	

注：因四舍五入，直接计算未必相等。

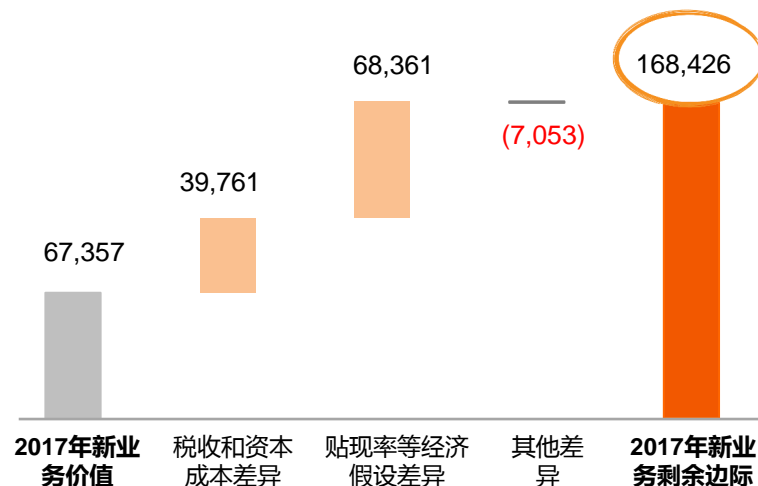
剩余边际的增长主要来源于新业务贡献

(人民币百万元)

剩余边际变动分析



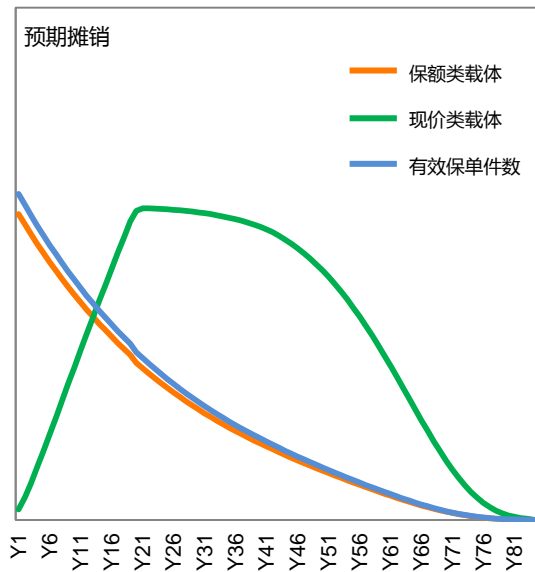
新业务价值与剩余边际的一体性



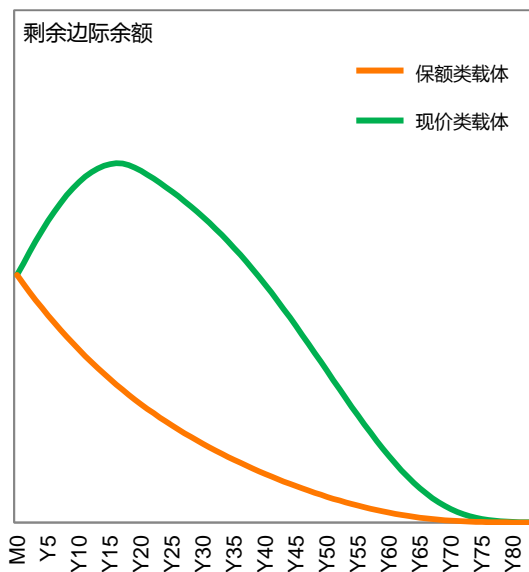
注: 因四舍五入, 直接计算未必相等。

不同载体摊销模式不同，高价值业务在较快的摊销模式下，仍能保持较高的剩余边际余额

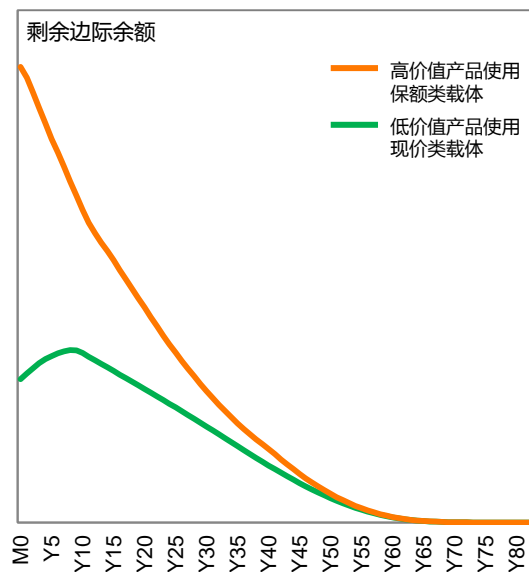
保额类载体下预期摊销与保单存续大体相同，是平安主要的载体选择



同一批保单，摊销速度越快，剩余边际余额越低

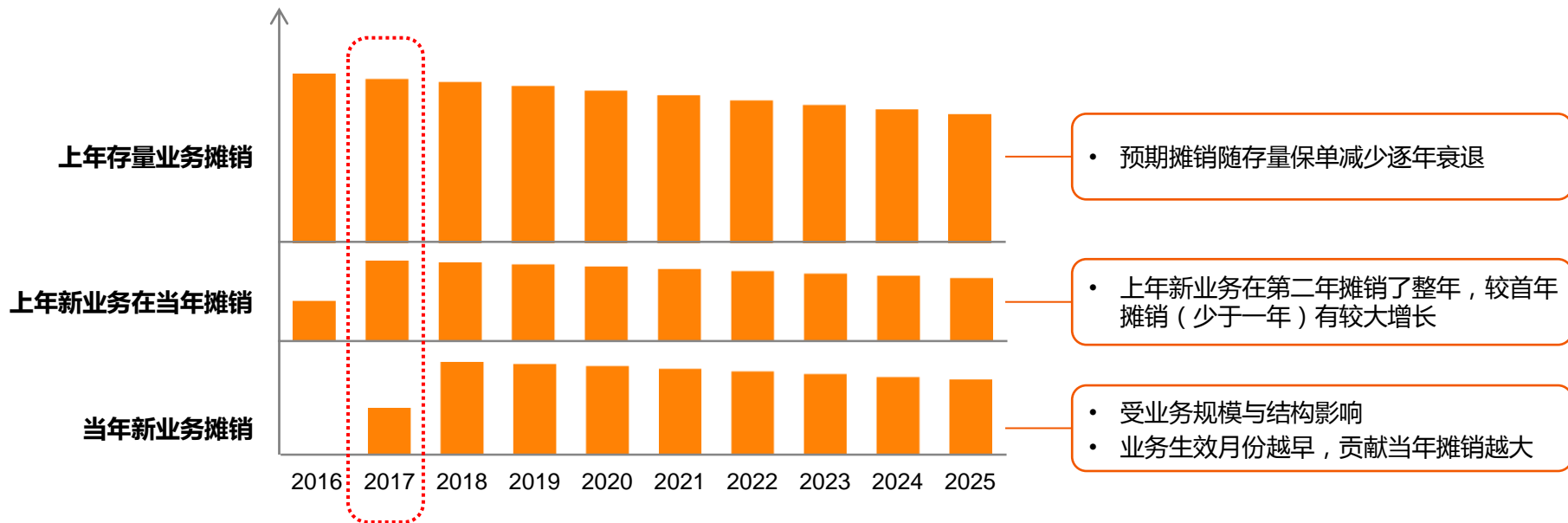


高价值业务，在较快的摊销载体下，剩余边际余额仍较高



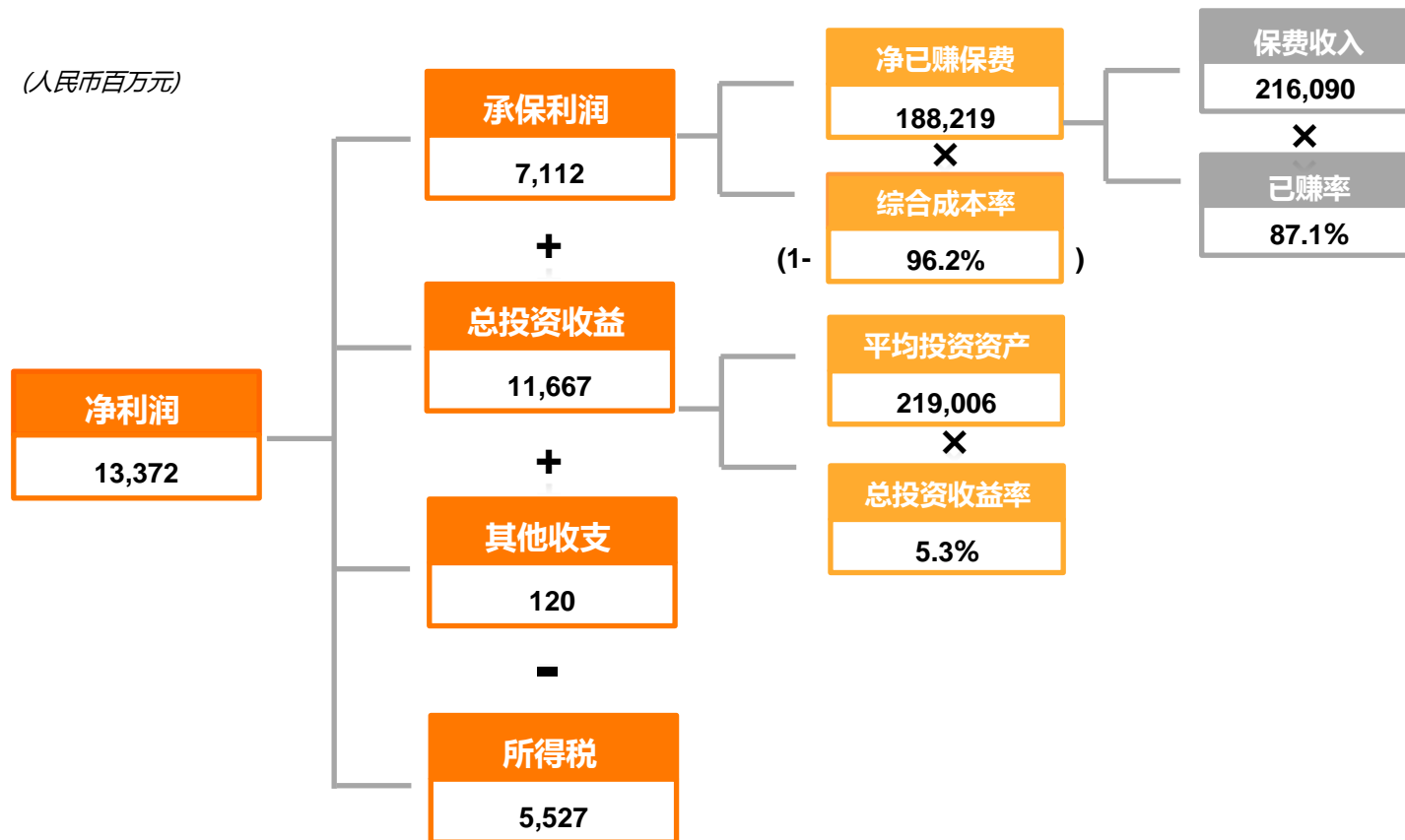
剩余边际的摊销主要来源于存量业务，新业务是未来增长的关键

剩余边际摊销 = 上年存量业务摊销 + 上年业务在当年摊销 + 当年新业务摊销



产险营运利润的主要驱动

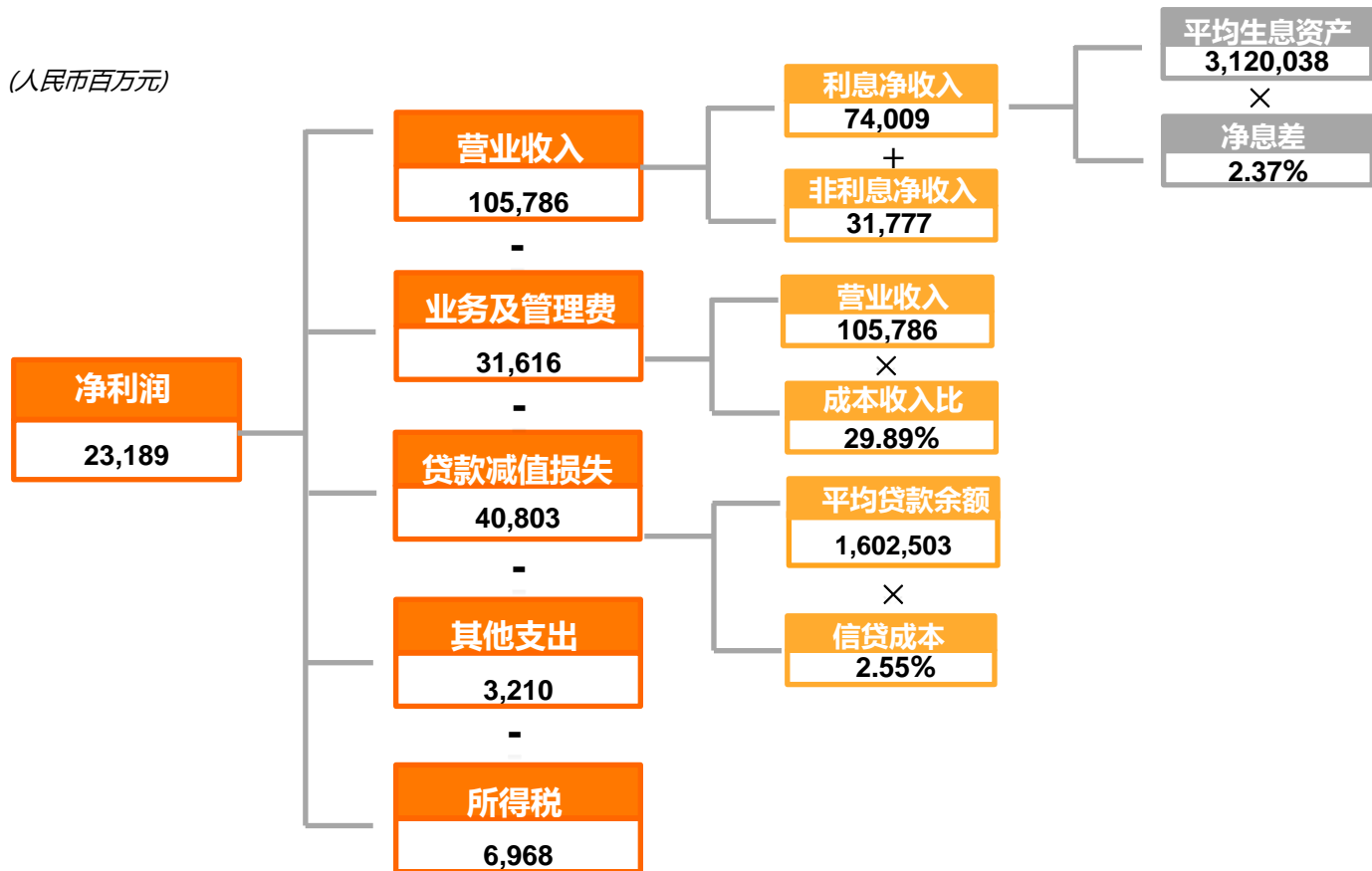
(人民币百万元)



注: 因四舍五入, 直接计算未必相等。

银行营运利润的主要驱动

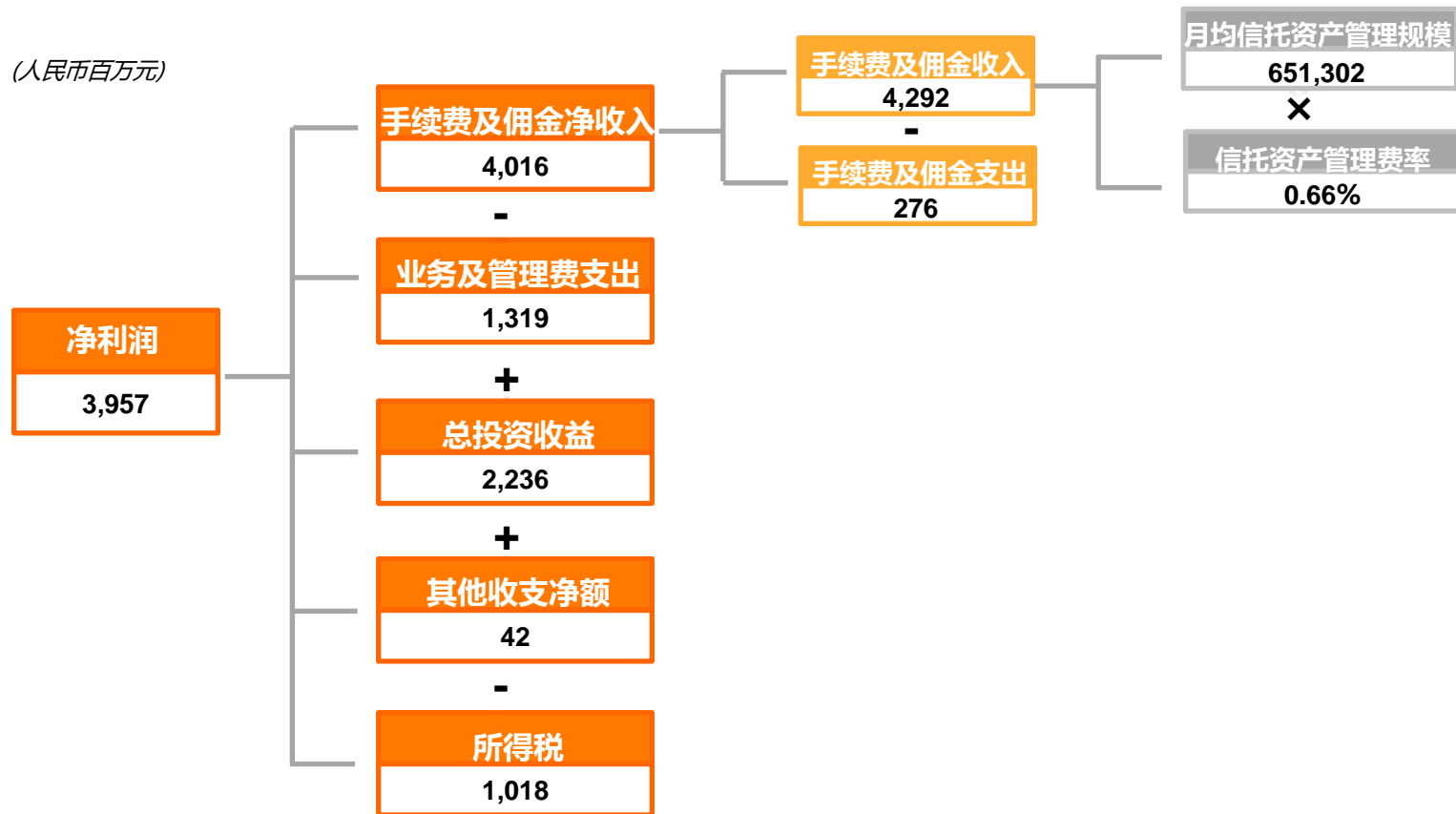
(人民币百万元)



注: 因四舍五入, 直接计算未必相等。

信托营运利润的主要驱动

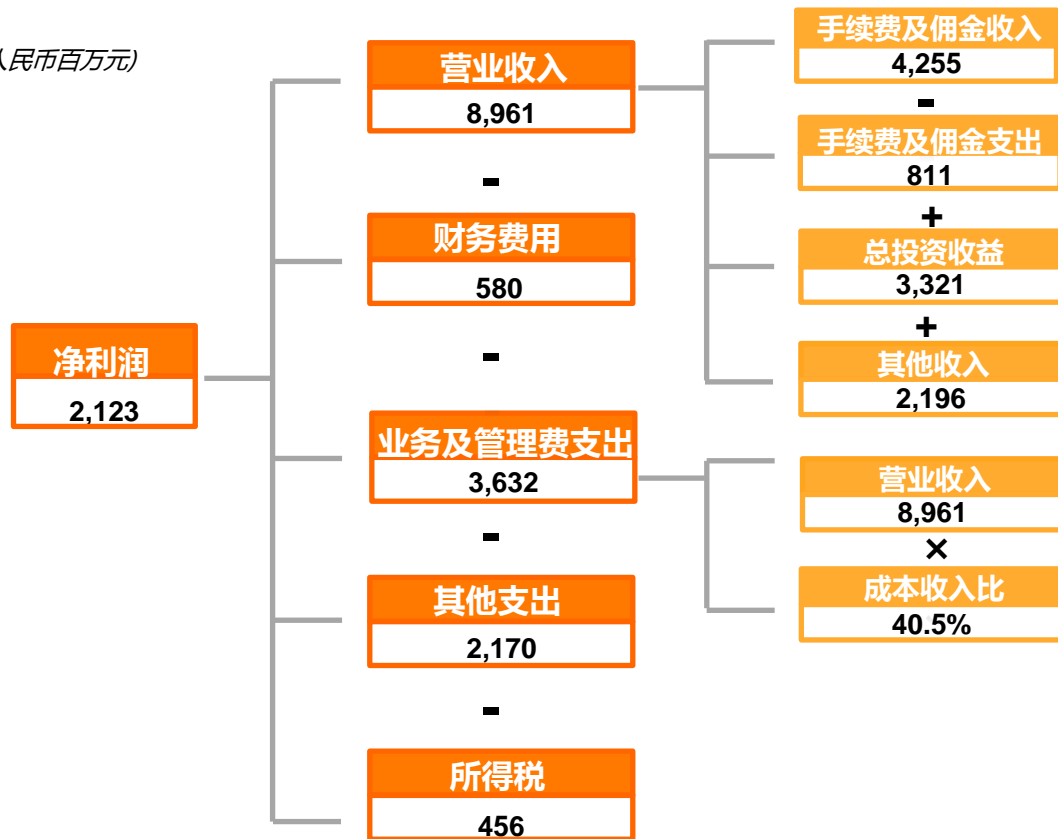
(人民币百万元)



注: 因四舍五入, 直接计算未必相等。

证券营运利润的主要驱动

(人民币百万元)

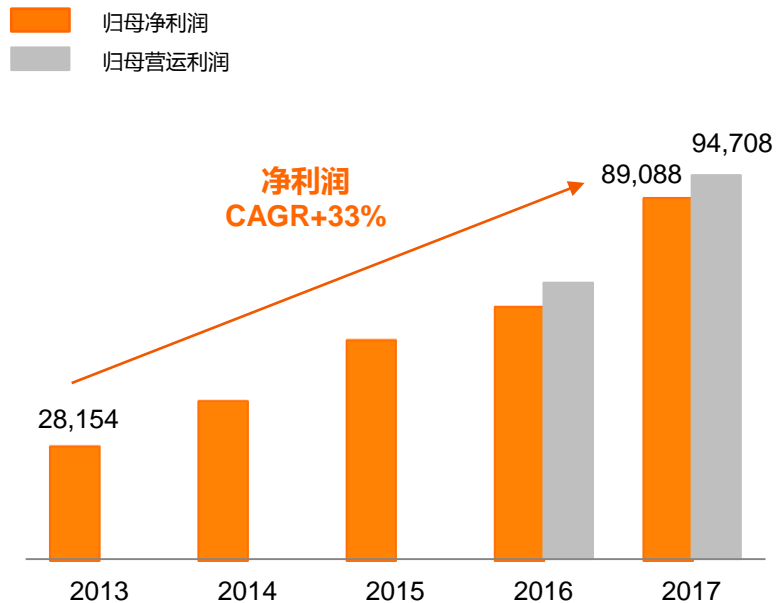


注: 因四舍五入, 直接计算未必相等。

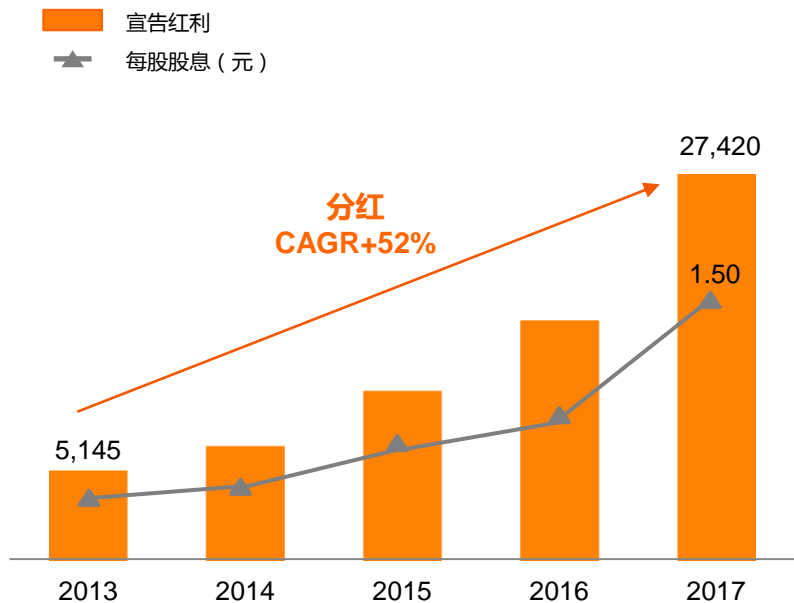
分红随利润增长而增长

(人民币百万元)

集团利润持续增长



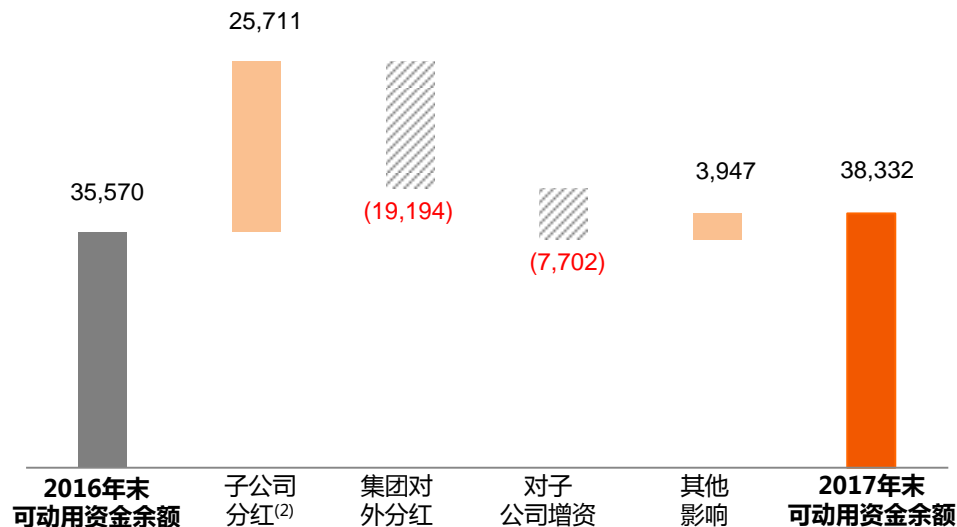
集团分红随利润增长而增长



多元化的利润来源为持续的分红提供了基础

(人民币百万元)

集团母公司可动资金

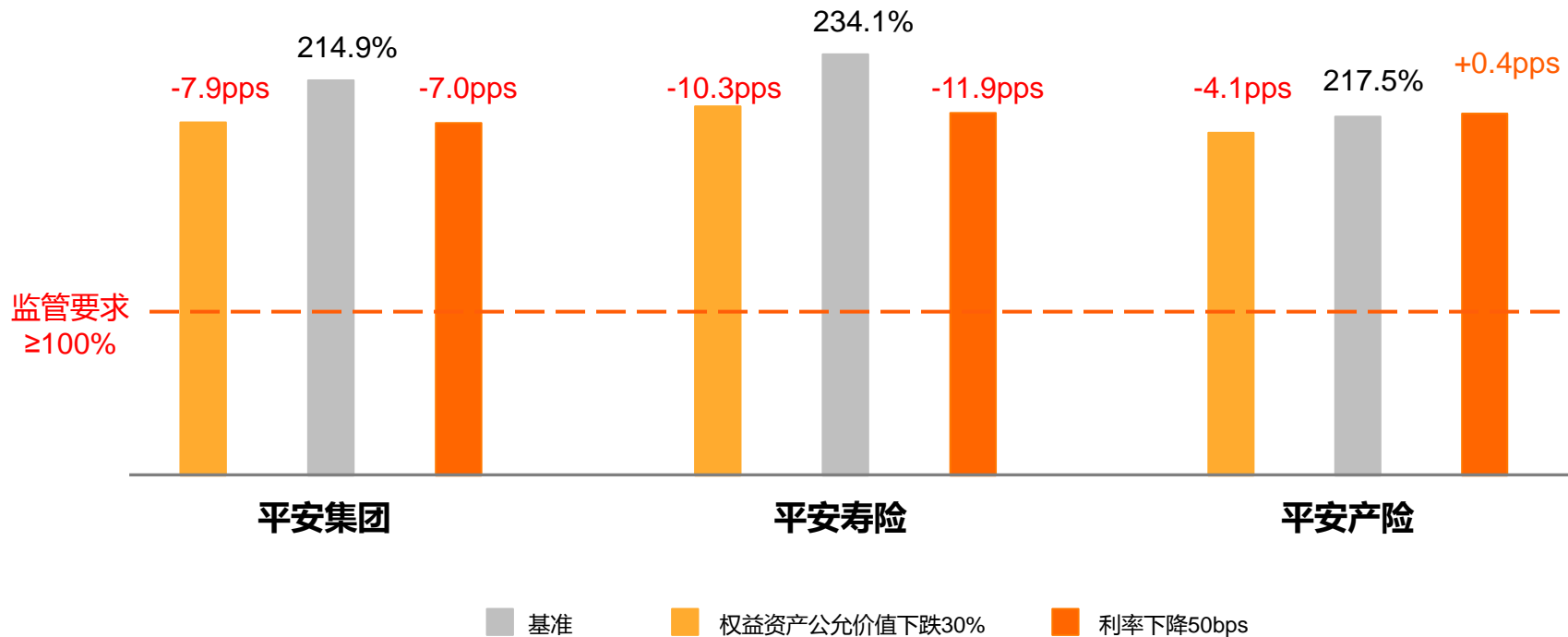


多元化的营运利润来源

	2017年	2016年
寿险及健康险业务	55.0%	58.9%
财产保险业务	14.1%	18.5%
银行业务	14.2%	19.2%
资产管理业务	16.8%	13.8%
金融科技与医疗科技业务	4.0%	-4.8%
其他及抵消	-4.1%	-5.6%
集团合并	100.0%	100.0%

注：(1)集团母公司的可动资金包括其持有的债券、权益证券、银行存款及现金等价物等项目。集团母公司的可动资金主要用于向子公司投资、日常经营及分红派息。
 (2)子公司分红主要是平安寿险分红173.56亿元、平安产险分红30.30亿元、平安银行分红13.45亿元、平安信托分红25亿元等。

稳健的偿付能力减少了资本要求对分红的限制



小结

稳定性高

- 剔除了短期波动
- 反映经营业绩及趋势



营运利润



稳健分红

- 营运利润增长稳定，与稳定的分红需求有内在一致性
- 利润来源多元，偿付能力敏感性低对分红约束性小

可预测性强

- 寿险及健康险业务增长主要由稳定增长的剩余边际摊销及营运偏差带来
- 非寿险业务增长驱动明确

目 录

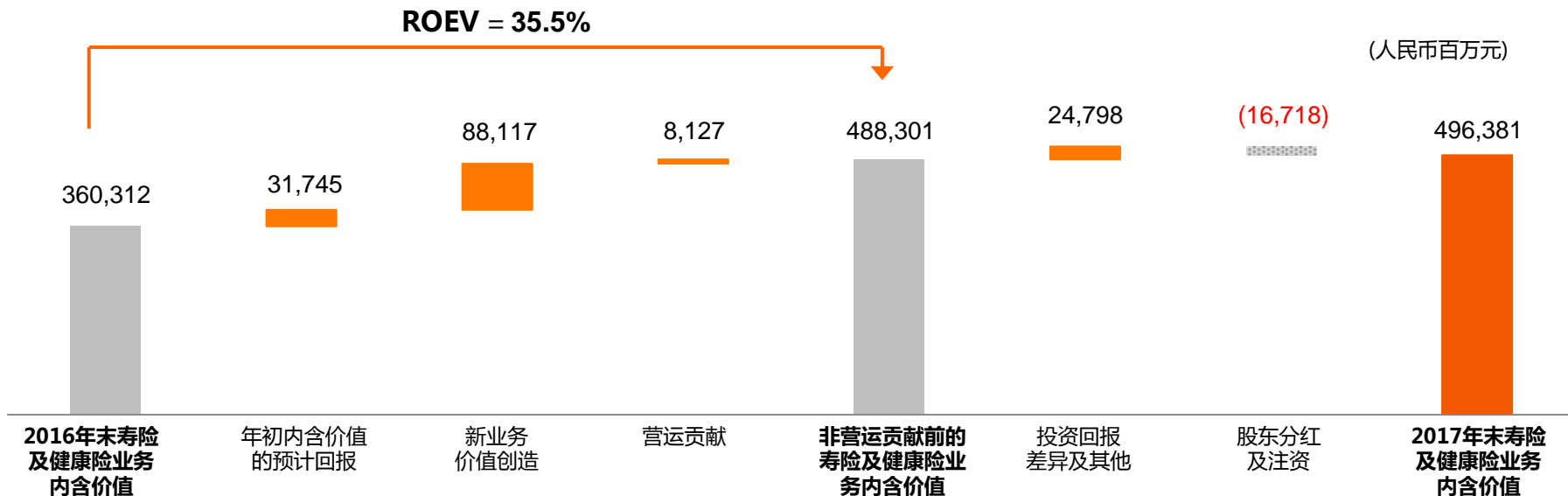
1. 如何解读营运利润

2. 如何解读ROEV

3. 平安的合理估值框架

ROEV: 剔除短期波动影响，反映公司可相对稳定获得的内含价值增长

- 寿险及健康险业务ROEV = 寿险及健康险业务内含价值营运利润 ÷ 年初内含价值
- 寿险及健康险业务内含价值营运利润 = 年初内含价值的预计回报 + 新业务价值创造 + 寿险及健康险业务营运贡献



注：寿险及健康险业务营运贡献包含非经济假设和模型调整影响和营运经验差异及其他。

过去五年，寿险及健康险业务实现超高ROEV

(人民币百万元)

2017年 2013-2017年平均

		2017年	2013-2017年平均
年初内含价值	[1]	360,312	
内含价值营运利润	[2]=[3+...+6]	127,989	
年初内含价值的预计回报	[3]	31,745	8.4%
其中：年初有效业务价值预计回报 = 年初VIF x RDR (11%)		25,340	6.8%
年初净资产预计回报等		6,405	1.7%
新业务价值创造	[4]	88,117	16.2%
营运假设及模型变动	[5]	(758)	-0.6%
营运经验差异及其他	[6]	8,886	0.7%
内含价值营运回报(ROEV)	[7]=[2]/[1]	35.5%	24.7%

注：(1) 年初VIF为年初有效业务价值；RDR为风险贴现率。

(2) 因四舍五入，直接计算未必相等。

保守的风险贴现率假设带来较高的预计回报

- 风险贴现率的高低应体现未来利润不确定性的
- 预计回报主要与风险贴现率和有效业务价值在EV中的占比有关

年度	风险贴现率	10年期国债收益率	风险溢价
2008	11.5%	2.9%	8.6%
2009	11.0%	3.8%	7.2%
2010	11.0%	4.0%	7.0%
2011	11.0%	3.5%	7.5%
2012	11.0%	3.6%	7.4%
2013	11.0%	4.6%	6.4%
2014	11.0%	3.7%	7.3%
2015	11.0%	2.9%	8.2%
2016	11.0%	3.0%	8.0%
2017	11.0%	3.9%	7.1%
10年平均	-	-	7.5%

✓ **风控能力强：**

SARMRA得分排名第**2**

✓ **业务品质良好：**

利率敏感性和利差占比低

✓ **利润波动较同业小：**

平安集团11.3% < 上市同业48.9%

注：(1) 10年期国债收益率为每年末时点数

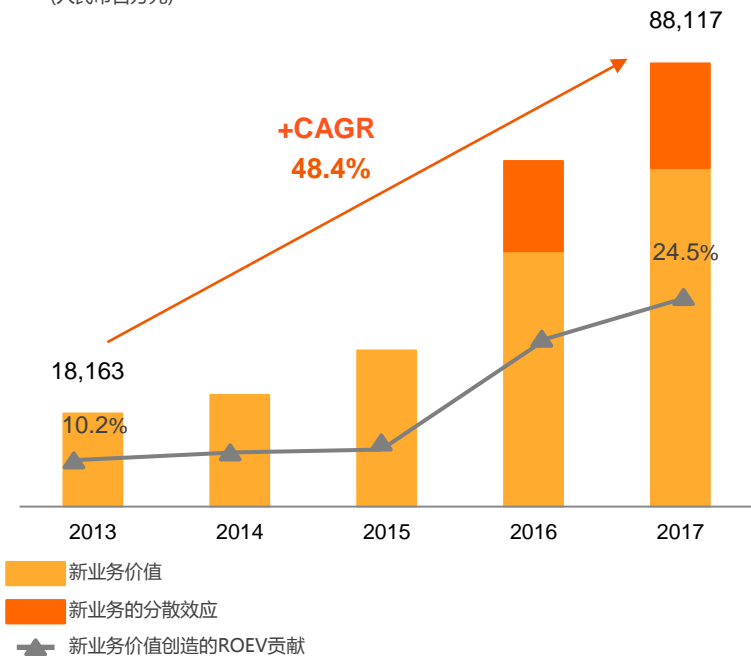
(2) 风险溢价=风险贴现率-10年期国债收益率

(3) 利润波动性指近五年归母净利润增长率的标准差；上市同业指国寿、太保、太平和新华；数据来源：13-17年各公司年报

高潜的市场和先发的优势带来新业务价值的持续增长

新业务价值创造持续增长

(人民币百万元)



偿二代EV方法由CAA发布，规定：

- 新业务价值资本要求计算基于**保单层面**；有效业务价值资本要求可基于**公司层面**计算。
- 保单层面计算的资本要求 > 新业务层面计算的资本要求 > 公司层面计算的资本要求，相应产生**分散化效应**。

示例：

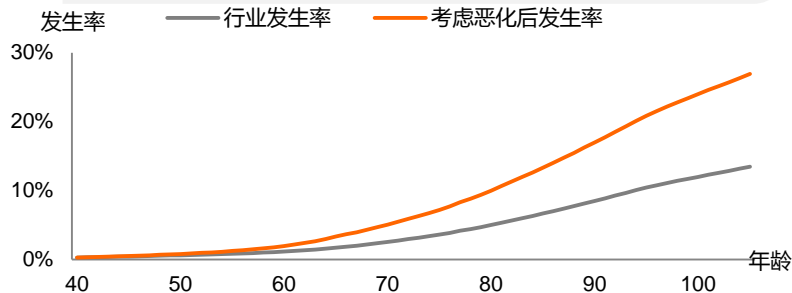
	资本要求取大层面			
	保单一	保单二	保单	公司
[A] RES+DPL	250	300	550	550
[B] RES+MC+DTL	300	200	500	500
[C] CV+DTL	75	325	400	400
负债+资本要求 = MAX(A,B,C)	300	325	625	550

公司层面取大的“负债+资本要求”低于保单层面取大

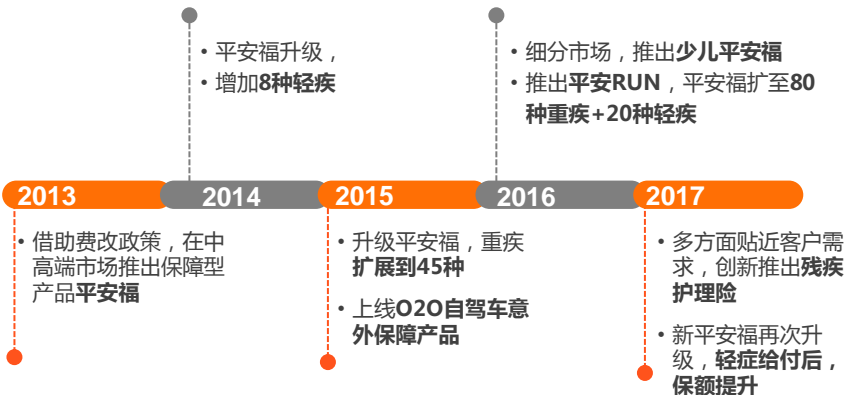
注：(1) 上图中2013至2015年数据为偿一口径，以后为偿二口径。

审慎的假设制定和卓越的经营管控贡献较高的营运偏差

重疾发生率已审慎考虑长期恶化趋势

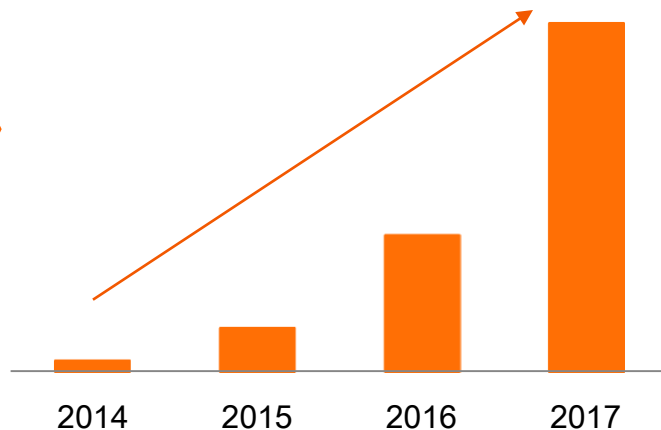


保障型产品不断拓展、丰富



营运经验差异高速增长

(人民币百万元)



贡献营运偏差

投资和营运偏差来源于实际经验与假设的差异

- 示 例：
- 三年期传统两全险
 - 定价利率：3.5%
 - 保额：1103
 - 定价死亡率：5%
 - 趸交保费：1000
 - 承保人数：100

投资偏差	实际经验	准备金假设	EV假设	营运假设
投资收益率	6%	4%	5%	5%
准备金利息成本/投资收益	6000	4000	5000	5000

营运偏差	实际经验	准备金假设	EV假设
死亡率	2%	6%	5%
死亡人数	2	6	5
死亡成本	144	432	360

营运利源下： 息差收入
 = 营运投资收益和准备金假设的差异
 = 5000-4000

营运偏差
 = 实际死亡经验和准备金假设的差异
 = 432-144

内含价值下： 投资回报差异
 = 实际经验与EV假设的差异,考虑所得税的影响
 = (6000-5000) * (1 - 所得税率)

营运经验差异
 = 实际经验与EV假设的差异，考虑所得税的影响，以及保单数差异对VIF的影响
 = (360-144) * (1 - 所得税率)
 + (5-2) 对VIF的影响

ROEV是衡量寿险公司价值的重要指标

$$P/EV = \frac{ROEV - g}{r - g}$$

ROEV越高，P/EV越高

结合平安寿险及健康险业务五年平均ROEV=24.7%，在不同的风险贴现率和分红增长率下的P/EV倍数：

P/EV倍数计算示例	g：分红增长率				
	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%
9.0%	3.6	4.1	4.9	6.2	8.9
10.0%	3.1	3.5	3.9	4.7	5.9
r：风险贴现率					
11.0%	2.7	3.0	3.3	3.7	4.4
12.0%	2.4	2.6	2.8	3.1	3.5
13.0%	2.2	2.3	2.5	2.7	3.0

小结



目 录

1. 如何解读营运利润

2. 如何解读ROEV

3. 平安的合理估值框架

平安集团主要业务板块均实现高ROE

(人民币百万元)

2017年	归母净资产	占比(%)	ROE(%)
寿险及健康险业务	160,450	33.9%	25.7%
财产保险业务	69,804	14.7%	20.0%
银行业务	128,791	27.2%	11.6%
资产管理业务	103,848	21.9%	15.7%
金融科技业务	37,772	8.0%	41.2%
其他及抵消	(27,314)	-5.8%	不适用
集团合并	473,351	100.0%	20.7%

科技板块的估值远高于股东权益

金融科技与医疗科技业务 市场估价 (百万)

汽车之家	9,057 USD
好医生	55,804 HKD
陆金所	18,500 USD
金融壹账通	7,500 USD
医保	8,800 USD
众安	46,967 HKD
其他	444 RMB

归属于集团的价值为1,538亿元人民币

是归母权益377.7亿的

4.1倍

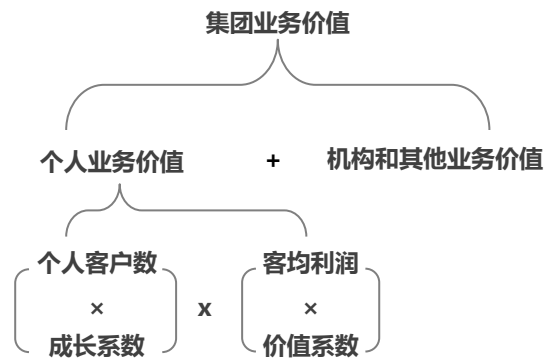
1

Sum of Parts Valuation

业务板块	估值方法
寿险	PEV
财险	PB
银行	市场估值
资产管理	PB
科技	市场估值
综合金融调整	

2

客用户估值模型



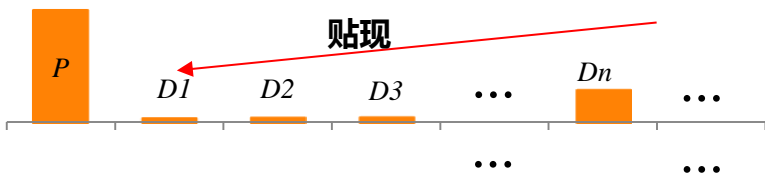
Thank you!



附录：ROEV是衡量公司价值的重要指标

戈登模型

■ 红利每年增长为 g , 贴现率为 r



理论股票价格 P :

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_1(1+g)^{t-1}}{(1+r)^t}$$

$$P = \frac{D_1}{r-g}$$

注：假定贴现率 r 大于红利的固定增速 g

从ROEV角度看估值模型

营运利润与内含价值营运利润存在内在一致性
红利分配可表达为ROEV的表达式，考虑红利发放比例 f 后：

$$D_1 = EV * ROEV * f$$

红利增速 g 与ROEV及红利发放比例 f 相关

$$\begin{aligned} g &= ROEV * (1 - f) = ROEV - ROEV * f \\ ROEV * f &= ROEV - g \end{aligned}$$

$$P/EV = \frac{ROEV - g}{r - g}$$

ROEV是衡量公司价值的重要指标。
ROEV越高， P/EV 越高