

靴子落地，静待柳暗花明 买入（维持）

2021年02月03日

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证号：S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

事件：公司发布2020年年报，实现归母净利润1431亿元，同比下降4.2%，对应EPS为7.83元/股；期末归属于母公司股东净资产7626亿元，同比增长13.3%，对应BVPS为41.71元/股；新业务价值496亿元，同比下降34.7%；期末内含价值1.33万亿元，较年初增长10.6%。

投资要点

■ **集团：归母净利润同比下降4.2%，营运利润稳定增长4.9%。**公司2020年全年实现归母净利润1431亿元，同比-4.2%，具体来看：1) **折现率上限降低，准备金多提影响利润释放：**公司2020年评估使用的即期折现率假设为3.01%~4.60%，上限较2019年(3.29%~4.6%)下降28bp，准备金多提减少税前利润191.41亿元；2) **营运利润保持稳健增长4.9%：**若剔除投资波动(+103亿元)、折现率变动影响(-79.02亿元)以及税收因素(+13亿元)等一次性因素影响，公司营运利润同比+4.9%，疫情影响下仍然保持稳健增长。

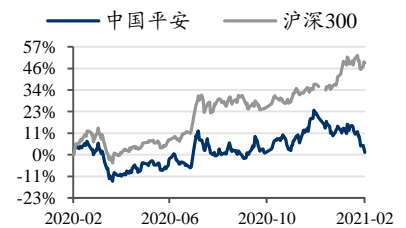
■ **寿险：2020年公司寿险及健康险业务实现归母净利润950亿元，同比-7.4%；新业务价值496亿，同比-34.7%，其中Q4新业务价值67亿，同比-60.7%，具体来看：1) 疫情冲击下，新业务价值率下滑：**2020年实现用于计算新业务价值的首年保费1489亿元，同比-7.2%，2020年公司首年保费口径的新业务价值率为33.3%，同比下降14.0pct，主要系疫情影响下寿险代理人线下展业受阻，高价值长期保障型产品销售困难及短储型产品规模增长影响产品结构拉低一定价值率；2) **代理人规模缩减，人均新业务价值继续走低：**因国内疫情反复及线下大型活动举办仍然受限，传统代理人规模扩张及客户拜访展业继续承压。代理人规模较三季度下滑2.3pct至102万人，人均新业务价值同比显著降低28.4%至4.07万元/年。公司始终坚持有质量的人力发展，重点提升代理人素质，未来将通过AI筛选入口、淘汰低产能代理人，将科技与人员培训深度结合，赋能代理人队伍发展。

■ **财险：疫情冲击下维持稳健，综合成本率优于同业：**2020年公司财险实现归母净利润162亿，同比大幅-29.2%，营运ROE下降8.2pct.至16.4%，系投资收益率受股市波动、市场利率下行等因素影响，有所承压(总投资收益同比+2.2%至184亿，总投资收益率降低0.5pct.至6.1%)，以及手续费上升(同比+3.4%)使得所得税同比增加+29.6%至35亿元。1)承保端盈利有所下降，2020年实现承保利润21亿，较去年同比-75.1%；2)综合成本率同比上升2.7pct.至99.1%，仍处于行业领先地位，其中费用率在监管趋严背景下-0.5pct.，但赔付率上升3.2pct. (预计主要系保证险等非车险种所致)。

■ **盈利预测与投资评级：**2020年由于新冠疫情影响+渠道和产品转型短期阵痛，导致公司负债端承压。我们判断随利率企稳回升，疫情影响逐步出清，行业资产和负债两端均将迎来趋势性改善。公司经历多年的渠道升级和产品结构调整，转型成果或将逐步开花结果。长期来看，其产品结构和渠道实力为行业最优秀代表之一，集团综合金融和科技实力突出，看好平安的长期价值。预计公司2021年、2022年NBV增速分别约为15.8%、19.2%，目前A股、H股估值分别为0.90、0.88倍2021PEV，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**1)保障型产品后续销售不及预期；2)长端利率大幅下行影响投资端；3)权益市场波动；4)管理层机制变革的不确定性。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	76.54
一年最低/最高价	64.19/94.62
市净率(倍)	1.83
流通A股市值(百万元)	829132.14

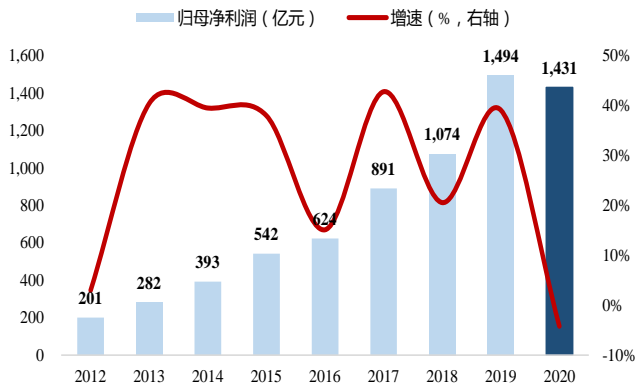
基础数据

每股净资产(元)	41.71
资产负债率(%)	89.63
总股本(百万股)	18280.24
流通A股(百万股)	10832.66

相关研究

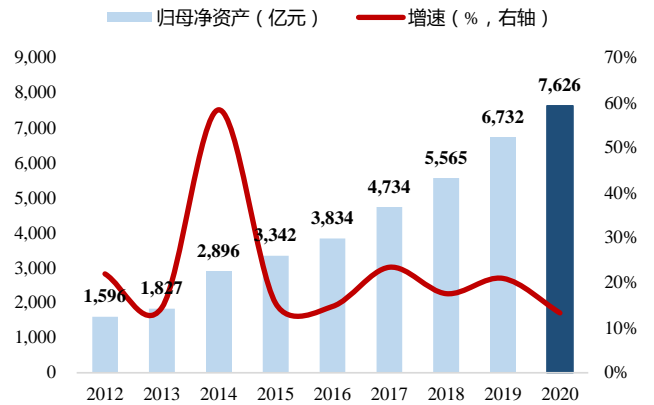
- 1、《中国平安(601318)：基本面逐步触底，业绩反转可期》2020-10-29
- 2、《中国平安(601318)：坚定价值和科技转型，看好长期价值成长》2020-02-21

图 1: 2012~2020 公司归母净利润及同比增速



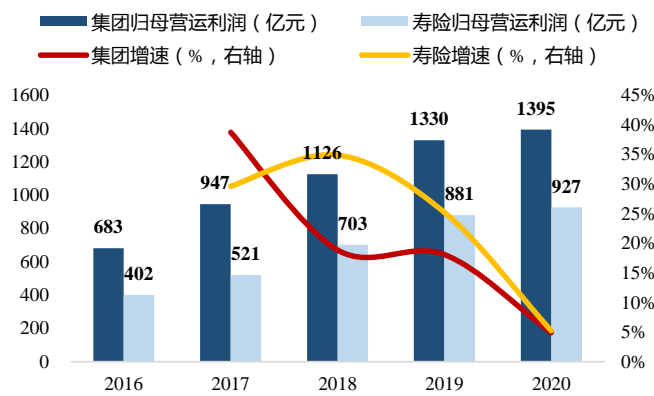
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 2: 2012~2020 公司归母净资产及增速



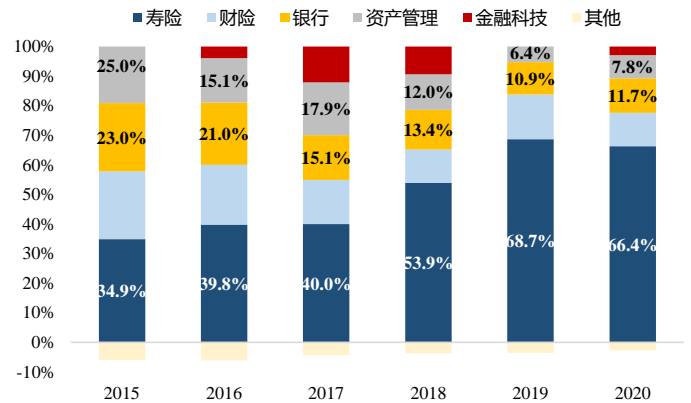
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 3: 2016~2020 集团/寿险营运利润及同比增速



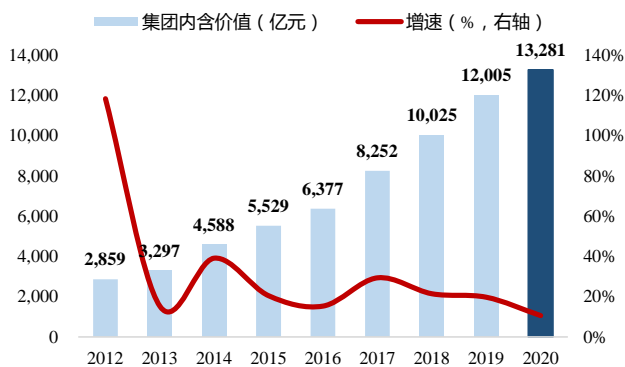
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 4: 2015~2020 公司分部净利润结构



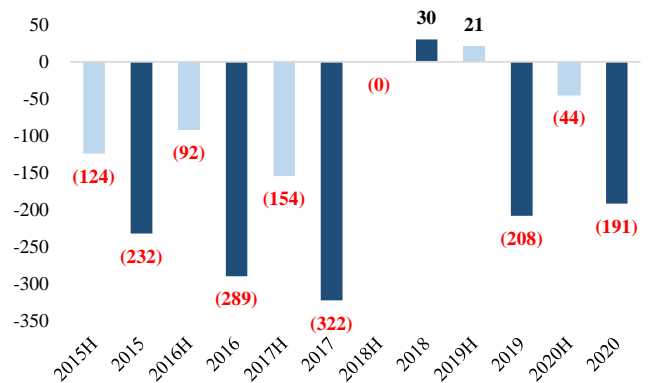
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 5: 2012~2020 公司内含价值及增速



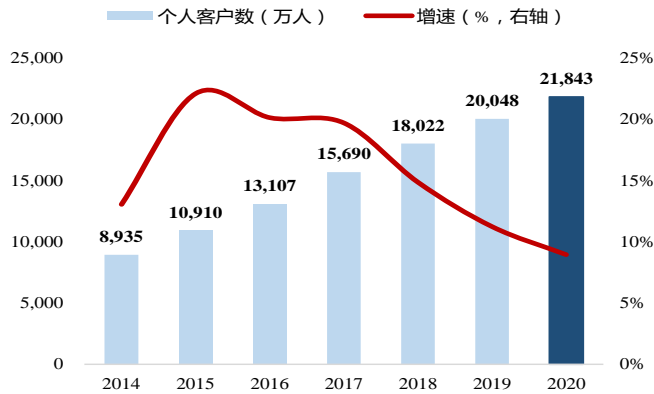
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 6: 2015H~2020 公司准备金假设变更影响 (亿元)



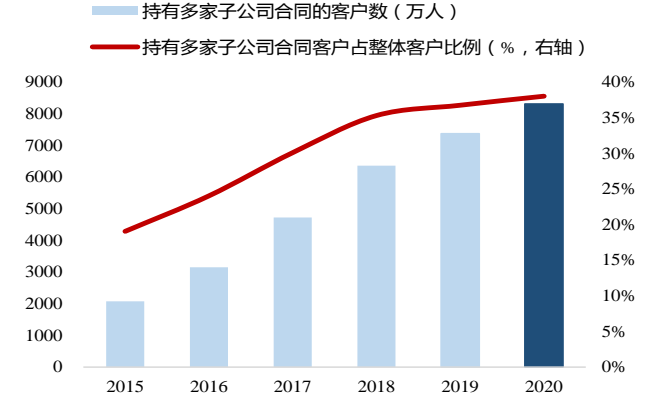
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 7: 2014~2020 公司个人客户数及增速



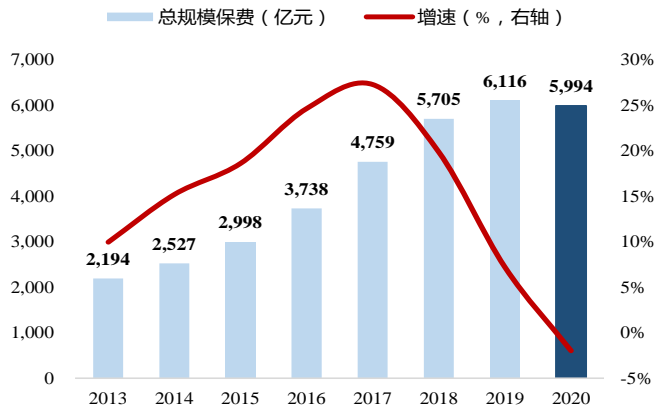
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 8: 2015~2020 持有多家子公司合同客户数及占比



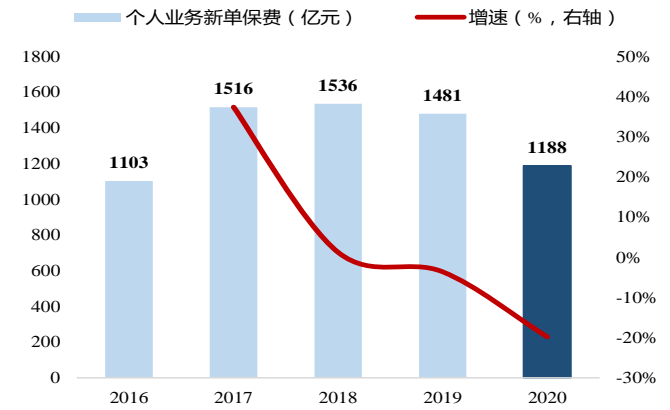
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 9: 2013~2020 公司总规模保费及同比增速



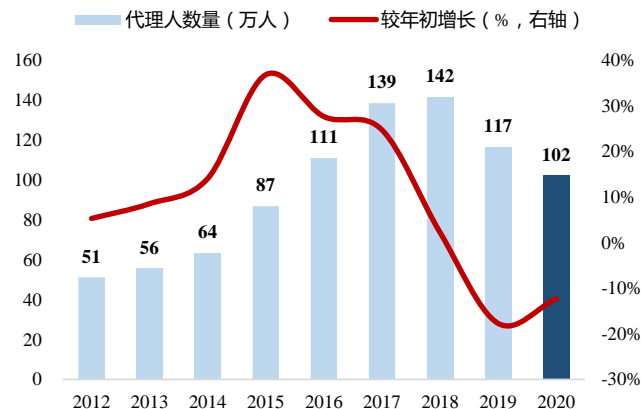
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 10: 2016~2020 公司个人业务新单保费及同比增速



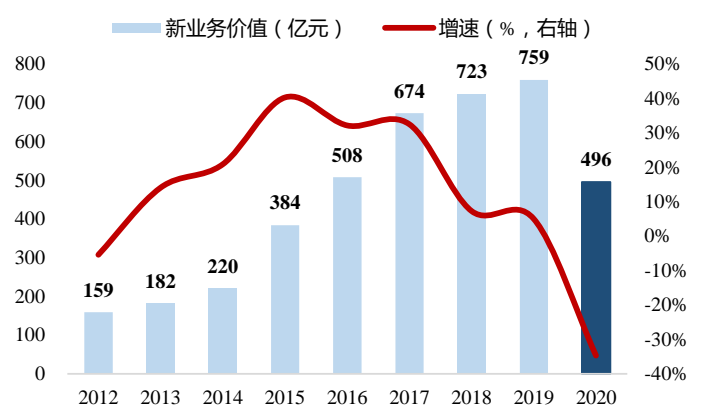
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 11: 2012~2020 公司代理人数量及增速



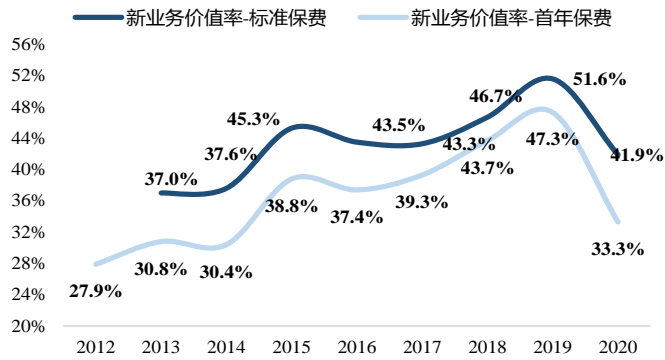
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 12: 2012~2020 公司新业务价值及同比增速



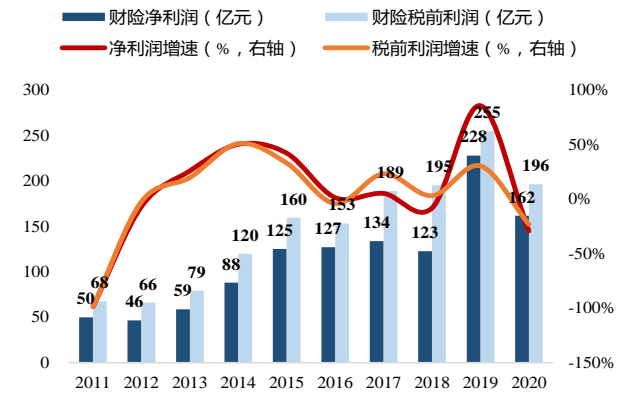
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 13: 2012~2020 公司新业务价值率



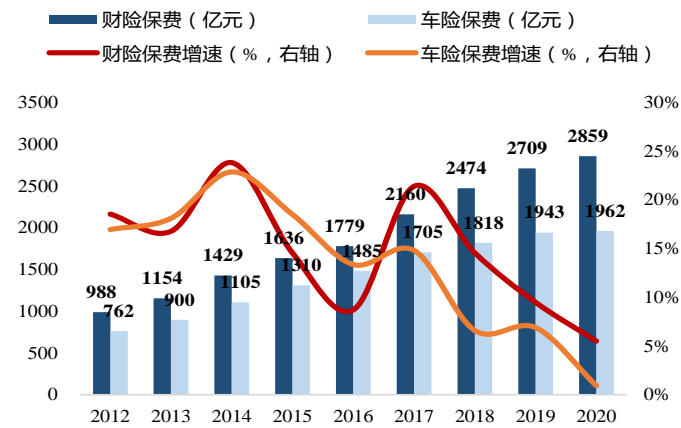
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 14: 2012~2020 公司财险净利润及同比增速



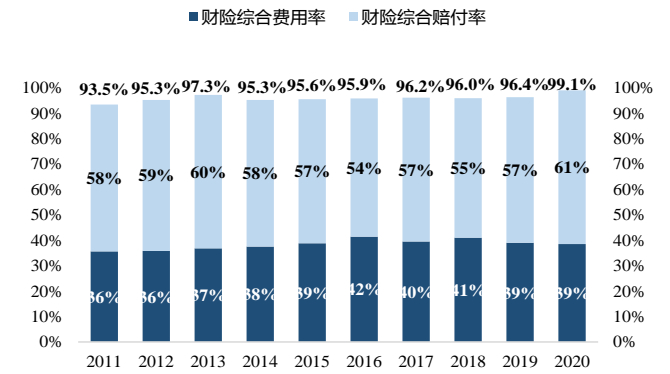
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 15: 2012~2020 公司财险/车险保费及同比增速



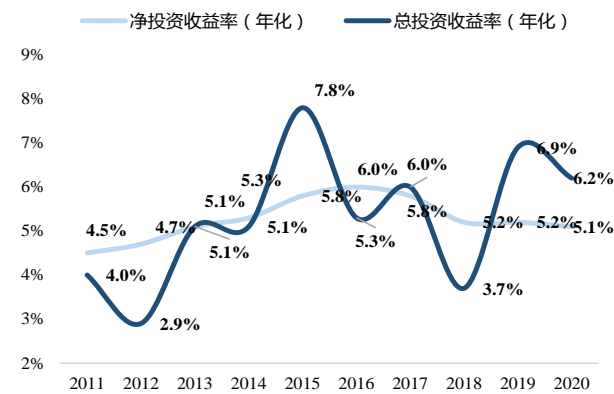
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 16: 2012~2020 公司财险综合费用/赔付率



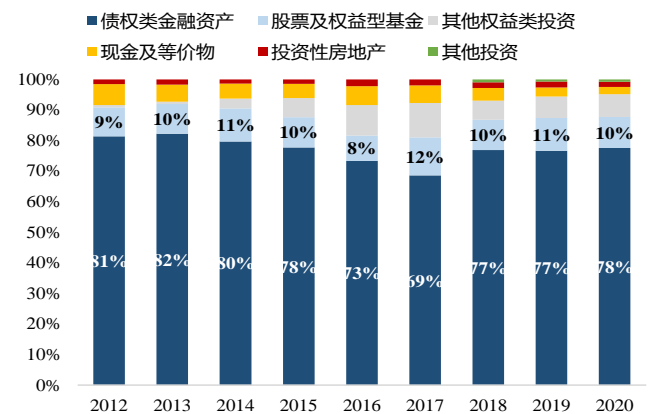
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 17: 2011~2020 公司总投资收益率/净投资收益率



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 18: 2012~2020 公司投资端资产配置结构



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图表 1: 中国平安盈利预测及估值 (调整)

单位: 百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	570,523	611,637	599,432	732,503	916,565	1,165,611
新业务保费收入	176,240	176,240	157,698	166,380	185,450	214,332
归属母公司净利润	107,404	149,407	143,099	153,483	179,322	212,051
归属母公司净资产	556,508	673,161	762,560	909,607	1,047,245	1,206,521
新业务价值	72,294	75,945	49,575	57,391	68,420	80,573
内含价值	1,002,456	1,200,533	1,328,112	1,552,787	1,732,740	1,918,549
营业收入增速	19.9%	7.2%	-2.0%	22.2%	25.1%	27.2%
新业务保费收入增速	-2.5%	0.0%	-10.5%	5.5%	11.5%	15.6%
归属母公司净利润增速	20.6%	39.1%	-4.2%	7.3%	16.8%	18.3%
归属母公司净资产增速	17.6%	21.0%	13.3%	19.3%	15.1%	15.2%
新业务价值增速	7.3%	5.1%	-34.7%	15.8%	19.2%	17.8%
内含价值增速	21.5%	19.8%	10.6%	16.9%	11.6%	10.7%
EPS	5.88	8.17	7.83	8.40	9.81	11.60
BVPS	30.44	36.82	41.71	49.76	57.29	66.00
VNPS	3.95	4.15	2.71	3.14	3.74	4.41
EVPS	54.84	65.67	72.65	84.94	94.79	104.95
P/E (A)	13.03	9.36	9.78	9.12	7.80	6.60
P/B (A)	2.51	2.08	1.83	1.54	1.34	1.16
VNBX (A)	19.35	18.42	28.22	24.38	20.45	17.37
P/EV (A)	1.40	1.17	1.05	0.90	0.81	0.73
P/E (H)	12.76	9.17	9.58	8.93	7.64	6.46
P/B (H)	2.46	2.04	1.80	1.51	1.31	1.14
VNBX (H)	18.96	18.05	27.65	23.88	20.03	17.01
P/EV (H)	1.37	1.14	1.03	0.88	0.79	0.71

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

