

中国平安 (601318.SH)

业绩低谷 起跳在即

公司发布**2020年年报**：2020年公司实现营业收入12183.15亿元，同比增长4.2%；实现归母净利润1430.99亿元，同比小幅下降4.2%，拟每股派发现金股息2.20元（含税），同比增长7.3%。

净利润表现好于市场预期，剩余边际及营运利润稳定增长：2020年全年公司实现归母净利润1430.99亿元，YoY-4.2%好于市场预期，主要为Q4投资收益的明显增长。公司剩余边际为9601.83亿元，YoY+13.5%延续放缓态势；归母营运利润仍实现4.9%的稳定增长。公司全年个人客户数量稳步增长9.0%至2.18亿人，且延续了富裕客户占比持续提升的趋势。

寿险业务承压明显，代理人量质均有下滑：2020年公司寿险业务承压明显：

1) 长期保障型产品缺口较大同时价值率有所下滑：公司全年实现NBV 495.75亿元，YoY-34.7%，基本符合预期。其中新单保费1489.15亿元，YoY-7.2%；NBV Margin为33.3%，同比下降14.0pt，主要为疫情影响、代理人脱落、行业竞争等诸多因素影响下，长期保障型产品整体Margin同比下降8.9pt至96.0%的同时，新单规模出现-43.7%的大幅负增长。

2) 代理人层面量质继续承压：2020年底公司代理人数量102.4万人，全年下滑12.3%；同时代理人质量出现较明显下降，活动率下滑11.6pt至49.3%、人均月NBV下滑28.4%至3391元。后期展望看，随着疫情影响的持续消除、销售环境延续相对改善以及新基本法利益的逐步体现，公司代理人数量有望维持在100万人左右平台。

3) 保单继续率仍延续下行态势：2020年全年公司13个月、25个月保单继续率分别为85.5%、80.9%，YoY-2.3pt、-6.2pt仍然延续下行态势。

投资资产保持稳定，总投资收益率6.2%：截至2020年底，公司总投资资产3.74万亿元，YoY+16.6%。资产配置方面保持相对稳定，其中对债券和长股投配置占比分别提升1.0pt、0.4pt至50.2%、4.2%，其中债券主要为政府债配置增加，公司债、非标债占比分别为2.9%、11.0%，YoY-1.1pt、-2.4pt，信用敞口有所收窄。受益于下半年权益市场的较好表现，全年公司实现净、总投资收益率5.1%、6.2%，YoY-0.1pt、-0.7pt。

财险业务稳定增长，品质优于行业：公司财险业务全年实现原保费收入2858.54亿元，YoY+5.5%；其中非车险仍实现了17.1%的高增长，在总财险保费中占比提升至31.4%。同时公司财险业务品质优于行业，综合成本率提升2.7pt至99.1%，在车险综合费改推进的背景下，全年车险业务综合成本率98.2%；保证保险综合成本率较20H下降14.6pt至111.0%。但Q4单季度车险保费收入490.79亿元，YoY-11.8%，预计车险综合费改导致的保费负增长仍将延续。

集团及寿险EV增速分别为8.9%、10.6%，小幅低于预期：2020年底公司寿险及集团EV分别为8245.74亿元、13281.12亿元，YoY+8.9%、10.6%，小幅低于预期，主要为NBV贡献的显著下滑、科技和队伍投入增加以及继续率下降导致运营经验偏差的负向贡献、其他综合收益下其他权益投资工具公允价值-453.12亿元的影响导致投资回报差异负向贡献等综合影响。

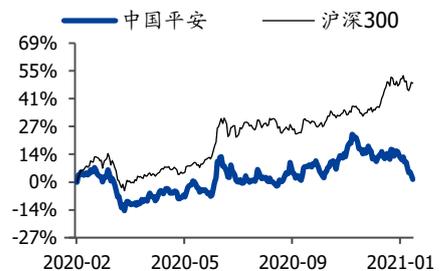
寿险改革持续推进，业绩有望低谷起跳：当前公司寿险改革持续推进，有望在今年见到明显成效，预计Q1及全年公司NBV增速分别为16%、

买入（维持）

股票信息

行业	保险
前次评级	买入
最新收盘价	76.54
总市值(百万元)	1,399,169.68
总股本(百万股)	18,280.24
其中自由流通股(%)	59.26
30日日均成交量(百万股)	85.66

股价走势



作者

分析师 马婷婷

执业证书编号：S0680519040001

邮箱：matingting@gszq.com

分析师 赵耀

执业证书编号：S0680519090002

邮箱：zhaoyao@gszq.com

相关研究

1、《中国平安(601318.SH)：寿险改革创造增长新动能》
2020-11-24

10%。

1) 公司寿险改革进入全面推广阶段: 2019年11月起公司全面开展7大模块的改革,并在2020年中明确“产品+渠道”作为顶层设计,强调渠道升级、产品升级、经营升级三大方向。2021年寿险改革已进入全面推广阶段。

2) 重疾新定义下产品吸引力相对提升: 当前行业已切换至重疾新定义下的新产品,预计公司新主力重疾产品价格略有下降的同时保障提升、Margin维持相对稳定、产品设计灵活度提升,且中小公司明显提价使得行业竞争环境改善,预计随着客户对新产品的逐步适应,公司产品吸引力将相对提升。

3) 华夏幸福债务危机有望得到逐步化解: 当前华夏幸福的债务危机及平安对华夏幸福较高的风险敞口引发市场的担忧,我们认为随着债委会的成立以及“不逃废债”的基本前提下,债务风险有望逐步得到化解。

4) 预计公司2021年价值指标领先同业: 在公司2020年较低的业绩基数下,预计公司2021年价值指标有望领先同业,我们预计公司Q1及全年的NBV增速分别为16%、10%。

投资建议: 2020年公司全年业绩明显承压,但市场前期预期已经相对充分。展望2021年,随着寿险改革的持续推进,预计公司价值表现将领先同业,依据实际业绩情况及预期,我们调整21E、22E归母净利润分别为1646.82亿元、1936.13亿元,同比分别为15.1%、17.6%;预计EV增速分别为12.4%、13.1%,对应21E、22E的P/EV分别为0.94倍、0.83倍,在当前较低的估值之下,考虑到风险有望逐步化解,我们维持公司“买入”评级。

风险提示: 大幅计提资产减值风险;保障型产品销售不及预期风险;长端利率下行风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,168,867	1,218,315	1,342,705	1,509,706	1,697,830
YoY(%)	19.7	4.2	10.2	12.4	12.5
归母净利润(百万元)	149,407	143,099	164,682	193,613	212,079
YoY(%)	39.1	-4.2	15.1	17.6	9.5
每股净资产	36.83	41.72	49.08	56.39	64.40
ROE(%)	22.19	18.77	18.35	18.78	18.02
EPS(摊薄/元)	8.17	7.83	9.01	10.59	11.60
P/EV(倍)	1.17	1.05	0.94	0.83	0.74

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	449,909	526,301	518,034	535,845	569,508
拆出资金	79,569	70,996	75,570	76,217	75,334
买入返售金融资产	96,457	122,765	132,855	150,243	174,573
应收类合计	140,193	152,238	147,080	160,215	167,763
保户质押贷款	139,326	161,381	201,604	245,975	297,435
长期应收款	183,957	202,050	248,290	284,760	329,760
发放贷款及垫款	2,240,396	2,599,510	3,018,172	3,503,360	4,066,351
定期存款	216,810	253,518	299,669	360,765	427,535
交易性金融资产	961,073	1,231,331	1,416,031	1,628,435	1,872,701
债权投资	2,281,225	2,624,848	2,952,871	3,321,886	3,765,432
其他债权投资	458,165	511,386	662,201	857,494	1,059,289
其他权益工具投资	282,185	277,401	312,146	351,242	378,586
长期股权投资	204,135	267,819	395,180	540,792	749,174
独立账户资产	46,131	53,059	57,788	67,609	76,832
其他资产	443,398	473,267	502,026	557,199	631,315
资产总计	8,222,929	9,527,870	10,939,517	12,642,037	14,641,588
银行同业及其他金融机构存放款项	355,051	453,677	470,533	506,945	573,239
卖出回购金融资产款	176,523	276,602	360,657	457,394	631,059
代理买卖证券款	38,645	59,472	83,284	123,978	182,990
预收类合计	42,473	48,442	48,284	48,874	51,309
应付类合计	187,402	203,535	210,742	225,643	240,099
吸收存款	2,393,068	2,634,361	2,922,861	3,269,595	3,628,131
保户储金及投资款	701,635	768,975	860,561	958,507	1,063,590
保险合同准备金	1,921,907	2,218,007	2,559,541	2,949,975	3,342,336
应付债券	699,631	901,285	1,135,187	1,439,456	1,830,885
其他负债	854,224	975,609	1,103,510	1,301,043	1,544,080
负债合计	7,370,559	8,539,965	9,755,160	11,281,409	13,087,717
股本	18,280	18,280	18,280	18,280	18,280
资本公积金	128,651	134,474	134,474	134,474	134,474
减: 库存股	5,001	5,995	5,995	5,995	5,995
其它综合收益	13,459	-6,829	2,732	3,824	5,354
盈余公积	12,164	12,164	12,164	12,164	12,164
一般风险准备	71,964	88,789	93,228	97,890	102,784
未分配利润	433,644	521,677	630,367	758,152	898,124
归属于母公司所有者	673,161	762,560	897,240	1,030,779	1,177,175
权益合计	852,370	987,905	1,184,357	1,360,628	1,553,871

盈利指标

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
ROA	1.82%	1.50%	1.51%	1.53%	1.45%
ROE	22.2%	18.8%	18.4%	18.8%	18.0%
EPS	8.17	7.83	9.01	10.59	11.60
BVPS	36.83	41.72	49.08	56.39	64.40
每股内含价值	65.67	72.65	81.67	92.35	104.12
每股新业务价值	4.15	2.71	2.98	3.31	3.68

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,168,867	1,218,315	1,342,705	1,509,706	1,697,830
已赚保费	748,779	757,599	818,207	916,392	1,026,359
银行业务利息净收入	90,187	100,404	111,448	122,593	134,853
非保险业务手续费及佣金净收入	44,230	51,762	59,009	67,270	76,688
非银行业务利息收入	99,991	118,814	136,636	157,132	180,701
投资净收益	77,497	124,701	139,665	160,615	184,707
公允价值变动净收益	44,091	-4,770	954	1,240	1,612
其他业务收入等	64,092	69,805	76,786	84,464	92,910
营业支出	983,839	1,030,011	1,121,153	1,249,262	1,412,527
退保金	26,661	36,914	37,638	36,656	41,054
赔付支出减摊回	213,767	225,633	243,826	273,085	305,855
提取保险责任准备金减摊回	286,921	302,553	324,010	360,142	405,412
保户红利支出	19,329	19,001	19,637	21,993	24,633
手续费及佣金支出	114,753	102,003	139,095	164,951	195,008
税金及附加	4,272	4,615	4,984	5,582	6,252
管理费用	165,320	170,195	171,823	192,442	215,535
非银行业务利息支出	20,098	26,436	30,060	34,569	39,754
其他业务成本	65,452	63,203	68,259	76,450	85,624
其他资产减值损失	67,266	79,458	81,821	83,392	93,399
营业利润	185,028	188,304	221,552	260,444	285,304
利润总额	184,739	187,764	220,957	259,775	284,551
所得税	20,374	28,405	37,563	44,162	48,374
净利润	164,365	159,359	183,394	215,613	236,177
归母净利润	149,407	143,099	164,682	193,613	212,079

关键指标

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
归母净利润(亿)	1,494.07	1,430.99	1,646.82	1,936.13	2,120.79
归母净利润增速	39.1%	-4.2%	15.1%	17.6%	9.5%
已赚保费(亿)	7,487.79	7,575.99	8,182.07	9,163.92	10,263.59
已赚保费增长率(%)	10.5%	1.2%	8.0%	12.0%	12.0%
新业务价值(亿)	759.45	495.75	545.33	605.31	671.89
新业务价值增速	5.1%	-34.7%	10.0%	11.0%	11.0%
寿险内含价值(亿)	7574.90	8245.74	9252.83	10450.32	11728.33
寿险内含价值增速	23.5%	8.9%	12.2%	12.9%	12.2%
寿险 ROEV	25.0%	14.5%	17.3%	17.6%	17.4%
集团内含价值(亿)	12005.33	13281.12	14929.41	16881.10	19032.47
集团内含价值增速	19.8%	10.6%	12.4%	13.1%	12.7%
集团 ROEV	15.3%	9.1%	10.7%	10.9%	10.8%
净投资收益率	5.2%	5.1%	4.9%	4.8%	4.8%
总投资收益率	6.9%	6.2%	5.1%	5.0%	4.9%
P/E(倍)	9.36	9.78	8.50	7.23	6.60
P/B(倍)	2.08	1.83	1.56	1.36	1.19
P/EV(倍)	1.17	1.05	0.94	0.83	0.74

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

图表 1: 中国平安集团核心财务指标情况

集团核心指标 (亿元)	2017	2018	2019	2020H	2020Q3	2020
总资产(万亿)	6.49	7.14	8.22	8.85	9.14	9.53
较年初	16.4%	10.0%	15.1%	7.6%	11.1%	15.9%
净资产	4,734	5,565	6,732	7,020	7,097	7,626
较年初	23.4%	17.6%	21.0%	4.3%	5.4%	13.3%
保费收入	6050.35	7195.56	7950.64	4455.05	6266.96	7978.8
YoY	28.9%	18.9%	10.5%	-0.2%	1.9%	0.4%
归母净利润	890.88	1074.04	1494.07	686.83	1030.41	1430.99
YoY	42.8%	20.6%	39.1%	-29.7%	-20.5%	-4.2%
归母营运利润	947.08	1125.73	1329.55	743.1	1086.92	1394.7
YoY	38.8%	18.9%	18.1%	1.2%	4.5%	4.9%
个人客户数 (亿人)	1.66	1.84	2.00	2.10	2.14	2.18
较年初	26.4%	11.0%	9.0%	4.6%	4.9%	4.2%
剩余边际余额	6163.19	7866.33	9184.16	9623.33	-	10424.02
较年初	35.6%	27.6%	16.8%	10.9%	-	13.5%
剩余边际摊销额	498.11	622.87	744.54	403.42	-	815.83
摊销/剩余边际余额	8.1%	7.9%	8.1%	4.2%	-	7.8%
寿险内含价值	4963.81	6132.23	7574.9	8053.74	-	8245.74
较年初	37.8%	23.5%	23.5%	6.3%	-	8.9%
集团内含价值	8251.73	10024.56	12005.33	12570.92	-	13281.12
较年初	29.4%	21.5%	19.8%	4.7%	-	10.6%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 中国平安寿险核心指标情况

寿险核心指标 (亿元)	2017	2018	2019	2020H	2020Q3	2020
寿险归母营运利润	521.28	703.2	880.54	511.27	747.64	936.66
YoY	109.8%	34.9%	25.2%	6.6%	9.3%	6.4%
寿险板块归母净利润	356.58	579.14	1026.59	455	691.13	950.18
YoY	59.0%	62.4%	77.3%	-35.3%	-24.9%	-7.4%
计算NBV的首年保费	1715.47	1654.46	1604.78	845.48	1201.52	1489.15
YoY	26.4%	-3.6%	-3.0%	-8.0%	-1.7%	-7.2%
新业务价值	673.57	722.94	759.45	310.31	428.44	495.75
YoY	32.6%	7.3%	5.1%	-24.4%	-27.1%	-34.7%
新业务价值率	39.3%	43.7%	47.3%	36.7%	35.7%	33.3%
期末代理人数量(万人)	138.6	141.7	116.7	114.5	104.8	102.4
较年初	25.9%	2.2%	-17.6%	1.2%	-10.2%	-12.3%
13个月保单继续率	91.8%	91.4%	87.8%	88.1%	-	85.5%
25个月保单继续率	88.0%	88.2%	87.1%	85.1%	-	80.9%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 中国平安财险核心指标情况

财险核心指标 (亿元)	2017	2018	2019	2020H	2020Q3	2020
综合成本率	96.2%	96.0%	96.4%	98.1%	99.1%	99.1%
综合费用率	39.6%	41.1%	39.1%	38.1%	-	38.6%
综合赔付率	56.6%	54.9%	57.3%	60.0%	-	60.5%

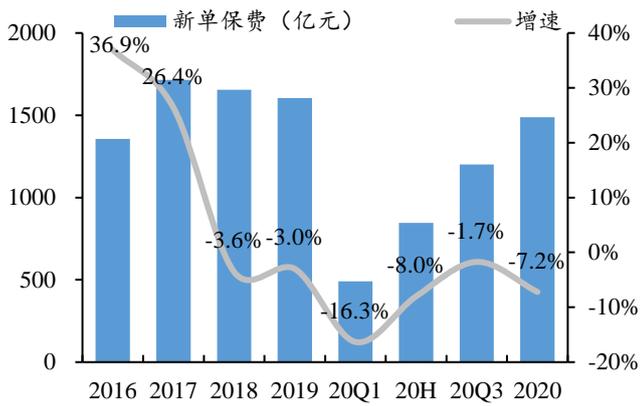
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 中国平安投资核心指标情况

投资核心指标 (万亿)	2017	2018	2019	2020H	2020Q3	2020
总投资资产	2.45	2.79	3.21	3.44	3.54	3.74
较年初	24.2%	14.1%	14.8%	7.3%	10.3%	16.6%
净投资收益率	5.8%	5.2%	5.2%	4.1%	4.5%	5.1%
总投资收益率	6.0%	3.7%	6.9%	4.4%	5.2%	6.2%

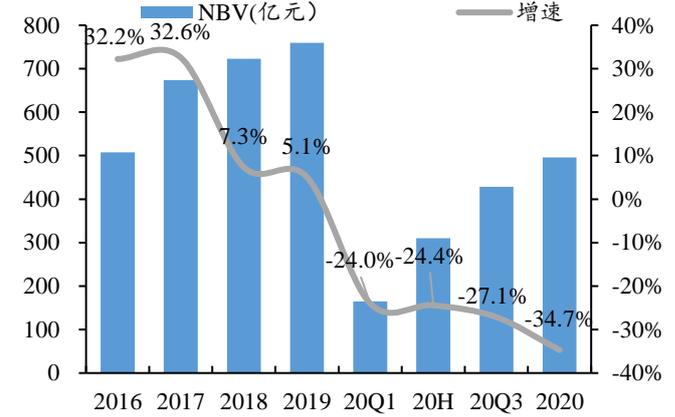
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 2020 年公司计算 NBV 的首年保费增速-7.2%



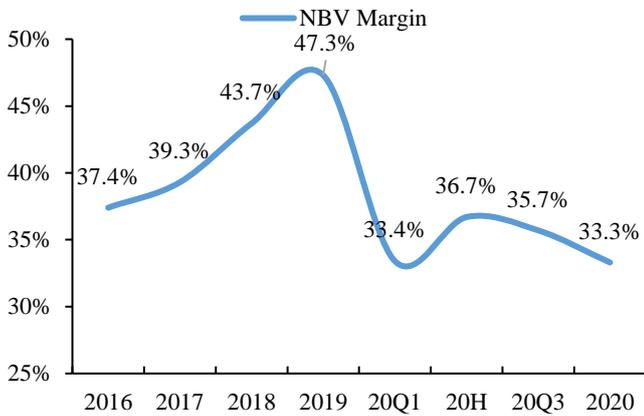
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 2020 年寿险新业务价值增速-34.7%



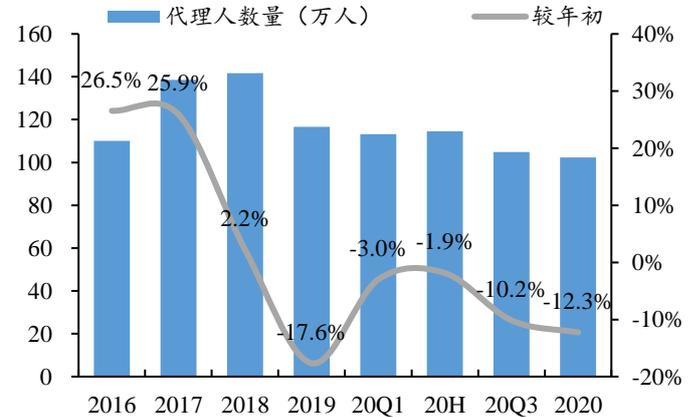
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 7: 寿险 NBV Margin 同比下滑 14.0pt 至 33.3%



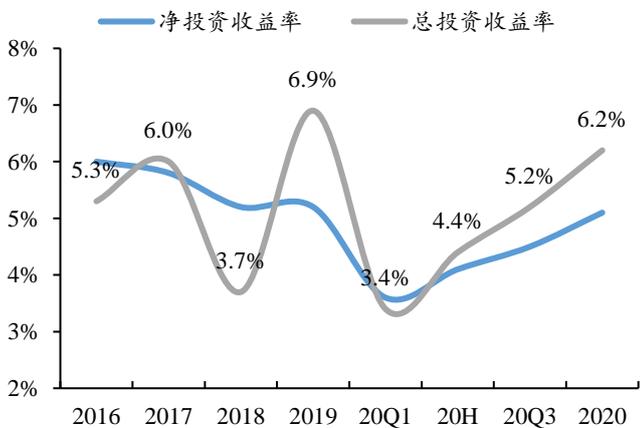
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 8: 2020 年公司代理人数量较年初-12.3%



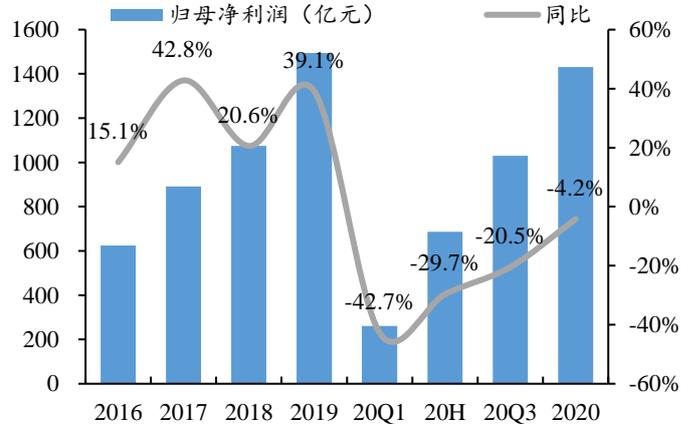
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 公司净、总投资收益率分别为 5.1%、6.2%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 2020 年集团归母净利润收窄至-4.2%



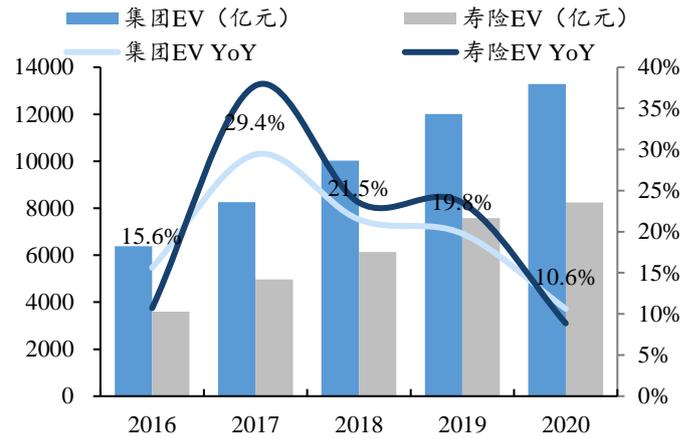
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 2020 年公司剩余边余额增速 13.5%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 2020 年寿险、集团 EV 增速分别为 10.6%、8.9%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com