

2021年02月03日

# 中国平安 (601318.SH)

## 公司快报

### 寿险步入改革深水区，深蹲起跳在即

#### 投资要点

◆ **事件：**公司发布 2020 年报，全年营收 1.22 万亿、同比+4.23%，归母净利润 1430.99 亿、同比-4.22%；Q4 营收 3012.45 亿、同比+9.10%，归母净利润 400.58 亿、同比+101.91%。全年营运利润同比+4.9%，寿险 ROEV 同比-10.5pct 至 14.5%。

Q420 归母净利润大增，主要系收入端投资业务同比+65%、非银行利息同比+21%，同时成本端赔付净支出与准备金净提取温和增长，保险业务手续费支出下滑 25%。

◆ **寿险 NBV 同比-34.72%，低于预期：**Q420 寿险以开门红为重，且 Q419 以部分 2020 年业务归入 2019 年，导致同比高基数。Q420 寿险 NBV 同比-60.73%，其中 FYP 同比-24.71%，NBVM 同比-21.46pct。公司全年 FYP 同比-7.21%，NBVM 同比-14.03pct 至 33.29%（低于 2015 年水平）。新单的下滑主要受到代理人规模与产能的双重打击，月均代理人同比-12.5%，代理人活动率同比-11.6pct 至 49.3%，长期保障型 FYP 同比-43.74%、其 NBVM 同比-8.85pct，人均 NBV 同比-28.35%。2020 年末代理人数量 102.38 万人，较前期跌破 100 万人已有回升；此外线下调研及终端消费数据显示，公司 2021 年开门红表现良好，将有望提升代理人留存率。公司展现出的寿险改革定力夯实了代理人的质量，代理人提质或提速。

◆ **产险综合成本率同比 2.7pct 至 99.1%：**保证保险受疫情影响业务品质承压，下半年已有缓解，综合成本率 111%（H120 为 125.6%）。产险短期仍受车险影响，且新业务开辟难度不小。此外净/总投资收益率同比-0.1/-0.7pct 至 5.1%/6.2%。

◆ **其他业务稳中向好：**【银行】平银全年利润增速转正，不良率环比 Q3 末-0.13pct 至 1.18%。【平安好医生】注册用户增长至 3.73 亿，累计咨询量同比+49%。【陆金所】客户资产规模同比+23%至 4266 亿，管理贷款余额同比+18%至 5451 亿。

◆ **投资建议：**公司寿险改革及疫情的困扰，使得 20 年 NBV 表现不及预期，将 21 年 NBV 预测下调 25%至 564 亿。目前股价对应 2021E P/EV 0.90x，估值处于历史低位，维持买入-A 评级。

◆ **风险提示：**代理人规模大幅波动、投资端受个别事件影响，长端利率下行

#### 财务数据与估值

会计年度	2019A	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1168867	1218315	1297068	1435205	1610400
同比增长（%）	19.66%	4.23%	6.46%	10.65%	12.21%
归母净利润（百万元）	149407	143099	164644	193278	228876
同比增长（%）	39.11%	-4.22%	15.06%	17.39%	18.42%
EPS（元）	8.41	8.10	9.01	10.57	12.52
EVPS（元）	65.67	72.65	84.69	96.05	114.06
PE	9.10	9.45	8.50	7.24	6.11
PEV	1.17	1.05	0.90	0.80	0.67

非银行金融 | 保险 III

投资评级

**买入-A(维持)**

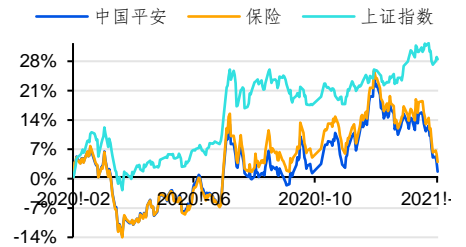
股价(2021-02-03)

76.54 元

#### 交易数据

总市值（百万元）	1,399,169.68
流通市值（百万元）	829,132.14
总股本（百万股）	18,280.24
流通股本（百万股）	10,832.66
12 个月价格区间	66.00/94.62 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.42	-12.37	-23.9
绝对收益	-10.14	-3.31	-5.73

#### 分析师

 崔晓雁  
 SAC 执业证书编号：S0910519020001  
 021-20377098

#### 报告联系人

 范清林  
 fanqinglin1@huajinsec.cn  
 021-20377065

#### 相关报告

 中国平安：寿险转型阵痛期、NBV 持续承压  
 2020-10-27

 中国平安：寿险改革持续暂时拖累价值、队伍建设蓄能值得期待  
 2020-08-28

 中国平安：Q1 业绩低于预期，市场或做出负面反应  
 2020-04-24

 中国平安：估值性价比凸显，评级上调至买入-A  
 2020-03-16

 中国平安：NBV+5.05%、关注代理人规模边际变化  
 2020-02-21

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
已赚保费	748779	757599	864806	939061	1020851	货币资金	449909	526301	591249	659002	704203
投资净收益	77497	124701	99553	108099	132226	买入返售金融资产	96457	122765	128132	143144	152963
<b>营业收入</b>	<b>1168867</b>	<b>1218315</b>	<b>1297068</b>	<b>1435205</b>	<b>1610400</b>	交易性金融资产	961073	123133	125702	141552	158464
退保金	26661	36914	23679	23337	25672	定期存款	216810	253518	291961	329643	368910
赔付支出	225030	237136	261293	285155	307968	可供出售金融资产					
提取保险责任准备金	287028	303911	305823	341937	390138	持有至到期投资					
保户红利支出	19329	14764	12144	14312	21463	长期股权投资					
手续费及佣金支出	114753	102003	137781	151737	169944	<b>资产合计</b>	<b>822292</b>	<b>952787</b>	<b>108256</b>	<b>121149</b>	<b>133168</b>
业务及管理费	172892	176551	173235	180301	196524	保户储金及投资款	701635	768975	875395	989197	110710
<b>营业支出</b>	<b>983839</b>	<b>1030011</b>	<b>1080413</b>	<b>1180870</b>	<b>1309222</b>	未到期责任准备金	158671	177041	204178	230721	256020
<b>营业利润</b>	<b>185028</b>	<b>188304</b>	<b>216655</b>	<b>254335</b>	<b>301178</b>	未决赔款准备金	98016	109792	126127	142523	158211
税前利润	184739	187764	216033	253605	300314	寿险责任准备金	150975	174400	194275	219531	243619
所得税	20374	28405	32682	38366	45432	长期健康险责任准备金	155323	187019	199870	225852	250616
<b>净利润</b>	<b>164365</b>	<b>159359</b>	<b>183352</b>	<b>215240</b>	<b>254883</b>	应付保单红利	59082	63806	64284	74539	82732
归属于母公司股东的净利润	149407	143099	164644	193278	228876	<b>负债合计</b>	<b>737055</b>	<b>853996</b>	<b>969999</b>	<b>108632</b>	<b>119431</b>
少数股东损益	14958	16260	18708	21962	26007	股本	18280	18280	18280	18280	18280
<b>险企财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	归属于母公司所有者权益合计	673161	762560	868877	966121	106035
EPS(元)	8.41	8.10	9.01	10.57	12.52	少数股东权益	179209	225345	256763	285499	313348
BVPS(元)	36.83	41.72	47.53	52.85	58.01	<b>所有者权益合计</b>	<b>852370</b>	<b>987905</b>	<b>112564</b>	<b>125162</b>	<b>137370</b>
EVPS(元)	65.67	72.65	84.69	96.05	114.06	<b>内含价值 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
PE(X)	9.10	9.45	8.50	7.24	6.11	调整后净资产	2676	2658	3242	3968	5285
PB(X)	2.08	1.83	1.61	1.45	1.32	扣偿后有效业务价值	4899	5588	6046	6567	7224
P/EV	1.17	1.05	0.90	0.80	0.67	内含价值	120053	132811	154810	175584	208494
净投资收益率	5.2%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	一年新业务价值	75945	49575	56369	71139	89084
总投资收益率	6.9%	6.2%	6.3%	6.3%	6.3%						

资料来源: wind, 华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn