

中国平安 (601318)

证券研究报告
2021年02月04日

2020年核心指标表现基本符合预期，2021年负债端轻装上阵，有望迎来积极改善

核心指标：平安集团 EV 同比+10.6%，营运利润同比+4.9%，符合预期；寿险 NBV 同比-34.7%，EV 同比+8.9%，略低于预期。

1、整体：营运利润符合预期，科技板块增速亮眼。集团营运利润同比+4.9%，其中寿险及健康险、财险、银行、信托、证券、其他资管、科技板块分别同比+5.2%、-22.9%、+2.6%、-4.6%、+27.6%、+22.6%、+90.8%。Q4 当季营运利润同比+6.5%，其中科技板块营运利润由-6.2 亿转为+19.9 亿。

归母净利润同比-4.2%，其中 Q4 单季同比+101.9%，主要由于短期投资正偏差（Q4 单季 103 亿）带来寿险及健康险利润高增长，单季同比+144.3%。净资产较年初+13.3%。

2、寿险：代理人、保费、价值全面承压，但我们预计低点已至，2021年将轻装上阵。NBV 同比-34.7%，略低于预期。其中 Q4 同比-60.7%，新单保费（同比-24.7%）及 margin（同比-21.5pct）双降，我们判断源自于：1）4 季度公司聚焦 2021 年开门红；2）公司将退保率、疾病发生率假设向审慎的方向调整，使得价值率下降。全年来看，新单保费同比-7.2%，价值率下滑 14.0pct，其中长期保障型产品的保费和 margin 下滑显著。疫情、增员乏力及市场竞争影响下，长期保障型产品保费同比-43.7%，由于平安福等高价值率产品占比下降，且假设更加审慎，导致价值率从 105% 下降至 96%。另外，万能账户快速增长使得短储类产品价值率从 22.1% 下滑至 18.8%。

受疫情冲击，代理人量质齐降。年末代理人 102 万，同比-12.3%；代理人活动率 49.3%，下降 11.6pct；人均 NBV 同比-28.4%。我们判断，代理人队伍低点已过，2021 年开门红年金险销售情况好转将带来队伍士气的提升，从而带动产能修复。

寿险税前营运利润同比+3.4%，主要由营运偏差拉低其增速，全年营运偏差同比-55.7%，其中 H2 为-53 亿，源自于公司费用投入加大及保单继续率恶化，13 个月、25 个月保单继续率分别同比-2.3pct、-6.2pct。剩余边际余额较年初+4.5%，增速同比放缓 12.2pct，由新业务贡献及脱退差异贡献下滑导致。新业务贡献同比-43.1%，脱退差异及其他从去年的 167 亿转为-15 亿，亦由于继续率下滑。

寿险 EV 同比+8.9%，增速较 2019 年同比放缓 14.7pct；ROEV14.5%，同比-10.5pct，NBV 创造的贡献从 14.7%到 7.6%，叠加营运偏差贡献由正转负，“营运偏差+营运假设变动”合计-141 亿，占期初 EV 比例为-1.9%，去年同期该值为+56 亿。另外，投资偏差+市场价值调整合计-74 亿，主要为权益类资产（集中持有的港股金融地产股）的浮亏。平安进行了经济假设调整，将免税资产的比例从 16%提升至 20%，带来“经济假设变动”+157 亿，冲减了投资的负面影响，我们认为是考虑到地方债等免税资产的配置比例提升。

3、财险：营运利润同比-22.9%，综合成本率提升 2.7pct 至 99.1%，其中费用率下降 0.5%，赔付率提升 3.2%。分险种来看，车险、保证险、责任险、意外险、企财险的综合成本率分别变动为：+1.0pct、+17.4pct、-3.0pct、+4.5pct、+6.7pct。2020 年下半年保证保险综合成本率逐渐改善，全年较 H1 下降 14.6pct。

整体观点：投资端利空已充分反映，负债端已触底回升。平安寿险负债端正迎来积极改善，开门红年金险销售可观，带来队伍的士气提升，从而正反馈于长储及保障险的销售；公司代理人规模预计将保持平稳，通过新旧置换来改善队伍结构，产能有望提升；寿险改革正稳步推进，改革结果将逐步体现。全年 NBV 将有望实现两位数的增长。后续随着资产端风险敞口的暴露，利空将落地。我们基于平安 2020 年利润达成情况，上调 2021-2023 年盈利预估为 1679/1853/2029 亿（2021E-2022E 前值为 1506 亿/1782 亿），YOY+17.3%/10.4%/9.5%。目前公司 2021PEV 为 0.94 倍，估值低位，维持“买入”评级。

风险提示：代理人增长不达预期；保障型产品销售不达预期；科技赋能效果不达预期；疫情持续超预期

投资评级

行业	非银金融/保险
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	76.54 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	10,832.66
流通 A 股股本(百万股)	10,832.66
A 股总市值(百万元)	829,132.14
流通 A 股市值(百万元)	829,132.14
每股净资产(元)	41.72
资产负债率(%)	89.63
一年内最高/最低(元)	94.62/66.00

作者

夏昌盛	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518110003 xiachangsheng@tfzq.com	
罗钻辉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518060005 luozuanhui@tfzq.com	
舒思勤	联系人
shusiqin@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中国平安-季报点评:中国平安 3 季报:集团营运利润 Q3 单季同比+12.4%略超预期;NBV 同比-27.1%基本符合预期,预计 2021Q1 业绩转机将至》2020-10-28
- 《中国平安-半年报点评:中报点评:集团营运利润同比+1.2%,NBV 同比-24.4%,基本符合预期,科技业务利润表现亮眼,寿险管理已趋向稳定,2021Q1 有望迎来业绩转机》2020-08-29
- 《中国平安-公司深度研究:客户为何选择平安产品?代理人为何加入平安队伍?》2020-05-08

4、科技：归母营运利润同比+90.8%，总收入（直接加总）903.8 亿，同比+10.1%，我们判断利润高增长主要由于成本投入效率提升带来。其中，陆金所净利润 123 亿，同比-7.8%；好医生净亏损增加 2.02 亿，主要由于人民币大幅升值导致汇兑损失增加；金融壹账通减亏 2.73 亿。

5、投资：净投资收益率 5.1%，同比-0.1%；总投资收益率 6.2%，同比-0.7pct。账面投资收益表现较好，我们判断主要由于：1) 四季度基金分红集中拉高净投资收益率；2) 逢高兑现了部分 FVPL 权益类资产的收益，贡献买卖价差 434 亿。如果考虑 FVOCI 资产（如集中持有的港股金融地产股）的浮盈浮亏，综合投资收益率预计低于 5%。资产配置上，主要增配了债券类资产，占比提升 3.3pct 至 50.2%，我们判断新增投资中大量配置了超长期利率债。

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1168867	1218315	1290688	1417872	1581503
增长率（%）	19.66	4.23	5.94	9.85	11.54
归属母公司股东净利润（百万元）	149407	143099	167874	185250	202906
增长率（%）	39.11	(4.22)	17.31	10.35	9.53
每股收益（元）	8.17	7.83	9.18	10.13	11.10
市盈率(P/E)	9.36	9.78	8.33	7.55	6.90
市净率(P/B)	2.08	1.83	1.56	1.35	1.18

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)						寿险保费	523672	511487	550799	624933
每股收益	8.17	7.83	9.18	10.13	11.10	非寿险保费	270930	285854	287827	299148
每股净资产	36.83	41.72	48.92	56.52	64.83	总保费及管理费收入	794602	797341	838627	924081
每股内含价值	65.67	72.65	81.34	91.68	102.92	减: 分出保费	21370	23077	23098	26523
每股新业务价值	4.15	2.71	3.04	3.35	3.69	净保费收入	773232	774264	815529	897559
						减: 净提取未到期责任准备金	24915	17204	46019	45993
价值评估 (倍)						已赚净保费	748317	757060	769510	851566
P/E	9.36	9.78	8.33	7.55	6.90	投资收益	177488	243515	274632	294362
P/B	2.08	1.83	1.56	1.35	1.18	营业收入	1168867	1218315	1290688	1417872
P/EV	1.17	1.05	0.94	0.83	0.74	赔付及保户利益	538719	577961	574980	628484
VNBX	2.62	1.43	-1.58	-4.51	-7.15	保险业务综合费用	445120	452050	482022	531513
						营业费用	983839	1030011	1057002	1159998
盈利能力指标 (%)						营业利润	185028	188304	233686	257874
净投资收益率	5.20	5.10	5.00	5.00	5.00	税前利润	184739	187764	233686	257874
总投资收益率	6.90	6.20	5.00	5.00	5.00	所得税	20374	28405	46737	51575
净资产收益率	24.40	19.93	20.26	19.22	18.29	归属于母公司股东的净利润	149407	143099	167874	185250
总资产收益率	1.94	1.61	1.78	1.88	1.88	少数股东损益	14958	16260	19075	21049
财险综合成本率	96.40	99.10	99.00	99.00	99.00					
财险赔付率	57.30	60.50	61.00	61.00	61.00					
财险费用率	39.10	38.60	38.00	38.00	38.00					
盈利增长 (%)						资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润增长率	39.11	(4.22)	17.31	10.35	9.53	现金及存款投资	306605	314123	459267	510382
内含价值增长率	19.76	10.63	11.96	12.71	12.26	债权投资	2248446	2673821	2922609	3247884
新业务价值增长率	5.05	(34.72)	12.01	10.40	9.99	股权投资	450569	503828	521894	579979
						其他投资	203216	248809	271385	301589
偿付能力充足率 (%)						总投资资产	3208836	3740581	4175155	4639834
偿付能力充足率 (集)	229.80	225.00	225.00	230.00	230.00	分保资产	29198	32059	23000	23000
偿付能力充足率 (寿)	231.60	230.00	230.00	240.00	240.00	其他资产	4984895	5755230	5179593	5616247
偿付能力充足率 (产)	259.20	235.00	235.00	235.00	235.00	资产总计	8222929	9527870.00	9377748	10279081
						保险合同负债	1921907	2218007.00	2542939	2898969
内含价值 (百万元)						投资合同负债	701635	768975.00	878960	1004412
调整后净资产	574,239	643,147	720,325	806,764	903,575	次级债	699631	901285.00	388000	388001
有效业务价值	626,294	684,964	766,563	869,134	977,865	其他负债	4047386	4651698.00	4428570	4688031
内含价值	1,200,533	1,328,111	1,486,888	1,675,898	1,881,440	负债总计	7370559	8539965.00	8238468	8979413
一年新业务价值	75,945	49,575	55,528	61,302	67,432	实收资本	18280	18280.00	18280	18280
核心内含价值回报率	19.78	13.03	14.98	14.87	14.91	归属于母公司股东权益	673161	762560	894310	1033097
						少数股东权益	179209	225345.00	244970	266571
寿险新业务保费 (百万)						负债和所有者权益合计	8222929	9527870.00	9377748	10279081
短险和趸缴新单保费	22,784	33,790	34,709	35,675	36,688					
期缴新单保费	131,184	98,232	112,172	123,892	136,948					
新业务合计	153,968	132,022	146,881	159,567	173,636					
新业务保费增长率 (%)	(0.17)	(1.43)	1.13	0.86	0.88					
标准保费	133,462	101,611	115,643	127,460	140,617					
标准保费增长率 (%)	(6.36)	(23.87)	13.81	10.22	10.32					

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com