

负债端低点已现，企稳向上可期

——中国平安 (601318) 2020 年年报点评

增持 (维持)

日期: 2021 年 02 月 08 日

事件:

中国平安发布 2020 年年报, 归母营运利润 1394.70 亿元, 同比增长 4.9%; 新业务价值 495.75 亿元, 同比下降 34.7%; 营运 ROE 19.5%。

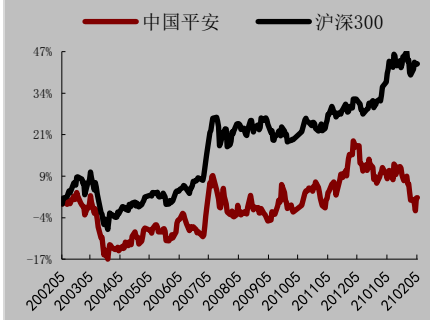
投资要点:

- **内外部因素交织, 新业务价值表现不及预期:** 2020 年新业务价值 495.75 亿元, 同比下降 34.7%; 新业务价值率 33.3%, 同比回落 14.0 个百分点, 主要由疫情和寿险改革导致。一方面, 疫情影响下, 高价值的长期保障型产品线下销售受阻, 新业务价值同比 -48.5%; 客户对长期保障产品的需求暂时转移到短期消费型健康险产品, 使其对新业务价值贡献同比下降 13.9 个百分点。另一方面, 代理人提质作为寿险改革的重要环节, 使 2020 年代理人数量同比下降 12% 至 102 万人; 代理人渠道新业务价值 429.13 亿元, 同比下降 37.1%; 人均新业务价值 40688 元, 同比 -28.4%。我们判断, 在疫情好转、开门红销售超预期的情况下, 人均产能增速将回升, 带动新业务价值增速由负转正确定性大。
- **财产险综合成本率升至高位, 盈利能力明显减弱:** 财产险保费收入 2858.54 亿元, 同比 +5.5%, 其中车险同比 +0.9%, 非车业务同比 +17.1%; 营运利润 161.59 亿元, 同比回落 22.9%; 营运 ROE 16.4%, 同比下降 8.2 个百分点, 我们判断财产险业务盈利能力下降主要由综合成本率上升引起。其中, 保证保险综合成本率同比上升 17.4 个百分点, 车综改下车险赔付率达 60.5%, 同比 +3.2%, 财产险承保利润明显下降。我们判断, 2021 年在车险和保证保险成本结构持续优化下, 综合成本率将得到有效控制, 财产险业务盈利能力将逐步恢复。
- **科技业务发展强劲, 助力发展“有温度的保险”:** 疫情催化下在线医疗服务渗透率大幅提升, 平安好医生营业收入 68.66 亿元, 同比 +35.5%, 其中在线医疗收入同比大幅增长 82.4%, 我们认为 2021 年公司在线医疗爆发式增长有望延续。公司运用科技优势对线上、线下医疗服务和保险产品进行横向打通, 为保险客户提供包括健康、慢病、重疾管理和居家养老护理等优质服务, 全面构建医疗健康生态圈。我们认为, 医疗健康服务与保险保障相结合的新型保险产品在健康险市场上具备明显的竞争优势, 有望带动互联网医疗和健康险业务齐头并进。

基础数据

| | |
|---------------|--------------------------|
| 行业 | 非银金融 |
| 公司网址 | |
| 大股东/持股 | 香港中央结算 (代理人) 有限公司/32.09% |
| 实际控制人/持股 | |
| 总股本 (百万股) | 18,280.24 |
| 流通 A 股 (百万股) | 10,832.66 |
| 收盘价 (元) | 79.72 |
| 总市值 (亿元) | 14,573.01 |
| 流通 A 股市值 (亿元) | 8,635.80 |

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源: WIND, 万联证券研究所
数据截止日期: 2021 年 02 月 05 日

相关研究

万联证券研究所 20200221_公司年报点评
_AAA_中国平安 2019 年年报点评
万联证券研究所 20191025_公司季报点评
_AAA_中国平安 2019 年三季度点评
万联证券研究所 20190815_公司半年报点
评_AAA_中国平安 2019 年中报点评

分析师: 徐飞

执业证书编号: S0270520010001

电话: 021-60883488

邮箱: xufei@wlzq.com.cn

| | 2019 年 | 2020 年 | 2021E | 2022E |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 (亿元) | 11,688.67 | 12,183.15 | 12,951.36 | 14,419.04 |
| 增长比率 (%) | 19.66 | 24.72 | 6.31 | 11.33 |
| 净利润 (亿元) | 1,494.07 | 1,430.99 | 1,819.26 | 1,974.55 |
| 增长比率 (%) | 39.11 | 33.23 | 27.13 | 8.54 |
| 每股收益 (元) | 8.17 | 7.83 | 9.95 | 10.80 |
| 市盈率 (倍) | 9.75 | 10.18 | 8.01 | 7.38 |

数据来源: WIND, 万联证券研究所

- **盈利预测与投资建议：**在5%投资收益率假设下，预测2021-2023年EPS为9.95/10.80/11.87元，对应PE为8.01/7.38/6.71倍，EVPS为86/101/118元，对应PEV为0.93/0.79/0.67倍，当前估值偏低，维持“增持”评级。
- **风险因素：**业务增速不及预期、权益市场下跌、改革效果不及预期。

万联证券

利润表

单位:百万元

| 至 12 月 31 日 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 1,218,315 | 1,295,136 | 1,441,904 | 1,613,845 |
| 保费业务收入 | 797,880 | 868,000 | 978,126 | 1,109,284 |
| 投资净收益 | 124,701 | 117,910 | 138,695 | 162,741 |
| 营业支出 | 1,030,011 | 1,037,928 | 1,162,719 | 1,306,983 |
| 退保金 | 36,914 | 41,951 | 46,763 | 52,278 |
| 赔付支出 | 237,136 | 279,902 | 312,010 | 348,809 |
| 提取保险责任准备金 | 303,911 | 247,254 | 278,624 | 315,985 |
| 保户红利支出 | 19,001 | 21,800 | 24,092 | 26,656 |
| 手续费及佣金支出 | 102,003 | 110,967 | 125,046 | 141,814 |
| 管理费用 | 176,551 | 190,675 | 205,929 | 222,403 |
| 利润总额 | 187,764 | 256,870 | 278,795 | 306,439 |
| 所得税 | 28,405 | 54,271 | 58,904 | 64,745 |
| 净利润 | 159,359 | 202,598 | 219,891 | 241,695 |
| 归母净利润 | 143,099 | 181,926 | 197,455 | 217,034 |
| 每股收益 | 7.83 | 9.95 | 10.80 | 11.87 |

资产负债表

单位:百万元

| 至 12 月 31 日 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------------|-----------|------------|------------|------------|
| 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 | 1,231,331 | 1,414,795 | 1,621,537 | 1,856,000 |
| 以摊余成本计量的金融资产 | 2,624,848 | 3,015,942 | 3,456,656 | 3,956,465 |
| 以公允价值且其变动计入其他综合收益的金融资产 | 788,787 | 906,314 | 1,038,752 | 1,188,948 |
| 长期股权投资 | 267,819 | 307,723 | 352,690 | 403,687 |
| 投资性房地产 | 57,154 | 65,670 | 75,266 | 86,149 |
| 定期存款 | 253,518 | 291,291 | 333,857 | 382,131 |
| 总资产 | 9,527,870 | 10,947,492 | 12,547,228 | 14,361,474 |
| 保户储金及投资款 | 768,975 | 882,394 | 1,012,957 | 1,161,367 |
| 保险合同准备金 | 1,744,004 | 1,927,369 | 2,132,447 | 2,364,834 |
| 总负债 | 8,539,965 | 9,799,557 | 11,249,547 | 12,897,735 |
| 归母所有者权益 | 762,560 | 886,087 | 1,001,675 | 1,129,854 |
| 所有者权益合计 | 987,905 | 1,147,935 | 1,297,681 | 1,463,738 |

内含价值

单位:百万元

| 至 12 月 31 日 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 新业务价值 | 60,644 | 82,958 | 107,753 | 140,660 |
| 内含价值 | 1,328,112 | 1,566,659 | 1,838,840 | 2,165,429 |
| 每股内含价值(元) | 72.65 | 85.70 | 100.59 | 118.46 |

资料来源: Wind, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场