

公司评级：推荐（维持）

报告日期：2020年02月21日

#### 市场数据

目前股价	82.38
总市值（亿元）	15,059.26
流通市值（亿元）	8,923.95
总股本（万股）	1,828,024
流通股本（万股）	1,083,266
12个月最高/最低	92.50/63.34

#### 分析师

分析师：刘文强 S1070517110001

☎ 021-31829700

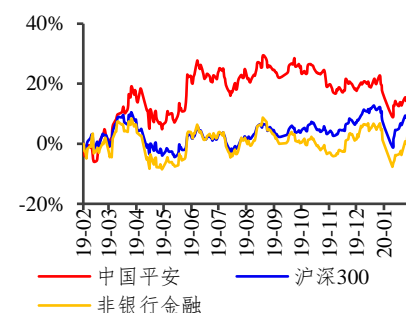
✉ liuwq@cgws.com

联系人（研究助理）：张永 S1070118090027

☎ 010-88366060-8865

✉ zhangyong@cgws.com

#### 股价表现



数据来源：贝格数据

#### 相关报告

<<谋定而后动，期待2020年更卓越>>

2019-10-25

<<新业务价值略超预期改善，高分红彰显发展信心>> 2019-08-16

<<寿险新业务价值率大幅提升，产险逆势走强>> 2019-04-29

## 持续推进改革，期待回归增长常态

——中国平安（601318）2019年业绩点评

#### 盈利预测

	2017A	2018A	2020E	2021E	2022E
营业收入	890882.00	976832.00	1168867.00	1273856.02	1435428.98
(+/-%)	25.04	9.65	19.66	8.98	12.68
净利润	99978.00	120452.00	164365.00	182300.15	200743.45
(+/-%)	38.15	20.48	36.46	10.91	10.12
摊薄 EPS	4.87	5.88	8.99	9.97	10.98
PE	14.21	11.79	10.08	9.09	8.25

资料来源：长城证券研究所

#### 核心观点

##### ■ 事件

##### ■ 1. NBV、投资、减税共振，促价值与利润保持较高速增长

NBV 稳步增长、投资偏差扭正、营运偏差持续为正，助力 EV 保持较高增速。2019 年集团 EV 为 1.2 万亿，同比(YoY+ 19.8%)，人身险 EV 为 7574.9 亿元(YoY+23.5%)，EV 的高增长主因 NBV 达 759.45 亿元(YoY+5.1%)、营运偏差 104.06 亿元(YoY-52.2%)、正向投资偏差大幅扭正至 321 亿元，分别在期初寿险 EV 占比 12.4%、0.6%、5.2%。而人身险 ROEV 为 25%(YoY-5.8pct)，主因新业务分散效应和续保率短期下滑使营运偏差减少，导致内含价值营运利润下滑。

所得税同比下降 56.6%，主要由于公司执行财政部、税务总局于 2019 年 5 月 29 日发布的《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》导致有效税率下降。

##### ■ 2. 产品+渠道策略助力价值稳健增长，代理人质态显著改善

公司寿险及健康险新业务价值 759.45 亿，同比增长 5.1%，其中 Q4 新业务价值 171.40 亿，同比增长 1.6%，环比下降 3.45pct。公司新业务价值稳健增长，主要归因于：一是新业务价值率明显提升。2019 年首年保费口径的新业务价值率为 47.3%，同比增长 3.6pct。公司主动进行业务调整，向高价值保障型产品转型，削减短储产品销售，低 margin 短储型产品占比减少。二是代理人渠道新业务价值增长。2019 年代理人渠道 NBV 同比增长 5.9%，人均新业务价值 56,791 元，同比增长 16.4%。代理人规模较 18 年收缩 17.7%至 116.7 万人，人均个险新保单件数达 1.38 件/月，同比增长+13.1%。体现了公司坚持“有质量的人力发展”策略，严格执行考核清退政策，聚焦个人代理人质态。

公司成立寿险改革小组，持续推进寿险在产品、渠道等各方面改革。领导层表示，改革的目标一方面是希望后续年份 NBV 的增长更加强劲，二是代理人收入和代理人的产能持续增长。改革重点聚焦在渠道方面，主要有

代理人渠道、线上互联网保险和银保渠道三个渠道,这次改革都会涉及到;产品方面,以客户需求为导向,重点利用平安综合金融体系的优势在寿险+、金融+、服务+方面做系统化的、产品的、体系的改造,根据不同层次、代理人的不同销售能力、不同消费者的需求推出更多符合客户需求的产品,实现所说的“一个客户、多个产品、一个账户、一站式服务”,进一步推动综合经营。改革关键是利用科技,科技是非常重要的手段,包括(1)线上和线下相结合、(2)远程与现场相结合、(3)数字化驱动(经验与人的结合)、(4)人工智能。

管理层表示,客观上疫情对代理人的 2020H1 的销售有一定影响,面对面销售活动受到影响,若疫情 H1 得到控制, H2 增长会有所恢复, 2021 年会有更健康、更长远的增长。我们预计随着改革推进,产品结构优化及代理人产能提升将推动公司后续年份 NBV 持续稳健增长奠定基础。

### ■ 3.产险承保端盈利改善, 税优政策大幅提升盈利能力

减税+降费+投资高增, 助推利润改善。2019 年, 平安产险实现原保险保费收入 2709.30 亿元, 同比增长 9.5%。Q4 产险保费 740.54 亿元, 同比增长 11.70%, 环比增长 11.51%。平安产险综合成本率为 96.4% (其中费用率下降 2pct 至 39.1%, 赔付率上升 2pct 至 57.3%), 同比略微上升 0.4pct, 较 6 月末下降 0.2pct, 业务品质保持优良, 领先于行业。其中车险保费收入 1943.15 亿元, 同比增长 6.9%, 综合成本率 97.2%, 同比下降 0.2pct, 承保盈利 49.15 亿元, 盈利处于行业领先水平。保证保险综合成本率 93.6%, 同比上升 5pct, 归因于业务存量影响赔付, 实现承保利润 15.52 亿元, 整体仍保持良好盈利水平。

公司产险实现归母净利润 228.08 亿元, 同比大幅增长 85.8%。剔除税收优惠政策的一次性重大项目调整影响, 产险的营运利润仍然达到 209.52 亿元, 同比大幅增长 70.7%, 营运 ROE 达 24.6%。主要归因于资本市场持续回暖带动的投资收益增加, 以及手续费率下降使得所得税同比减少。

### ■ 4.科技赋能寿险业务成效显著, 疫情期间提供强力支持

集团核心科技赋能寿险业务。数据化营销助理代理人管理, 新人招聘 AI 面试覆盖率达 100%, 累计面试超 600 万人次, 减少人工面试时长超 68 万小时。队伍培养为代理人配套个性化培养规划及 7×24 小时线上培训, 绩优养成时长同比缩短 3.6 个月。销售支持代理人专属的智能个人助理 AskBob 累计服务 3.4 亿人次, 2019 年日均访问量达 92 万人次; 产险以“平安好车主”APP 为载体, 为客户提供一站式用车服务及品类丰富的汽车后市场服务。截至 2019 年底, 该 APP 注册用户数突破 9,000 万, 其中约 4,900 万用户同时是平安产险的车险客户, 稳居国内汽车工具类应用市场第一位。

疫情发生后, 面对代理人展业和增员面临困难, 平安科技提供强有力支持, 实现全流程线上化运营, 提供空中接单产品, 代理人培训、招聘、宣讲活动率甚至较以往更高, 最大限度减小疫情的负面影响。

### ■ 5.投资收益得益于权益市场回暖, 分红率增长提升溢价空间

2019年，公司保险资金投资组合规模达3.21万亿元，较年初增长14.82%。年化净投资收益率5.2%，与去年持平，较上半年末上升0.7pct，年化总投资收益率6.9%，较去年同期上升3.2pct，较上半年末上升1.3pct。IFRS准则下，公允价值计量且变动进入损益的资产占比18.3%。

公司在投资端的良好表现主要得益于权益市场回暖和审慎的投资策略。不以短期波动获利为目标，固定收益较好，公司债占比下调1.8pct至4%，优化公司债信用评级，且以低风险长久期国债为主要投资标的。股基投资占比10.7%，提升0.8pct。股票投资采取集中投资策略，投资低估值高分红股票和龙头公司，每年获得250~260亿元较高分红收益。

因公司盈利能力持续提升，偿付能力充足（2019年平安集团、寿险和产险的综合能力充足率分别为229.8%、231.6%和259.2%），公司持续提升分红水平，过去5年分红复合增长率高达40%，2019年派息增长19%，高位且稳定的分红水平将提升平安的估值溢价空间。

#### ■ 6.疫情影响短期寿险和信贷业务，长期影响可控

此次“新冠”疫情对公司短期业务影响较为明显，主要表现在对寿险代理人展业、增员，以及金融领域信贷业务的影响。目前根据疫情情况，公司及时出台了针对湖北疫情地区的特殊政策，包括赠送代理人保障、取消考核降级等。疫情期间科技赋能寿险，在建立运营流程线上化、数字化过程中发挥了重要作用。我们预计随着疫情蔓延的有效遏制和全国各地陆续复工，平安作为大型金融机构，长期风险可控，下半年有望恢复发展常态。

#### ■ 7.估值与投资建议

公司业务质量持续改善，新业务价值率提高促进公司NBV持续增长，为内含价值增长奠定基础。寿险及健康险业务近五年剩余边际摊销CAGR达26%，产品转型聚集价值、个险渠道关注代理人质态。产险承保端盈利改善，税优政策大幅提升盈利能力。投资端受益于权益市场回暖，5年分红复合增长率高达40%，高分红水平提升溢价空间。疫情短期影响寿险代理人展业，长期风险可控，科技赋能效果显著，极大降低疫情负面影响。公司提出长期服务计划，旨在强化公司与员工长期利益绑定，健全公司长期激励约束机制。

公司拟于2020年4月9日召开股东大会，进行审议及批准《关于建议股东大会授予董事会增发H股股份一般性授权的议案》事项，授予董事会一般性授权，以配发、发行及处理不超过公司已发行H股20%的新增H股，有关发行价较证券的基准价折让（如有）不超过10%。

我们看好公司的发展前景，预计2020-2022年的摊薄EPS分别为9.97/10.98/13.21元，对应P/EV分别为1.09/0.95/0.83倍，维持“推荐”评级。

#### ■ 风险提示：中美贸易摩擦波动风险；市场系统性下跌风险；业绩不及预期风险；长端利率下行风险；监管风险；流感肺炎疫情蔓延风险

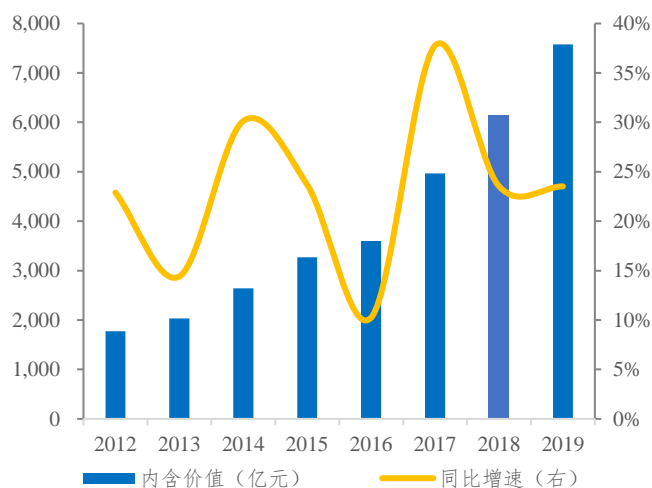
附图表：

表 1：中国平安 2019 年细分归母公司股东营运利润及净利润 单位：百万元

营运利润	2019	2018	变动(%)	2019H1	2018H1	变动(%)
寿险及健康险业务	88,950	70,320	26.5%	68,394	35,035	95.2%
财产保险业务	20,952	12,215	71.5%	14,184	5,896	140.6%
银行业务	28,195	14,394	95.9%	13,700	7,756	76.6%
信托业务	2,598	3,008	-13.6%	2,424	8,565	-71.7%
证券业务	2,376	1,599	48.6%	1,700	1,693	0.4%
其他资产管理业务	5,441	8,264	-34.2%	4,240	918	361.9%
金融科技与医疗科技业务	4,661	6,770	-31.2%	4,110	5,954	-31.0%
其他业务及合并抵消	-5,451	-3,996	36.4%	-4,692	4,204	211.6%
集团合并	147,722	112,573	31.2%	104,061	-2,117	-5015.5%
归属于母公司股东的净利润	2019	2018	变动(%)	2019Q3	2018Q3	变动(%)
寿险及健康险业务	102,659	57,914	77.3%	92,054	45,895	100.6%
财产保险业务	22,697	12,215	85.8%	16,031	8,081	98.4%
银行业务	16,342	14,394	13.5%	13,700	11,864	15.5%
信托业务	2,595	3,008	-13.7%	2,424	2,532	-4.3%
证券业务	2,319	1,599	45.0%	1,700	1,270	33.9%
其他资产管理业务	45,680	8,264	452.8%	4,240	7,025	-39.6%
金融科技与医疗科技业务	3,487	14,006	-75.1%	4,110	5,403	-23.9%
其他业务及合并抵消	-5,372	-3,996	-34.4%	-4,692	-2,673	-75.5%
集团合并	149,407	107,404	39.1%	129,567	79,397	63.2%

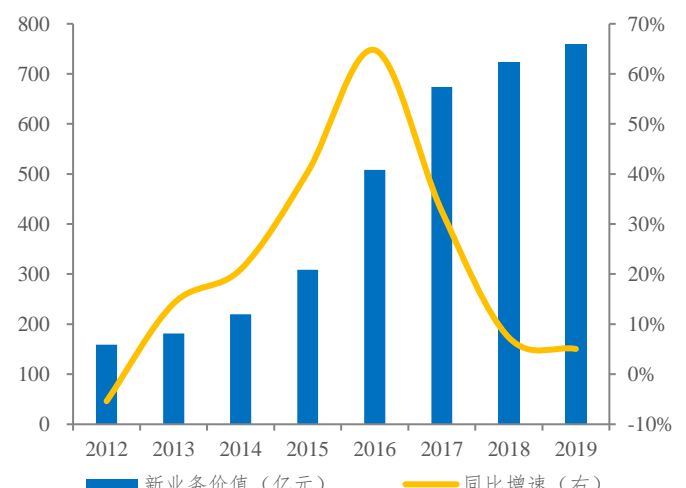
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 1：中国平安内含价值及增速（寿险及健康险）



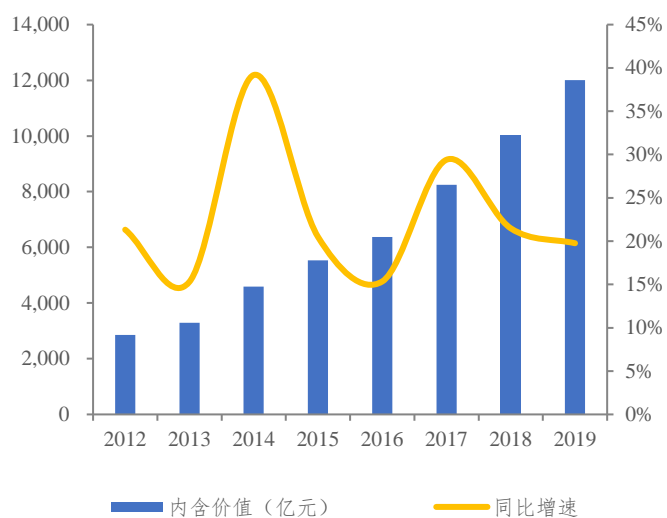
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 2：中国平安新业务价值及增速



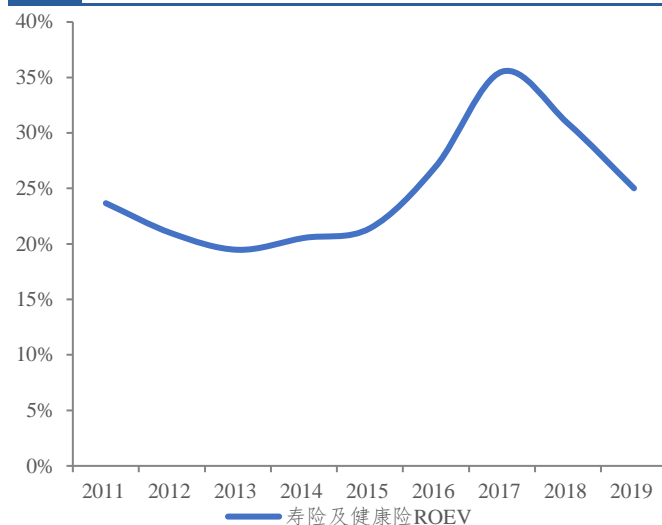
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 3: 中国平安内含价值及增速



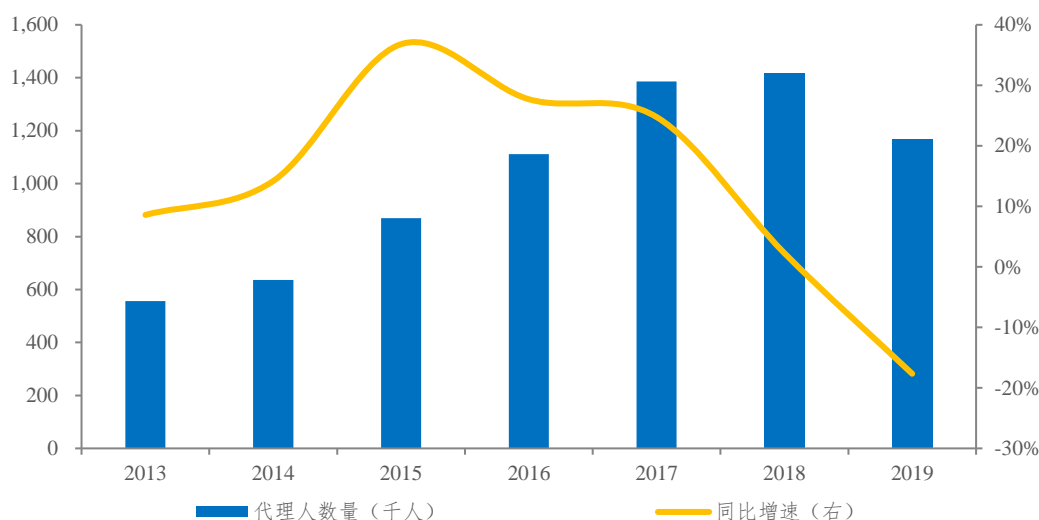
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 4: 中国平安 ROEV



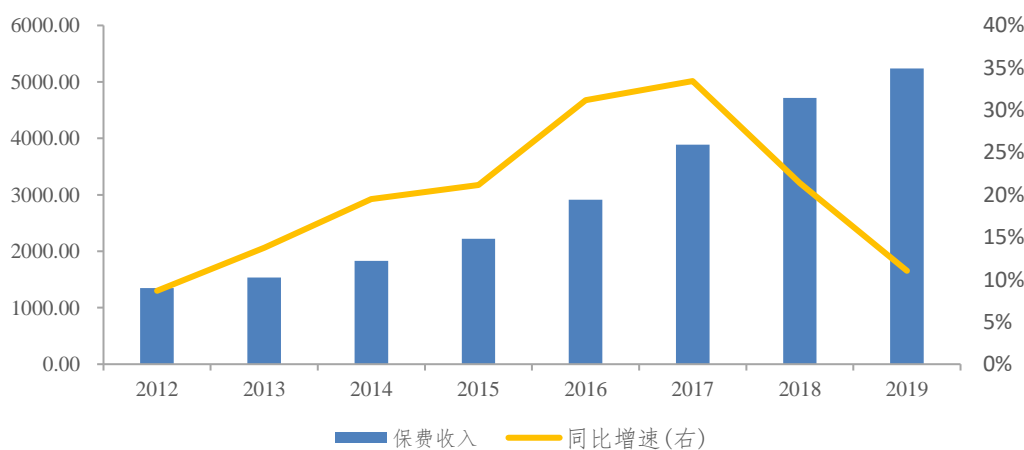
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 5: 中国平安代理人数量及增速



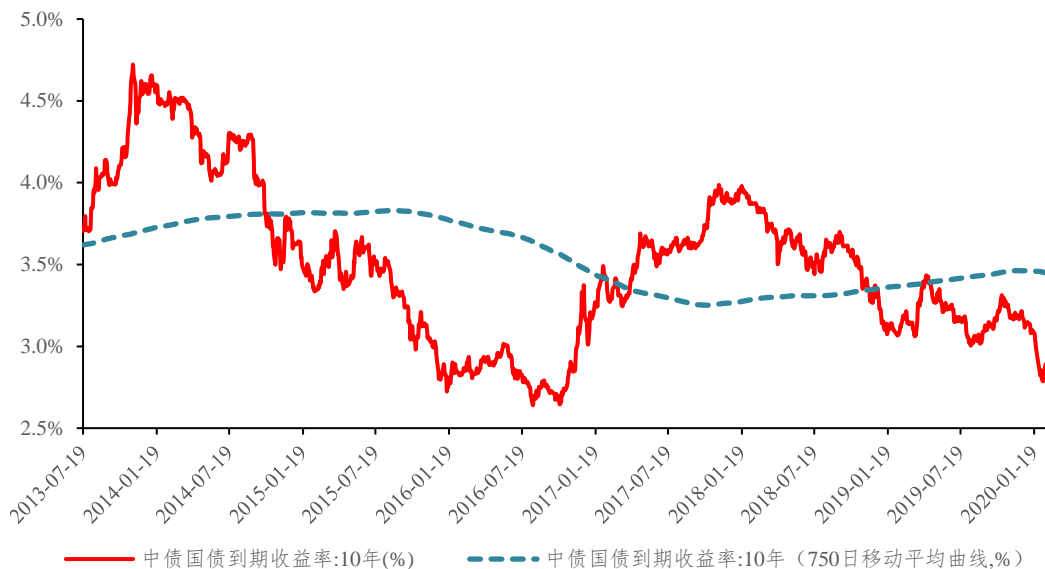
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 6: 中国平安寿险保费收入及同比增速



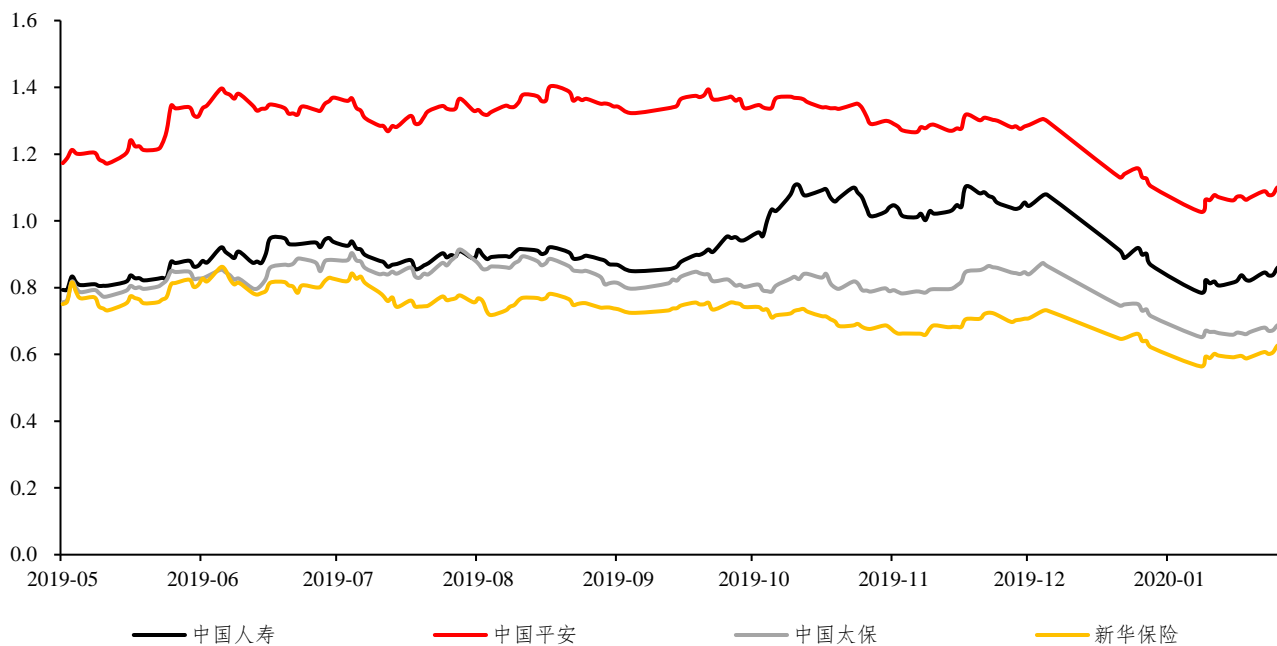
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 7: 中债国债到期收益率 750 日移动平均线: 10 年 单位: %



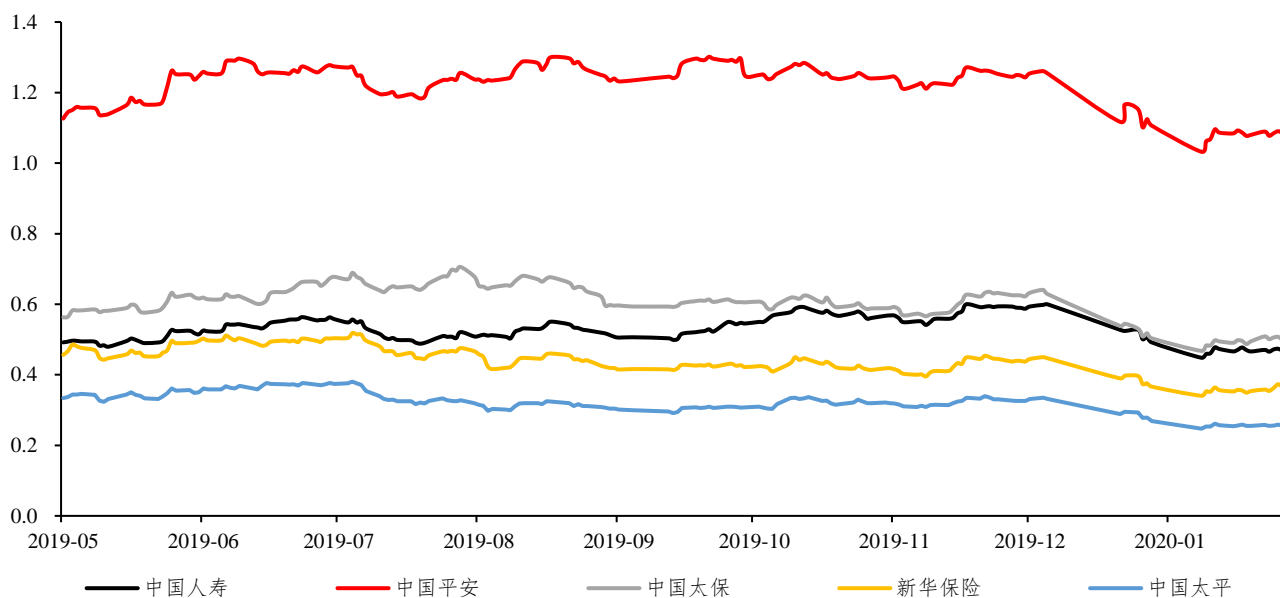
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 8: 中国平安等 A 股估值图



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 9: 中国平安等 H 股估值图



资料来源: wind, 长城证券研究所

## 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入合计	1168867.00	1273856.02	1435428.98	1624184.15	<b>净利润构成</b>				
营业支出合计	-983839.00	-1052485.21	-1184660.36	-1325670.76	<b>保险业务</b>	76.99%	66.63%	62.72%	66.62%
营业利润	185028.00	221370.82	250768.62	298513.39	<b>银行业务</b>	17.15%	17.91%	18.31%	16.10%
加：营业外收入	427.00	388.67	400.22	405.30	<b>投资业务 (信托、证券)</b>	5.86%	15.46%	18.97%	17.28%
减：营业外支出	-716.00	-553.33	-613.78	-627.70	<b>成长性</b>				
利润(亏损)总额	184739.00	221206.15	250555.06	298290.98	<b>营业收入增长</b>	19.66%	8.98%	12.68%	13.15%
减：所得税费用	-20374.00	-38906.00	-49811.61	-56830.44	<b>营业成本增长</b>	20.94%	6.98%	12.56%	11.90%
净利润	164365.00	182300.15	200743.45	241460.55	<b>净利润增长</b>	36.46%	10.91%	10.12%	20.28%
归属于母公司股东的净利润	149407.00	165709.97	182474.84	219486.48	<b>综合收益总额增长</b>	41.61%	9.67%	10.28%	20.20%
少数股东损益	14958.00	16590.18	18268.61	21974.06	<b>投资资产增长率</b>	14.02%	7.82%	8.42%	8.26%
其它综合收益	9232.00	8084.56	9209.34	10898.11	<b>净资产增长率</b>	24.68%	15.54%	14.28%	15.01%
综合收益总额	173597.00	190384.71	209952.79	252358.66	<b>总资产增长率</b>	15.12%	13.50%	14.13%	13.96%
归属母公司股东的综合收益总额	157926.00	173198.25	190999.87	229577.66	<b>盈利能力</b>				
归属少数股东的综合收益总额	15671.00	17186.47	18952.92	22781.00	<b>ROE</b>	19.28%	18.51%	17.84%	18.65%
					<b>ROA</b>	2.00%	1.95%	1.88%	1.99%
<b>资产负债表</b>				(百万)	<b>营运效率</b>				
<b>投资资产</b>	4952118.00	5339454.39	5789256.06	6267389.24	<b>综合成本率</b>	96.40%	96.40%	96.40%	96.40%
<b>非投资资产</b>	3224680.00	3659897.44	4177064.56	4760049.75	<b>净投资收益率</b>	5.20%	3.49%	3.83%	4.35%
<b>资产合计</b>	8222929.00	9332732.80	10651508.15	12138119.47	<b>总投资收益率</b>	7.00%	3.02%	3.46%	3.79%
<b>保险合同准备金</b>	1921907.00	2223032.03	2586439.16	2996475.59	<b>保单继续率 (13个月)</b>	87.80%	87.80%	89.56%	92.24%
<b>保户储金及投资款</b>	701635.00	825003.96	972048.49	1132538.48	<b>偿付能力</b>				
<b>应付保单红利</b>	59082.00	69472.31	81854.70	95369.32	<b>寿险偿付能力充足率</b>	229.74%	229.74%	229.74%	229.74%
<b>其他负债</b>	1939816.00	2415148.29	2663569.55	2931466.02	<b>产险偿付能力充足率</b>	261.85%	261.85%	261.85%	261.85%
<b>负债合计</b>	7370559.00	8347946.88	9526109.87	10843767.39	<b>银行资本充足率</b>	11.56%	11.67%	11.67%	11.67%
<b>股本</b>	18280.00	18280.00	18280.00	18280.00	<b>集团偿付能力</b>	216.40%	216.40%	218.56%	218.56%
<b>资本公积</b>	128651.00	128651.00	128651.00	128651.00	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>盈余公积</b>	12164.00	18792.40	26091.39	34870.85	<b>摊薄 EPS</b>	8.99	9.97	10.98	13.21
<b>一般风险准备</b>	71964.00	85220.80	99818.78	117377.70	<b>每股净资产</b>	36.82	43.12	49.77	57.75
<b>未分配利润</b>	433644.00	516498.98	607736.40	717479.64	<b>每股经营现金流</b>	-	-	-	-
<b>外币报表折算差额</b>	-	-	-	-	<b>每股经营现金/EPS</b>	-	-	-	-
<b>归属于母公司股东权益合计</b>	673161.00	788251.01	909756.65	1055744.61	<b>每股内含价值</b>	65.67	75.53	86.44	98.79
<b>少数股东权益</b>	179209.00	196534.92	215641.63	238607.47	<b>每股一年新业务价值</b>	4.93	5.02	5.43	5.97
<b>负债及股东权益</b>	8222929.00	9332732.80	10651508.15	12138119.47	<b>估值</b>	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>现金流量表</b>				(百万)	<b>P/EV</b>	1.25	1.09	0.95	0.83
<b>经营活动现金流</b>	-	-	-	-	<b>NBEM</b>	3.39	1.36	-0.75	-2.75
<b>投资活动现金流</b>	-	-	-	-	<b>PE</b>	10.08	9.09	8.25	6.86
<b>融资活动现金流</b>	-	-	-	-	<b>PB</b>	2.24	1.91	1.66	1.43
<b>净现金总变化</b>	-	-	-	-					



**研究员承诺**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

**行业评级：**

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>