

强烈推荐-A (维持)

中国平安 601318.SH

目标估值: 112 元
当前股价: 80.72 元
2020 年 02 月 24 日

新单、续期保费均呈负增长, 彰显改革重要性和必要性

基础数据

上证综指	3031
总股本(万股)	1828024
已上市流通股(万股)	1083266
总市值(亿元)	14756
流通市值(亿元)	8744
每股净资产(MRQ)	36.8
ROE(TTM)	22.2
资产负债率	89.6%
主要股东	深圳市投资控股有限
主要股东持股比例	5.27%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中国平安(601318)一寿险深化改革, 2020 深蹲起跳》2020-02-21
- 2、《中国平安(601318)一寿险新单强势收官, 2020 年保持乐观》2020-01-16
- 3、《中国平安(601318)一寿险受业务节奏影响低位承压, 财险增速企稳趋势初显》2019-12-15

郑积沙

zhengjisha@cmschina.com.cn
S1090516020001
刘雨辰
liuyuchen3@cmschina.com.cn
S1090518100002

刘洪

liuqi9@cmschina.com.cn
S1090519080005

研究助理

曾广荣

zengguangrong@cmschina.com.cn

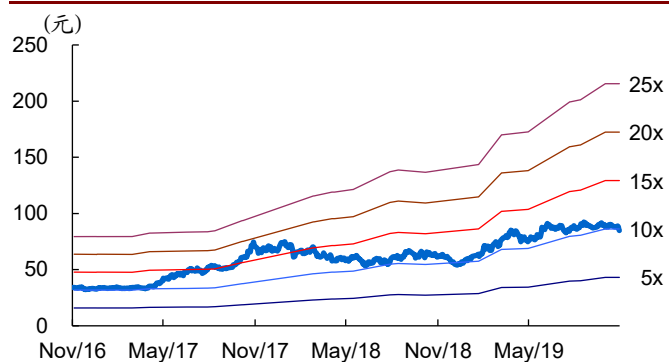
- 寿险新单受业务节奏调整影响出现负增长, 寿险续期保费受存量业务缴费期限结构影响首现负增长。(1) 寿险及健康险: 1 月寿险及健康险原保费 1079 亿, 同比下滑 13.0%; 其中个人业务 1 月新单保费 265 亿, 同比下滑 14.9%; 个人业务 1 月续期保费为 795 亿, 同比下滑 12.8%, 预计是公司历史上首次出现单月续期保费负增长。1 月新单出现负增长的原因主要是受到公司在 2019 年 12 月强调 19 年业务收官达成的重要性, 实现 2019 年 NBV 增速 5.1%, 在 2020 年开门红阶段将部分新单保费指定在 19 年 12 月生效, 带来 2019 年 12 月新单保费的爆发式增长 (+47.7%), 使得 2020 年 1 月新单出现缺口; 而续期保费出现负增长的原因预计是由于 2015-2017 年公司开门红超高增长带来的较多 3/5 年缴费期的保单在 2019 年缴费期已经结束, 使得 2020 年续期保费出现缺口, 往后看由于公司持续坚持聚焦长期期交的产品策略, 预计 20 年后续月份将恢复正增长。(2) 财险: 1 月公司财险业务原保费为 349 亿, 同比增长 7.2%, 增速较去年同期 (+18.7%) 下滑明显, 从分险种收入来看, 其中车险业务 1 月保费增速仅为 1.3% (去年同期+10.6%), 非车险增速为 16.8% (去年同期+35.1%), 意外及健康险保持增速为 27.0% (去年同期+53.3%)。基本符合我们之前的判断, 车险保费增速远低于非车险 (含意健险)。预计 2020 年由于三次费改的推进将会使得车均保费进一步下降, 全年车险保费增速预计将持续承压, 非车险仍将保持较高增速。
- 投资建议: 公司 2020 年坚定寿险改革, 有望在 2021 年开启新的增长周期。公司 2019 年在人力较大负增长的背景下依旧实现了 5.1% 的 NBV 正增长, 彰显公司业务发展的韧性, 2020 年是寿险改革的关键之年, 预计公司将在“渠道发展”和“产品升级”两个方面进行深入的改革调整, 以期在往后年份实现 NBV 的长期恢复性增长, 年初开始的新冠肺炎疫情将对公司 Q1 短期的新单销售造成负面影响, 但疫情结束后预计将恢复增长, 同时 2020 年在监管政策方面预计也将利好公司业务发展, 对全年 NBV 增长不必过度悲观。我们预期 2020 年 EV 增速 18.5%, 仍将实现优于同业的成长, 当前股价对应公司 2020 年 P/EV 估值 1.04X, 目标估值 1.4X, 对应目标价 112 元, 空间 39%。
- 风险提示: 疫情持续时间超预期; 新单恢复不及预期; 利率趋势性下移。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	976832	1168867	1184333	1258854	1398337
同比增长	10%	18%	1%	6%	11%
营业利润(百万元)	163338	185028	218706	262782	307573
同比增长	21%	48%	18%	20%	17%
净利润(百万元)	107404	149407	151991	182760	213979
同比增长	21%	43%	2%	20%	17%
每股收益(元)	5.88	8.17	8.31	10.00	17.00
PE	14.02	10.08	9.91	8.24	7.04
PEV	1.47	1.23	1.04	0.88	0.75

资料来源: 公司数据、wind、招商证券

图 1: 中国平安历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 中国平安历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

表 1: 中国平安盈利预测表

亿元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一、营业收入	8,909	9,768	11,689	11,843	12,589	13,983
保险业务收入	6,050	7,196	7,951	8,533	9,512	10,890
其中：分保费收入	-1	-1	-1	-1	-1	-1
减：分出保费	-174	-194	-214	-210	-228	-249
提取未到期责任准备金	-146	-224	-249	-249	-249	-249
已赚保费	5,730	6,777	7,488	8,075	9,035	10,392
银行业务利息收入	1,474	1,617				
银行业务利息支出	-725	-869				
银行业务利息净收入	749	748	902	862	862	862
非保险业务手续费及佣金收入	444	463				
非保险业务手续费及佣金支出	-66	-91				
非保险业务手续费及佣金净收入	378	372	442	418	55	55
非银行业利息收入	884	885	1,000	1,000	1,000	1,000
投资收益	675	746	775	775	852	852
公允价值变动收益	33	-283	441	10	10	10
汇兑损失	-1	-9	8	8	8	8
其他业务收入	461	533	633	696	766	804
二、营业支出合计	-7,561	-8,135	-9,838	-9,656	-9,961	-10,908
退保金	-205	-215	-267	-290	-288	-302
赔付支出	-1,591	-2,033	-2,250	-2,565	-2,902	-3,000
减：摊回赔付支出	89	95	113	143	164	186
提取保险责任准备金	-2,200	-1,910	-2,870	-2,099	-2,254	-2,638
减：摊回保险责任准备金	5	6	1	7	7	7
保单红利支出	-131	-164	-193	-303	-397	-488
分保费用	-0	-0	-0	-0	-0	-
保险业务手续费及佣金支出	-1,146	-1,304	-1,148	-1,590	-1,621	-1,861
营业税金及附加	-37	-39	-43	-78	-43	-48
业务及管理费	-1,397	-1,477	-1,729	-1,849	-1,853	-1,962
减：摊回分保费用	67	80	76	128	149	171
财务费用	-112	-182	-	-150	-165	-182
其他业务成本	-451	-453	-654	-630	-659	-690
资产减值损失	-453	-538	645	-380	-100	-100
三、营业利润	1,348	1,633	1,850	2,187	2,628	3,076
加：营业外收入	4	4	4	4	4	4
减：营业外支出	-4	-6	-7	-10	-10	-10
四、利润总额	1,347	1,632	1,847	2,181	2,622	3,070
减：所得税费用	-348	-427	-204	-393	-472	-553
五、净利润	1,000	1,205	1,644	1,788	2,150	2,517
归属于母公司股东的净利润	891	1,074	1,494	1,520	1,828	2,140
少数股东损益	109	130	150	268	323	378

资料来源：公司公告，招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑积沙，非银金融行业首席分析师，美国纽约大学硕士。7年证券从业经历。2015年获得金牛奖第5名（团队），2017年新财富第7名，2018年金牛奖第3名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。