

评级：买入（维持）

市场价格：87.46

分析师：陆韵婷

执业证书编号：S0740518090001

Email: luyt@r.qlzq.com.cn

分析师：戴志锋

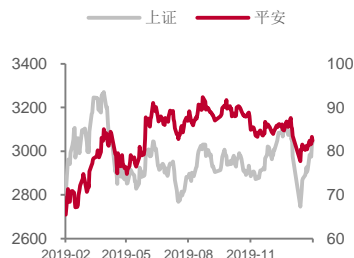
执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	18280
流通股本(百万股)	18280
市价(元)	87.46
市值(百万元)	1598789
流通市值(百万元)	863225

股价与行业-市场走势对比



相关报告

《代理人管理面临压力，考验各大公司线上经营能力——武汉疫情对寿险行业的影响分析》-2020 年 1 月 31 日

《整体财务指标亮眼，代理人数量和收入是潜在隐忧》-中国平安 2019 中报点评

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	9766	11689	12791	14458	16319
增长率 yoy%	9.62%	19.69%	9.43%	13.03%	12.87%
归母净利润(亿元)	1074	1494	1892	2620	3348
增长率 yoy%	20.48%	39.11%	26.65%	38.48%	27.77%
每股内含价值(元)	54.83	65.67	76.06	85.73	96.07
P/EV	1.52	1.27	1.09	0.97	0.87

备注：EV 为内含价值

投资要点

- **事件：平安公布 2019 年年报，集团归母净利润和营业归母净利润分别增长 39%和 18%至 1494 亿元和 1330 亿元，归母净资产同比增加 21%至 6732 亿元，集团 roe 为 24.3%，寿险和集团内含价值分别同比增加 23.5%和 19.8%，寿险新业务价值增长 5.1%，每股股息增长 19.2%，略快于税后营运利润增速，财险综合成本率稳定为 96.4%，保险资金总投资收益率为 6.9%，各项数据和集团的业绩指引基本一致。**
- **代理人 and 全生态系统引流增速放缓，集团打造团体客户 1+N 服务模式**
 - 1、平安当前的综合金融模式依赖代理人 and 五大生态的“流量+频率”，2019 年集团个人客户数量增长 11.2%至 2 亿人，但新增客户同比下降 3.2%至 3657 万，其中受代理人数量下滑影响，来自于传统渠道的新增客户同比下降 17.5%至 2167 万人，来自于五大生态圈的新增客户数占总体新客户数比例上升至 40.7%。
 - 2、集团依旧推动“一个客户，多个账户”的迁徙工程。2019 年末集团内持有多个子公司账户的客户数同比增长 15.8%至 7371 万，占总客户数的比例提升 2.5pt 至 36.8%，客均合同数增长 3.9%至 2.64 个，13%的客均营运利润增速主要来自于产品盈利性的提高。
- **保险板块贡献集团超过 80%利润，科技板块受基数和投入影响利润大幅下降**
 - 1、寿险板块全年规模净利润为 1027 亿元，77.3%的增速较 Q3 的 100.6%略有放缓主要是由于集团主动下调流动性溢价从而多计提约 155 亿元的准备金，精算假设的调整（约 32 亿元）以及税收效应的减弱；
 - 2、信托和其他资管业务全年净利润分别下降 13.8%和 43.4%，前者受月均管理规模下降和投资收益影响业绩处于持续调整中，后者 2019 年信用和资产减值损失较去年扩大 16.9 亿元至 56.6 亿元，叠加项目投资退出节奏影响表现较弱；
 - 3、科技板块全年净利润大幅下降 75.1%至 34.9 亿元，部分原因在于 2018 年公司有陆金所 72.4 亿元重组利润基数，另一部分原因在于加大了对新科技业务的投入，好医生等前期投入的子公司的亏损处于收窄趋势；
- **代理人数据不尽理想，2020 年寿险改革是集团业绩的成败**
 - 1、平安寿险 2019 全年新业务价值增长 5.1%，主要来源于于价值率的增长，长期保障的 margin 由 18 年的 94.7%上升至当前的 104.9%，预计和福星等新产品的佣金率下调有关，考虑到退保率的提高和重疾的恶化，未来价值率继续提升的空间将变小。
 - 2、平安寿险代理人期末数量下降 17%至 117 万人，活动率下降 2pt 至 60.9%，代理人月均收入持平于 6309 元，低于社会平均 7%-8%增速，表现较弱，这也是长期保障新单下降 7.8%的核心因素，但受益于 2019 年公司产品的快速迭代，人均新单增加至 1.38 件。
 - 3、寿险税前营运利润增速仅为 2.6%，一方面是由于 2018 年分红险为保持收益率的竞争性，超分使得准备金对应资产大幅度下降，因而息差下降 21.8%，这部分在 2020 年会恢复，另一方面由于退保（13 个月的继续率下降 2.8pct 至 87.8%），费差损的减少（保费减少规模效应的递减），科技费用投入的增加，以及 2018 年较高的基数，营运偏差大幅下降 52%；新业务价值贡献的剩余边际增速下滑 12.3%主要是由于 2019 年开门红产品久期缩短，久期缩短使得剩余边际 4%-5%和 nbv 11%之间的贴现率差异影响变小。
 - 4、我们预计公司短期的寿险改革方法主要是通过费用拉动，增加优才配

额等方式扩大代理人入口，产品上选择推动中高端产品和价值率较高的长期储蓄的投放，同时增加代理人和内勤的激励方案，另外侧重新人

- 投资建议：我们认为平安寿险代理人能力依然是行业最好，2020 年集团业绩核心在于寿险的改革，寿险改革短期成败在于疫情之后的增员情况，我们判断受开门红表现一般和疫情影响，平安寿险 2020 年一季度 Nbv 预计为-15%，全年为 0%，我们预计集团全年 ev 增速为 15.8%，每股内含价值为 76.06 元，当前股价对应 pev 为 1.09 倍，继续给予买入评价
- 风险提示：权益市场大幅度下降，长期无风险收益率持续大幅度下行，代理人增员速度持续放缓，受疫情影响代理人长时间无法面访客户；

内容目录

代理人和全生态系统引流增速放缓，集团打造团体客户 1+N 服务模式.....	- 4 -
保险板块贡献集团超过 80% 利润，科技板块受基数和投入影响利润大幅下降 ...	- 5 -
投资收益理想，10 年平均收益率高于精算假设	- 5 -
代理人数据不尽理想，2020 年寿险改革是集团业绩的成败.....	- 6 -
风险提示	- 7 -

图表目录

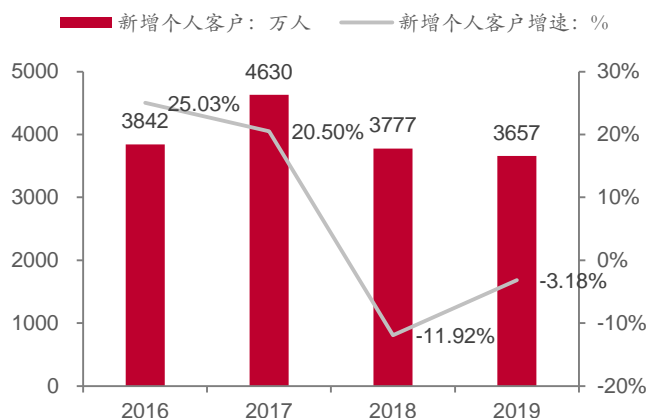
图表 1: 平安集团新增个人客户变化趋势: 万人, %	- 4 -
图表 2: 平安交叉销售渗透情况: 个, %	- 4 -
图表 3: 平安综合金融账户情况: 个, %	- 4 -
图表 4: 平安个人客户客均营运利润: 元	- 4 -
图表 5: 平安集团 2019 年各业务板块归母净利润情况: 百万元, %	- 5 -
图表 6: 平安保险资金 2010 年至今投资收益情况: %	- 5 -
图表 7: 平安寿险代理人渠道各类产品价值率: %	- 6 -
图表 8: 平安寿险代理人数量: 万人, %	- 6 -
图表 9: 平安代理人收入情况: 元, %	- 6 -
图表 10: 平安集团利润表预测: 百万元	- 7 -
图表 11: 平安集团资产负债表预测: 百万元	- 8 -

平安较以往提早 1 个月于 2 月 20 日公布 2019 年年报，集团归母净利润和营业归母净利润分别增长 39%和 18%至 1494 亿元和 1330 亿元，归母净资产同比增加 21%至 6732 亿元，集团 roe 为 24.3%，寿险和集团内含价值分别同比增加 23.5%和 19.8%，寿险新业务价值增长 5.1%，每股股息增长 19.2%，略快于税后营运利润增速，财险综合成本率稳定为 96.4%，保险资金总投资收益率为 6.9%，各项数据和集团的业绩指引基本一致。

代理人 and 全生态系统引流增速放缓，集团打造团体客户 1+N 服务模式

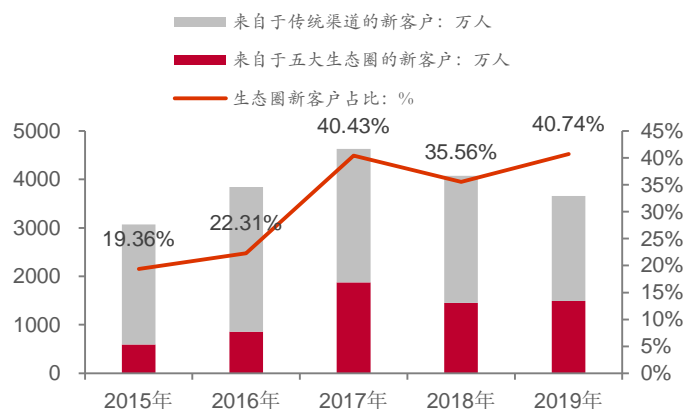
平安当前的综合金融模式依赖代理人和五大生态的“流量+频率”，2019 年集团个人客户数量增长 11.2%至 2 亿人，但新增客户同比下降 3.2%至 3657 万，其中受代理人数量下滑影响，来自于传统渠道的新增客户同比下降 17.5%至 2167 万人，来自于五大生态圈的新增客户数占总体新客户数比例上升至 40.7%。

图表 1：平安集团新增个人客户变化趋势：万人，%



来源：公司公告，中泰证券研究所

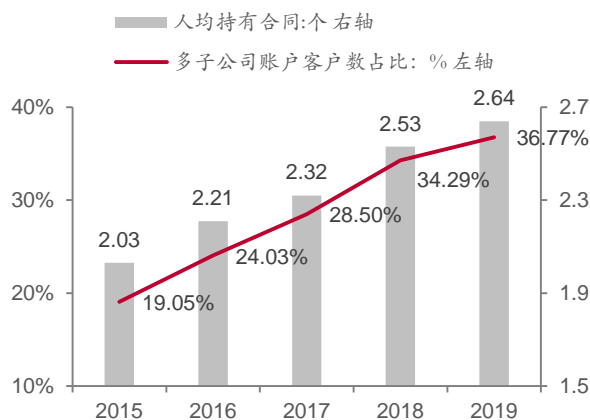
图表 2：平安交叉销售渗透情况：个，%



来源：公司公告，中泰证券研究所

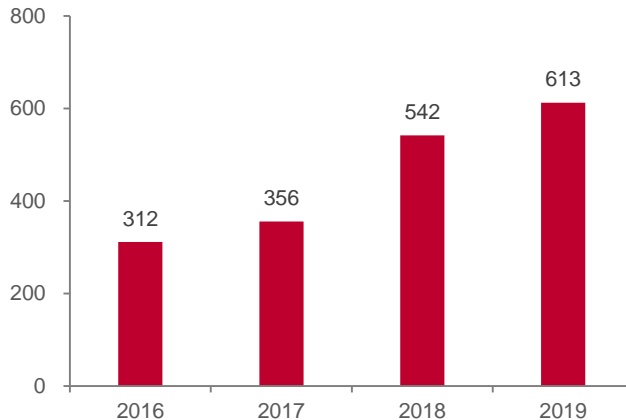
集团依旧推动“一个客户，多个账户”的迁徙工程。2019 年末集团内持有多多个子公司的客户数同比增长 15.8%至 7371 万，占总客户数的比例提升 2.5pt 至 36.8%，客均合同数增长 3.9%至 2.64 个，13%的客均营运利润增速主要来自于产品盈利性的提高。

图表 3：平安综合金融账户情况：个，%



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4：平安个人客户客均营运利润：元



来源：公司公告，中泰证券研究所

本次年报新增团体客户经营模式章节，通过“投行+商行+投资”，或者“融资+融智”的综合服务方案为客户提供 1+N 的服务。2019 年集团通过综合金融服务实现的、投保人为团体客户的保险产品保费规模同比增加 23.5%至 126.5 亿元。

保险板块贡献集团超过 80% 利润，科技板块受基数和投入影响利润大幅下降

平安集团 2019 年归母净利润和归母营运利润分别增长 39% 和 18% 至 1494 亿元和 1330 亿元。其中 80% 以上的利润来自于保险板块。

寿险板块全年规模净利润为 1027 亿元，77.3% 的增速较 Q3 的 100.6% 略有放缓主要是由于集团主动下调流动性溢价从而多计提约 155 亿元的准备金，精算假设的调整（约 32 亿元）以及税收效应的减弱；

信托和其他资管业务全年净利润分别下降 13.8% 和 43.4%，前者受月均管理规模下降和投资收益影响业绩处于持续调整中，后者 2019 年信用和资产减值损失较去年扩大 16.9 亿元至 56.6 亿元，叠加项目投资退出节奏影响表现较弱；

科技板块全年净利润大幅下降 75.1% 至 34.9 亿元，部分原因在于 2018 年公司有陆金所 72.4 亿元重组利润基数，另一部分原因在于加大了对新科技业务的投入，好医生等前期投入的子公司的亏损额处于收窄趋势；

图表 5：平安集团 2019 年各业务板块归母净利润情况：百万元，%

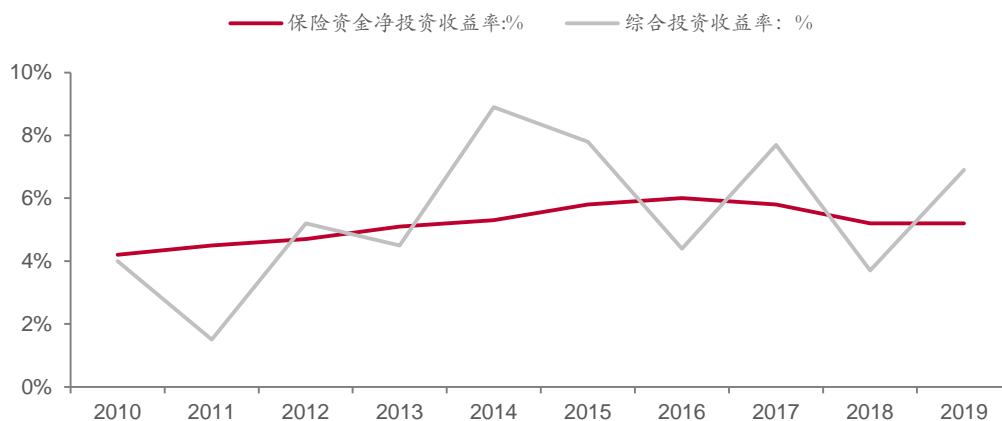
归母净利润：百万元	2019 年	2018YOY	2019YOY	2019 各板块占比
人寿	102659	62.42%	77.26%	68.71%
财险	22697	-8.21%	85.81%	15.19%
银行	16342	7.03%	13.53%	10.94%
信托	2595	-23.91%	-13.73%	1.74%
证券	2319	-21.73%	45.03%	1.55%
其他资产管理业务	4680	-16.76%	-43.37%	3.13%
金融科技与医疗科技	3487	-4.21%	-75.10%	2.33%
抵消	-5372	3.23%	34.43%	-3.60%
合并	149407	20.56%	39.11%	100.00%

来源：公司中报，中泰证券研究所

投资收益理想，10 年平均收益率高于精算假设

集团保险资金投资稳健，2019 年末资本市场公司债中信用评级为 AAA 的占比由 80% 提升至 89%，全年净投资率持平于 5.2%，总投资收益率受益于资本市场的上涨大幅提升至 6.9%，正向贡献 321 亿元的投资偏差，提升寿险 ev 的增速 5.24%，寿险近 10 年来平均综合投资收益率为 5.46%，超过 5% 的精算假设。

图表 6：平安保险资金 2010 年至今投资收益情况：%

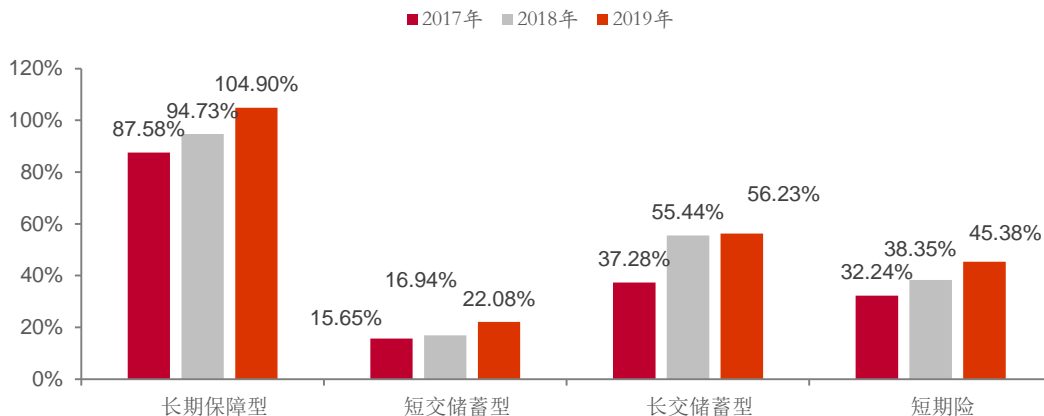


来源：wind，中泰证券研究所

代理人数据不尽理想，2020 年寿险改革是集团业绩的成败

平安寿险 2019 全年新业务价值增长 5.1%，主要来源于价值率的增长，长期保障的 margin 由 18 年的 94.7% 上升至当前的 104.9%，预计和福星等新产品的佣金率下调有关，考虑到退保率的提高和重疾的恶化，未来价值率继续提升的空间将变小。

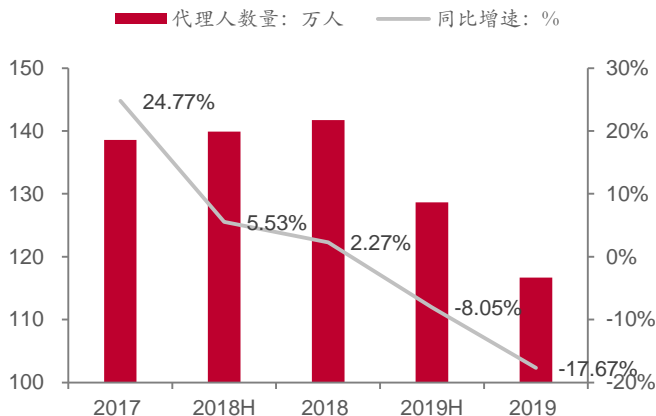
图表 7：平安寿险代理人渠道各类产品价值率：%



来源：wind，中泰证券研究所

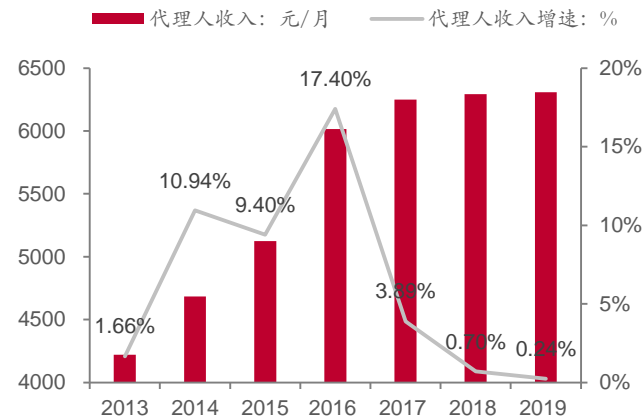
平安寿险代理人期末数量下降 17% 至 117 万人，活动率下降 2pt 至 60.9%，代理人月收入持平于 6309 元，低于社会平均 7%-8% 增速，表现较弱，这也是长期保障新单下降 7.8% 的核心因素，但受益于 2019 年公司产品的快速迭代，人均新单增加至 1.38 件。

图表 8：平安寿险代理人数量：万人，%



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 9：平安代理人收入情况：元，%



来源：公司公告，中泰证券研究所

寿险税前营运利润增速仅为 2.6%，其波动过大可能使得平安将股息与其挂钩指引的 DDM 估值方法的有效性减弱。营运利润增速放缓一方面是由于 2018 年分红险为保持收益率的竞争性，超分使得准备金对应资产大幅度下降，因而息差下降 21.8%，这部分在 2020 年会恢复，另一方面由于退保（13 个月的继续率下降 2.8pct 至 87.8%）率的提升，费差损的减少（保费减少使得规模效应的递减），科技费用投入的增加，以及 2018 年较高的基数等因素，营运偏差大幅下降 52%；新业务价值贡献的剩余边际增速下滑 12.3% 主要是由于 2019 年开门红产品久期缩短，久期缩短使得剩余边际 11% 和 nbv 4%-5% 之间的贴现率差异影响变小。

我们预计公司短期的寿险改革方法主要是通过费用拉动,增加优才配额等方式扩大代理人入口,产品上选择推动中高端产品和价值率较高的长期储蓄的投放,同时增加代理人和内勤的激励方案,另外侧重新人实战训练等;

综上,我们认为平安寿险代理人能力依然是行业最好的,2020年集团业绩核心在于寿险的改革,寿险改革短期成败在于疫情之后的增员情况,我们判断受开门红表现一般和疫情影响,平安寿险2020年一季度Nbv预计为-15%,全年为0%,我们预计集团全年ev增速为15.8%,每股内含价值为76.05元,当前股价对应pev为1.09倍,继续给予买入评价

风险提示

权益市场大幅度下降,长期无风险收益率持续大幅度下行,代理人增员持续放缓,疫情影响代理人长时间无法拜访客户;

图表 10: 平安集团利润表预测: 百万元

人民币百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
利润表					
营业收入	976592	1168867	1279137	1445822	1631893
已赚保费	677501	748779	818555	929083	1037638
银行业务利息净收入	74745	90187	94566	96309	104013
非保险业务手续费及佣金净收入	37191	44230	47655	52755	58409
投资收益	134851	221579	226950	238049	274951
其他业务收入	53250	63313	91410	129626	156882
营业支出	813640	983839	1034236	1102649	1184061
退保金	21539	26661	33900	31021	34466
赔款支出	203639	225030	260394	301976	341832
提取保险责任准备金	190991	287028	262827	224542	217579
保单红利支出	16445	19329	25261	27149	27996
营业税金及附加	130383	114753	130191	160304	182653
手续费及佣金支出	130383	114753	130191	160304	182653
业务及管理费用	147868	172892	178781	208185	230576
资产减值损失	53757	67266	64862	60859	64241
利润总额	162952	185028	244902	343173	447833
净利润	120452	164365	208166	288265	376179
减: 少数股东权益	13048	14958	18944	26234	41380
所属公司股东净利润	107404	149407	189222	262032	334800

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 11: 平安集团资产负债表预测: 百万元

人民币百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资产	7142960	7142960	7562398	8222929	9797426
货币资金	474059	449909	538858	607283	660012
定期存款	172033	216810	244936	276038	311326
金融投资	3433625	3982648	4800739	5520757	6288791
长期股权投资	154895	204135	254733	309162	373592
发放贷款及垫款	1929842	2240396	2547331	2870794	3237793
其他资产	978506	1129031	1410829	1457480	1581537
负债	6459317	7370559	8758918	9738968	10804837
准备金负债	1605411	1921907	2198166	2443090	2690970
应付保单红利	52591	59082	77570	86141	94449
保户储金及投资款	622915	701635	877858	979858	1076717
其他负债	4178400	4687935	5605324	6229879	6942702
股本	18280	18280	18280	18280	18280
资本公积	131148	128651	128651	128651	128651
库存股	0	-5001	-5000	-7000	-7000
其他综合收益	4940	13457	13457	13457	13457
盈余公积	12164	12164	12164	12164	12164
一般风险准备	55794	71964	90886	117089	150569
未分配利润	334182	433644	561725	746047	985558
归属于母公司股东权益	556508	673159	820163	1028688	1301680
少数股东权益	127135	179209	218345	273858	346534

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。