

2020 年 02 月 24 日

中国平安 (601318.SH)

坚持价值转型深化，科技驱动生态强健

■事件：中国平安 2019 年实现归母净利润约 1330 亿元 (YOY+18%)，归母净利润 1494 亿元 (YOY+39%)，实现新业务价值 759 亿元 (YOY+5.1%)，集团内含价值达 1.2 亿 (YOY+20%)，公司 2018 年全年发放每股股息 2.05 元 (YoY+19%)。我们认为 2019 年年报核心重点在于：(1) 坚持价值改革深化，NBV 保持稳健增长。公司个险改革持续深化，坚持优化人力队伍，2019 年末代理人规模下滑至 120 万人，人均新业务价值同比增长 16%；坚持价值产品导向，新业务价值率达 47.3% (YOY+3.6 pct)，推动 NBV 同比增长 5.1%。(2) 交叉销售占比提升，零售综合金融优势扩大。公司综合战略金融战略深化，全年新增客户 3657 万，41%来自于集团五大生态圈，拥有多个合同客户占比提升至 36.8% (YOY+2.5pct)，客均合同数达 2.64 个，(YOY+3.9pct)。(3) 投资收益叠加税改，显著增厚净利润。受益于减税政策影响，寿险、财险共 104 亿所得税抵扣额，叠加集团整体投资收益率显著改善，实现 2019 年归母净利润达 1494 亿元 (YOY+39%)。(4) 投入加大退保率增加，营运偏差显著缩窄。受公司持续加大科技、队伍建设等战略投入以及退保率提升，营运偏差大幅缩窄 52%，叠加息差收入下滑，导致寿险税前营运利润增速为 2.6%。

■个险改革深化，价值率提升护航 NBV 增长。2019 年公司寿险及健康险业务实现原保费收入 890 亿元 (YoY+25%)，NBV 同比增长 5.1%，EV 同比增长 23.8%。我们认为 NBV 增长的主要驱动因素来自于 NBV Margin 提升 (YOY+3.6 pct)，抵御个险新单 (YOY-3%) 下滑压力，实现新业务价值 759 亿元 (YOY+5.1%)。

(1) 代理人规模下滑，人均收入增长放缓。受公司主动优化代理人队伍、行业竞争加剧等影响，公司代理人队伍规模下滑至 120 万人，人均月收入为 6309 元 (YOY+0.2 pct)，活动率下滑 1.7pct 至 60.9%。受公司“产品+”策略影响，人均销售件数有所增长，增至 1.38 件 (YOY+13 pct)。

(2) 结构改善利润率提升，推动整体价值率增长。2019 年长期保障产品 NBV Margin 增至 105%，对于个险新业务贡献率达到 45%，推动整体新业务价值率提升至 47.3% (YOY+3.6pct)。这主要是受益于产品结构改善，短期保障型占比降低，以及主力产品如平安福、大小福星等新业务价值率增长。

(3) 佣金支出减少，退保率有所增加。受部分产品佣金率调整、代理人规模下滑以及业务结构变化影响，公司保险业务整体佣金支出同比下滑 5%；此外，叠加宏观经济增速放缓等多方面影响，13 个月和 25 个月保单继续率同比下滑 3.6pct 和 1.1pct。

■产险表现优于同业，综合成本率保持平稳。2019 年公司财险实现营运利润 210 亿元 (YoY+70%)，原保费收入达到 2709 亿 (YOY+9.5%) 其中车险保费收入占比下滑 3% (占比 72%)，市场份额下滑 0.2 个 pct。产险业务综合成本率为 96.4%，其中费用率下滑 2 个 pct，赔付率增加 2.4 个 pct，我们认为随着商车费改进一步深化，有利于行业龙头集中度提升以及业绩改善。

■加大科技投入，零售综合金融优势凸显。2019 年科技板块实现营运利润 47 亿 (YOY-40%)，主要是由于公司持续加大科技板块投入，持续深化“金融+科技”、“金融+生态”战略。截止 2019 年底，集团整体个人客户数 2.00 亿，较年初增长 11.2%。全年新增客户 3657 万，其中 1490 万来自五大生态圈，在新增客户中占比 40.7%。集团客均合同数 2.64 个，较年初增长 3.9%。2019 年集团个人业务实现客均营运利润 613 元，同比增长 13%。

■内含价值保持稳健增长，营运偏差贡献占比下滑。2019 年平安集团内含价值达到 1.2 万亿 (YOY+20%)，寿险及健康险业务内含价值为 7575 亿 (YOY+23.5%)，其中营运偏差贡献 37 亿 (YOY-73%)，主要受科技、队伍建设等战略投入以及保费继续率有所下滑。新业务价值创造占内含价值增量的 45%，其中死差、费差对于新业务价值贡献占比增至 65%，成为推动公司内含价值增长的主要驱动力。

■维持买入-A 投资评级。预计中国平安 2020-2022 年 EPS 分别为 8.8 元、10.2 元、10.8 元，对应 2020 年 P/EV 为 1.04 倍，维持买入评级，6 个月目标价为 95 元。

■风险提示：权益市场大幅波动、监管政策不确定性、代理人规模持续下滑等。

摘要(百万元)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入	976,832	1,168,867	1,256,532	1,375,903	1,472,216
归属于母公司净利润	107,404	149,407	161,317	187,253	197,220
每股净资产	30.4	36.8	40.5	46.6	56.2
每股收益	6.0	8.4	8.8	10.2	10.8
每股内涵价值	54.9	65.7	77.5	92.2	108.8
估值水平					
P/E	2.76	2.35	2.03	1.76	1.53
P/B	14.68	11.88	10.12	8.24	7.5
P/EV	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司动态分析

证券研究报告

保险

投资评级 买入-A

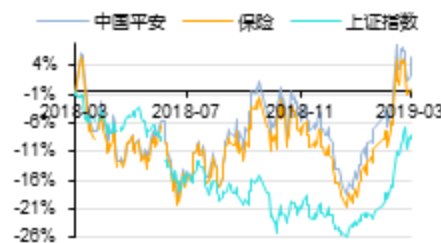
维持评级

6 个月目标价：95 元
股价 (2020-02-24) 80.72 元

交易数据

总市值(百万元)	1,475,581.09
流通市值(百万元)	874,412.68
总股本(百万股)	18,280.24
流通股本(百万股)	10,832.66
12 个月价格区间	68.70/92.34 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.16	-9.97	15.12
绝对收益	-3.32	-4.91	23.22

张经纬

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060002
zhangjw1@essence.com.cn
021-35082392

蒋中煜

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519070002
jiangzy@essence.com.cn
021-35082609

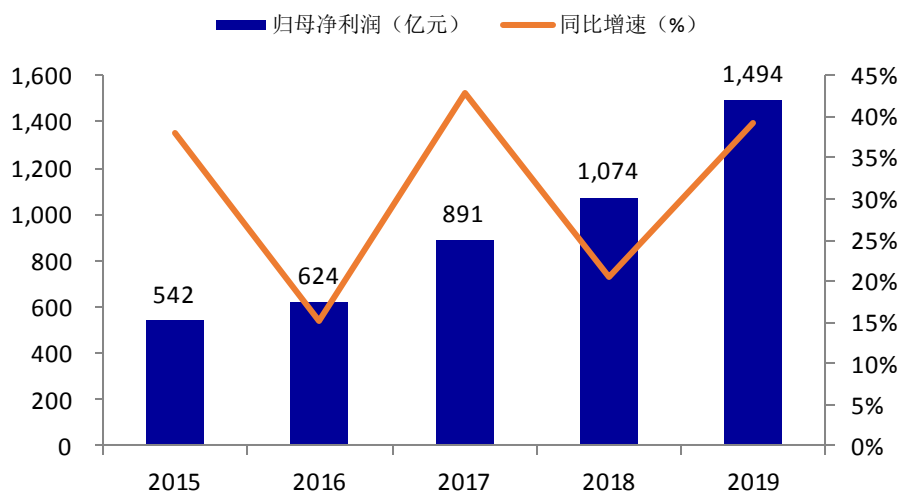
相关报告

- 中国平安：【中国平安】三季报点评：坚守价值优化个险队伍，稳健增长不改龙头本色/张经纬 2019-10-25
- 中国平安：中国平安 2019 半年报点评：投资提振科技赋能，价值提升龙头典范/张经纬 2019-08-17
- 中国平安：中国平安一季报点评：金融零售航母，业绩亮眼价值凸显/张经纬 2019-04-30
- 中国平安：【安信非银】中国平安年报点评：坚持价值品质提升，回购股权绘制蓝图/张经纬 2019-03-13

■事件：事件：中国平安 2019 年实现归母营运利润约 1330 亿元 (YOY+18%)，归母净利润 1494 亿元(YOY+39%)，实现新业务价值 759 亿元 (YOY+5.1%)，集团内含价值达 1.2 亿(YOY+20%)，公司 2018 年全年发放每股股息 2.05 元 (YoY+19%)。

我们认为 2019 年年报核心重点在于：(1) 坚持价值改革深化，NBV 保持稳健增长。公司个险改革持续深化，坚持优化人力队伍，2019 年末代理人规模下滑至 120 万人，人均新业务价值同比增长 16%；坚持价值产品导向，新业务价值率达 47.3%(YOY+3.6 pct.)，推动 NBV 同比增长 5.1%。(2) 交叉销售占比提升，零售综合金融优势扩大。公司综合战略金融战略深化，全年新增客户 3657 万，41%来自于集团五大生态圈，拥有多个合同客户占比提升至 36.8%(YOY+2.5pct.)，客均合同数达 2.64 个，(YOY+3.9pct.)。(3) 投资收益叠加税改，显著增厚净利润。受益于减税政策影响，寿险、财险共 104 亿所得税抵扣额，叠加集团整体投资收益率显著改善，实现 2019 年归母净利润达 1494 亿元(YOY+39%)。(4) 投入加大退保率增加，营运偏差显著缩窄。受公司持续加大科技、队伍建设等战略投入以及退保率提升，营运偏差大幅缩窄 52%，叠加息差收入下滑，导致寿险税前营运利润增速为 2.6%。

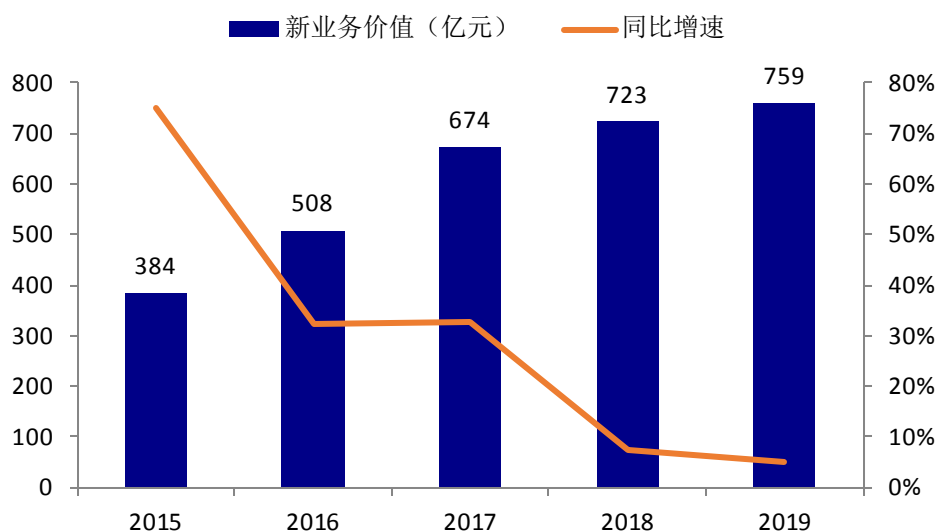
图 1：归母净利润（亿元）及同比增速（%）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

■个险改革深化，价值率提升护航 NBV 增长。2019 年公司寿险及健康险业务实现原保费收入 890 亿元 (YoY+25%)，NBV 同比增长 5.1%，EV 同比增长 23.8%。我们认为 NBV 增长的主要驱动因素来自于 NBV Margin 提升 (YOY+3.6 pct.)，抵御个险新单 (YOY -3%) 下滑压力，实现新业务价值 759 亿元(YOY+5.1%)。

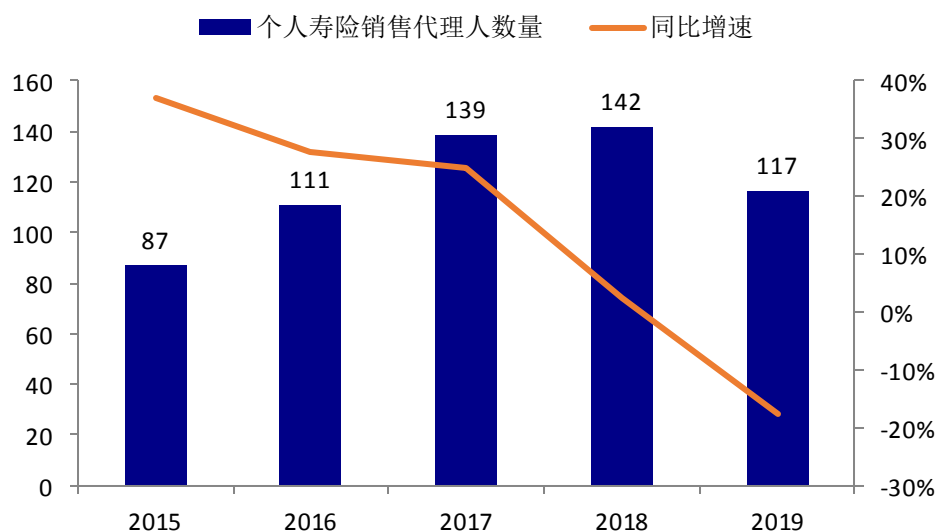
图 2：寿险新业务价值



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

- (1) 代理人规模下滑，人均收入增长放缓。受公司主动优化代理人队伍、行业竞争加剧等影响，公司代理人队伍规模下滑至 120 万人，个险渠道代理人规模降至 117 万人 (YOY-18%)，人均月收入为 6309 元(YOY+0.2 pct.)，活动率下滑 1.7pct 至 60.9%。受公司“产品+”策略影响，人均销售件数有所增长，增至 1.38 件 (YOY+13 pct.)。

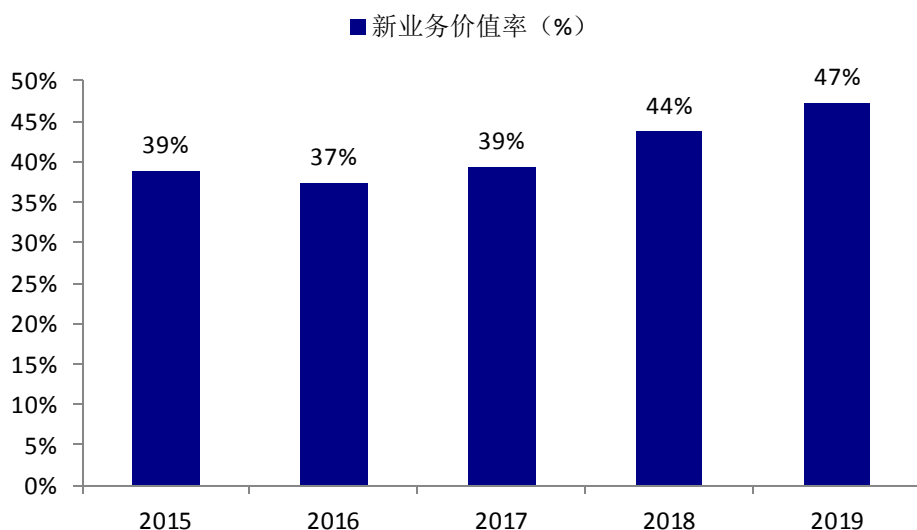
图 3：个险渠道代理人规模



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

- (2) 结构改善利润率提升，推动整体价值率增长。2019 年长期保障产品 NBV Margin 增至 105%，对于个险新业务贡献增达到 45%，推动整体新业务价值率达到 47.3%(YOY+3.6pct.)。这主要是受益于产品结构改善，短期保障型占比降低，以及主力产品如平安福、大小福星等新业务价值率增长。

图 4：新业务价值率（%）

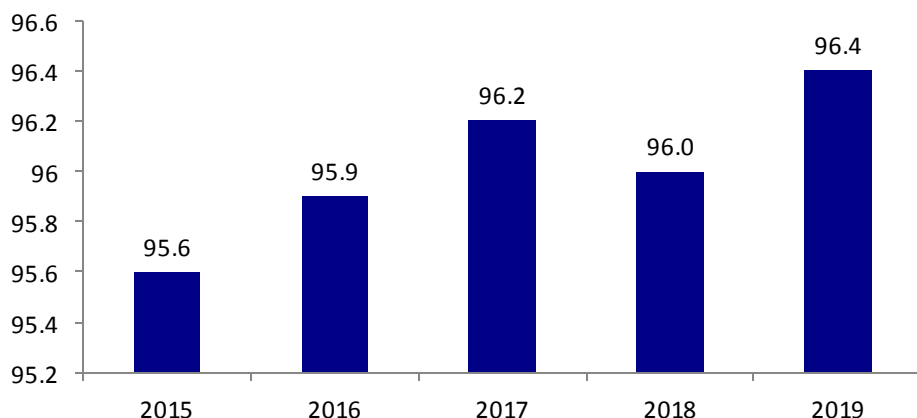


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

(3) **佣金支出减少，退保率有所增加。**受部分产品佣金率调整、代理人规模下滑以及业务结构变化影响，公司保险业务整体佣金支出同比下滑 5%；此外，叠加宏观经济增速放缓等多方面影响，13 个月和 25 个月保单继续率同比下滑 3.6pct 和 1.1pct。

■ **产险表现优于同业，综合成本率保持平稳。**2019 年公司财险实现营运利润 210 亿元 (YoY+70%)，原保费收入达到 2709 亿 (YOY+9.5%) 其中车险保费收入占比下滑 3% (占比 72%)，市场份额下滑 0.2 个 pct。。产险业务综合成本率为 96.4%，其中费用率下滑 2 个 pct、赔付率增加 2.4 个 pct，我们认为随着商车费改进一步深化，有利于行业龙头行业集中度提升以及业绩改善。

图 5：产险综合成本率

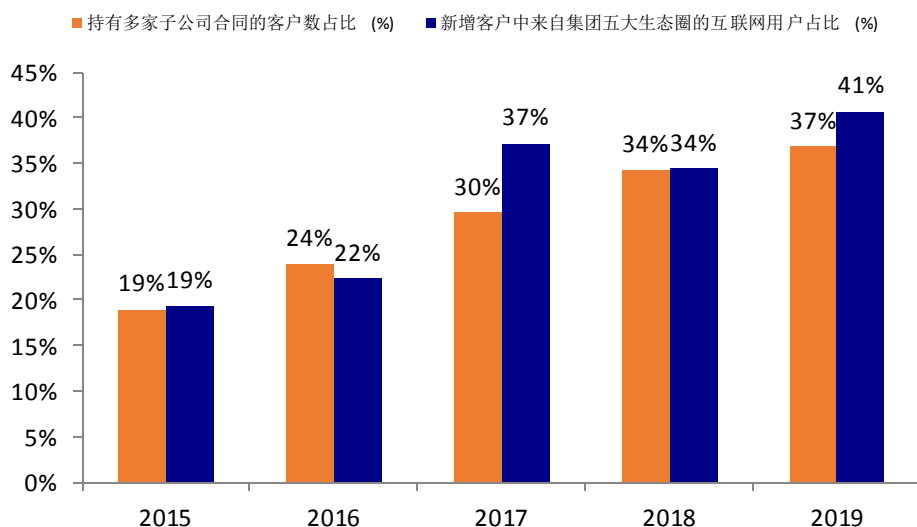


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

■ **加大科技投入，零售综合金融优势凸显。**2019 年科技板块实现营运利润 47 亿 (YOY-40%)，主要是由于公司持续加大科技板块投入，持续深化“金融+科技”、“金融+生态”战略。截止 2019 年底，集团整体个人客户数 2.00 亿，较年初增长 11.2%。全年新增客户 3657 万，其

中 1490 万来自五大生态圈，在新增客户中占比 40.7%。集团客均合同数 2.64 个，较年初增长 3.9%。2019 年集团个人业务实现客均营运利润 613 元，同比增长 13%。

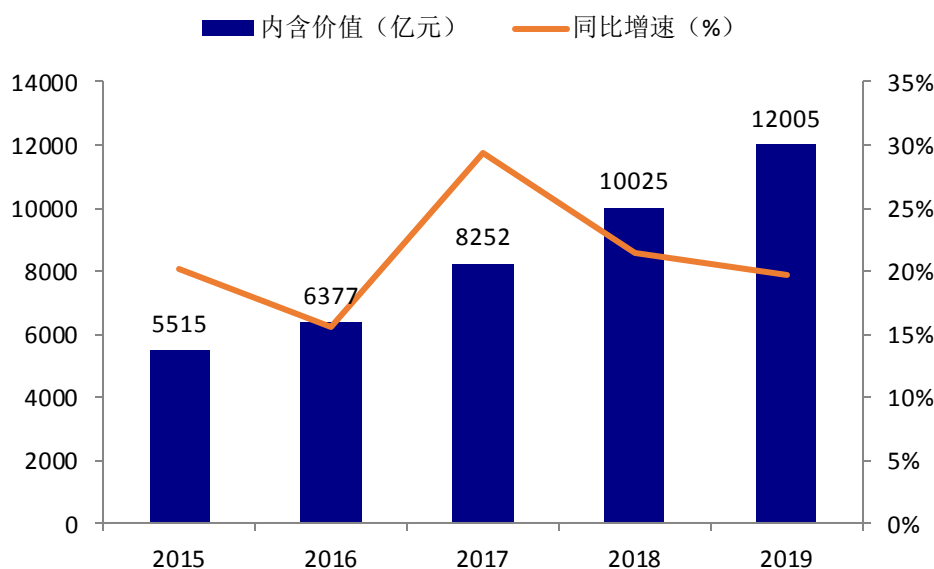
图 6：“金融+科技”、“金融+生态”优势凸显



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

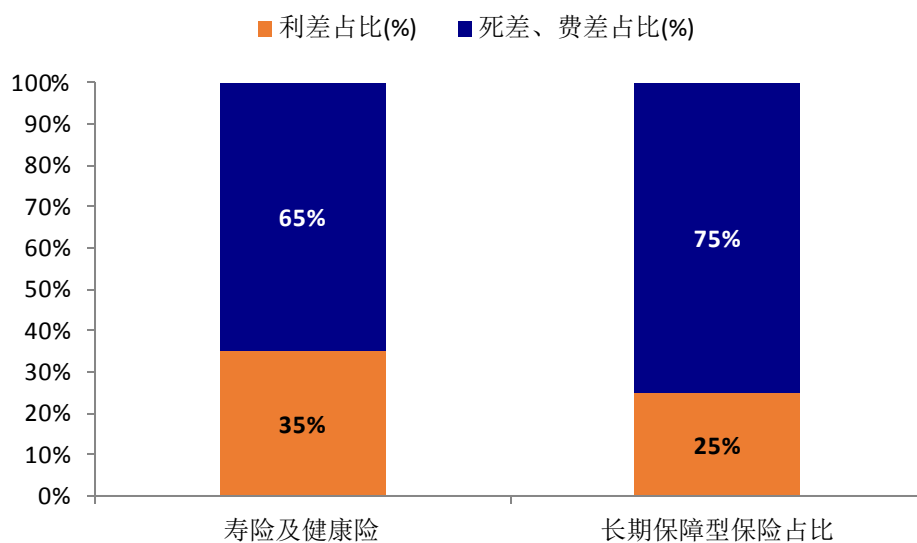
■ 内含价值保持稳健增长，营运偏差贡献占比下滑。2019 年平安集团内含价值达到 1.2 万亿 (YOY+20%)，寿险及健康险业务内含价值为 7575 亿 (YOY+23.5%)，其中营运偏差贡献 37 亿 (YOY+73%)，主要受科技、队伍建设等战略投入以及保费继续率有所下滑。新业务价值创造占内含价值增量的 45%，其中死差、费差对于新业务价值贡献占比增至 65%，成为推动公司内含价值增长的主要驱动力。

图 7：集团内含价值



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8：三差新业务价值贡献占比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

■ 预计中国平安 2020-2022 年 EPS 分别为 8.8 元、10.2 元、10.8 元，对应 2020 年 P/EV 为 1.04 倍，维持买入评级，6 个月目标价为 95 元。

■ 风险提示：权益市场大幅波动、监管政策不确定性、代理人规模持续下滑等。

财务报表预测和估值数据汇总

(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	976,832	1,168,867	1,256,532	1,375,903	1,472,216	投资资产-定期存款	201,251	210,925	242,564	230,436	252,683
已赚保费	677,703	748,779	827,401	901,867	964,998	投资资产-债券	1,279,765	1,504,059	1,804,871	2,165,845	1,801,823
提取未到期责任准备金	22,436	24,915	29,151	34,689	31,220	投资资产-其他	105,501	132,462	155,655	188,284	158,686
投资收益及公允价值变动	46,305	121,588	141,632	151,546	143,969	固定到期日投资	231,801	295,429	243,391	310,200	353,916
其他收入	230,388	273,585	258,349	287,801	332,029	投资资产-权益	53,356	56,024	58,825	61,766	67,115
营业支出	813,494	983,839	1,038,463	1,106,771	1,177,210.16	投资资产-基建	116,532	95,680	110,032	119,935	114,622
退保金	21,539	26,661	29,327	27,861	29,634	投资资产-其他资产	24,669	21,866	26,021	29,403	26,195
赔付支出	203,323	225,030	247,533	250,008	265,920	投资资产	2,794,620	3,208,836	3,465,543	3,794,769	3,844,101
提取保险责任准备金	190,990	287,028	292,769	307,407	326,972	发放贷款及垫款	1,929,842	2,219,318	2,330,284	2,773,038	3,299,915
保单红利支出	16,445	19,329	20,102	22,723	24,170	其他资产	2,418,498	2,794,775	3,496,083	3,420,995	3,593,946
保险业务手续费及佣金支出	130,383	114,753	118,196	133,561	142,061	资产合计	7,142,960	8,222,929	9,291,910	9,988,803	10,737,963
业务及管理费	147,697	172,892	181,537	190,613	202,745	准备金	1,391,299	1,627,820	1,872,790	2,194,248	2,084,536
资产减值损失	43,518	39,469	49,336	55,997	59,561	保户储金及投资款	622,915	701,635	872,706	1,023,694	1,054,405
其他支出	101,408	98,677	99,664	118,600	126,148	其他负债	5,836,402	5,041,104	5,558,418	5,641,634	6,375,047
营业利润	163,338	185,028	218,069	269,132	295,006	负债合计	6,459,317	7,370,559	8,303,914	8,859,577	9,513,988
营业外收支	-187	-289	-100	100	-100	归属母公司所有者权益	556,508	673,161	741,091	852,330	1,027,200
利润总额	163,151	184,739	217,969	269,232	294,906	少数股东权益	127,135	179,209	163,026	187,405	196,776
所得税费用	42,699	20,374	37,055	59,231	73,726	股东权益合计	683,643	852,370	987,996	1,129,226	1,223,976
归属于母公司净利润	107,404	149,407	161,317	187,253	197,220						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

估值水平	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	每股数据	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
P/B	2.76	2.35	2.03	1.76	1.53	每股净资产	30.4	36.8	40.5	46.6	56.2
P/E	14.68	11.88	10.12	8.24	7.50	每股盈利	6.0	8.4	8.8	10.2	10.8
P/EVPS	1.3	1.3	1.0	0.9	0.8	每股内涵价值	54.9	65.7	77.5	92.2	108.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张经纬、蒋中煜声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	张杨	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
深圳联系人	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034