

公司评级：推荐（维持）

报告日期：2020 年 04 月 25 日

市场数据

目前股价	70.50
总市值（亿元）	12895.74
流通市值（亿元）	7637.00
总股本（万股）	1,828,000
流通股本（万股）	1,080,000
12 个月最高/最低	92.5/66.00

分析师

分析师：刘文强 S1070517110001

☎ 021-31829700

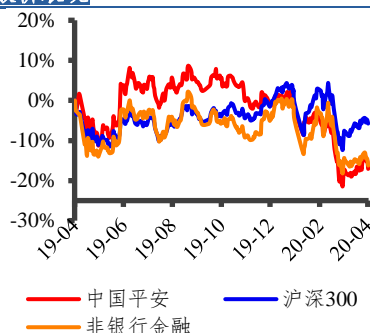
✉ liuwq@cgws.com

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

<<持续推进改革，期待回归增长常态>>

2020-02-23

<<谋定而后动，期待 2020 年更卓越——

 中国平安（601318）2019 年三季报业绩
 点>> 2019-10-25

 <<人身险业务量价齐升，代理人队伍改善
 +科技赋能奠定发展基础>> 2019-08-22

投资波动显著影响利润，寿险改革成效有待检验

——中国平安（601318）2020 年一季度业绩报告点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	976,832	1,168,867	1,229,058	1,399,332	1,586,007
(+/-%)	9.6%	19.7%	5.1%	13.9%	13.3%
净利润	107,404	149,407	157,995	176,119	199,013
(+/-%)	20.6%	39.1%	5.7%	11.5%	13.0%
摊薄 EPS	5.88	8.99	9.51	10.60	11.98
PE	11.79	8.63	8.16	7.32	6.48

资料来源：长城证券研究所

核心观点
■ 事件

2020 年一季度，中国平安实现归母营运利润 359.14 亿元，同比增长 5.3%，其中财产保险业务贡献营运利润 44.21 亿元，同比下降 23.3%，主要受投资收益影响；归母净利润 260.63 亿元，同比增速-42.7%。实现新业务价值 164.53 亿元，同比-24.0%；新业务价值率下滑 3.4pct 至 33.4%。年化净投资收益率 3.6%，较同期下降 0.3pct。

■ 投资要点
■ 1.个险新单下滑影响 NBV 增速，代理人提倡“健康人海”规模收缩

公司寿险转型期叠加疫情冲击，一季度寿险及健康险保费收入 1852.4 亿元，同比-9.7%。公司新业务价值 164.53 亿元，同比增速-24.0%，较去年同期大幅下滑（去年同期增速 6.1%），主要归因于：1）受疫情冲击、开门红策略及产品保单生效时点影响，Q1 新单保费下行压力较大。1-3 月（用来计算 NBV）的首年保费 491.88 亿元，同比下滑 16.3%。2、3 月个险新单保费收入当月增速-28.9%、-21.9%。2）疫情冲击下代理人线下展业受阻，高价值高保障型业务受到一定影响。同时疫情期间公司调整产品策略，主销短期健康型产品导致 NBV margin 下降至 33.4%，较同期下滑 3.4pct。当前产品策略有助于发挥获客、续客作用，后续公司将持续平衡长短期产品占比结构。

公司提倡“健康人海”发展模式，注重代理人产能和收入，严格执行考核制度，代理人脱退率有所增加。截至一季度末公司代理人 113.2 万人，较去年年末下降 3%。代理人增员和展业短期承压，公司通过线上经营，灵活考核制度，最小化疫情对代理人影响。开展“陆创·赢在平安”等线上增员活动；借助“口袋 E”APP 等线上平台开展远程培训；通过广泛赠险、海量互联网内容营销等活动来多模式获客、粘客。随着寿险改革的深入，预期二季度负债端将逐步改善，下半年有望恢复常态。

■ 2.产险受投资影响营运利润贡献，COR 持续优于行业

2020Q1 公司产险实现原保费收入 725.89 亿元，同比增长 4.9%，较同期下降 4.6pct。车险受新车销售下滑影响增量市场，实现车险原保费收入 467.67 亿元，同比下滑 2.2%；非车业务继续提速，增速达 20.7%，是拉动公司产险保费增速回升的主要原因。产险业务结构持续优化，截至一季度末车险保费占比 64.4%，非车保费占比较去年末增长 6.4pct 至 30%（短期意外险占比 5.6%）。产险 COR 为 96.5%，较同期下降 0.5pct，持续优于行业，或归因于疫情期间各险种赔付率下降。受投资端影响，产险营运利润下降 23.3%。

■ 3.投资端受权益市场波动及 I9 影响短期承压

受权益市场波动、市场利率下行等多重因素叠加影响，公司投资端表现不佳。一季度公司净利润显著下滑，同比-42.7%；营运利润增速放缓，集团整体营运利润增速 5.6%。其中寿险业务营运利润得益于剩余边际的稳定释放，增速 23.7%保持稳定；产险业务（同比-23.3%）和其他资管业务（同比-76.4%）受投资收益下滑影响，拉低集团整体营运利润增速。

保险资金投资组合年化净投资收益率为 3.6%，较去年同期下降 0.3pct；年化总投资收益率 3.4%，较去年同期下降 1.7pct。净/总投资收益率在上市险企中波动较大，主要原因有：1）公司执行新金融工具会计准则，公允价值变动损益波动加大，导致投资收益大幅下降。以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产公允价值变动为-168.41 亿元，去年同期为 341.7 亿元。2）境内外资本市场大幅下跌，汇丰银行受疫情影响暂停分红派息，影响公司一季度净投资收益。

公司在资产配置上采取多项举措应对复杂形势，固收投资提前预判利率下行通道，从去年下半年提前布局固收投资，通过国债、地方债等长久期债券持续拉长资产久期；权益投资寻找质优蓝筹股及分红稳健的公司，投资更为集中。同时在企业信用违约风险加大情况下，下调公司债、债权计划和债权型理财产品的占比。

■ 4.估值与投资建议

疫情虽对公司负债和投资两端产生不利影响，但公司寿险深入推进改革，借力科技赋能“变危为机”，在队伍发展、客户经营、产品运作等方面推出创新举措，为疫情后业务发展积蓄新动能。通过“渠道+产品”双轮驱动，打造数字经营新模式。投资端持续优化资产配置，采取审慎、稳定的投资策略，应对权益市场波动、穿越利率周期。我们看好公司的发展前景，预计 2020-2022 年的摊薄 EPS 分别为 9.51/10.60/11.98 元，对应 P/EV 分别为 0.94/0.82/0.71 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

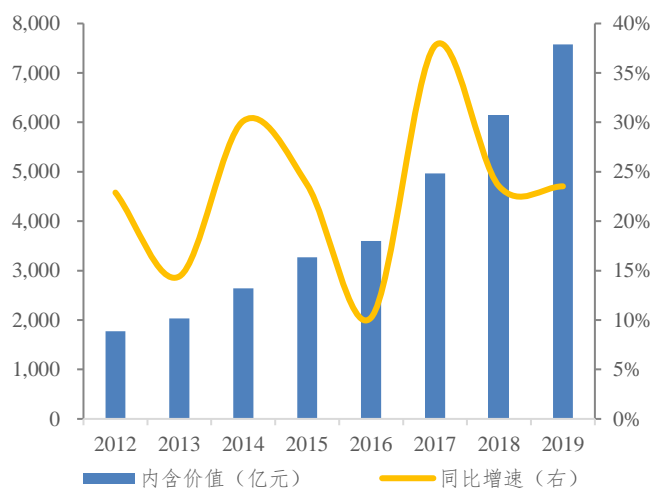
附图表：

表 1：中国平安 2020Q1 年细分归母公司股东营运利润及净利润 单位：百万

归属母公司股东营运利润	2019	2018	变动(%)	2020Q1	2019Q1	变动(%)
寿险及健康险业务	88,054	70,320	25.22%	24,302	19,652	23.66%
财产保险业务	20,850	12,215	70.69%	4,421	5,767	-23.34%
银行业务	16,342	14,394	13.53%	4,954	4,319	14.70%
信托业务	2,595	3,008	-13.73%	902	994	-9.26%
证券业务	2,319	1,599	45.03%	803	648	23.92%
其他资产管理业务	4,680	8,264	-43.37%	752	3,189	-76.42%
金融科技与医疗科技业务	3,487	6,770	-48.49%	1,290	1,402	-7.99%
其他业务及合并抵消	-5,372	-3,996	34.43%	-1,510	-1,852	-18.47%
集团合并	132,955	112,573	18.11%	35,914	34,119	5.26%
归属于母公司股东的净利润	2019	2018	变动(%)	2020Q1	2019Q1	变动(%)
寿险及健康险业务	102,659	57,914	77.26%	14,451	31,050	-53.46%
财产保险业务	22,697	12,215	85.81%	4,421	5,767	-23.34%
银行业务	16,342	14,394	13.53%	4,954	4,319	14.70%
信托业务	2,595	3,008	-13.73%	902	994	-9.26%
证券业务	2,319	1,599	45.03%	803	648	23.92%
其他资产管理业务	4,680	8,264	-43.37%	752	3,189	-76.42%
金融科技与医疗科技业务	3,487	14,006	-75.10%	1,290	1,402	-7.99%
其他业务及合并抵消	-5,372	-3,996	34.43%	-1,510	-1,852	-18.47%
集团合并	149,407	107,404	39.11%	26,063	45,517	-42.74%

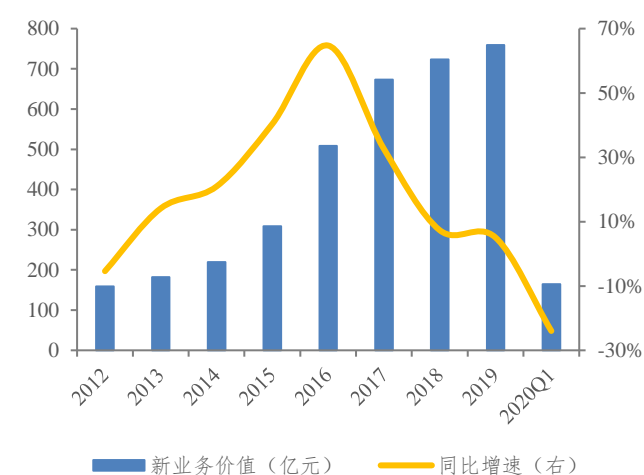
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 1：中国平安内含价值及增速（寿险及健康险）



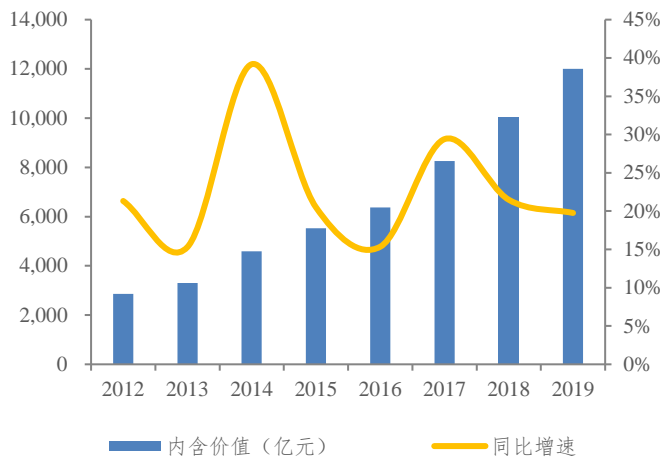
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 2：中国平安新业务价值及增速



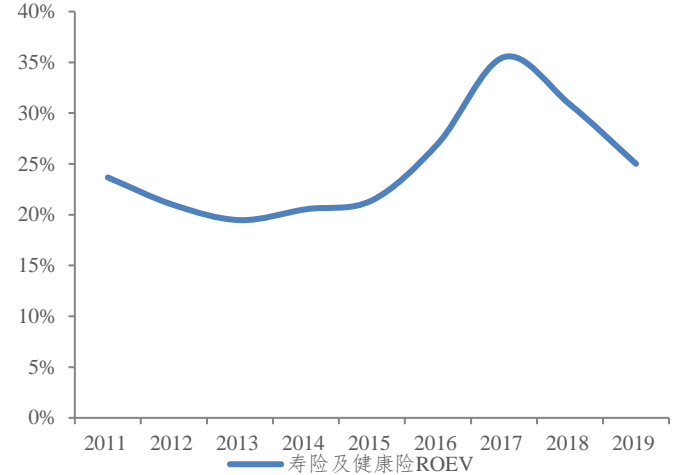
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 3：中国平安内含价值及增速



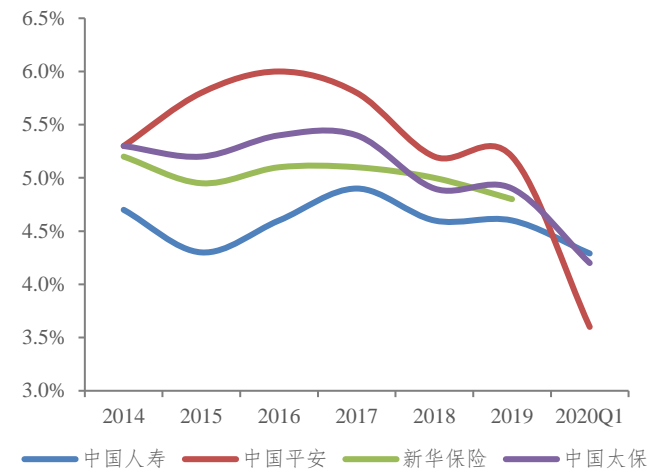
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 4：中国平安 ROEV



资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 5：中国平安等上市险企净投资收益情况 (%)



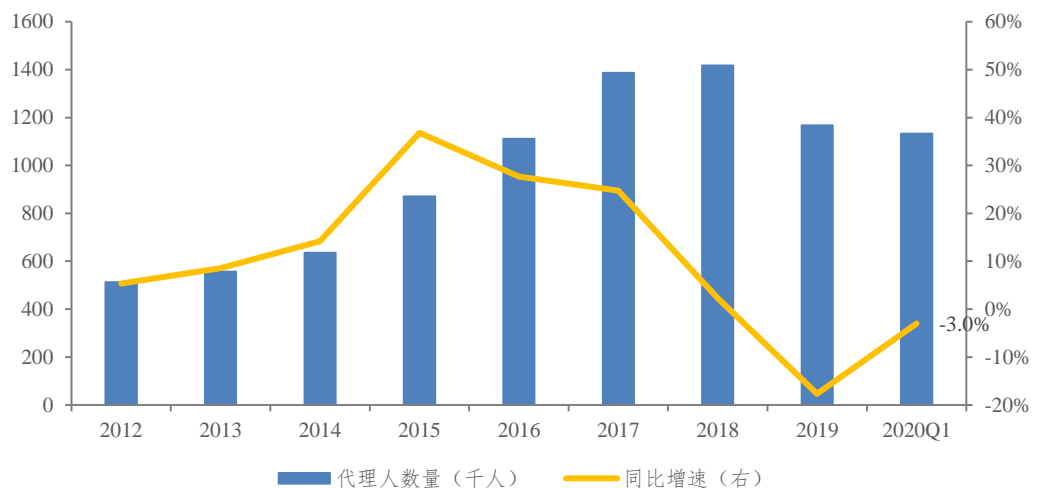
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 6：中国平安等上市险企总投资收益情况 (%)



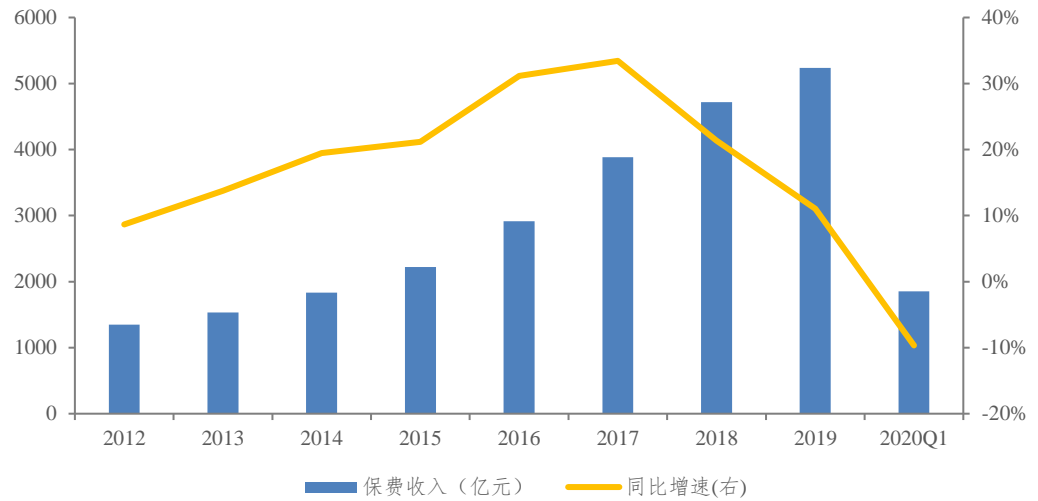
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 7：中国平安代理人数量及增速



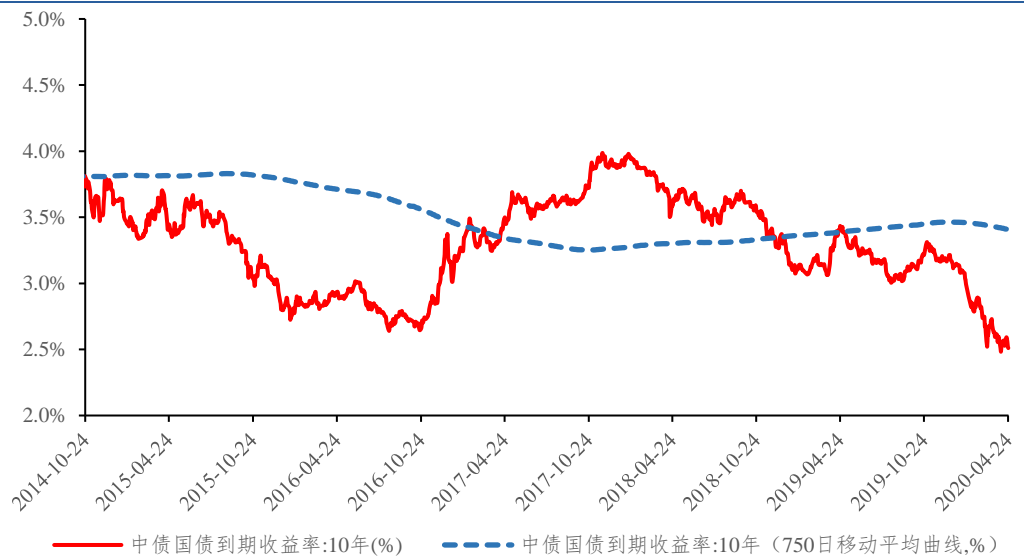
资料来源：wind，长城证券研究所。2020Q1 增速为较年初增速

图 8：中国平安寿险原保费收入及同比增速



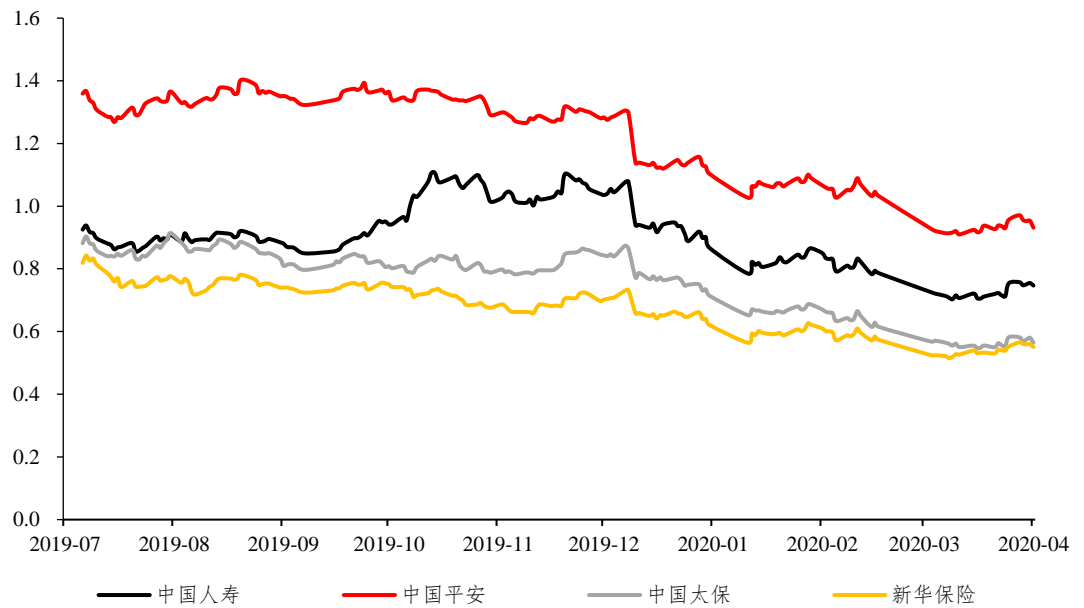
资料来源：wind，长城证券研究所

图 9：中债国债到期收益率 750 日移动平均线：10 年 单位：%



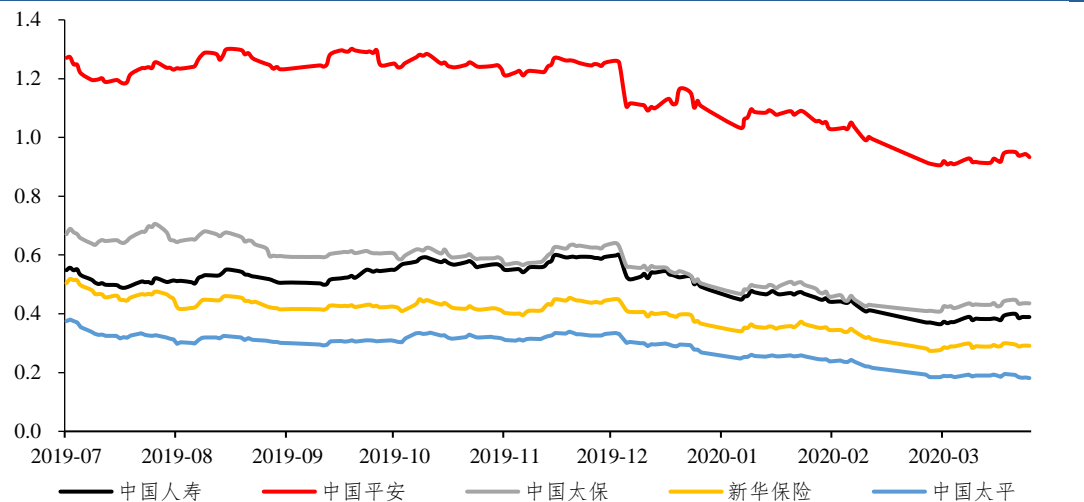
资料来源：wind，长城证券研究所。数据截至 2020 年 4 月 24 日

图 10: 中国平安等 A 股估值图



资料来源: wind, 长城证券研究所。数据截至 2020 年 4 月 24 日

图 11: 中国平安等 H 股估值图



资料来源: wind, 长城证券研究所。数据截至 2020 年 4 月 24 日

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	1,168,86	1,229,058	1,399,332	1,586,007	净利润构成				
营业支出合计	-983,839	-1,017,641	-1,156,729	-1,313,936	保险业务	76.99%	65.00%	61.38%	63.19%
营业利润	185,028	211,417	242,604	272,071	银行业务	17.15%	18.78%	18.97%	17.76%
加：营业外收入	427	389	400	405	投资业务（信托、证券）	5.86%	16.22%	19.65%	19.06%
减：营业外支出	-716	-553	-614	-628	成长性				
利润(亏损)总额	184,739	211,252	242,390	271,849	营业收入增长	19.66%	5.15%	13.85%	13.34%
减：所得税费用	-20,374	-37,439	-48,639	-52,912	营业成本增长	20.94%	3.44%	13.67%	13.59%
净利润	164,365	173,813	193,751	218,937	净利润增长	36.46%	5.75%	11.47%	13.00%
归属于母公司股东的净利润	149,407	157,995	176,119	199,013	综合收益总额增长	41.61%	4.78%	11.58%	13.16%
少数股东损益	14,958	15,818	17,632	19,924	投资资产增长率	14.02%	7.21%	8.05%	8.09%
其它综合收益	9,232	8,085	9,209	10,732	净资产增长率	24.68%	14.88%	13.89%	13.81%
综合收益总额	173,597	181,898	202,961	229,669	总资产增长率	15.12%	12.86%	13.74%	13.77%
归属母公司股东的综合收益总额	157,926	165,477	184,639	208,936	盈利能力				
归属少数股东的综合收益总额	15,671	16,420	18,322	20,733	ROE	19.28%	17.75%	17.37%	17.25%
资产负债表（百万）	2019A	2020E	2021E	2022E	ROA	2.00%	1.87%	1.84%	1.82%
投资资产	4,952,11	5,309,342	5,736,671	6,200,544	营运效率				
非投资资产	3,224,68	3,639,257	4,139,123	4,709,281	综合成本率	96.40%	96.40%	96.40%	96.40%
资产合计	8,222,92	9,280,099	10,554,757	12,008,660	净投资收益率	5.20%	2.97%	3.44%	3.88%
保险合同准备金	1,921,90	2,195,843	2,536,696	2,937,522	总投资收益率	7.00%	2.50%	3.06%	3.31%
保户储金及投资款	701,635	811,354	946,424	1,099,814	保单继续率（13个月）	87.80%	87.80%	89.56%	92.24%
应付保单红利	59,082	68,323	79,697	92,614	偿付能力				
其他负债	1,939,81	2,410,058	2,654,476	2,921,481	寿险偿付能力充足率	229.7%	229.7%	229.7%	229.7%
负债合计	7,370,55	8,300,869	9,439,491	10,739,350	产险偿付能力充足率	261.8%	261.8%	261.8%	261.8%
股本	18,280	18,280	18,280	18,280	银行资本充足率	11.6%	11.7%	11.7%	11.7%
资本公积	128,651	128,651	128,651	128,651	集团偿付能力	216.4%	216.4%	218.6%	218.6%
盈余公积	12,164	18,484	25,529	33,489	每股指标（元）				
一般风险准备	71,964	84,604	98,693	114,614	摊薄 EPS	8.99	9.51	10.60	11.98
未分配利润	433,644	512,642	600,701	700,207	每股净资产	36.82	42.86	49.29	56.57
外币报表折算差额	-	-	-	-	每股经营现金流	-	-	-	-
归属于母公司股东权益合计	673,161	783,468	901,033	1,034,176	每股经营现金/EPS	-	-	-	-
少数股东权益	179,209	195,763	214,233	235,134	每股内含价值	65.67	75.13	85.89	98.69
负债及股东权益	8,222,92	9,280,099	10,554,757	12,008,660	每股一年新业务价值	4.93	5.02	5.53	6.19
现金流量表					估值	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流					P/EV	1.07	0.94	0.82	0.71
投资活动现金流					VNBX	0.98	-0.92	-2.78	-4.55
融资活动现金流					PE	8.63	8.16	7.32	6.48
净现金总变化					PB	1.91	1.64	1.43	1.25

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>