

中国平安 (601318) 2019 年年报点评

## NBV 增长符合预期，营运利润增速放缓

### 事项:

- ❖ 中国平安公布 2019 年年报。全年实现归母净利润 1494 亿元，同比+39.1%，归母营运利润 1330 亿元，同比+18.1%；新业务价值 760 亿元，同比+5.1%；2019 年年末归母净资产为 6731 亿元，较年初增长 21%；集团和寿险内含价值分别为 12005 亿元和 7575 亿元，较年初增长 19.8%和 23.5%。总/净投资收益率为 6.9%/5.2%，同比上升 3.7pct/0pct；每股股息为 2.05 元，同比+19.2%。

### 评论:

- ❖ **寿险及健康险业务：主动调整业务结构影响新单增长，个险价值率大幅提升。**2019 年寿险及健康险业务新单增速-1.3%，NBV 实现了+5.1%的增长。主要得益于险种结构优化改善带动个险渠道新业务价值率同比大幅提升 7.8%pct。价值率较高的险种—长交保障储蓄混合型新单增速和占比大幅提升，占比提升 3pct 至 11.3%，增速达 26%，而价值率较低的短交保障储蓄型产品新单占比相应下降 2.4pct，同比增速-13%。
- ❖ **财产险业务：综合成本率较中期改善，税收政策和投资高增推动 ROE 提升。**2019 年平安产险综合成本率为 96.4%，同比上升 0.4pct；综合赔付率为 57.3%，同比上升 2.4pct；综合费用率为 39.1%，同比下降 2pct。整体实现承保利润 84 亿元，同比-0.9%，基本扭转此前承保利润负增长趋势。财产险业务净利润同比+85.8%，实现了集团体系内的最高利润增速，主要得益于税收返还和投资收益的贡献。
- ❖ **营运利润受息差收入和营运偏差下降影响增速放缓。**2019 年平安寿险及健康险实现营运利润 889.5 亿元，同比+25%，税前营运利润 1005 亿元，同比+2.6%，较上年同期增速出现较大幅度放缓，较不及预期。主要受息差收入和营运偏差贡献下降影响。息差收入利润贡献同比下降 21.8%；营运偏差利润贡献下降 52.2%，主要由于加大费用投入和保单继续率下降导致。另外剩余边际摊销增速也随新业务价值和剩余边际增速下降而放缓，摊销比例亦有所下降。
- ❖ **投资端表现和准备金计提综合影响净利润。**寿险及健康险业务归母净利润 1027 亿元，同比+77.3%，占比 68.7%。核心业务利润高增主要原因为仍是所得税返还和投资收益大幅增加。进入 4 季度，国债 750 日平均曲线已拐头向下，平安调整了主要调整了折现率基准曲线和综合溢价，增提寿险及健康险责任准备金，影响税前利润减少 208 亿元。
- ❖ **内含价值增长平稳，NBV 和营运偏差贡献下降致 ROEV 放缓。**集团内含价值 12005 亿元，较年初+19.8%，较上年同期基本保持平稳，得益于一次性税收返还和投资收益高增。寿险及健康险业务 ROEV 为 25%，较此前年度有所放缓。主要原因为：1) 新业务价值增速仍低，较此前贡献占比下降，且分散效应有所减弱；2) 营运偏差贡献内含价值同比下降 73.7%，上文已提及主要由于费用投入加大和保单继续率下降，但是贡献方向仍为正，贡献率下降 2.2pct 至 0.6%。
- ❖ **投资建议：**2019 年平安通过调整和优化业务结构，大幅提高了核心业务价值率，NBV 实现了 5.1%的增长，基本符合预期。由于投入较大费用到渠道和科技等方面，营运利润和 ROEV 等指标有所放缓。我们长期仍坚定看好其基于优秀领导力、战略布局领先、科技生态赋能的发展前景。我们预期 2020-2022 年中国平安 BPS 为 38.4/42.3/45.6 元/股（前值为 40.4/46.5/-元），EPS 为 8.9/9.8/11.7 元/股（前值 9.4/10.8/-元）。预计未来 3 年中国平安的每股内含价值为 75.5、87.6 和 102.5 元，考虑今年盈利增长压力和利率下行环境，给予 2020 年目标价 104 元，对应 PEV 1.38 倍。
- ❖ **风险提示：**“新冠”疫情影响超预期、权益市场波动、长端利率持续下行。

### 主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	1168867	1278849	1452412	1654733
同比增速(%)	19.7	9.4	13.6	13.9
归母净利润(百万)	149407	163487	178310	213888
同比增速(%)	39.1	9.4	9.1	20.0
每股盈利(元)	8.17	8.94	9.75	11.70
市盈率(倍)	10.19	9.31	8.54	7.12
市净率(倍)	2.84	2.17	1.97	1.83

资料来源：公司财报，华创证券预测

注：股价为 2020 年 02 月 20 日收盘价

## 强荐 (维持)

目标价：104 元

当前价：83.28 元

### 华创证券研究所

证券分析师：洪锦屏

电话：0755-82755952

邮箱：hongjinping@hcyjs.com

执业编号：S0360516110002

联系人：张经纬

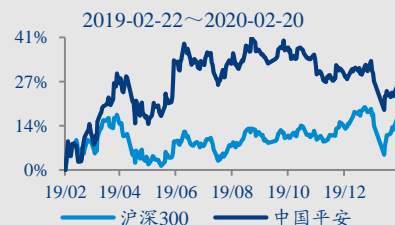
电话：0755-82756802

邮箱：zhangjingwei@hcyjs.com

### 公司基本数据

总股本(万股)	1,828,024
已上市流通股(万股)	1,828,024
总市值(亿元)	15,223.79
流通市值(亿元)	9,021.44
资产负债率(%)	89.6
每股净资产(元)	36.8
12 个月内最高/最低价	92.5/63.34

### 市场表现对比图(近 12 个月)



### 相关研究报告

《中国平安 (601318) 2019 年一季报点评：价值率大幅提升，新准则下投资业绩贡献利润猛增》

2019-05-01

《中国平安 (601318) 2019 年中报点评：价值增长略超预期，日常营运业绩增速平稳》

2019-08-16

《中国平安 (601318) 2019 年三季报点评：增长压力逐季缓解，NBV 略低预期》

2019-10-25

# 目 录

一、寿险及健康险业务：主动调整业务结构影响新单增长，价值率同比提升.....	4
二、财产险业务：综合成本率较中期改善，税收优惠政策推动 ROE 提升 .....	6
三、投资端业务：投资收益率进一步上行，长期股权投资和权益配置占比提升 .....	7
四、营运利润受息差收入和营运偏差影响增速放缓，投资端表现和准备金计提综合影响净利润 .....	8
五、内含价值平稳增长，受 NBV 和营运偏差贡献下降影响 ROEV 放缓 .....	11
六、投资建议.....	12
七、风险提示.....	12

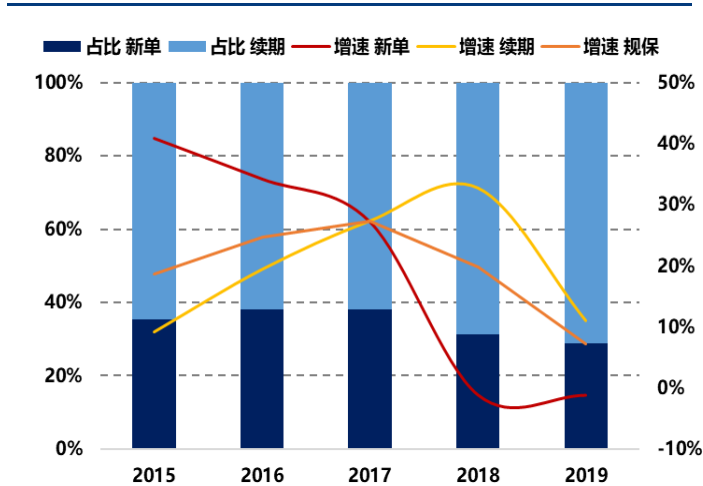
# 图表目录

图表 1 整体保费和续期增速向下，新单有回暖趋势 .....	4
图表 2 1 季度业务结构大调整新单出现较大程度负增长，此后逐季回暖 .....	4
图表 3 新单向下，NBV 正增长由价值率上升拉动 .....	5
图表 4 新业务价值率逐年提升 .....	5
图表 5 各险种新单保费占比：短储型占比下降，长交保障储蓄型占比上升 .....	5
图表 6 长交保障储蓄型新单保费大幅增长 .....	5
图表 7 渠道分化迹象显现：新单代理人渠道占比有所下降，新兴渠道占比上升 .....	6
图表 8 车险保费占比逐步下降 .....	7
图表 9 综合赔付率上升导致综合成本率上升 .....	7
图表 10 平安保险资金投资配置结构：股基和债券配置增加 .....	8
图表 11 平安集团 2019 净利润构成 .....	9
图表 12 2019 平安各业务板块净利润增速 .....	9
图表 13 10 年期 750 日平均国债收益率曲线向下 .....	9
图表 14 税前营运利润及组成增速：息差收入和营运偏差负增长，营运利润放缓 .....	10
图表 15 寿险及健康险业务利源分析：营运利润组成占比：息差收入和营运偏差占比下降 .....	10
图表 16 剩余边际增长及摊销比例有所放缓 .....	11
图表 17 内含价值增长明细 .....	11

## 一、寿险及健康险业务：主动调整业务结构影响新单增长，价值率同比提升

2019 年中国平安寿险及健康险业务实现规模保费 6116 亿元，同比+7.2%，其中新单保费 1762 亿元，同比-1.3%，续期保费 4352 亿元，同比+11.1%。整体保费和续期保费增速为向下趋势，主要受 2018 年行业险种结构调整，新业务全行业负增长影响。2019 年整体新单稍有回暖但依然延续负增长趋势，尚未见拐点。平安主动调整负债端业务结构，Q1 新业务受到较大影响，进入第 Q2 后逐季趋势改善，但下半年新业务增长还是存在一定压力，全年新单未能转正。

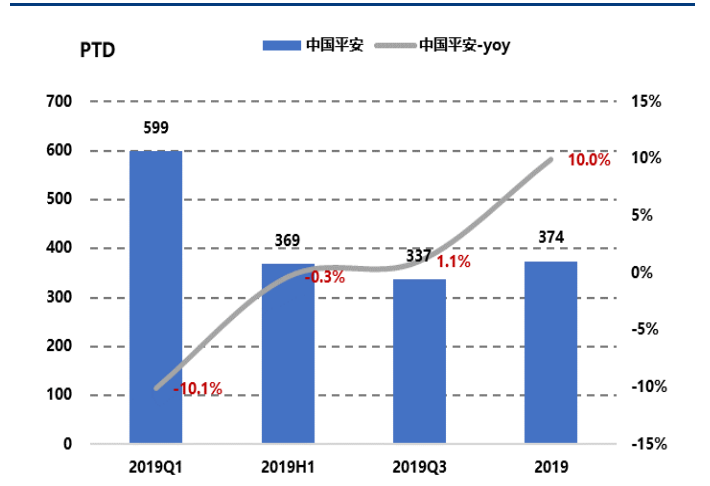
图表 1 整体保费和续期增速向下，新单有回暖趋势



资料来源：公司财报、华创证券

\*规模保费口径

图表 2 1 季度业务结构大调整新单出现较大程度负增长，此后逐季回暖



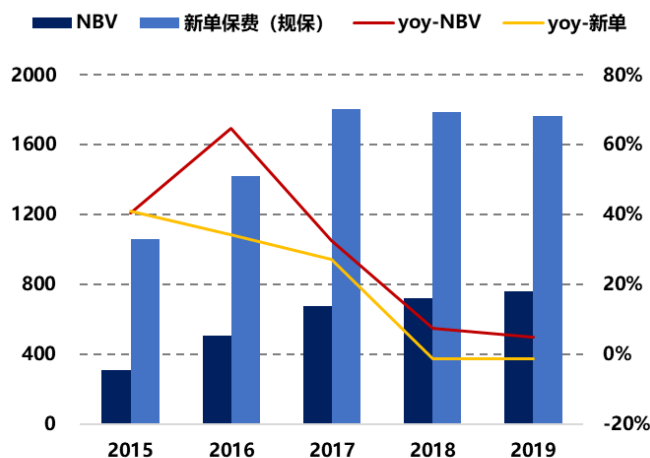
资料来源：公司财报、华创证券

\*原保险保费口径

**NBV 增长符合预期，个险渠道新业务价值率大幅提升得益于险种结构优化。**2019 年寿险及健康险业务新业务价值 760 亿元，同比+5.1%，新业务价值率 47.3%，同比上升 3.6 个 pct。个险渠道新业务价值率为 64.9%，同比提升 7.8 个百分点。平安主动积极调整业务结构及产品策略，虽然新单延续了去年的负增长趋势，但其新业务价值率有较大幅度的提升，全年 NBV 实现了 5.1% 的增速。特别是包括开门红期间的上半年，新业务价值率同比提升了 5.7 个百分点，个险渠道新业务价值率同比提升近 10 个百分点。

新业务价值率提升明显的主要原因为险种结构的优化。2019 年，价值率较高的险种**长交保障储蓄混合型**新单占比和增速大幅提升，占比提升 3 个百分点至 11.3%，增速达 26%，而价值率较低的**短交保障储蓄型**产品新单占比相应下降 2.4 个百分点，同比负增长达-13%。

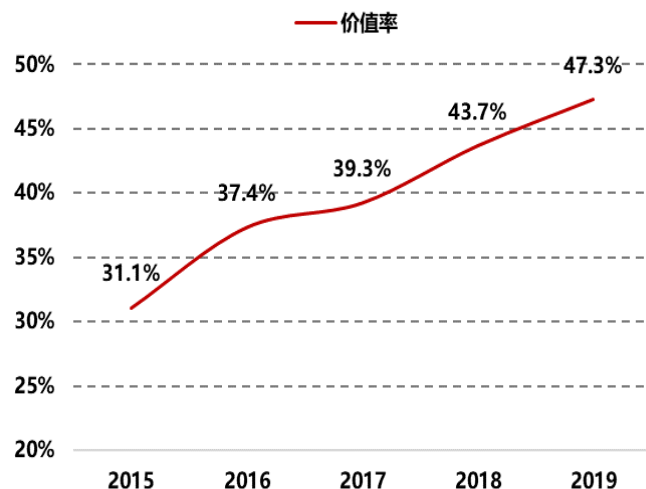
图表 3 新单向下, NBV 正增长由价值率上升拉动



资料来源: 公司财报、华创证券

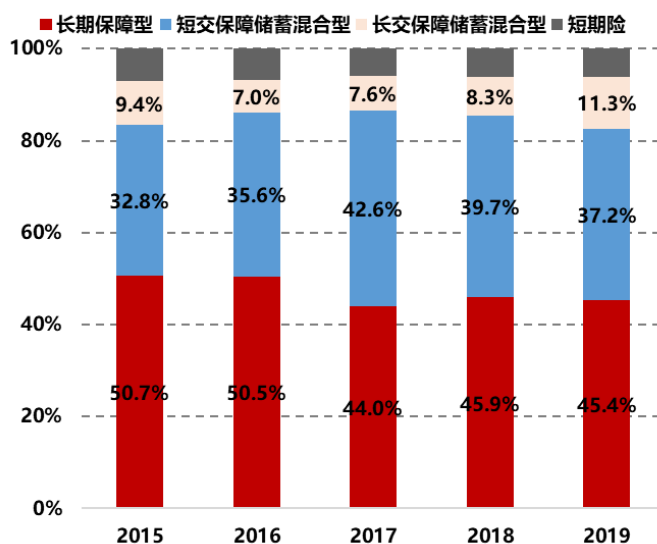
\*新单为规模保费口径

图表 4 新业务价值率逐年提升



资料来源: 公司财报、华创证券

图表 5 各险种新单保费占比: 短储型占比下降, 长交保障储蓄型占比上升

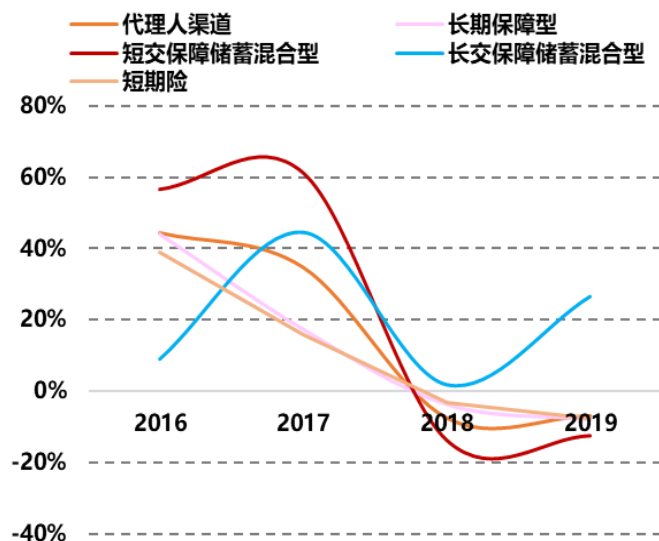


资料来源: 公司财报、华创证券

\*用来计算NBV 的新单口径

\*长期保障型指终身寿险、定期寿险、疾病险、长期意外险等保障类产品、短交储蓄型指主要交费期为10年以下的两全、年金等产品、长交储蓄型指主要交费期为10年及以上的两全、年金等产品

图表 6 长交保障储蓄型新单保费大幅增长



资料来源: 公司财报、华创证券

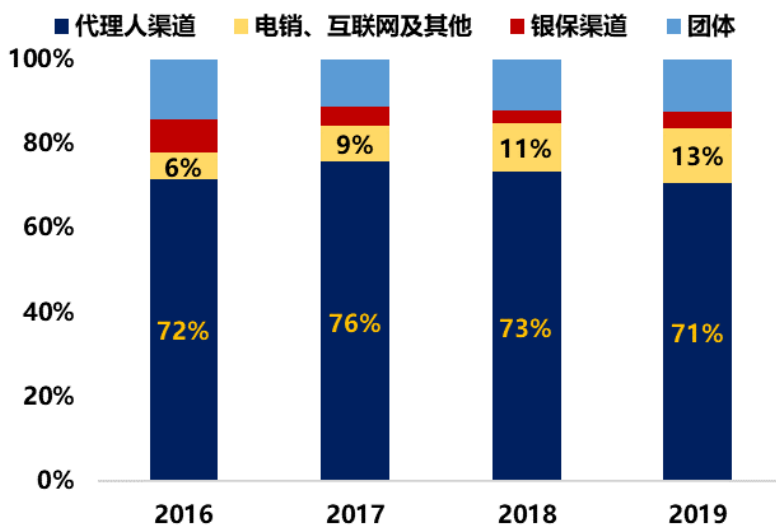
\*用来计算NBV 的新单口径

\*长期保障型指终身寿险、定期寿险、疾病险、长期意外险等保障类产品、短交储蓄型指主要交费期为10年以下的两全、年金等产品、长交储蓄型指主要交费期为10年及以上的两全、年金等产品。



下半年代理人下降程度缓解，收入扭转负增长趋势。截至 2019 年末，月均代理人规模为 120 万人，较中期和年初分别下降 3.5/12 万人，同比-2.8%/-9.1%，下半年代理人向下趋势已得到缓解。代理人收入（元/人均每月）为 6309 元，同比+0.2%，寿险收入 5512 元，同比+1.8%，此前平安代理人收入呈负增长趋势（上半年同比-3.7%），特别是交叉销售收入下降较快，目前代理人收入已走出负增长。另外，2019 年代理人渠道新单保费占比同比下降 2 个百分点至 71%，电销互联网渠道相应提升，体现出平安积极寻找新的增长点，多元分散经营、提前开拓、布局互联网等新兴渠道战略思路。

**图表 7 渠道分化迹象显现：新单代理人渠道占比有所下降，新兴渠道占比上升**



资料来源：公司财报，华创证券

\*规模保费口径

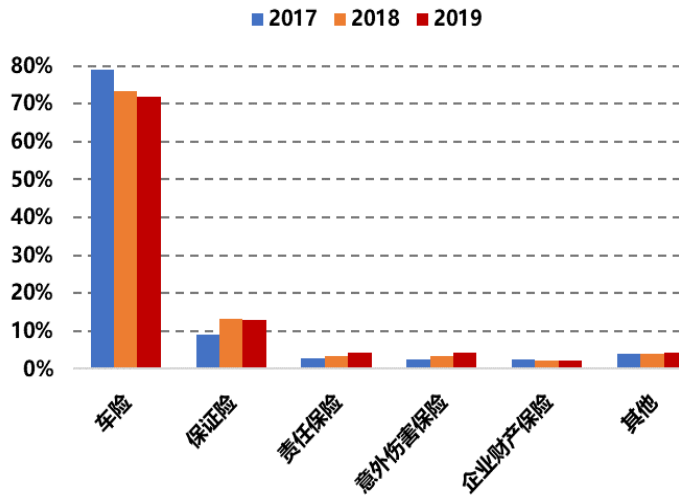
## 二、财产险业务：综合成本率较中期改善，税收优惠政策推动 ROE 提升

**财产险业务持续优化，非车占比提升。**平安财险全年保费收入 2709 亿元，同比+9.5%，增长相对平稳。车险增速 6.9%，整体增长受汽车销量下滑影响处于中低增速区间。非车增速 16.7%，其中意外险和责任险增速高企，上半同比+39.5%和 41.6%；车险占比延续此前持续下滑趋势，较年初下降 1.7 个百分点至 71.7%，非车险占比持续提升至 28.3%。

**净利润得益于所得税政策调整和投资端贡献高增。**2019 年财产险业务净利润为 228 亿元，同比+85.8%，主要原因为 2018 年度所得税汇算清缴金额的减少，反映在 2019 年所得税费用中的一次性影响，剔除该影响 18.6 亿元后，财产业务营运利润为 209 亿元，同比+70.7%，仍然实现了高增速。主要是由于投资收益大幅增长以及所得税费用（手续费率及佣金抵扣比例提升造成）减少，产险板块全年总投资收益率 6.6%，同比提升 4.4 个百分点，且下半年投资收益率较中期进一步上升。2019 年财产险业务所得税费率为 10.5%，同比下降 30.4%。

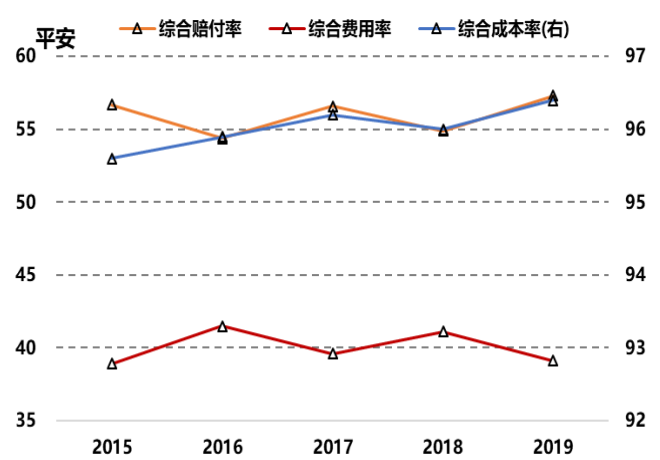
**综合成本率较中期改善，扭转承保利润负增长趋势。**2019 年平安产险综合成本率为 96.4%，同比上升 0.4 个百分点。综合赔付率为 57.3%，同比上升 2.4 个百分点，综合费用率为 39.1%，同比下降 2 个百分点，综合赔付率上升趋势和费用率下降趋势均较中期扩大。产险业务整体实现承保利润 84 亿元，同比-0.9%，基本扭转承保利润负增长趋势。在严监管环境下，产险业务手续费率自今年以来大幅下降，但业务及管理费用有所上升。全年手续费率为 17%，同比下降 6.3 个百分点，管理费率为 24.9%，同比上升 3.8 个百分点，整体来看费率依然是下降趋势。

图表 8 车险保费占比逐步下降



资料来源：公司财报、华创证券

图表 9 综合赔付率上升导致综合成本率上升

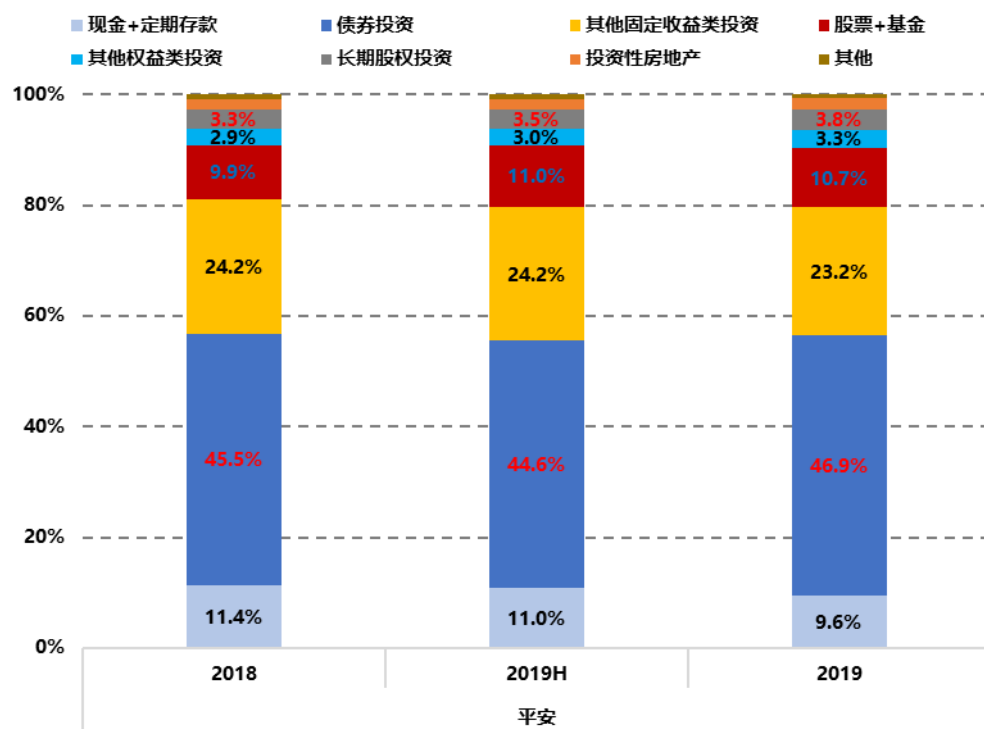


资料来源：公司财报、华创证券

### 三、投资端业务：投资收益率进一步上行，长期股权投资和权益配置占比提升

2019 年平安总投资收益率为 6.9%，同比上升 3.7 个百分点；净投资收益率为 5.2%，同比持平。总投资收益率较前三季度进一步上升，主要受益于今年公开市场权益投资的大幅上涨。2019 年权益资产配置占比较去年末上升 1.6 个百分点至 17.8%，其中股票基金占比提升 0.9 个百分点至 1.6%。随着利率持续下行，再投资将面临一定压力，净投资收益率中枢近年来向下，平安在举牌上市公司和增加长期股权投资配置方面有所动作，上半年长期股权投资占比较年初提升 0.2 个百分点至 3.5%，下半年对华夏幸福和中国金茂等上市地产公司加大投资，占比进一步提升至 3.8%

图表 10 平安保险资金投资配置结构：股基和债券配置增加



资料来源:公司财报, 华创证券

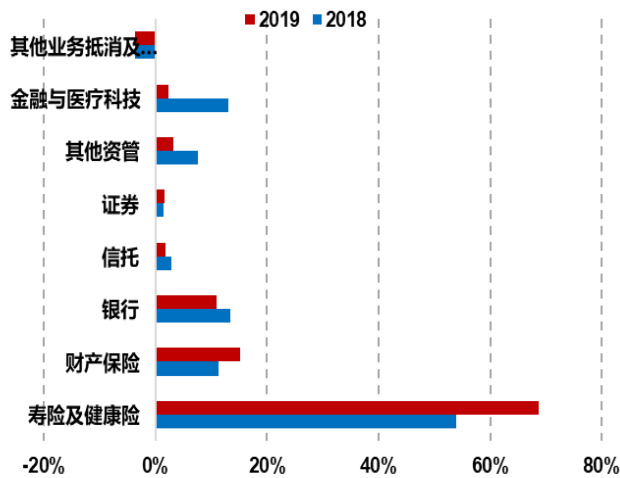
#### 四、营运利润受息差收入和营运偏差影响增速放缓，投资端表现和准备金计提综合影响净利润

保险业务受税收因素及投资因素影响，税后利润高增。2019 年平安集团实现归母净利润 1494 亿元，同比+39.1%。其中寿险及健康险业务贡献 1027 亿元，同比+77.3%，占比 68.7%；财产险业务贡献 226 亿元，同比+85.8%，占比 15.2%；银行业务贡献 226 亿元，同比+10.9%，占比 10.9%；金融医疗科技贡献 35 亿元，同比-75.1%，占比 2.3%。保险业务利润高增，主要原因为：其一，权益市场大幅上行带来总投资收益率大幅增加，贡献利润；其二，今年 5 月财政部门发布手续费及佣金支出税前扣除新政策，大幅提升手续费及佣金抵扣应纳税所得额比例至 18%，企业所得税费用大幅减少，增加税后利润。另外，2018 年汇算清缴所得税按新规实行，退回的已缴所得税体现于中报，大幅增厚了利润。

准备金计算折现率曲线向下，增提保险责任准备金减少利润。进入 4 季度，国债 750 日平均曲线已拐头向下，平安调整了准备金计算假设，主要是折现率基准曲线变动及综合溢价调整（2019 年末受对应资产组合投资收益影响的长期寿险和长期健康险保险合同即期折现率假设为 3.29%-4.6%，2018 年末为 3.28%-4.75%），增提了 208 亿寿险及健康险责任准备金，影响税前利润减少 208 亿元（2018 年准备金变动增加利润 30 亿元）。

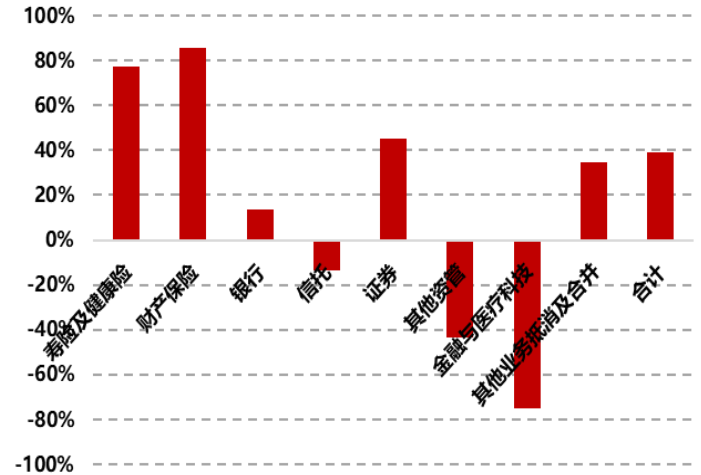


图表 11 平安集团 2019 净利润构成



资料来源: 公司财报, 华创证券

图表 12 2019 平安各业务板块净利润增速



资料来源: 公司财报, 华创证券

图表 13 10 年期 750 日平均国债收益率曲线向下



资料来源: 公司财报, 华创证券

**营运利润增速放缓, 息差收入和营运偏差负增长所致。**2019 年平安实现归母营运利润 1330 亿元, 同比 18.1%。其中, 寿险及健康险营运利润 889.5 亿元, 同比+25%, 税前营运利润 1005 亿元, 同比+2.6%, 较前期增速出现较大程度放缓, 较为不及预期。营运利润主要由剩余边际摊销、净资产投资收益、息差收入和营运偏差贡献, 其中息差收入和营运偏差都出现负增长, 利润贡献占比下降。息差收入利润贡献同比下降 21.8%, 占比下降 1.2 个百分点。主要原因是为应对 2018 年资本市场波动, 保持公司分红万能产品的长期结息竞争力, 公司主动降低收取的息差水平, 影响延续到 2019 年, 息差收入短期内有所承压。营运偏差及其他同比下降 52.2%, 占比下降 11.8 个百分点, 主要由于公司

持续加大科技、队伍建设等战略投入，以及保单继续率短期波动导致。寿险及健康险业务 13 个月和 26 个月保险继续率分别下降 3.6 个百分点和 1.1 个百分点至 87.8% 和 87.1%。另外剩余边际摊销增速也随新业务价值和剩余边际增速放缓，摊销比例也有所下降。

图表 14 税前营运利润及组成增速：息差收入和营运偏差负增长，营运利润放缓

利源分析	2017	2018	2019
剩余边际摊销	30.4%	25.0%	19.5%
净资产投资收益	30.3%	21.8%	31.0%
息差收入	51.7%	-10.4%	-21.8%
营运偏差及其他	60.0%	115.2%	-52.2%
税前营运利润合计	35.3%	34.5%	2.6%

资料来源：公司财报、华创证券

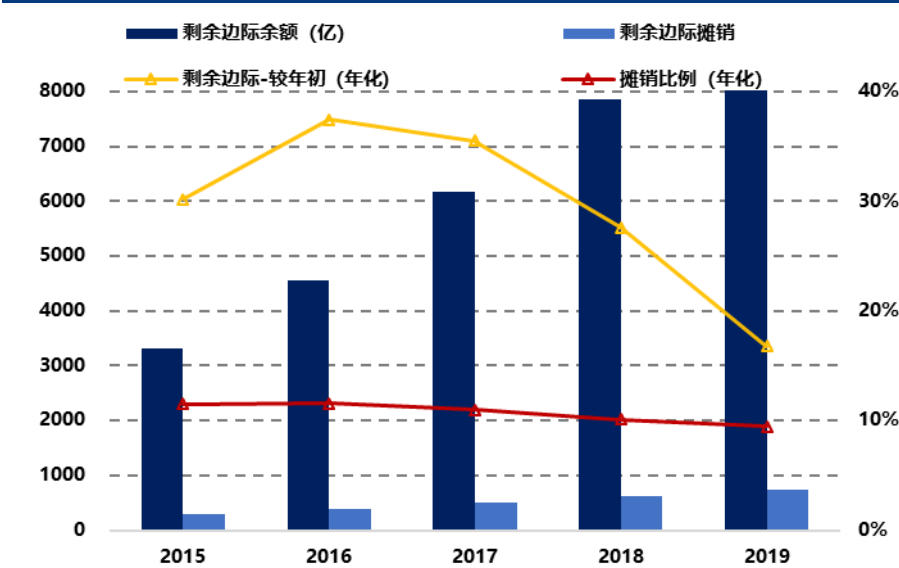
图表 15 寿险及健康险业务利源分析：营运利润组成占比：息差收入和营运偏差占比下降

寿险及健康险业务利源分析（单位：百万）	2016	2017	2018	2019
剩余边际摊销/税前营运利润	70.9%	68.3%	63.5%	74.1%
净资产投资收益/税前营运利润	10.5%	10.1%	9.1%	11.7%
息差收入/税前营运利润	6.9%	7.7%	5.1%	3.9%
营运偏差及其他/税前营运利润	11.7%	13.9%	22.2%	10.3%
税前营运利润合计	53882	72912	98043	100,545
所得税/税后营运利润	-33.0%	-38.0%	-37.4%	-11.5%
税后营运利润合计	40518	52824	71345	88950
短期投资波动/净利润	8.7%	12.5%	-21.9%	18.7%
折现率变动影响/净利润	-70.5%	-58.7%	0.5%	-12.7%
净利润	25033	36143	58757	103737

资料来源：公司财报、华创证券

剩余边际增速随新业务价值低增长放缓，摊销比例有所下降。2019 年平安寿险及健康险业务剩余边际余额为 9184 亿元，较年初增长 16.8%，摊销比例为 9.5%，剩余边际增速和摊销比例都较以往中枢有所下行。

图表 16 剩余边际增长及摊销比例有所放缓



资料来源:公司财报, 华创证券

## 五、内含价值平稳增长, 受 NBV 和营运偏差贡献下降影响 ROEV 放缓

内含价值增长平稳, 得益于一次性税收返还和投资收益增长。2019 年平安集团内含价值 12005 亿元, 较年初+19.8%; 寿险及健康险业务内含价值 7575 亿元, 较年初增长 23.5%, 增速与去年同期持平, 主要得益于今年投资收益的大幅增长以及税收的一次性返还。

受 NBV 和营运偏差贡献下降影响, ROEV 放缓。剔除投资短期波动和不属于日常运营事项等的影响, 寿险及健康险业务 ROEV (内含价值营运利润增速) 为 25%, 较此前年度有所放缓。主要原因为: 1) 新业务价值增长仍处低速区间, 较此前贡献下降; 分散效应有所减弱, 在新业务价值创造中占比下降; 2) 营运偏差贡献下降, 营运偏差贡献内含价值同比下降 73.7%, 主要原因为上文已提及到的费用投入加大和保单继续率下降。但是贡献方向仍为正, 贡献率下降 2.2 个百分点至 0.6%。

图表 17 内含价值增长明细

寿险及健康险业务	2015	2016	2017	2018	2019
1 年初内含价值预计回报	9.3%	8.4%	8.8%	9.1%	9.4%
2 新业务价值创造	11.8%	21.1%	24.5%	18.8%	14.7%
3 营运假设及模型变动	-0.1%	-12.9%	-0.2%	0.1%	0.3%
4 营运经验差异及其他	0.4%	-0.1%	2.5%	2.8%	0.6%
5 = (1+2+3+4) ROEV (内含价值营运利润回报率)	21.4%	16.5%	35.5%	30.8%	25.0%
6 市价调整影响	0.3%	-0.3%	-1.5%	1.4%	0.0%
7 投资回报差异贡献	4.4%	-0.2%	8.4%	-2.5%	5.2%
8 不属于日常营运收支的一次性项目					1.4%
9 股息支付率	-2.6%	-5.3%	-4.8%	-6.3%	-8.2%
10 股东注资影响	0.2%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%

11= (5+6+7+8+9+10) 寿险及健康险内含价值回报率 (增速)	23.7%	10.7%	37.8%	23.5%	23.5%
<b>其他业务</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
12 其他业务营运回报率	17.0%	16.6%	15.4%	12.9%	11.5%
13 其他业务非营运回报率	0.0%	0.0%	3.9%	2.2%	0.5%
14 市价调整影响	-4.7%	2.9%	0.2%	4.0%	0.0%
14 股息支付+员工持股+股票回购	-5.0%	-4.4%	-6.9%	-10.1%	-10.6%
15 子公司分红	4.5%	7.6%	6.3%	9.6%	12.5%
16 资本注入注出	4.4%	0.0%	-0.2%	-0.1%	0.0%
17= (11+12+13+14+15+16) 其他业务回报率 (其他业务净资产增速)	16.2%	22.7%	18.5%	18.4%	13.8%
18 集团内含价值回报率 (增速)	20.5%	15.6%	29.4%	21.5%	19.8%

资料来源：公司财报、华创证券

## 六、投资建议

2019 年平安通过调整和优化业务结构，大幅提高了核心业务价值率，NBV 实现了 5.1% 的增长，基本符合预期。由于投入较大费用到渠道和科技等方面，营运利润和 ROEV 等指标有所放缓。我们长期仍坚定看好其基于优秀领导力、战略布局领先、科技生态赋能的发展前景。我们预期 2020-2022 年中国平安 BPS 为 38.4/42.3/45.6 元/股（前值为 40.4/46.5/-元），EPS 为 8.9/10.2/11.6 元/股（前值 9.4/10.8/-元）。预计未来 3 年中国平安的每股内含价值为 75.5、87.6 和 102.5 元，给予 2020 年目标价 104 元，对应 PEV 1.38 倍。

## 七、风险提示

“新冠”疫情影响超预期、新业务增长压力加大、权益市场波动、长端利率持续下行

## 附录：财务预测表

### 资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	449909	485902	524774	572004
结算备付金	6203	6699	7235	7886
拆出资金	79569	85935	92809	101162
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	961073	1037959	1120996	1221885
其他债权投资	458165	494818	534404	582500
其他权益工具投资	282185	304760	329141	358763
债权投资	2281225	2463723	2660821	2900295
衍生金融资产	18957	20474	22111	24101
买入返售金融资产	96457	104174	112507	122633
应收利息		0	0	0
应收保费	82416	89009	96130	104782
应收账款	28579	30865	33335	36335
应收分保账款	11495	12415	13408	14614
应收分保合同准备金	17703	19119	20649	22507
长期应收款	183957	198674	214567	233879
保户质押贷款	139326	150472	162510	177136
发放贷款及垫款	2240396	2419628	2613198	2848386
存出保证金		0	0	0
存货		0	0	0
定期存款	216810	234155	252887	275647
可供出售金融资产		0	0	0
持有至到期投资		0	0	0
应收款项类投资		0	0	0
长期股权投资	204135	220466	238103	259532
商誉	20927	22601	24409	26606
存出资本保证金	12501	13501	14581	15893

### 利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
保险业务收入	795064	914324	1051472	1209193
其中：分保费收入	115	115	115	115
减：分出保费	-21370	-24576	-28262	-32501
提取未到期责任准备金	-24915	-28652	-32950	-37893
已赚保费	748779	861096	990260	1138799
银行业务利息收入	176621	194283	223426	256939
银行业务利息支出	-86434	-95077	-104585	-115044
银行业务利息净收入	90187	99206	118840	141896
非保险业务手续费及佣金收入	54800	56992	59272	61643
非保险业务手续费及佣金支出	-10570	-12684	-13952	-15348
非保险业务手续费及佣金净收入	44230	44308	45319	46295
非银行业务利息收入	99991	104991	110240	115752
投资收益	77497	65872	72460	79706
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	23224	19740	21714	23886
以摊余成本计量的金融资产终止确认产生的收益	45	38	42	46
公允价值变动损益	44091	33068	34722	39930
汇兑收益/（损失）	779	779	779	779
其他业务收入	60172	66189	76118	87535
资产处置损益	105			
其他收益	3036	3340	3674	4041
营业收入合计	1168867	1278849	1452412	1654733
<b>二、营业支出</b>				
退保金	-26661	-29170	-33128	-37743
保险合同赔付支出	-225030	-246204	-279618	-318569
减：摊回保险合同赔付支出	11263	12323	13995	15945
提取保险责任准备金	-287028	-314035	-356655	-406338



投资性房地产	54467	58824	63530	69248	减：摊回保险责任准备金	107	117	133	151
固定资产	42650	46062	49747	54224	保单红利支出	-19329	-21148	-24018	-27364
无形资产	27787	30010	32411	35328	分保费用	-13	-14	-16	-18
使用权资产	16553	17877	19307	21045	保险业务手续费及佣金支出	-114753	-125550	-142590	-162453
递延所得税资产	50301	54325	58671	63951	税金及附加	-4272	-4674	-5308	-6048
其他资产	193052	208496	225176	245442	业务及管理费	-172892	-189160	-214832	-244758
独立账户资产	<b>46131</b>	<b>49821</b>	<b>53807</b>	<b>58650</b>	减：摊回分保费用	7572	8284	9409	10719
<b>资产总计</b>	8222929	8880763	9591224	10454435	非银行业务利息支出	-20098	-21989	-24973	-28452
短期借款	112285	121763	131205	143178	其他业务成本	-65439	-71596	-81313	-92640
向中央银行借款	113331	122897	132428	144512	资产减值损失				
银行同业及其他金融机构存放款项	355051	385020	414879	452737	信用减值损失	-65270	-71411	-81103	-92401
拆入资金	26271	28488	30698	33499	其他资产减值损失	-1996	-2184	-2480	-2826
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	39458	42789	46107	50314	营业支出合计	-983839	-1076411	-1222499	-1392794
衍生金融负债	24527	26597	28660	31275	<b>三、营业利润</b>	185028	202438	229912	261939
卖出回购金融资产款	176523	191423	206268	225090	加：营业外收入	427	427	427	427
吸收存款	2393068	2595060	2796310	3051476	减：营业外支出	-716	-716	-716	-716
代理买卖证券款	38645	41907	45157	49277	<b>四、利润总额</b>	184739	202149	229623	261650
应付账款	4821	5228	5633	6147	减：所得税	-20374	-22294	-25324	-28856
预收款项		0	0	0	<b>五、净利润</b>	164365	179855	204299	232794
预收保费	42473	46058	49630	54159	归属于母公司股东的净利润	149407	163487	185707	211609
应付手续费及佣金	11038	11970	12898	14075	少数股东损益	14958	16368	18592	21185
应付分保账款	14012	15195	16373	17867					
应付职工薪酬	39717	43069	46409	50644					
应交税费	20841	22600	24353	26575					
应付利息		0	0	0					
应付赔付款	58732	63689	68629	74891					
应付保单红利	59082	64069	69038	75337					
保户储金及投资款	701635	760858	819863	894677					
保险合同准备金	1921907	2084130	2245756	2450684					
长期借款	217087	235411	253667	276814					
应付债券	699631	758685	817522	892121					
租赁负债	15986	17335	18680	20384					
递延所得税负债	22282	24163	26037	28412					
其他负债	<b>216025</b>	<b>234259</b>	<b>252426</b>	<b>275460</b>					
独立账户负债	46131	50025	53904	58823					
<b>负债合计</b>	7370559	7992687	8612528	9398431					

股本	18280	18280	18280	18280
资本公积	128651	128651	128651	128651
减：库存股	-5001	-5001	-5001	-5001
其他综合收益	13459	8000	8200	8400
盈余公积	12164	12164	12164	12164
一般风险准备	71964	80935	91935	104757
未分配利润	433644	645048	724468	788752
归属于母公司股东权益合计	673161	701360	772928	833981
少数股东权益	179209	186716	205769	222023
<b>股东权益合计</b>	<b>852370</b>	<b>888076</b>	<b>978696</b>	<b>1056003</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8222929</b>	<b>8880763</b>	<b>9591224</b>	<b>10454435</b>

资料来源：公司财报，华创证券预测

## 非银组团队介绍

### 组长、首席分析师：洪锦屏

华南理工大学管理学硕士。曾任职于招商证券。2016 年加入华创证券研究所。2010 年获得新财富非银行金融最佳分析师第二名（团队），2015 年金牛奖非银金融第五名，2017 年金牛奖非银金融第四名。

### 分析师：徐康

英国纽卡斯尔大学经济学硕士。曾任职于平安银行。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖非银金融第四名团队成员。

### 研究员：张径炜

西南财经大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：张慧

澳大利亚莫那什大学银行与金融专业硕士。2019 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	汪莉琼	销售助理	021-20572591	wangliqiong@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

**强推:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
**推荐:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
**中性:** 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
**回避:** 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

**推荐:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
**中性:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
**回避:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500