中国平安（601318）

基本面逐步触底，业绩反转可期

买入（维持）

2020 年 10 月 29 日

证券分析师 胡翔
执业证号：S0600516110001
021-60199793
hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽
执业证号：S0600520090004
zhujieyu@dwzq.com.cn

事件：公司发布 2020 年三季报，实现归属于母公司股东净利润 1030.41 亿元，同比-20.5%，对应 EPS 为 5.83 元/股；期末归属于母公司股东净资产 7096.69 亿元，较年初+5.4%，对应 BVPS 为 38.82 元/股，新业务价值 428.4 亿元，同比-27.1%，整体符合市场预期。

投资要点

- **集团：归母净利润同比-20.5%，营运利润同比+4.5%，经营业绩表现稳健。**公司 2020 年三季度实现归母净利润 1030.4 亿元，同比-20.5%（中报同比-29.7%），预计主要系三季度权益景气，投资端回暖导致业绩增速降幅缩窄。投资端公司年化净投资收益率为 4.5%，同比-0.4pct，较二季度环比改善+0.4pct，年化总投资收益率为 5.2%，同比-0.8pct，较二季度环比改善+0.8pct。受国内央行货币政策坚持稳健、灵活适度、保持正常区间的影响，以及国内经济强劲修复的支撑，前三季度国内市场利率先下行后上升至年初水平。公司保险资金投资组合投资收益率受香港股票市场下跌、市场利率波动等因素影响，有所承压，但公司在高效的资产配置体系下有望恢复投资收益率。若剔除投资波动（+0.19 亿）及折现率变动影响（-56.9 亿元），公司营运利润同比+4.5%，整体经营稳健。

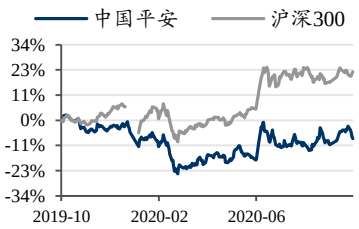
- **寿险：疫情影响下，新业务价值率有所下滑，人力质&量有望触底反弹：**2020Q1~3 公司寿险及健康险业务实现归母净利润 691.13 亿元，同比减少 24.9%；新业务价值 428.4 亿，同比-27.1%，其中 Q3 单季度新业务价值 118.13 亿，较二季度环比-19.0%，具体来看：**1）新单保费负增长缺口明显收窄：**2020 年实现用于计算新业务价值的首年保费 1201.52 亿元，同比-1.7%，其中三季度首年保费 356.04 亿元，同比+17%，较二季度环比+0.69%，新单保费负增长缺口收窄；**2）疫情影响下，新业务价值率有所下滑：**2020Q1~3 年首年保费口径的新业务价值率同比下降 12.4pct 至 35.7%，主要系受新冠肺炎疫情影响，公司传统代理人线下业务展业受阻，高价值的长期保障型业务受到较大冲击；**3）代理人规模下滑，人均新业务价值降低：**随着国内疫情得到有效防控，传统代理人线下业务展业逐步恢复，但线下大型业务举办仍然受限，线下客户拜访仍未恢复到疫情前水平。代理人规模较年初下滑 10.2%至 105 万人，人均新业务价值同比显著降低 13.3%至 4.09 万元/年，公司通过持续优化培训体系，升级线上学习管理平台，将科技与人员培训深度结合，赋能代理人队伍发展。

- **财险：保费收入增长 11.5%，综合成本率优于同业：**2020Q1~3 年公司财险实现归母净利润 110.03 亿元，同比-31.4%，财险营运利润 110.55 亿元，同比-22.4%，公司实现保费收入 2194.90 亿元，同比增长 11.5%，其中车险收入 1470.72 亿元，同比增长 6.0%。承保端盈利下降，三季度财险实现承保归母净利 110.03 亿，同比-31.4%，综合成本率同比+2.9pct 至 99.1%，一方面受新冠肺炎疫情影响，保证保险业务短期赔付上涨，一方面车险综合改革导致市场竞争加剧。

- **盈利预测与投资评级：**行业负债端自开门红后有望 V 型反转，随利率企稳回升，行业面临趋势性改善，我们认为公司经历短期阵痛后有望迎来明显拐点，其产品结构和渠道价值为行业最优秀代表之一，中期变化趋势可能最为显著。预计公司 2020 年、2021 年 NBV 增速分别约为-21.9%、5.1%，目前 A 股、H 股估值分别为 1.06、0.92 倍 2020PEV，维持“买入”评级。

- **风险提示：**1）保障型产品后续销售不及预期；2）长端利率大幅下行影响投资端；3）权益市场波动；4）管理层机制变革的不确定性。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	78.66
一年最低/最高价	64.19/88.75
市净率(倍)	2.03
流通 A 股市值(百万元)	852097.39

基础数据

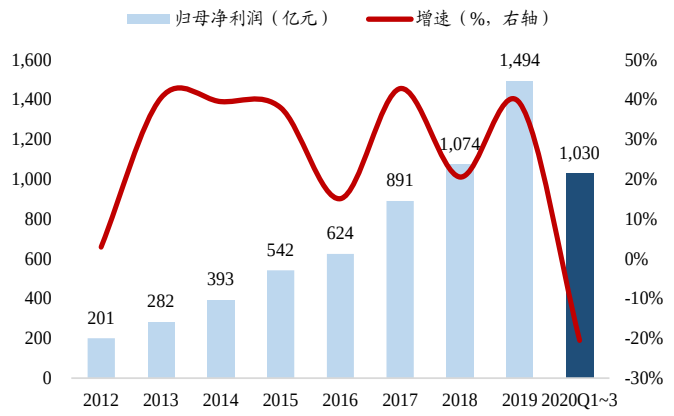
每股净资产(元)	38.82
资产负债率(%)	89.76
总股本(百万股)	18280.24
流通 A 股(百万股)	10832.66

相关研究

1、《中国平安（601318）：坚定价值和科技转型，看好长期价值成长》2020-02-21
2、《中国平安（601318）：长期价值成长无忧，管理机制变革释放积极信号》2019-10-24
3、《中国平安（601318）：核心指标优于预期，寿险价值增长优异》2019-08-16

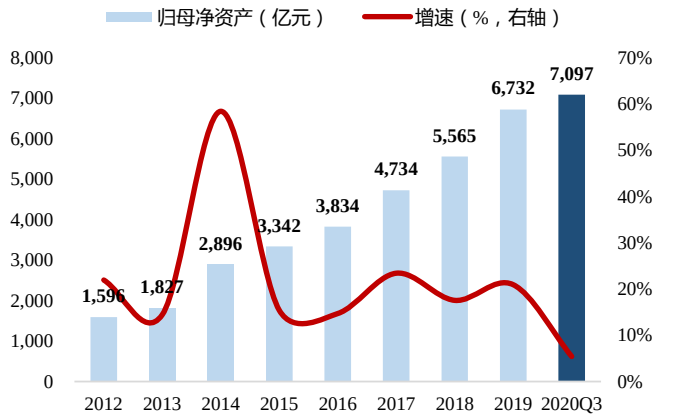
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：2012~2020Q1~3 公司归母净利润及同比增速



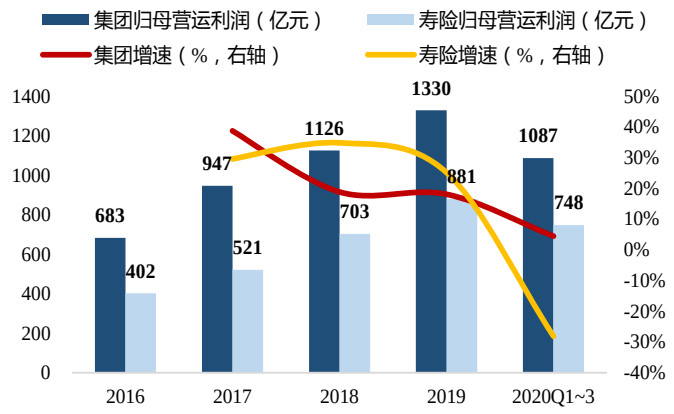
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 2：2012~2020Q3 公司归母净资产及增速



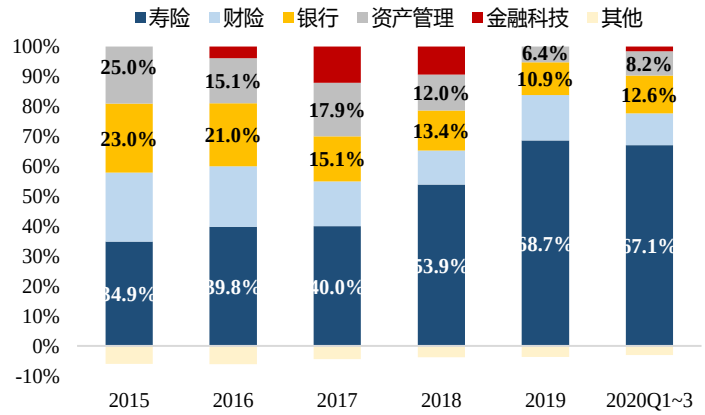
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 3：2016~2020Q1~3 集团/寿险营运利润及同比增速



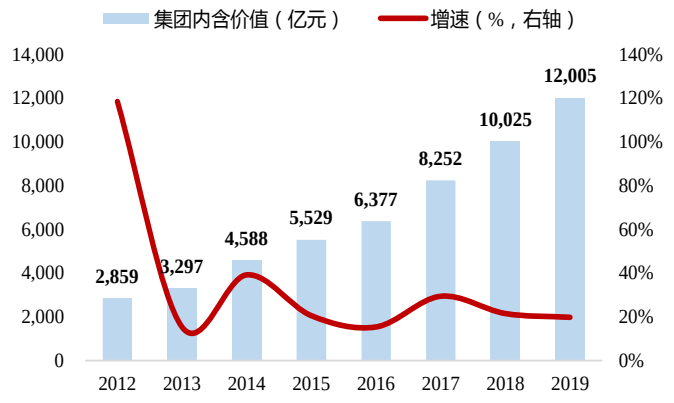
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 4：2015~2020Q1~3 公司分部净利润结构



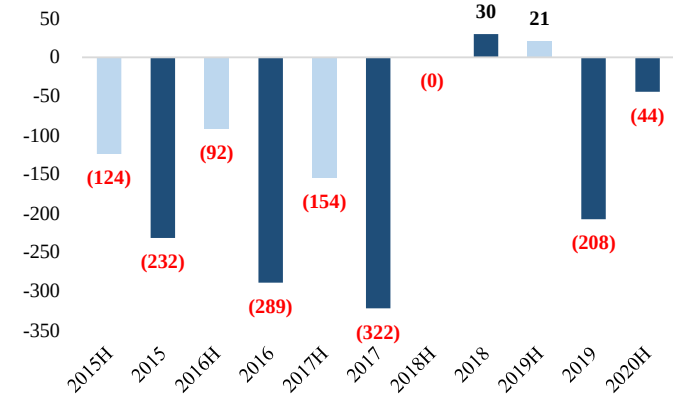
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 5：2012~2019 公司内含价值及增速



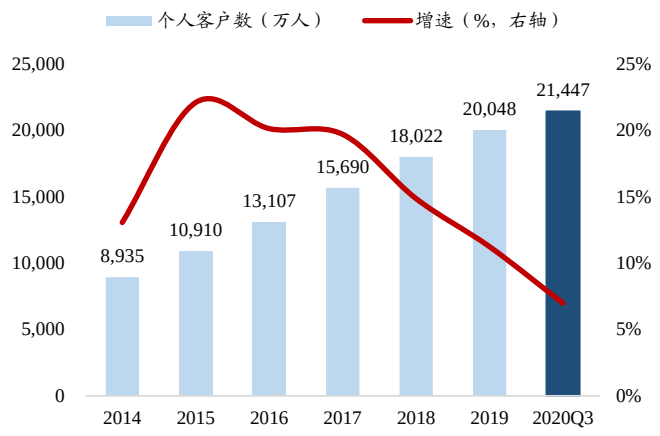
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 6：2015H~2020Q1~3 公司准备金假设变更影响（亿元）



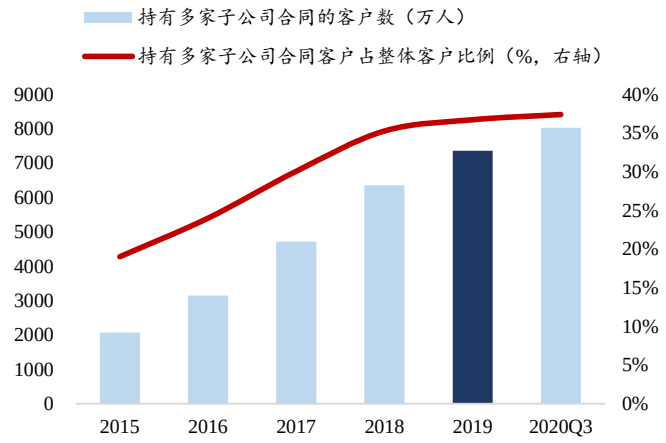
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 7：2014~2020Q3 公司个人客户数及增速



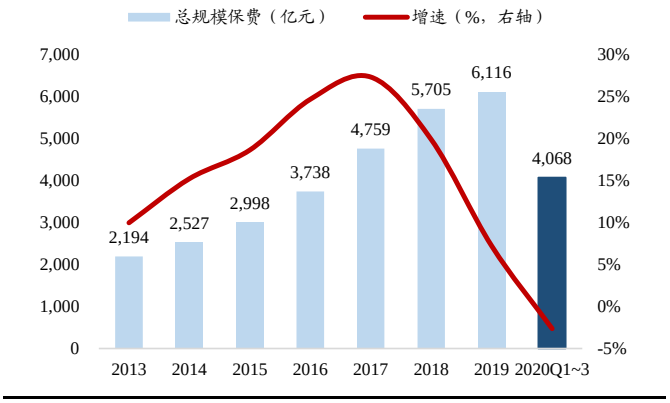
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 8：2015~2020Q1~3 持有多家子公司合同客户数及占比



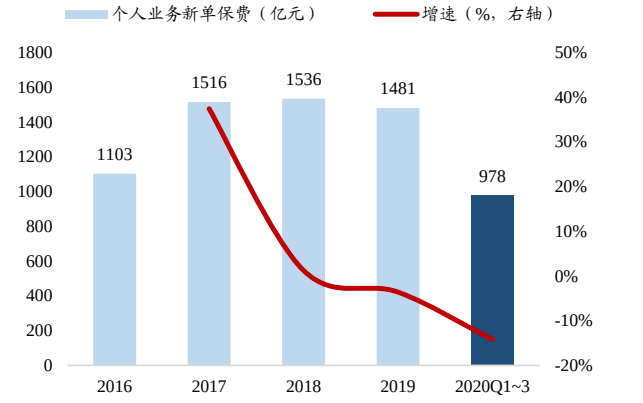
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 9：2013~2020Q1~3 公司总规模保费及同比增速



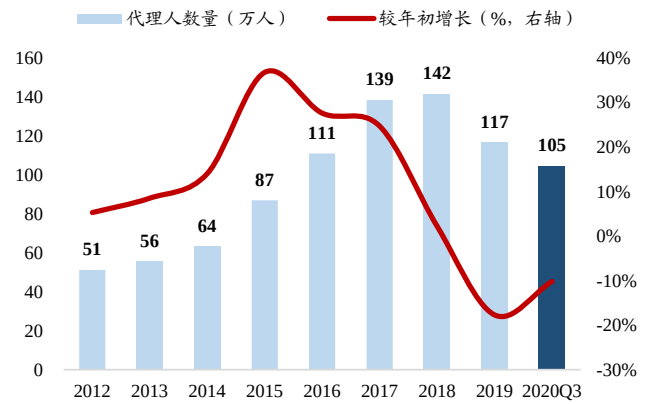
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 10：2016~2019 公司个人业务新单保费及同比增速



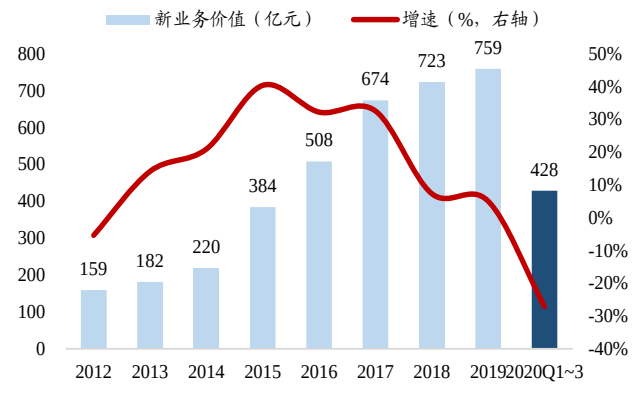
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 11：2012~2020Q1~3 公司代理人数量及增速



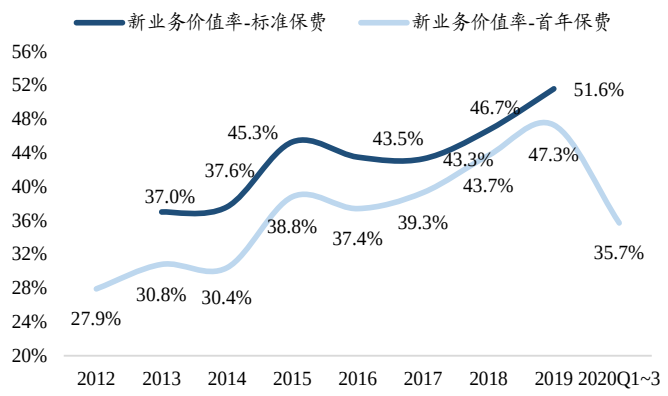
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 12：2012~2020Q1~3 公司新业务价值及同比增速



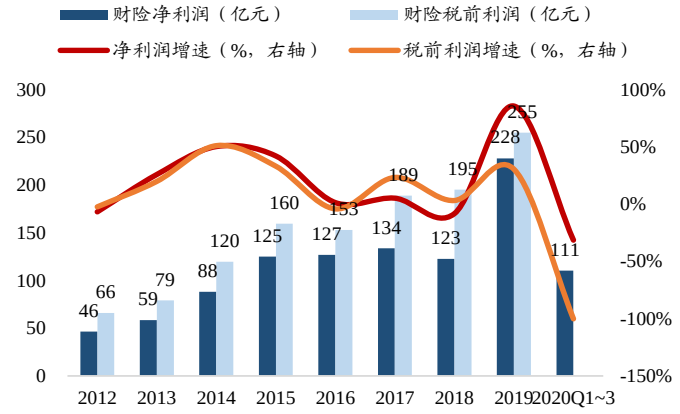
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 13：2012~2020Q3 公司新业务价值率



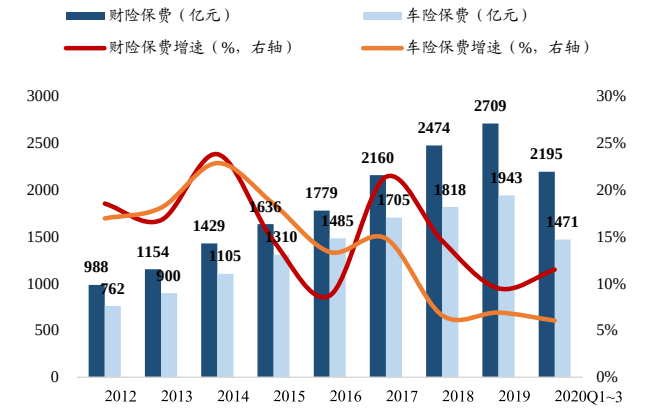
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 14：2012~2020Q1~3 公司财险净利润及同比增速



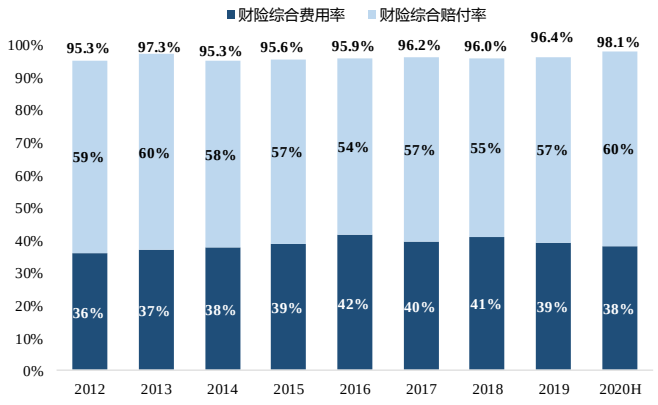
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 15：2012~2020Q1~3 公司财险/车险保费及同比增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 16：2012~2020Q1~3 公司财险综合费用/赔付率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 17：2011~2020Q1~3 公司总投资收益率/净投资收益率

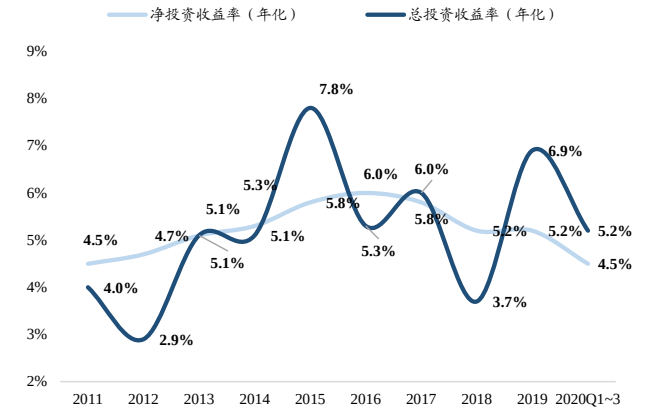
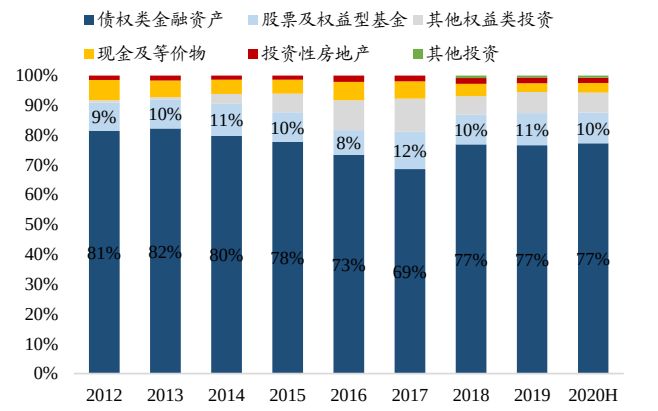


图 18：2013~2020Q1~3 公司投资端资产配置结构



请务必阅读正文之后的免责声明部分

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 1：中国平安盈利预测及估值（调整）

单位：百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	475,895	570,523	611,637	689,975	850,197	1,028,940
新业务保费收入	180,698	176,240	176,240	147,916	156,664	161,313
归属母公司净利润	89,088	107,404	149,407	130,234	150,426	187,851
归属母公司净资产	473,351	556,508	673,161	783,732	903,624	1,066,757
新业务价值	**67,357**	**72,294**	**75,945**	**59,317**	**62,358**	**70,663**
内含价值	825,173	1,002,456	1,200,533	1,361,067	1,571,038	1,897,333
营业收入增速	27.3%	19.9%	7.2%	12.8%	23.2%	21.0%
新业务保费收入增速	27.2%	-2.5%	0.0%	-16.1%	5.9%	3.0%
归属母公司净利润增速	42.8%	20.6%	39.1%	-12.8%	15.5%	24.9%
归属母公司净资产增速	23.4%	17.6%	21.0%	16.4%	15.3%	18.1%
新业务价值增速	**32.6%**	**7.3%**	**5.1%**	**-21.9%**	**5.1%**	**13.3%**
内含价值增速	29.4%	21.5%	19.8%	13.4%	15.4%	20.8%
EPS	4.87	5.88	8.17	7.12	8.23	10.28
BVPS	25.89	30.44	36.82	42.87	49.43	58.36
VNPS	3.68	3.95	4.15	3.24	3.41	3.87
EVPS	45.14	54.84	65.67	74.46	85.94	103.79
P/E（A）	16.14	13.39	9.62	11.04	9.56	7.65
P/B（A）	3.04	2.58	2.14	1.83	1.59	1.35
VNBX（A）	21.35	19.89	18.93	24.24	23.06	20.35
P/EV（A）	**1.74**	**1.43**	**1.20**	**1.06**	**0.92**	**0.76**
P/E（H）	14.01	11.62	8.35	9.58	8.30	6.64
P/B（H）	2.64	2.24	1.85	1.59	1.38	1.17
VNBX（H）	18.53	17.26	16.43	21.04	20.01	17.66
P/EV（H）	**1.51**	**1.24**	**1.04**	**0.92**	**0.79**	**0.66**

数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn