东兴证券 DONGXING SECURITIES

中国平安（601318）：20如是，21可期

2020 年 10 月 28 日

推荐/维持

中国平安 公司报告

中国平安披露 2020 年三季报，报告期内集团实现归母净利润 1030.41 亿元，同比减少 20.5%，扣非（19 年减税）归母净利润同比减少 13.5%。集团归母营运利润 1086.92 亿元，同比增长 4.5%，其中寿险及健康险业务营运利润 754.46 亿元，同比增长 9.2%。寿险及健康险业务 NBV428.44 亿元，同比减少 27.1%；NBV margin35.7%，同比下降 12.4pct。产险综合成本率 99.1%，同比上升 2.9pct。组合总投资收益率 5.2%，同比下降 0.8pct；净投资收益率 4.5%，同比下降 0.4pct。

点评：

从前三季度和单三季度数据上看，公司负债端进行了规模和价值的再平衡。前三季度寿险及健康险业务首年保费同比减少 1.7%，原保费减少 3.2%，而新业务价值同比减少 27.1%，较中期 24.4%进一步扩大。NBV margin35.7%，同比下降 12.4pct 并较中期下降 1.0pct，这在披露 margin 年份中尚属首次。除疫情影响代理人正常展业，健康险等高 margin 产品线下推广受阻外，“规模&市占率优先”和“获客优先”或为变化主因，互联网保险冲击之下的产品定价策略调整也从中长期角度下令整体 margin 承压。同时，代理人队伍规模收缩也对保费及价值增长构成一定阻力，三季度末代理人降至 104.8 万人，自 18 年 Q4 起连续 6 个季度减员后，于 20Q2 增员 1.2%，但 Q3 再降 8.4%，反映出公司坚决执行代理人从“规模”向“规模+质量”转型的决心，其中优才人力占比提升展现转型成效。但疫情短痛仍在，代理人活动率下降引发队伍士气下降后的被动减员同样不可忽视。预计伴随渠道整体改革成果和 Q4 开门红阶段增员红利显现，负债端的颓势有望得到扭转。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	9768.32	11688.67	12045.17	13872.43	15385.91
增长率（%）	9.65%	19.66%	3.05%	15.17%	10.91%
归母净利润（百万元）	1074.04	1494.07	1265.28	1593.46	1841.37
增长率（%）	20.56%	39.11%	-15.31%	25.94%	15.56%
净资产收益率（%）	20.86%	24.30%	18.25%	21.05%	22.06%
每股收益(元)	5.88	8.17	6.92	8.72	10.07
PE	13.25	9.53	11.25	8.93	7.73
PB	2.76	2.32	2.05	1.88	1.71

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

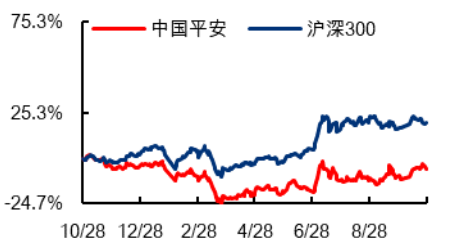
公司简介：

公司于 1988 年诞生于深圳蛇口，是中国第一家股份制保险企业，至今已发展成为融保险、银行、投资三大主营业务为一体、核心金融与互联网金融业务并行发展的个人金融生活服务集团之一。公司致力于成为国际领先的个人金融生活服务提供商，坚持“科技引领金融，金融服务生活”的理念，通过“综合金融+互联网”和“互联网+综合金融”两个模式，聚焦“大金融资产”和“大医疗健康”两大产业，围绕保险、银行、资产管理、互联网金融四大板块，为客户创造“专业，让生活更简单”的品牌体验。公司是国内金融牌照最齐全、业务范围最广泛、控股关系最紧密的个人金融生活服务集团之一。

交易数据

52 周股价区间（元）	87.81-64.93
总市值（亿元）	14,819.79
流通市值（亿元）	8,782.04
总股本/流通 A 股（万股）	1,828,024/1,083,266
流通 B 股/H 股（万股）	/744,758
52 周日均换手率	0.6

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘嘉玮

010-66554043 liujw_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519050001

产险方面，前三季度综合成本率同比上升 2.9pct 至 99.1%，并较中期上升 1.0pct，反映出市场激烈竞争中，渠道补贴压力压缩费用率下行空间，且车险综合改革目标要求下赔付率也有上行压力，疫情缓解后车险出险率也有上升态势，故中期看以车险为主的产险成本压力仍存。

投资端亦是报告期内公司净利润及内含价值增速承压的主要因素，公司长期保持的全球化风险分散投资策略在疫情之下面临考验，香港及海外市场的投资年内大多表现不佳，股息下降亦侵蚀净投资收益，三季度总、净投资收益率虽较中期有所回升，但较 19 年同期下滑明显。预计随着 21 年全球市场复苏，海外投资有望成为公司价值回升的重要贡献力量。

资产质量的迅速改善是银行业务三季报最大亮点，不良贷款率及关注贷款占比逆势显著下降。同时拨备覆盖率上升 35pct，为在经济整体向好后利润释放创造条件。银行业务已实现从前期的集团集中资源支持发展向利用自身平台优势加强集团内协同，反哺集团定位的转换。

特别值得一提的是公司的科技业务，目前业务线由陆金所和汽车之家（收入利润均为正）、平安好医生（收入为正、利润为负）以及金融壹账通和平安医保科技（流量及数据入口，收入利润均为负）组成，二三级平台梯队也在搭建过程中。公司 Logo 早已调整为“金融+科技”，每年都有超过 100 亿元的科技专项投入，目前拥有近 11 万名科技从业人员，超 3000 名科学家和 26000+项专利，未来在科技领域和平台建设的空间不可限量。和年内将在 AH 上市的蚂蚁集团不同，平安更重金融，但科技属性为集团赋能，将持续推高公司估值天花板。同时，公司科技业务利润预计将自 2023 年起加速释放，为估值提供强大支撑。

投资建议：

中国平安作为国内保险龙头，在行业马太效应中不断积蓄优势资源。年内疫情叠加转型虽造成负债端短期波动，但随着疫情影响减弱，经济回暖和代理人增员推进，预计 2021 年开门红公司提质扩量目标将达成。此外，公司集团化优势明显，并长期保持在科技业务的高投入为主业赋能，协同效应有望加速显现。未来在平台端和技术端的利润兑现有望弥补长期增速放缓之下负债端在利润和价值贡献上与前期的差距，科技属性加持也将持续提升公司估值。我们坚定看好公司的经营前景。预计公司 2020-2022 年 EVPS 分别为 73.03 元、85.08 元和 97.84 元，当前股价对应 20EVPS 仅 1.11x，具备中长期投资价值，维持“推荐”评级，6 个月目标价 91.3 元。

风险提示：

宏观经济下行风险、市场风险、流动性风险、监管趋严风险、新冠疫情等外部风险

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	中国平安（601318）：开门红策略叠加疫情影响，成绩单不尽如人意	2020-04-27
行业深度报告	非银行金融行业报告：基金管理产业：中国公募基金潜力无限	2020-10-16
行业深度报告	非银行金融行业报告：证券公司业绩增长点之一：政策推动多角度打开融券业务空间	2020-10-15
行业深度报告	非银行金融行业报告：农险深度解析——“后车险时代”的产险新风向	2020-02-13
行业深度报告	非银行金融行业报告：“资本化”和“创新力”大考在即	2019-12-31
行业深度报告	非银行金融行业报告：市场回暖带动业绩增长，结构转型扩展估值空间	2019-11-11
行业深度报告	非银行金融行业报告：以华泰证券为鉴，GDR 发行全流程投资机会剖析	2019-11-04

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘嘉玮

武汉大学学士，南开大学硕士，“数学+金融”复合背景。四年银行工作经验，五年非银金融研究经验，两年银行研究经验。2015 年第十三届新财富非银金融行业第一名、2016 年第十四届新财富非银金融行业第四名团队成员；2015 年第九届水晶球非银金融行业第一名、2016 年第十届水晶球非银金融行业第二名团队成员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街5号新盛大厦B座16层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526