中国平安（601318.SH）

公司快报

寿险改革持续暂时拖累价值、队伍建设蓄能值得期待

投资要点

- **事件：**公司发布 H120 财报，营收 6299.56 亿元、同比-1.44%，归母净利润 686.83 亿元、同比-29.68%；Q2 营收 3017.84 亿元、同比+15.63%、环比-8.04%，归母净利润 426.20 亿元、同比-18.29%、环比+63.53%。业绩变化主要系【收入端】投资收益同比-29.32%,【支出端】退保金/减值损失计提/非银利息支出增长均超 30%，增提责任准备金 44.21 亿元，去年同期减少 20.77 亿元；此外实际税负同比加重。

- **产品策略变化+代理人产能下滑，寿险价值承压：**【产品】分红险同比-33.48%，（年金险+67.56%），代理人/电网销渠道趸交同比+86.85%/+46.96%。长期保障型新单同比-36%，长交保障储蓄混合型同比+45%，拖累代理人/电网销 NBVM 同比-3.7pct/-17.7pct 至 55.2%/28.8%。【代理人】月均规模同比-10%、期末较年初-2%，活动率-8.8pct 至 53%，新单同比-14%（期缴-21%）。【整体】代理人脱落及展业困难，牺牲部分价值换取规模。FYP 同比-8.01%，NBVM 同比-7.96pct 至 36.70%，拖累 NBV 同比-24.41%至 310.31 亿元。判断**代理人调整仍会继续，但影响边际减弱，精兵强将策略不变，短期或动荡；但提产能是长期诉求，蓄能较足。**

- **产险关注车险新政落地后的保费承压：**H120 综合成本率同比+1.5pct 至 98.1%，费用率/赔付率分别+0.7pct/+0.8pct。净/总投资收益率分别-0.4pct/-1.1pct 至 4.1%/4.4%，主要系权益资产分红下滑及投资资产规模扩张（保险资金投资组合规模同比+30%），其中股基公允价值变动同比-35%，拖累公司投资收益同比-29%。

- **平银增强风险抵补能力，科技业务向好：**1）【平银】净息差同比-3bp 至 2.59%、不良率较去年末持平，拨备覆盖率较年初+32pct 至 215%；2）科技营运利润同比+23.5%至 40.45 亿元：【平安好医生】合作医院增长至 3700 家合作医院，累计注册用户达 3.5 亿人；【陆金所】管理客户资产规模较年初+8%至 3747 亿元。

- **投资建议：**短期来看，平安的扰动因素仍在管理层变动以及寿险改革的节奏，核心看代理人策略，估计短期仍动荡，我们看好长期价值增长诉求下的精兵策略。考虑到公司股价对应的 2020E PEV 为 1.04x，处于历史低位，维持买入-A 评级。

- **风险提示：**疫情持续影响代理人展业及脱落率提升、线上业务及产能提升不及预期

财务数据与估值

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	976832	1168867	1210835	1385387	1424753
同比增长（%）	9.65%	19.66%	3.59%	14.42%	2.84%
归母净利润（百万元）	107404	149407	126311	158139	192450
同比增长（%）	20.56%	39.11%	-15.46%	25.20%	21.70%
EPS（元）	6.02	8.41	6.91	8.65	10.53
EVPS（元）	54.84	65.67	73.87	85.81	98.82
PE	12.71	9.10	11.08	8.85	7.27
PEV	1.40	1.17	1.04	0.89	0.77

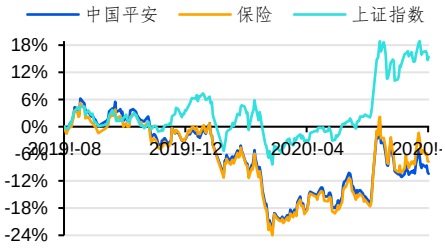
非银行金融 | 保险 III

投资评级	买入-A(维持)
股价(2020-08-27)	76.54 元

交易数据

总市值（百万元）	1,399,169.68
流通市值（百万元）	829,132.14
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	66.00/92.50 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.59	-9.35	-27.18
绝对收益	0.21	8.34	-10.19

分析师 崔晓雁
SAC 执业证书编号：S0910519020001
021-20377098

报告联系人 范清林
fanqinglin1@huajinsc.cn
021-20377065

相关报告

中国平安：Q1 业绩低于预期，市场或做出负面反应 2020-04-24

中国平安：估值性价比凸显，评级上调至买入-A 2020-03-16

中国平安：NBV+5.05%、关注代理人规模边际变化 2020-02-21

中国平安：前 3 季度净利润同比+63%，预期市场将做出正面反应 2019-10-24

中国平安：九层之台起于累土——平安寿险深度分析 2019-09-26

财务报表预测和估值数据汇总

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
已赚保费	677703	748779	782718	914782	897983
投资净收益	74589	77497	115419	126936	138589
营业收入	976832	1168867	1210835	1385387	1424753
退保金	21539	26661	32717	34343	35721
赔付支出	203323	225030	229288	294901	273927
提取保险责任准备金	190990	287028	309210	353038	367764
保户红利支出	16445	19329	13888	13791	16147
手续费及佣金支出	130383	114753	108349	117475	136024
业务及管理费	147697	172892	151235	184238	197356
营业支出	813494	983839	1021951	1182669	1157239
营业利润	163338	185028	188884	202718	267514
税前利润	163151	184739	188863	202697	267493
所得税	42699	20374	50851	29908	57214
净利润	120452	164365	138012	172789	210278
归属于母公司股东的净利润	107404	149407	126311	158139	192450
少数股东损益	13048	14958	11701	14650	17828
险企财务指标	**2018A**	**2019A**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
EPS(元)	6.02	8.41	6.91	8.65	10.53
BVPS(元)	30.44	36.83	42.00	49.39	58.30
EVPS(元)	54.84	65.67	73.87	85.81	98.82
PE(X)	12.71	9.10	11.08	8.85	7.27
PB(X)	2.51	2.08	1.82	1.55	1.31
P/EV	1.40	1.17	1.04	0.89	0.77

资产负债表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	474059	449909	496046	538696	584495
买入返售金融资产	92951	96457	107291	116832	127057
交易性金融资产	824939	961073	1042416	1155883	1267025
定期存款	172033	216810	243698	269806	296511
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期股权投资					
资产合计	7142960	8222929	9015406	9913025	1079929
保户储金及投资款	622915	701635	767950	867784	980595
未到期责任准备金	132838	158671	180688	204178	230721
未决赔款准备金	96453	98016	111617	126127	142523
寿险责任准备金	1248208	1509757	1719253	1942755	2195310
长期健康险责任准备金	27809	155323	176876	199870	225852
应付保单红利	52591	59082	58144	65340	76167
负债合计	6459317	7370559	8062911	8871211	9668302
股本	18280	18280	18280	18280	18280
归属于母公司所有者权益合计	556508	673161	767684	902865	1065722
少数股东权益	127135	179209	184811	138949	65269
所有者权益合计	683643	852370	952495	1041813	1130991
内含价值（百万元）	**2018A**	**2019A**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
调整后净资产	2129	2676	3213	4030	4837
扣偿后有效业务价值	4003	4899	5564	6165	6905
内含价值	1002456	1200533	1350297	1568521	1806510
一年新业务价值	72294	75945	65316	80400	88224

资料来源：wind，华金证券

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

崔晓雁声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号 31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn