

中国平安 (601318.SH) 新业务价值略低于预期，改革效果有望逐步显现

2021年04月23日

——中国平安2021年1季报点评

投资评级：买入（维持）

高超（分析师）

吕晨雨（联系人）

gaochao1@kysec.cn

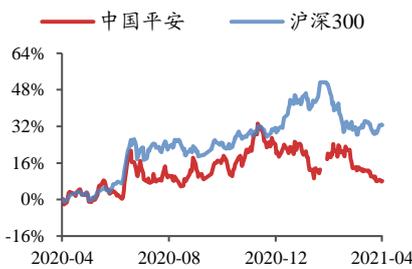
lvchenyu@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790120100011

日期	2021/4/22
当前股价(元)	74.37
一年最高最低(元)	94.62/69.00
总市值(亿元)	13,595.02
流通市值(亿元)	8,056.25
总股本(亿股)	182.80
流通股本(亿股)	108.33
近3个月换手率(%)	44.41

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《中国平安2020年年报点评-新业务价值符合预期，复苏基本盘有所显现》-2021.2.4

《中国平安首次覆盖报告-静待寿险改革效果显现，关注金融科技生态赋能》-2021.1.22

● 受供需两侧影响，新业务价值增速略低于预期，维持“买入”评级

公司披露2021年1季度报告，2021Q1 NBV 189.8亿元，同比+15.4%，略低于我们此前预期；营运利润391.2亿元，同比+8.9%，银行、科技和资管等板块营运利润高增长，寿险营运利润+2.9%，增速放缓预计主要受剩余边际摊销减少影响；归母净利润272.2亿元，同比+4.5%，华夏幸福减值影响归母净利润100亿元。考虑到疫情仍对保障型产品销售存在影响以及寿险改革正处全面推广阶段，代理人同比下降，我们下调2021-2023年NBV同比增速至+10.3%、+14.1%、+14.2%（调前+14.6%、+17.0%、+19.5%），预计集团EV同比分别+13.3%、+13.9%、+13.8%。资产减值压制归母净利润，我们下调2021-2023年集团归母净利润至1107/1587/1866亿元（调前1308/1600/1885亿元），对应EPS 6.06/8.68/10.21元。公司为保险行业龙头，减值事件影响有限，寿险改革效果逐渐显现，叠加五大生态圈战略，估值仍有一定提升空间，当前股价对应2021-2023年PEV分别为0.9、0.8、0.7倍，维持“买入”评级。

● 人力小幅下降，寿险改革进入全面推广阶段，高质量发展脚步坚定

寿险2021Q1末人力规模98.57万人，较年初减少3.7%；2021Q1 margin 31.4%，同比减少2bps。疫情仍对长期保障型产品需求带来一定压制，寿险改革正处全面推广攻坚期，虽然公司全年负债端改善幅度低于我们此前预期，但其NBV增速或将领跑行业。公司坚定渠道、产品双“1+4”升级，深化数字化渠道改革，落实“产品+服务”策略，转型效果有望逐步显现，关注公司后续优质人力增员情况。

● 华夏幸福事件影响有限，资本市场波动影响1季度总投资收益率

公司对华夏幸福相关投资资产进行减值计提及估值调整规模为182亿元，约占此前披露的全部风险敞口540亿元的1/3，根据测算，若全部减值对内含价值产生负面影响约4.2%，影响有限。归母净资产2021Q1末为7721.79亿元，较年初增加96.19亿元，低于2021Q1归母净利润，预计受华夏幸福减值及其他公允变动计入其他综合收益资产价值变动影响。2021Q1年化净投资收益率3.5%、总投资收益率3.1%，主要受疫情导致全球经济尚未完全恢复，资本市场波动影响。长期看，近十年公司平均总投资收益率5.3%、综合投资收益率5.5%，稳定高于内含价值假设，投资端长期有望实现内含价值假设。

● **风险提示：**长端利率超预期下行；寿险改革未能按期推进；债权型投资信用风险敞口扩大。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
保费业务收入(亿元)	7,951	7,979	8,066	8,413	8,863
YoY(%)	10.5	0.4	1.1	4.3	5.4
内含价值(亿元)	12,005	13,281	15,052	17,146	19,506
YoY(%)	19.8	10.6	13.3	13.9	13.8
新业务价值(亿元)	759	496	547	624	712
YoY(%)	5.1	-34.7	10.3	14.1	14.2
归母净利润(亿元)	1,494	1,431	1,107	1,587	1,866
YOY(%)	39.1	-4.2	-22.6	43.3	17.6
P/B	2.0	1.8	1.6	1.4	1.2
P/EV	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(亿元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(亿元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
保险业务投资资产	32,088	37,406	43,848	49,805	56,164	营业收入	11,689	12,183	12,417	13,842	15,017
其他资产	50,141	57,873	69,440	75,999	83,586	已赚保费	7,488	7,576	7,538	7,859	8,268
资产总计	82,229	95,279	113,288	125,804	139,750	保费业务收入	7,951	7,979	8,066	8,413	8,863
未到期责任准备金	1,592	1,777	1,524	1,623	1,749	投资净收益	775	1,247	2,216	2,645	3,004
未决赔款准备金	976	1,098	1,009	1,067	1,160	公允价值变动收益	441	-48	-	-	-
寿险责任准备金	15,098	17,440	20,515	23,455	26,229	其他业务收入	2,985	3,408	2,663	3,338	3,745
长期健康险责任准备金	1,553	1,870	1,906	2,040	2,281	营业支出	-9,838	-10,300	-10,922	-11,729	-12,541
其他负债	54,487	63,214	77,405	84,983	93,936	退保金	-267	-369	-305	-359	-410
负债总计	73,706	85,400	102,360	113,167	125,354	赔付支出	-2,250	-2,371	-2,617	-2,905	-3,215
归属于母公司所有者	6,732	7,626	8,417	9,855	11,311	减：摊回赔付支出	113	115	121	140	156
权益合计						提取保险责任准备金	-2,870	-3,039	-3,194	-3,209	-3,167
少数股东权益	1,792	2,253	2,510	2,781	3,085	减：摊回保险责任准备金	1	14	2	1	1
所有者权益合计	8,524	9,879	10,928	12,637	14,396	手续费及佣金支出	-1,148	-1,020	-1,007	-1,078	-1,137
负债及股东权益总计	82,229	95,279	113,288	125,804	139,750	业务及管理费用	-1,729	-1,766	-1,610	-1,885	-2,057
						其他业务成本	-1,688	-1,864	-2,310	-2,436	-2,712
						营业利润	1,850	1,883	1,495	2,113	2,476
						营业外收入	4	4	-	-	-
						营业外支出	-7	-9	-	-	-
						利润总额	1,847	1,878	1,495	2,113	2,476
						所得税	-204	-284	-277	-367	-423
						净利润	1,644	1,594	1,218	1,746	2,053
						减：少数股东权益	150	163	111	159	187
						归母净利润	1,494	1,431	1,107	1,587	1,866
						主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
						成长能力(%)					
						营业收入同比增长	19.66%	4.23%	1.92%	11.47%	8.49%
						已赚保费同比增长	10.49%	1.18%	-0.50%	4.25%	5.21%
						保费收入同比增长	10.49%	0.35%	1.10%	4.30%	5.35%
						归母净利润同比增长	39.11%	-4.22%	-22.63%	43.34%	17.58%
						归母净资产同比增长	20.96%	13.28%	10.38%	17.08%	14.77%
						获利能力(%)					
						ROE	21.40%	17.32%	11.71%	14.82%	15.19%
						ROA	2.14%	1.80%	1.17%	1.46%	1.55%
						ROEV	21.89%	13.13%	14.22%	15.18%	15.12%
						价值数据(亿元)					
						新业务价值	759	496	547	624	712
						寿险内含价值	7,575	8,246	9,335	10,480	11,746
						集团内含价值	12,005	13,281	15,052	17,146	19,506
						每股指标(元)					
						每股收益	8.41	8.10	6.06	8.68	10.21
						每股净资产	36.82	41.71	46.05	53.91	61.87
						每股内含价值	65.67	72.65	82.34	93.80	106.71
						估值比率					
						P/B	2.02	1.78	1.62	1.38	1.20
						P/EV	1.13	1.02	0.90	0.79	0.70

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。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。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn