

2021年一季报点评：新业务价值高增，关注公司长期价值

2021年04月23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

zhujiayu@dwzq.com.cn

买入（维持）

事件：公司发布2021年一季报，实现归母净利润272.23亿元，同比+4.5%，对应EPS 1.54元/股；期末归母净资产7721.79亿元，同比+11.9%，对应BVPS 42.24元/股；寿险分部实现新业务价值189.80亿元，同比+15.4%；产险分部综合成本率95.2%，同比-1.3 pct，整体业绩符合我们预期。

投资要点

■ **集团：归母净利润、营运利润双升，客户经营协同效应显著。**后疫情时代，公司经营逐步企稳，归母净利润与营运利润均实现了稳健增长。2021Q1公司实现归母净利润272.23亿元，同比增长4.5%；剔除短期投资波动偏差后的归母营运利润同比增长8.9%至391.20亿元；年化营运ROE维持于20.0%的较高水平。客户经营方面，2021Q1公司个人客户数超2.20亿，同比高增7.9%，其中38.3%的个人客户同时拥有多家子公司合同，占比同比增长1.3%；此外，公司团体业务综合金融保费规模44.00亿元，同比增长24.4%，金融生态圈的协同效应进一步增强。

■ **寿险：“渠道、产品1+4”改革逐渐开花结果，新业务价值回暖明显。**2021Q1公司寿险业务实现新业务价值189.80亿元，同比增长15.4%，具体来看：1) **代理人产能提升，新单规模增长明显。**得益于公司积极备战开门红与新旧重疾险产品切换带来的销售刺激，2021Q1公司用来计算新业务价值的新单保费605.27亿元，同比大幅增长23.1%。同期，公司个险代理人规模为98.6万人，较年初下降3.7 pct，主要系公司在渠道改革下坚持有质量的人力发展，主动淘汰低产能代理人所致。人力规模虽有所缩减，人均产能提升明显，2021个险新单保费511.8亿元，同比增长19.1%。2) **疫情影响尚未完全出清，新业务价值率略有下滑：**因疫情对于公司高价值率长期保障型业务的影响未完全消除，消费需求恢复仍需时间，2021Q1公司新业务价值率31.4%，较去年同期下降2 pct。

■ **产险：疫情与车险综改冲击较大，业务规模短期承压。**2021Q1公司产险业务实现保费收入661.75亿元，同比下降8.8%，其中车险/非车险/意健险保费分别为426.38、182.97、52.40亿元，同比分别变动-8.8%、-15.8%、+28.5%，短期仍受疫情与车险综改的影响。整体而言，公司产险业务在压力下仍保持了业务品质的优良，产险综合成本率95.2%，同比下降1.3 pct；实现净利润51.19亿元，同比增长15.2%。同期，公司总/净投资收益分别为239.07、368.20亿元，同比变动-7.8%、+15.1%；年化总/净投资收益率分别为3.1%、3.5%，同比分别下降0.3 pct、0.1 pct，主要系资本市场震荡、市场利率波动及减值计提增加等综合因素所致。

■ **盈利预测与投资评级：**行业短期因开门红步入尾声叠加市场对于新重疾险产品的上线仍处于消化期，3月行业负债端有所承压。但长期来看，重疾险仍有巨大市场，行业资产和负债两端也将迎来趋势性改善，着重关注今年二季度行业渠道增员情况及新重疾产品的市场接受度。经历多年的渠道升级和产品结构调整，中国平安“1+4”改革计划已逐步开花结果，将为其在行业短期阵痛中打造宽阔的护城河。长期来看，公司产品结构和渠道实力为行业最优秀代表之一，综合金融和科技实力突出，看好长期价值。预计公司2021-2023年NBV增速分别约为15.8%、19.2%、17.8%，当前A股、H股21年P/EV估值分别为0.88、0.85倍，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) 投资收益大幅下行；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)	74.37
一年最低/最高价	67.05/92.88
市净率(倍)	1.76
流通 A 股市值(百万元)	805625.26

备注

汇率：估值数据按照 1 港元 = 0.8378 人民币汇率计算
货币单位：全文货币单位统一为人民币
股价、总市值等数据截至 2021 年 4 月 22 日收盘

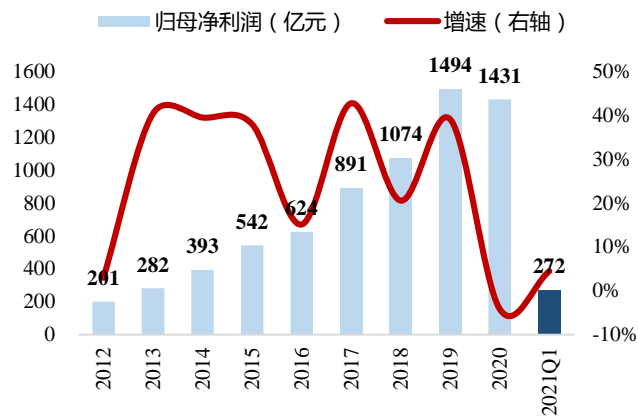
基础数据

每股净资产(元)	42.24
资产负债率(%)	89.70
总股本(百万股)	18280.24
流通 A 股(百万股)	10832.66

相关研究

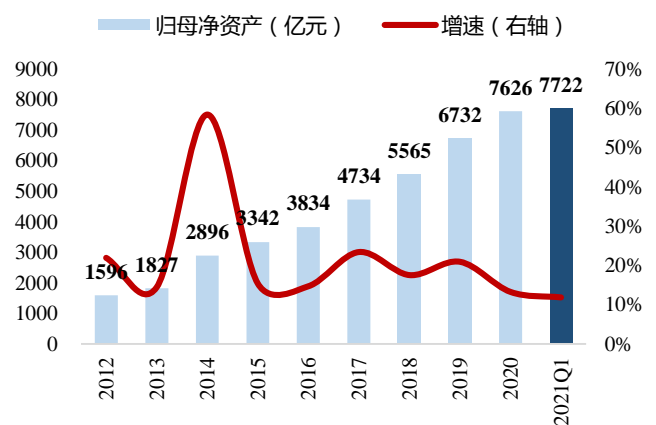
- 1、《中国平安 (601318)：靴子落地，静待柳暗花明》2021-02-04
- 2、《中国平安 (601318)：基本面逐步触底，业绩反转可期》2020-10-29
- 3、《中国平安 (601318)：坚定价值和科技转型，看好长期价值成长》2020-02-21

图 1: 2012~2021Q1 公司归母净利润及同比增速



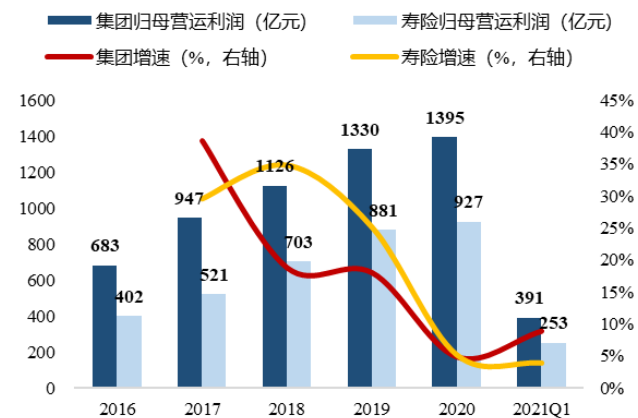
数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

图 2: 2012~2021Q1 公司归母净资产及同比增速



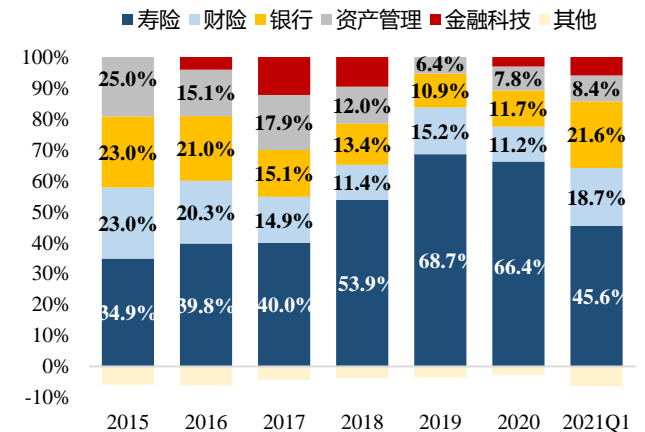
数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

图 3: 2016~2021Q1 公司营运利润及同比增速



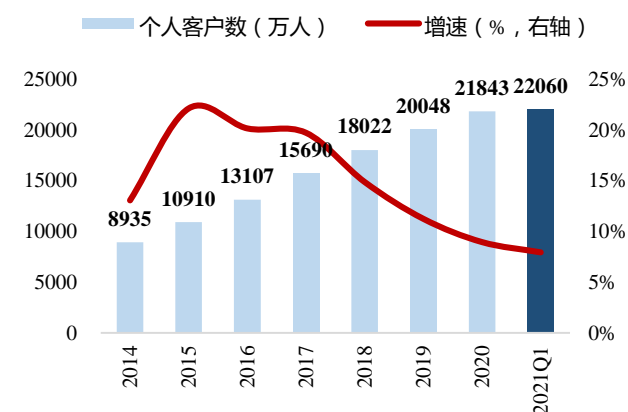
数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

图 4: 2015~2021Q1 公司分部利润结构



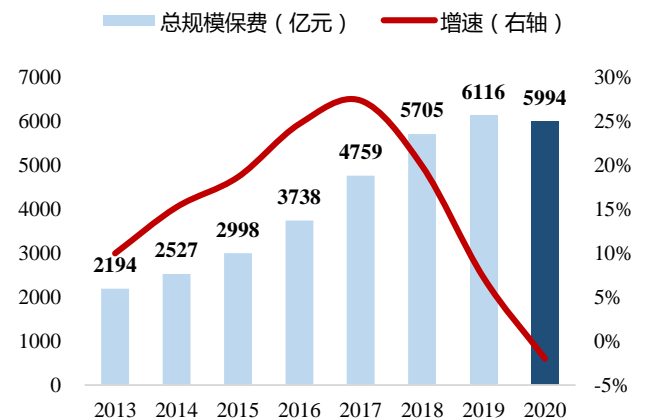
数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

图 5: 2014~2021Q1 公司个人客户数及增速



数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

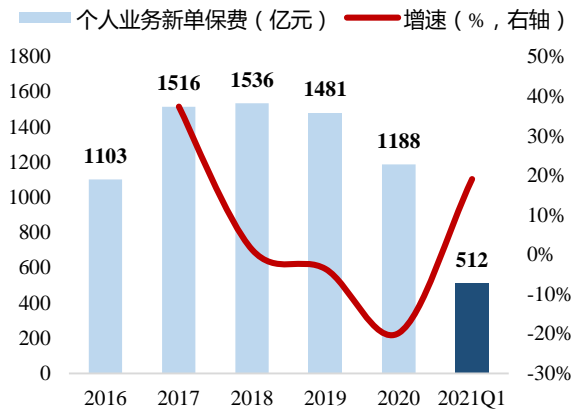
图 6: 2013~2021Q1 公司总规模保费及同比增速



数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

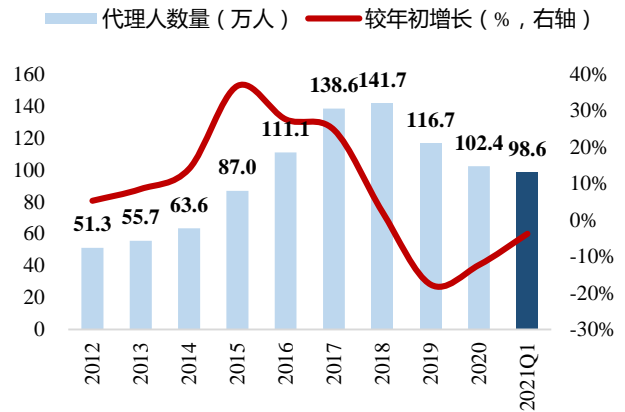
备注: 2021Q1 公司未披露该数据

图 7: 2016~2021Q1 公司个人业务新单保费及同比增速



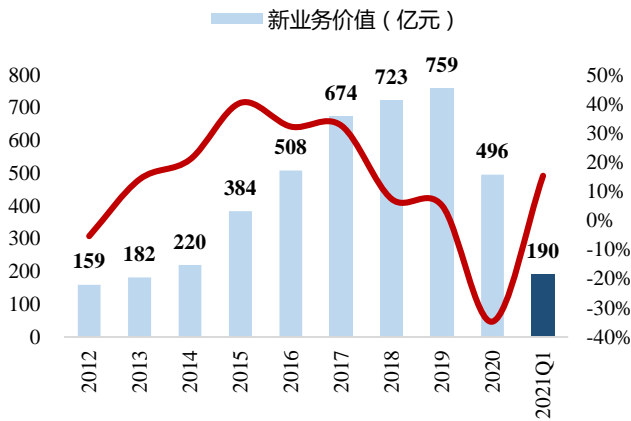
数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

图 8: 2012~2021Q1 公司代理人及增速



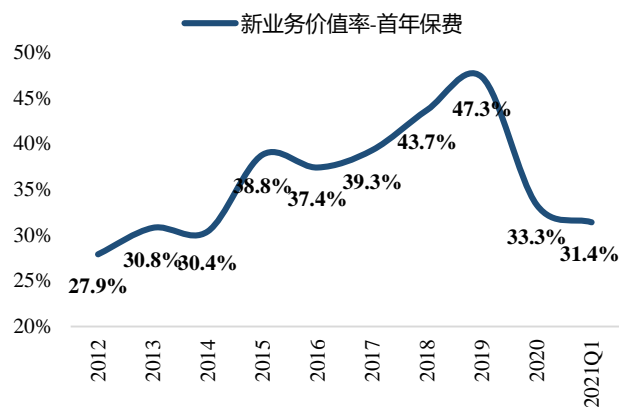
数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

图 9: 2012~2021Q1 公司新业务价值及同比增速



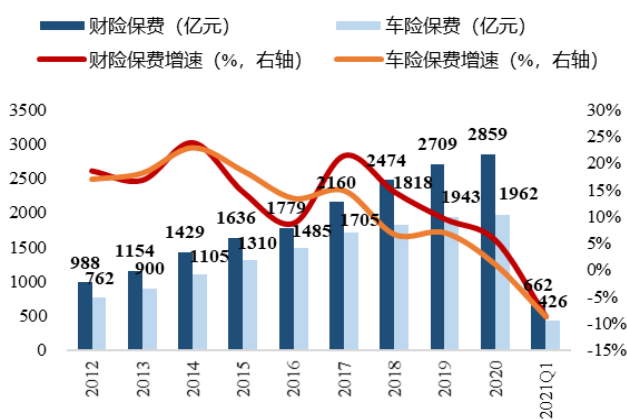
数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

图 10: 2012~2021Q1 新业务价值率 (首年保费口径)



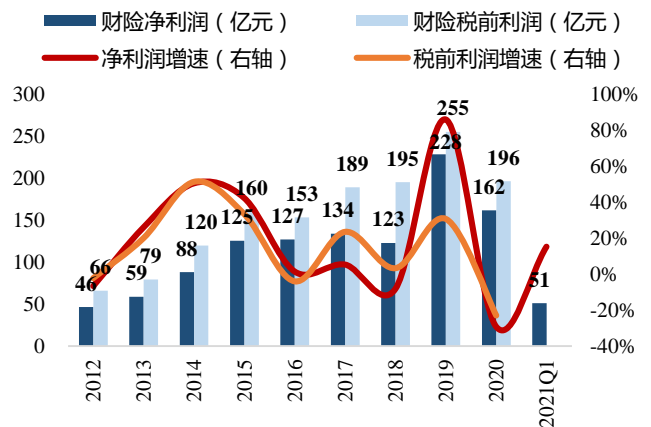
数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

图 11: 2012~2021Q1 公司产险/车险保费及同比增速



数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

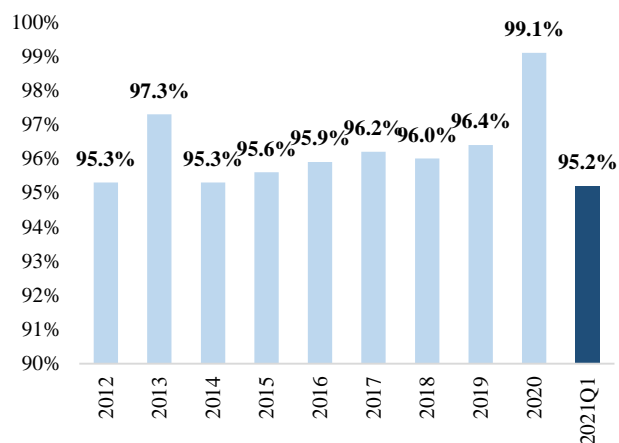
图 12: 2012~2021Q1 公司产险净利润、税前利润及增速



数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

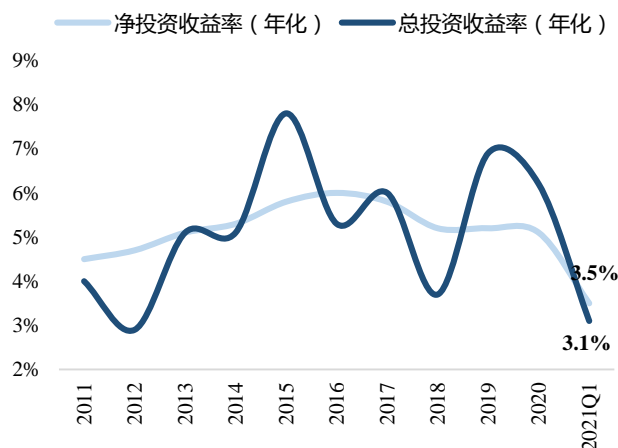
备注: 2021Q1 公司未披露财险税前利润数据

图 13: 2012~2021Q1 公司产险综合成本率



数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

图 14: 2011~2021Q1 公司净、总投资收益率



数据来源: 公司季报, 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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	611,637	599,432	732,503	916,565	1,165,611
新业务保费收入	176,240	157,698	166,380	185,450	214,332
归属母公司净利润	149,407	143,099	153,483	179,322	212,051
归属母公司净资产	673,161	762,560	909,607	1,047,245	1,206,521
新业务价值	75,945	49,575	57,391	68,420	80,573
内含价值	1,200,533	1,328,112	1,552,787	1,732,740	1,918,549
营业收入增速	7.2%	-2.0%	22.2%	25.1%	27.2%
新业务保费收入增速	0.0%	-10.5%	5.5%	11.5%	15.6%
归属母公司净利润增速	39.1%	-4.2%	7.3%	16.8%	18.3%
归属母公司净资产增速	21.0%	13.3%	19.3%	15.1%	15.2%
新业务价值增速	5.1%	-34.7%	15.8%	19.2%	17.8%
内含价值增速	19.8%	10.6%	16.9%	11.6%	10.7%
EPS	8.17	7.83	8.40	9.81	11.60
BVPS	36.82	41.71	49.76	57.29	66.00
VNPS	4.15	2.71	3.14	3.74	4.41
EVPS	65.67	72.65	84.94	94.79	104.95
P/E (A)	9.10	9.50	8.86	7.58	6.41
P/B (A)	2.02	1.78	1.49	1.30	1.13
VNBX (A)	17.90	27.42	23.69	19.87	16.87
P/EV (A)	1.13	1.02	0.88	0.78	0.71
P/E (H)	8.84	9.23	8.60	7.36	6.23
P/B (H)	1.96	1.73	1.45	1.26	1.09
VNBX (H)	17.38	26.63	23.00	19.30	16.38
P/EV (H)	1.10	0.99	0.85	0.76	0.69

数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所 (数据截止 2021 年 4 月 22 日收盘, 汇率按照 4 月 22 日的 1 港币 = 0.8378 人民币计算)

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>