

中国平安 (601318)

证券研究报告

2021年08月27日

投资评级

行业	非银金融/保险
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	52元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	18,280.24
流通A股股本(百万股)	10,832.66
A股总市值(百万元)	950,572.55
流通A股市值(百万元)	563,298.55
每股净资产(元)	43.32
资产负债率(%)	89.59
一年内最高/最低(元)	94.62/50.29

作者

夏昌盛	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518110003	
xiachangsheng@tfzq.com	
舒思勤	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521070002	
shusiqin@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《中国平安-公司点评:平安人寿将受让新方正集团 51.1%~70.0%的股权, 补充线下医疗资源, 打造“保险+医疗健康”长期优势》 2021-05-05
- 《中国平安-季报点评:中国平安 2021 年 1 季报:集团营运利润及寿险 NBV 增长符合预期, 对华夏幸福投资减值 182 亿, 影响可控》 2021-04-23
- 《中国平安-年报点评报告:2020 年核心指标表现基本符合预期, 2021 年负债端轻装上阵, 有望迎来积极改善》 2021-02-04

2021 上半年寿险业务(营运利润占比 60%)承压, 其他业务全面提升, 支撑整体营运利润平稳增长, 回购彰显公司长期发展信心

回购事宜: 平安将于未来 12 个月拟使用 50-100 亿元的自有资金, 以不超过人民币 82.56 元/股的回购价格回购公司 A 股股份, 回购的股份将全部用于公司员工持股计划, 彰显了公司对于未来持续发展的信心和内在投资价值的认可。

中报业绩:

核心指标: 集团 EV 较年初+3.8%, 略低于预期; 营运利润同比+ 10.1%, 每股股息同比+10.0%, 符合预期; 寿险 NBV 同比-11.7%, EV 较年初+4.7%, 基本符合预期。

1、整体: 营运利润增长符合预期, 除寿险外的其他板块增速亮眼。 集团营运利润同比+10.1%, 其中寿险及健康险、财险、银行、资管业务、科技板块分别同比-3.2%、+30.4%、+28.6%、+37.3%、+81.4%。Q2 当季营运利润同比+11.3%, 寿险及健康险、财险、银行、资管业务、科技板块分别同比-9.7%、+48.0%、+45.3%、+69.8%、+81.7%。**寿险营运利润贡献占比下降 8.3pct 至 60.5%, 其他业务板块对于集团营运利润增长带来支撑, “金融+科技”多元化布局体现成效。**

归母净利润同比-15.5%, 其中 Q2 单季同比-27.8%, 短期投资波动-153 亿、折现率变动-52 亿、非营运一次性重大项目-36 亿(持有的以陆金所控股为目标的可转换本票的价值重估损益)均拖累净利润增长。2021 年上半年, 公司对华夏幸福相关投资资产进行减值计提、估值调整及其他权益调整金额为 359 亿元, 对税后归属于母公司股东的净利润影响金额为 208 亿元, 对税后归属于母公司股东的营运利润影响金额为 61 亿元。截至 6 月末, 归母净资产较年初+3.8%。

2、寿险: 寿险业务进入调整期, 代理人、保费、价值全面承压。 NBV 同比-11.7%; 其中 Q2 同比-42.3%, 新单保费(同比-23.3%)及 margin(同比-10.2pct)双降。NBV 增长乏力我们判断源自于: 1) 1 月新旧重疾切换造成了行业性的一轮客户集中消耗, 新重疾上市后销售乏力, 上半年平安长期保障型产品新单保费同比-43.2%。2) 产品结构的变化使得价值率大幅下滑。上半年长交保障储蓄混合型、短交保障储蓄混合型新单保费分别同比+44.8%、+27.1%, 使得整体价值率下降 5.5pct。

代理人渠道进入“去产能”阶段, 代理人量质齐降。 6 月末代理人 88 万, 较年初下滑 14.3%, 同比下滑 23.4%; 代理人活动率 43.9%, 下降 9.1pct; 但人均 NBV 同比+0.7%, 说明活动人均产能提升。我们判断, 代理人队伍还将持续调整, 2022 年底或会迎来拐点。

上半年寿险税前营运利润同比-2.4%, 主要由剩余边际摊销放缓、息差收入(同比-23.9%)和营运偏差(同比-29.1%)同比下滑带来。 息差收入下滑预计是由于产品结构变化(年金险占比提高)带来的负债成本提升所致。营运偏差下滑主要由新业务增速下滑、保单继续率波动等因素影响。剩余边际较年初仅增长+0.8%, 其中新业务贡献同比-30.1%, 主要由于高价值业务下滑所致, 而脱退差异及其他为-101 亿, 我们判断由于重疾险继续率恶化影响较大。

寿险 EV 同比+4.7%, 占集团 EV 比例下降 1.4pct 至 62.7%。其中, NBV 创造的贡献从去年同期 4.8%到 3.8%, 叠加营运偏差贡献由正转负, “营运偏差+营运假设变动”合计-49 亿, 去年同期该值为+24 亿。另外, “投资偏差+市场价值调整”合计-101 亿拉低 EV 增长。

3、财险: 承保盈利能力提升。 营运利润同比+30.4%, 综合成本率同比下降 2.2pct 至 95.9%, 其中费用率下降 9.1pct, 赔付率提升 6.9pct, 主要受车险综合改革的影响。其中, 车险 COR 提升 2.7pct 至 97.4%, 保证保险 COR 大幅下降 37.4pct 至 88.2%, 责任险 COR 提升 6.2pct 至 99.5%。

4、科技: 归母营运利润同比+81.4%, 总收入(直接加总) 488.09 亿, 同比+14.2%, 我们判断利润高增长主要由于成本投入效率提升带来。其中, 陆金所净利润 97 亿, 同比+33.3%; 好医生净亏损增加 6.66 亿, 预计主要由于战略升级, 费用投入加大导致; 金融壹账通减亏 0.81 亿; 汽车之家净利润同比基本持平。

点评: 平安寿险负债端进入调整期, 代理人队伍、NBV 增长、营运利润增长均承压, 我们预计调整态势将延续至明年。我们判断, 随着“落后产能”的淘汰, 寿险改革逐步建立起“先进产能”, 将于未来重回增长。目前公司 2021PEV 为 0.63 倍, 回购彰显公司对于长期发展的信心。

风险提示: 长端利率下行超预期; 代理人增长不达预期; 寿险改革进展不及预期

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1168867	1218315	1162493	1208645	1264558
增长率（%）	19.66	4.23	(4.58)	3.97	4.63
归属母公司股东净利润（百万元）	149407	143099	116750	141561	164951
增长率（%）	39.11	(4.22)	(18.41)	21.25	16.52
每股收益（元）	8.17	7.83	6.39	7.74	9.02
市盈率(P/E)	6.36	6.64	8.14	6.71	5.76
市净率(P/B)	1.41	1.25	1.11	0.99	0.88

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)						寿险保费	523672	511487	466261	440167
每股收益	8.17	7.83	6.39	7.74	9.02	非寿险保费	270930	285854	270266	298585
每股净资产	36.83	41.72	46.83	52.63	59.38	总保费及管理费收入	794602	797341	736526	738752
每股内含价值	65.67	72.65	79.61	87.91	97.12	减: 分出保费	21370	23077	18604	20213
每股新业务价值	4.15	2.71	2.32	2.09	2.18	净保费收入	773232	774264	717923	718539
						减: 净提取未到期责任准备金	24915	17204	24331	21483
价值评估 (倍)						已赚净保费	748317	757060	693591	697055
P/E	6.36	6.64	8.14	6.71	5.76	投资收益	177488	243515	224530	242146
P/B	1.41	1.25	1.11	0.99	0.88	营业收入	1168867	1218315	1162493	1208645
P/EV	0.79	0.72	0.65	0.59	0.54	赔付及保户利益	538719	577961	561899	545503
VNBX	-3.29	-7.62	-11.89	-17.21	-20.67	保险业务综合费用	445120	452050	445813	475468
						营业费用	983839	1030011	1007712	1020971
盈利能力指标 (%)						营业利润	185028	188304	154781	187674
净投资收益率	5.20	5.10	4.80	4.80	4.80	税前利润	184739	187764	154781	187674
总投资收益率	6.90	6.20	4.00	5.00	5.00	所得税	20374	28405	24765	30028
净资产收益率	24.40	19.93	14.43	15.57	16.11	归属于母公司股东的净利润	149407	143099	116750	141561
总资产收益率	1.94	1.61	1.24	1.47	1.59	少数股东损益	14958	16260	13266	16085
财险综合成本率	96.40	99.10	97.00	96.00	96.00					
财险赔付率	57.30	60.50	68.00	68.00	68.00					
财险费用率	39.10	38.60	29.00	28.00	28.00					
盈利增长 (%)						资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润增长率	39.11	(4.22)	(18.41)	21.25	16.52	现金及存款投资	306605	314123	459267	497583
内含价值增长率	19.76	10.63	9.58	10.43	10.48	债权投资	2248446	2673821	2922609	3166435
新业务价值增长率	5.05	(34.72)	(14.39)	(10.11)	4.63	股权投资	450569	503828	521894	565435
						其他投资	203216	248809	271385	294026
偿付能力充足率 (%)						总投资资产	3208836	3740581	4175155	4523479
偿付能力充足率 (集)	229.80	225.00	225.00	230.00	230.00	分保资产	29198	32059	23000	23000
偿付能力充足率 (寿)	231.60	230.00	230.00	240.00	240.00	其他资产	4984895	5755230	5068454	5445405
偿付能力充足率 (产)	259.20	235.00	235.00	235.00	235.00	资产总计	8222929	9527870.00	9266609	9991884
						保险合同负债	1921907	2218007.00	2500991	2749185
内含价值 (百万元)						投资合同负债	701635	768975.00	861645	949253
调整后净资产	574,239	643,147	720,325	806,764	903,575	次级债	699631	901285.00	388000	388001
有效业务价值	626,294	684,964	734,993	800,291	871,934	其他负债	4047386	4651698.00	4420846	4687659
内含价值	1,200,533	1,328,111	1,455,318	1,607,055	1,775,509	负债总计	7370559	8539965.00	8171481	8774098
一年新业务价值	75,945	49,575	42,441	38,149	39,916	实收资本	18280	18280.00	18280	18280
核心内含价值回报率	19.78	13.03	13.50	13.32	13.24	归属于母公司股东权益	673161	762560	855968	961987
						少数股东权益	179209	225345.00	239161	255797
寿险新业务保费 (百万)						负债和所有者权益合计	8222929	9527870.00	9266609	9991884
短险和趸缴新单保费	22,784	33,790	34,709	35,675	36,688					
期缴新单保费	131,184	98,232	98,635	104,384	114,823					
新业务合计	153,968	132,022	133,344	140,059	151,511					
新业务保费增长率 (%)	(0.17)	(1.43)	0.10	0.50	0.82					
标准保费	133,462	101,611	102,106	107,952	118,492					
标准保费增长率 (%)	(6.36)	(23.87)	0.49	5.73	9.76					

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com