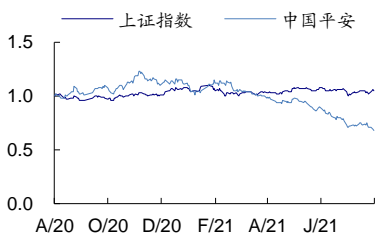


证券研究报告—动态报告
金融
非银行金融
中国平安(601318)
买入
2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 27 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	18,280/18,280
总市值/流通(百万元)	919,496/544,883
上证综指/深圳成指	3,502/14,415
12 个月最高/最低(元)	94.62/50.29

相关研究报告:

《中国平安-601318-2021 年一季报点评: 重拾健康增长, 或持续全年》——2021-04-23
 《中国平安-601318-2020 年财报点评: 首推分组赔付, 业绩或迎来拐点》——2021-02-05
 《中国平安-601318-2020 年三季报点评: 寿险逐步好转, 科技布局远大》——2020-10-29
 《中国平安-601318-2020 年中报点评: 寿险承压, 铁甲仍在》——2020-08-28
 《中国平安-601318-深度报告: 寿险改革, 布局未来》——2020-07-31

证券分析师: 王鼎

电话: 0755-81981000
 E-MAIL: wangding1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520110003

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002

证券分析师: 戴丹苗

电话: 075581982379
 E-MAIL: daidanmiao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520040003

证券分析师: 王可

电话: 021-61761053
 E-MAIL: wangke4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521060001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

重疾险再为胜负手, 催促转型

● 除寿险外各分部贡献营运利润, 业绩符合预期, 股价弹性充足

2021 年 H1, 集团实现归母营运利润 818 亿元 (+10.1%), 其中银行营运利润同比多贡献 23 亿元, 资产管理业务 22 亿元, 科技业务 28 亿元, 财险 25 亿元, 寿险-16 亿元, 其中寿险和财险的营运利润分别为 495 亿 (-3.2%) 和 107 亿元 (+13.1%), 占比达 73.6%。

对应营运 ROE 下降 0.6 个百分点至 21%, 新业务价值约 274 亿元 (-11.7%), 因 Q2 增速下滑较多, 同时内含价值营运回报率下降 4.7ppt 至 14.9%, 整体符合预期。同时, 中期股息为 0.88 元 (+10.0%), 全年分红率对应当下股价 5%, 股价弹性充足。

● 寿险: VNB-11.7%, 混合型占比 45%, 代理人规模及活动率下滑

同期, VNB 约 274 亿元 (-11.7%), 新业务价值率同比降低 5.5ppt 至 31.2%, 因为长期保障型 NBV 同比-43%, 占比下降 9ppt 至 10%, 保障储蓄混合型 VNB 同比 45.8%, 占比上升 16ppt 至 45%, 与行业趋势基本一致, 重疾险销售的难度加大。13 个月继续率下跌 0.5ppt 至 87.6%, 25 个月继续率下跌 3.1ppt 至 82%。同时, 代理人月均数量为 94 万 (-15.2%), 代理人活动率同比下降 9.1ppt 至 43.9%。年化总投资回报率为 3.5%, 年化净投资回报率为 3.8%, 较一季度的 3.1% 和 3.5% 有所改善, 固收非标占比提升 1.1ppt, 股票占比下降 0.4ppt。

● 车险: 意外及健康险保费+30%, 综合成本率下降 2.2ppt 至 95.9%

同期, 原保险保费收入 1333 亿元 (-7.5%), 其中车险 890 亿元 (-6.9%), 非机动车辆保险 337 亿元 (-16.4%), 意外及健康险 106 亿元 (+30.4%), 综合成本率 95.9%, 费用率-9.1ppt, 赔付率+6.9ppt。保证保险保费 97 亿元 (-52%), 占比 7%, 贡献 36% 的承保利润。

● 投资建议: 维持盈利预测, 维持“买入”评级

我们预计 2021-2023 年归母净利润为 1482/1687/1942 亿元, 摊薄 EPS 为 8.11/9.23/10.62 元, 当前股价对应 PE 为 6/5/5x。维持中国平安“买入”评级, 短期目标价 61 元。待周期风险降低, 股价弹性当充分表现。

● 风险提示: 流动性收紧预期提前, 影响 GDP 增长预期。
盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,168,867	1,218,315	1,256,083	1,330,192	1,437,937
(+/-%)	19.66%	4.23%	3.10%	5.90%	8.10%
净利润(百万元)	149,407	143,099	148,251	168,682	194,172
(+/-%)	39.11%	-4.22%	3.60%	13.78%	15.11%
摊薄每股收益(元)	8.17	7.83	8.11	9.23	10.62
每股内含价值	63.65	72.66	79.46	89.65	101.92
(+/-%)	16.07%	13.78%	9.36%	12.82%	13.69%
PEV	0.79	0.69	0.63	0.56	0.49

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

为什么重疾险难卖？平安给出答案，必须转型

中国平安的股价下滑主要是两方面的原因：（1）核心业务，重疾险的销售，出现大幅的下滑；（2）周期性风险显著提升了寿险业务的再投资风险。

针对第一个原因，中国平安在公开资料中详细解释了：

（1）就业市场劳动人口紧缺，收入基准提升，灵活就业的月收入超过 7000 元，冲击明显，导致整个市场的脱落人数是增员人数的 1.3 倍；

（2）商业重疾险竞争激烈，2020 年新备案的重疾险占比 80%，同时互联网保险冲击明显，2020 年销售了 9.4 亿件互联网人身险保单，其中超 7 亿件为件均保费较低的产品，流量冲击明显；

（3）客户需求方面，基本医保覆盖人群超过 90%，保障体系逐步完善，90% 的死亡源于医疗问题，仅仅是财务保障并不够，同时 20% 的问诊集中于数量占比仅为 0.3% 的三级医院，顶尖医疗资源匮乏。（说明高端医疗险的市场很大）

我们认为重疾险业务的占比对于大型寿险企业的业务和估值十分重要。以上事实或将驱动大型寿险企业逐步降低重疾险的业务占比，逐步提升储蓄型及混合型险种的业务占比，最终导致利润的利率风险敞口及股票风险敞口持续变大。如此，则大型寿险企业将不得不选择“保险+”的战略，即“保险+养老”和“保险+医疗”等，同时努力推进渠道的转型，以维护甚至是提升保障型业务的占比。

业绩解读：只有寿险对营运利润是负贡献

2021 年 H1，集团实现归母营运利润为 818 亿元（+10.1%），其中银行营运利润同比多贡献 23 亿元，资产管理业务 22 亿元，科技业务 28 亿元，而寿险和财险的营运利润分别为 495 亿（-3.2%）和 107 亿元（+13.1%），占比达 73.6%，寿险为唯一负贡献业务。

图 1：集团归母营运利润的结构



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理（单位：百万元）

寿险业务：新业务价值、营运偏差及息差收入皆承压

剩余边际为寿险及健康险业务营运利润的主要来源：从 2021 年上半年的情况分析，新业务价值贡献及营运偏差的同比下降显著，明显承压。

表 1：寿险及健康险业务剩余边际变动分析

	2017H	2018H	2019H	2020H	2021H	同比	2018H	2019H	2020H	2021H
期初剩余边际	454,705	616,319	786,633	918,416	960,183		35.5%	27.6%	16.8%	4.5%
新业务贡献	93,459	92,455	87,318	59,354	41,480		-1.1%	-5.6%	-32.0%	-30.1%
预期利息增长	10,678	13,590	16,350	18,034	18,287		27.3%	20.3%	10.3%	1.4%
剩余边际摊销	-23,989	-29,559	-35,840	-40,342	-41,589		23.2%	21.2%	12.6%	3.1%
营运偏差及其他	10,524	17,227	12,929	6,872	-10,148		63.7%	-24.9%	-46.8%	-247.7%
期末剩余边际	545,376	710,032	867,390	962,333	968,212		30.2%	22.2%	10.9%	0.6%
占期初剩余边际比重										
新业务贡献	20.6%	15.0%	11.1%	6.5%	4.3%					
预期利息增长	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%	1.9%					
剩余边际摊销	-5.3%	-4.8%	-4.6%	-4.4%	-4.3%					
营运偏差及其他	2.3%	2.8%	1.6%	0.7%	-1.1%					

资料来源：公司历年财报，国信证券经济研究所整理（单位：百万元）

从具体营运利润的利源分析来看，三差的同比增速皆承压，息差收入和营运偏差皆出现了较大的同比下滑幅度。

表 2：寿险及健康险业务营运利润及利源分析

	2017H	2018H	2019H	2020H	2021H	同比	2018H	2019H	2020H	2021H
剩余边际摊销(A)	23,989	29,559	35,840	40,342	41,589		23.2%	21.2%	12.6%	3.1%
净资产投资收益(B)	3,245	4,310	5,216	6,261	7,133		32.8%	21.0%	20.0%	13.9%
息差收入(C)	2,472	2,800	1,628	2,791	2,125		13.3%	-41.9%	71.4%	-23.9%
营运偏差及其他(D)	8,973	11,168	12,219	9,890	7,011		24.5%	9.4%	-19.1%	-29.1%
税前营运利润合计(E=A+B+C+D)	38,679	47,838	54,903	59,284	57,858		23.7%	14.8%	8.0%	-2.4%
所得税(F)	-10,125	-12,243	-6,470	-7,749	-7,629		20.9%	-47.2%	19.8%	-1.5%
税后营运利润合计(G)	28,554	35,595	48,433	51,535	50,230		24.7%	36.1%	6.4%	-2.5%

资料来源：公司历年财报，国信证券经济研究所整理（单位：百万元）

财险业务：保证保险又成为一剂良药

受车险业务影响，保费收入同比下滑 8% 至 1333 亿元，营运利润同比上升 30% 至 108 亿元，综合成本率下滑 2.2ppt 至 95.9%，主要是因为保证保险恢复盈利，虽然保证保险保费为 97 亿元（-52%），占比近 7%，但贡献 36% 的承保利润。

图 2：财产险业务的整体表现



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理（单位：百万元）

投资建议：维持盈利预测，维持买入评级

我们预计 2021-2023 年归母净利润为 1482/1687/1942 亿元，摊薄 EPS 为 8.11/9.23/10.62 元，当前股价对应 PE 为 6/5/5x。维持中国平安“买入”评级，短期目标价 61 元。同时，当前股价对应的全年分红率约 5%，股价的弹性空间充足，待周期风险降低，股价弹性应当会充分表现。

风险提示

流动性收紧预期提前，影响 GDP 增长预期。

附表：财务预测与估值

寿险及健康险业务剩余边际变动分析 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
期初剩余边际	918,416	960,184	1,033,032	1,119,286
新业务贡献	88,571	106,285	122,228	140,562
预期利息增长	36,319	44,398	47,766	51,755
剩余边际摊销	(81,583)	(97,039)	(104,401)	(113,118)
营运偏差及其他	-1,539	19,204	20,661	22,386
期末剩余边际	960,184	1,033,032	1,119,286	1,220,870
占期初剩余边际比重				
新业务贡献	9.6%	11.1%	11.8%	12.6%
预期利息增长	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%
剩余边际摊销	-10.1%	-10.1%	-10.1%	-10.1%
营运偏差及其他	-0.2%	2.0%	2.0%	2.0%
新业务价值	49,575	59,490	68,414	79,360
净利润	143,099	171,067	194,643	224,056
净资产	762,560	802,262	948,371	1,116,931
股息	40,216	46,046	52,392	60,309
股本	18,280	18,280	18,280	18,280
每股内含价值 (集团)	72.66	79.46	89.65	101.92

关键假设	2020	2021E	2022E	2023E
内含价值预期回报	68,964	75,072	83,099	95,428
内含价值预期回报贡献	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%
首年保费	148,915	141,469	196,099	225,860
首年保费增速	-7%	-5%	39%	15%
新业务价值率 (B)	33.3%	30.0%	34.8%	35.1%
新业务价值 (=A*B)	49,575	42,441	68,306	79,311
新业务价值贡献	-35%	-14%	61%	16%
投资收益偏差	-0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	1.5%	0.3%	0.3%	0.2%
集团内含价值	1,328,112	1,452,459	1,638,704	1,863,047
ROEV	10.6%	9.4%	12.8%	13.7%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

寿险及健康险业务营运利润及利润分析 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
剩余边际摊销(A)	81,583	97,039	104,401	113,118
净资产投资收益(B)	13,170	16,463	20,578	25,723
息差收入(C)	4,565	5,280	6,106	7,063
营运偏差及其他(D)	4,607	5,759	7,198	8,998
税前营运利润合计 (E=A+B+C+D)	103,926	124,540	138,284	154,902
所得税(F)	(10,260)	(18,681)	(20,743)	(23,235)
税后营运利润合计(G)	93,666	105,859	117,542	131,666
短期投资波动(H)	10,308	0	0	0
折现率变动影响(I)	(7,902)	0	0	0
其他一次性项目剔除				
净利润(J=G+H+I)	96,072	105,859	117,542	131,666

寿险及健康险内含价值 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
寿险上一年度内含价值	757,490	824,575	946,414	1,084,894
偿一代切换偿二代				
年初内含价值预计回报	66,121	75,072	83,099	95,428
其中:有效业务价值的预计回报	56,208			
调整净资产的预计回报	9,913			
一年新业务价值	57,571	46,523	74,876	86,941
其中:一年新业务价值	49,575	42,441	68,306	79,311
新业务内部分散效应	4,769	4,083	6,571	7,630
新业务与有效业务的风险分散	3,226	4,462	3,820	6,148
营运假定及模型变动	-2,990	1,251	0	0
营运模型差异及其他	-11,125	(6,144)		
寿险及健康险业务内含价值营运利润	109,577			
风险贴现率变动	15,677	0	0	0
市场价值调整影响	-1,692	1,985	0	0
投资回报差异	-5,683	(12,122)	0	0
运营经验差异		2,432	2,432	2,432
其他经验差异		0	0	1

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032