

证券研究报告—动态报告/公司快评

金融

非银行金融

中国平安 (601318)

九月保费点评

买入

(维持评级)

2021年10月15日

新单下滑，但资产端或持续利好

证券分析师: 王鼎	0755-81981000	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	021-60875165	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	075581982379	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	021-61761053	wangke4@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521060001

事项:

2021年10月13日,中国平安(601318.SH)公布前9个月保费收入,披露口径恢复至与2021年6月及之前相一致,即重新开始披露寿险个险新业务及续期业务保费收入、产险各业务保费收入明细等数据。

国信非银观点: (1)中国平安2021年四个子公司在2021年9月的合计保费收入为596亿元(同比-7.76%),第三季度寿险个险新业务保费收入为227亿元(同比-12.29%),产险业务总保费收入为660亿元(同比-12.39%); (2)寿险方面新业务的下滑主要受代理人队伍缩减、疫情后报复性增长退潮、惠民保冲击等影响,但平安对“产品+服务”的重视一定程度缓解了长期寿险销售受到的冲击; (3)产险方面整体业务出现下滑仍然是因为车险综改压力持续,但业务结构的改善、短期意外与健康险的持续高增长一定程度上削弱了前者对产险业务整体的影响。

投资建议:四季度预计地产资产风险或下降,通胀预期或提升,将持续利好保险企业的资产端。我们维持中国平安的“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,对应2021年PEV为0.59,短期目标价66元。

风险提示:外部冲击出现或内部政策收紧提前,国内降低GDP预期目标。

评论:

■ 9月产寿板块保费收入同比增速下滑明显,除健康险外同比均出现负增长

保险板块子公司除平安健康外保费同比增速较去年同期均由正转负。四个子公司在2021年9月的合计保费收入为596亿元(同比-7.76%),其中,平安产险为243亿元(同比-9.17%),平安人寿为325亿元(同比-3.40%),平安养老为16亿元(同比-50.92%),平安健康为12亿元(同比+27.13%)。不难看出,2021年9月各子公司保费增速较2020年同期下降明显,除平安健康外同比增速均为负,其中占比较大的子公司平安产险和平安人寿在2020年9月的保费均为同比正增长,皆由正转负,而平安健康9月保费收入的高增速仍然无法抵消前两者给总保费收入增长带来的负面影响。

表1:中国平安保险各子公司原保险合同保费收入

子公司名称	2020年7月	2020年8月	2020年9月	2021年7月	2021年8月	2021年9月
中国平安财产保险股份有限公司	24102.79	24571.67	26696.96	20692.49	21088.44	24249.73
环比	-1.43%	1.95%	8.65%	-14.45%	1.91%	14.99%
同比	17.34%	11.37%	12.15%	-14.15%	-14.18%	-9.17%
中国平安人寿保险股份有限公司	31970.82	31340.59	33603.71	31285.79	30568.13	32462.83
环比	-7.03%	-1.97%	7.22%	-8.67%	-2.29%	6.20%

	同比	5.07%	2.90%	0.16%	-2.14%	-2.46%	-3.40%
平安养老保险股份有限公司		1550.84	1356.8	3304.97	2300.71	1620.03	1621.98
	环比	-44.76%	-12.51%	143.59%	31.52%	-29.59%	0.12%
	同比	-6.13%	-21.33%	36.44%	48.35%	19.40%	-50.92%
平安健康保险股份有限公司		822.49	781.68	959.98	1047.11	971.73	1220.46
	环比	-1.40%	-4.96%	22.81%	11.93%	-7.20%	25.60%
	同比	40.49%	54.47%	27.83%	27.31%	24.31%	27.13%
合计		58,446.94	58,050.74	64,565.62	55,326.10	54,248.33	59,555.00
	环比	-6.46%	-0.68%	11.22%	-9.49%	-1.95%	9.78%
	同比	9.85%	6.03%	6.67%	-5.34%	-6.55%	-7.76%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理（单位：人民币百万元）

寿险及健康险业务方面，团险和个险新业务保费收入同比均出现下降。寿险及健康险业务在 2021 年第三季度总保费收入为 1031 亿元（同比-2.45%）。其中，个险新业务为 227 亿元（同比-12.29%），团险新业务为 48 亿元（同比-4.12%），同比下降速度均较 2021 年第二季度均有所减缓。

产险业务方面，车险保费收入加速下降，意外与健康险仍维持高增速。产险业务在 2021 年第三季度总保费收入为 660 亿元（同比-12.39%）。其中，车险为 465 亿元（同比-9.67%），非机动车辆保险为 134 亿元（同比-30.63%），意外与健康保险为 61 亿元（同比+34.21%），车险和非机动车辆保险的保费收入同比下降速度较 2021 年第二季度进一步加快，但意外与健康保险保费收入仍维持高增速。

表 2：中国平安各类业务原保险合同保费收入

业务类型		2020 年 Q1	2020 年 Q2	2020 年 Q3	2021 年 Q1	2021 年 Q2	2021 年 Q3
寿险及健康险业务							
个人业务		177405.28	109338.57	100621.79	170236.24	106956.17	98237.55
	环比	72.99%	-38.37%	-7.97%	69.07%	-37.17%	-8.15%
	同比	-10.50%	3.71%	3.07%	-4.04%	-2.18%	-2.37%
-新业务		42,957	28,942	25,872	51,175	22,403	22,692
	环比	25.77%	-32.63%	-10.61%	143.57%	-56.22%	1.29%
	同比	-19.05%	-8.38%	-11.53%	19.13%	-22.59%	-12.29%
-续期业务		134,448	80,397	74,749	119,061	84,553	75,545
团体业务		7,834	6,549	5,070	7,364	4,342	4,861
	环比	139.71%	-16.41%	-22.58%	85.12%	-41.04%	11.97%
	同比	14.82%	23.51%	13.93%	-6.01%	-33.70%	-4.12%
-新业务		7,800	6,501	5,036	7,331	4,283	4,813
	环比	139.71%	-16.41%	-22.58%	85.12%	-41.04%	11.97%
	同比	14.82%	23.51%	13.93%	-6.01%	-33.70%	-4.12%
-续期业务		32	26	24	29	35	48
合计		185,240	115,887	105,692	177,600	111,298	103,099
	环比	75.05%	-37.44%	-8.80%	69.68%	-37.33%	-7.37%
	同比	-9.66%	4.66%	3.54%	-4.12%	-3.96%	-2.45%
产险业务							
车险		46,767	48,880	51,425	42,638	46,377	46,453
	环比	-15.94%	4.52%	5.21%	-13.12%	8.77%	0.16%
	同比	-2.22%	9.82%	10.96%	-8.83%	-5.12%	-9.67%
非机动车辆保险		21,743	18,621	19,371	18,297	15,430	13,438
	环比	44.31%	-14.36%	4.03%	41.69%	-15.67%	-12.91%
	同比	20.92%	33.50%	15.94%	-15.85%	-17.13%	-30.63%
意外与健康保险		4,079	4,029	4,575	5,239	5,331	6,140
	环比	21.54%	-1.24%	13.55%	19.86%	1.76%	15.17%
	同比	19.60%	44.45%	36.35%	28.43%	32.32%	34.21%
合计		72,589	71,529	75,371	66,175	67,138	66,031
	环比	-1.98%	-1.46%	5.37%	-0.29%	1.46%	-1.65%
	同比	4.87%	16.79%	13.50%	-8.84%	-6.14%	-12.39%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理（单位：人民币百万元）

综合中国平安在 2021 年 7 至 9 月的保费收入数据来看，我们认为：（1）寿险方面，整体业务下滑的原因除了代理人队伍持续缩减外，疫情带来的报复性增长迅速退潮，惠民保对长期寿险的替代作用都导致寿险保费收入仍在收窄。但中国平安对“产品+服务”的重视，如平安在 2021 年 4 月推出的“平安臻享 RUN”健康服务计划所构建的健康生态圈的持续完善，一定程度缓解了长期寿险销售受到的冲击。预计第四季度寿险新业务保费规模仍取决于开门红成绩。（2）产险方面，整体业务出现下滑主要是由于车险保费收入的下降，而车险保费收入的加速下降仍然是车险

综改的影响，但意外与健康保险在产险中占比的持续提升以及保费增速的持续高增长在一定程度上削弱了前者对产险业务整体的影响。

■ **投资建议：维持“买入”评级，目标价 66 元**

四季度预计地产资产风险或下降，通胀预期或提升，将持续利好保险企业的资产端。我们维持中国平安的“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，对应 2021 年 PEV 为 0.59，短期目标价 66 元。

■ **风险提示**

外部冲击出现或内部政策收紧提前，国内降低 GDP 预期目标。

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			
风险贴利率变动	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

相关研究报告

- 《中国平安-601318-2021 年中报点评：重疾险再为胜负手，催促转型》 ——2021-08-28
- 《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

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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，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