

## 中国平安 (601318.SH) 负债端转型短期仍将承压, 风险缓解带动资产端改善

2021年10月27日

——中国平安2021年3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

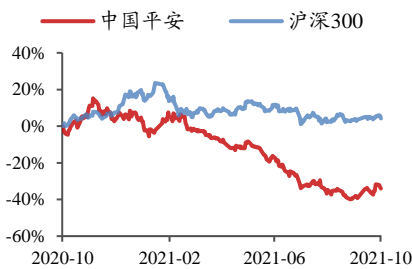
lvchenyu@kysec.cn

证书编号: S0790520050001

证书编号: S0790120100011

日期	2021/10/27
当前股价(元)	51.65
一年最高最低(元)	94.62/47.30
总市值(亿元)	9,441.74
流通市值(亿元)	5,595.07
总股本(亿股)	182.80
流通股本(亿股)	108.33
近3个月换手率(%)	47.88

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《中国平安2021半年报点评-价值率下降拖累NBV, 改革试点效果显现》-2021.8.26

《中国平安参与方正集团重整事件点评-借助方正核心资产, 加速医疗健康产业布局》-2021.5.1

《中国平安2021年1季报点评-新业务价值略低于预期, 改革效果有望逐步显现》-2021.4.23

### ● 新业务价值低于预期, 地产风险缓解带来资产端改善, 维持“买入”评级

公司披露2021年3季报, 2021年前3季度NBV 352亿元, 同比-17.8%, 较2021H1降幅扩大6.1pct, 低于我们预期; 营运利润1187亿元, 同比+9.2%, 主要受银行、财险、资管等板块带动, 寿险营运利润737亿元, 同比-2.3%, 主要受新业务保费增速放缓、保单继续率承压以及受疫情影响2020年赔付基数较低拖累。归母净利润816亿元, 同比-20.8%。考虑到代理人规模下滑、新业务价值率有所下降以及疫情对保障型产品需求的抑制, 我们下调2021-2023年NBV同比增速至-15.2%、+7.3%、+8.4% (调前-7.5%、+10.6%、+11.5%), 预计集团EV同比分别为+11.9%、+12.5%、+12.2%。考虑华夏幸福风险处置效果仍待观察, 以及寿险新业务增速拖累归母净利润, 我们下调2021-2023年集团归母净利润至1028/1471/1752亿元 (调前1097/1565/1836亿元), 对应EPS 5.62/8.05/9.58元。公司为保险行业龙头, 地产风险缓解有望带来资产端改善, 寿险改革决心坚定, 叠加生态圈战略, 估值处于历史低位, 当前股价对应2021-2023年PEV分别为0.6/0.6/0.5倍, 维持“买入”评级。

### ● 寿险新单乏力及margin下降拖累NBV增速, 财险板块有望出现边际改善

前3季度计算NBV的新单保费1147亿元, 同比-4.5%, 储蓄型产品占比提升导致margin环比下降0.5pct至30.7%, 新单保费及margin下降拖累NBV。2021Q3末代理人70.6万人, 季度环比-19.5%, 较年初-31.0%, 人力规模下降倒逼人均产能提升但未带动NBV。当前增员难度大, 结合人力规模趋势, 预计2022年开门红或将承压。财险板块受保证保险、责任保险及车险拖累, 2021年前3季度保费同比-9.2% (2021H1 -7.5%), 综合成本率预计受费用率带动有所改善至97.3%, 车险综改对保费压制解除、意外及健康险同比高增, 财险板块有望出现边际改善。

### ● 投资收益率较2021H1继续回升, 地产风险缓解带动资产端改善

2021年Q3年化净投资收益率4.2% (2021H1 3.8%), 年化总投资收益率3.7% (2021H1 3.5%), 环比改善系未继续计提减值影响。华夏幸福已公布债务重组方案, 现金偿付金融债务占比约26.0%, 公司已计提359亿元, 占风险敞口66.5%, 计提相对充足, 风险事件有望得到妥善处置, 市场对资产端担忧有望缓解。

### ● 风险提示: 长端利率超预期下行; 寿险改革进程超预期受阻。

### 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	7,308	7,331	7,535
YoY (%)	10.5	0.4	-8.4	0.3	2.8
内含价值 (亿元)	12,005	13,281	14,859	16,710	18,741
YoY (%)	19.8	10.6	11.9	12.5	12.2
新业务价值 (亿元)	759	496	420	451	489
YoY (%)	5.1	-34.7	-15.2	7.3	8.4
归母净利润 (亿元)	1,494	1,431	1,028	1,471	1,752
YOY (%)	39.1	-4.2	-28.1	43.0	19.1
P/B	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9
P/EV	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5

数据来源: 聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(亿元)						利润表(亿元)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
保险业务投资资产	32,088	37,406	42,910	48,313	53,975	<b>营业收入</b>	<b>11,689</b>	<b>12,183</b>	<b>11,699</b>	<b>12,744</b>	<b>13,630</b>
其他资产	50,141	57,873	69,909	76,407	83,907	已赚保费	7,488	7,576	6,835	6,844	7,017
<b>资产总计</b>	<b>82,229</b>	<b>95,279</b>	<b>112,819</b>	<b>124,719</b>	<b>137,882</b>	保费业务收入	7,951	7,979	7,308	7,331	7,535
未到期责任准备金	1,592	1,777	1,363	1,437	1,540	投资净收益	775	1,247	1,211	1,979	2,125
未决赔款准备金	976	1,098	913	959	1,038	公允价值变动收益	441	-48	-	-	-
寿险责任准备金	15,098	17,440	20,233	22,852	25,188	其他业务收入	2,985	3,408	3,652	3,921	4,489
长期健康险责任准备金	1,553	1,870	1,880	1,987	2,190	<b>营业支出</b>	<b>-9,838</b>	<b>-10,300</b>	<b>-10,276</b>	<b>-10,754</b>	<b>-11,270</b>
其他负债	54,487	63,214	77,555	84,991	93,768	退保金	-267	-369	-305	-354	-400
<b>负债总计</b>	<b>73,706</b>	<b>85,400</b>	<b>101,944</b>	<b>112,226</b>	<b>123,723</b>	赔付支出	-2,250	-2,371	-2,460	-2,707	-2,976
归属于母公司所有者	6,732	7,626	8,350	9,697	11,060	减：摊回赔付支出	113	115	112	128	141
权益合计						提取保险责任准备金	-2,870	-3,039	-2,865	-2,841	-2,669
少数股东权益	1,792	2,253	2,526	2,796	3,099	减：摊回保险责任准备金	1	14	1	1	0
所有者权益合计	8,524	9,879	10,875	12,493	14,159	手续费及佣金支出	-1,148	-1,020	-879	-923	-944
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>82,229</b>	<b>95,279</b>	<b>112,819</b>	<b>124,719</b>	<b>137,882</b>	业务及管理费用	-1,729	-1,766	-1,446	-1,777	-1,916
						其他业务成本	-1,688	-1,864	-2,434	-2,281	-2,507
						<b>营业利润</b>	<b>1,850</b>	<b>1,883</b>	<b>1,423</b>	<b>1,990</b>	<b>2,360</b>
						营业外收入	4	4	-	-	-
						营业外支出	-7	-9	-	-	-
						<b>利润总额</b>	<b>1,847</b>	<b>1,878</b>	<b>1,423</b>	<b>1,990</b>	<b>2,360</b>
						所得税	-204	-284	-280	-356	-413
						<b>净利润</b>	<b>1,644</b>	<b>1,594</b>	<b>1,142</b>	<b>1,634</b>	<b>1,947</b>
						减：少数股东权益	150	163	114	163	195
						<b>归母净利润</b>	<b>1,494</b>	<b>1,431</b>	<b>1,028</b>	<b>1,471</b>	<b>1,752</b>
						<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
						<b>成长能力 (%)</b>					
						营业收入同比增长	19.66%	4.23%	-3.98%	8.93%	6.96%
						已赚保费同比增长	10.49%	1.18%	-9.78%	0.12%	2.53%
						保费收入同比增长	10.49%	0.35%	-8.41%	0.32%	2.77%
						归母净利润同比增长	39.11%	-4.22%	-28.14%	43.03%	19.13%
						归母净资产同比增长	20.96%	13.28%	9.49%	16.14%	14.05%
						<b>获利能力 (%)</b>					
						ROE	21.40%	17.32%	11.01%	13.99%	14.61%
						ROA	2.14%	1.80%	1.10%	1.38%	1.48%
						ROEV	21.89%	13.13%	12.84%	13.80%	13.65%
						<b>价值数据 (亿元)</b>					
						新业务价值	759	496	420	451	489
						寿险内含价值	7,575	8,246	9,200	10,163	11,169
						集团内含价值	12,005	13,281	14,859	16,710	18,741
						<b>每股指标 (元)</b>					
						每股收益	8.41	8.10	5.62	8.05	9.58
						每股净资产	36.82	41.71	45.68	53.05	60.50
						每股内含价值	65.67	72.65	81.28	91.41	102.52
						<b>估值比率</b>					
						P/B	1.40	1.24	1.13	0.97	0.85
						P/EV	0.79	0.71	0.64	0.57	0.50

数据来源：聚源、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（underperform）	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（underperform）	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