

# 中国平安 (601318.SH)

## 投资端致使净利润承压 渠道改革持续深化

**事件:** 公司发布 2021 年三季报, 前三季度公司实现营业收入 9046.29 亿元, YoY-1.4%; 归母净利润 816.38 亿元, YoY-20.8%。

**投资收益下降致使净利润承压, 营运利润保持稳定:** 公司前三季度实现归母净利润 816.38 亿元, YoY-20.8%, 其中 Q3 单季度-31.2%, 主要受资本市场波动影响。营运利润方面维持相对稳定, 前三季度公司归母营运利润 1187.37 亿元, YoY+9.2% (Q3 单季度 YoY+7.3%), 其中 Q3 对华夏幸福相关投资资产的拨备无重大变化, 全年预计将依据偿债方案及实际经营情况, 考虑增提或转回拨备。

**代理人压实力度加强, 寿险渠道改革持续深化:** 前三季度公司 NBV 为 352.37 亿元, YY-17.8%基本复合预期 (21H YoY-11.7%), 其中 Q3 单季度实现 NBV 为 78.50 亿元, YoY-33.6% (Q2 单季度 NBV 为 84.07 亿元, YoY-42.3%)。前三季度公司 NBV Margin 为 30.7%, 较 Q2 环比小幅下降 0.5pc。公司代理人数量压实力度加强, 截至本期末共有 70.6 万代理人, 较 Q2 末下降 19.5%。公司渠道改革持续深化, 完善钻石队伍绩优体系、稳定潜力队伍、实施优+高质量人员招募提升优质新人占比。银保渠道方面也优化队伍结构、加速新模式落地。但考虑到全年保障型产品销售乏力、代理人数量的脱落, 全年我们预计公司 NBV 为-11%。

**财险业务维持良好的经营效益, 综合成本率 97.3%:** 财险业务方面, 公司前三季度实现保费收入 1993.43 亿元, YoY-9.2%; 整体综合成本率 97.3%, 同比下降 1.8pc, 维持显著优于行业的经营效益, Q4 展望随着车险综改满一年, 车险保费收入增速将有所回暖。

**减值及 Q3 市场波动拖累总投资收益率:** 受华夏幸福上半年减值影响以及 Q3 权益市场波动增加, 公司总投资收益率有所下滑。前三季度公司实现净投资收益率 4.2% (21H 为 3.8%)、总投资收益率 3.7% (21H 为 3.5%)。

**投资建议:** 公司整体三季报符合市场预期, 负债承压及净利润表现均已有所预期。当前随着华夏幸福影响的缓解以及对 Q4 利率的预期, 投资端压制逐步缓解, 虽然对明年开门红预期仍有压力, 但随着渠道改革不断深化、高质量代理人占比的提升, 寿险有望逐步走出困境。预计公司 21E、22E 归母净利润增速分别为-12.6%、+27.1%, 集团 EV 增速分别为+10.0%、+12.5%, 对应 P/EV 分别为 0.65 倍、0.57 倍, 考虑投资端风险逐步出清、寿险改革持续深化以及底部的估值水平, 维持公司“买入”评级。

**风险提示:** 开门红业绩不及预期风险; 保障型产品销售不及预期风险; 长端利率下行风险; 权益市场下行风险; 资产减值增提风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,168,867	1,218,315	1,225,644	1,353,861	1,521,659
增长率 yoy (%)	19.7	4.2	0.6	10.5	12.4
归母净利润 (百万元)	149,407	143,099	125,102	159,004	191,995
增长率 yoy (%)	39.1	-4.2	-12.6	27.1	20.7
每股净资产	36.83	41.72	47.65	53.71	60.99
ROE(%)	22.19	18.77	14.36	16.19	17.22
EPS(摊薄/元)	8.17	7.83	6.84	8.70	10.50
P/EV(倍)	0.79	0.71	0.65	0.57	0.51

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 27 日收盘价

买入 (维持)

### 股票信息

行业	保险
前次评级	买入
10月27日收盘价(元)	51.65
总市值(百万元)	944,174.47
总股本(百万股)	18,280.24
其中自由流通股(%)	59.26
30日日均成交量(百万股)	88.83

### 股价走势



### 作者

分析师 赵耀

执业证书编号: S0680519090002

邮箱: zhaoyao@gszq.com

分析师 马婷婷

执业证书编号: S0680519040001

邮箱: mattingting@gszq.com

### 相关研究

- 1、《中国平安 (601318.SH): 负债投资两端承压 寿险改革持续深化》2021-08-26
- 2、《中国平安 (601318.SH): 参与方正集团重组 深化医疗健康生态圈布局》2021-04-30
- 3、《中国平安 (601318.SH): 新业务价值增速回暖 资产减值侵蚀利润》2021-04-22

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	449,909	526,301	518,034	535,845	569,508
拆出资金	79,569	70,996	75,570	76,217	75,334
买入返售金融资产	96,457	122,765	132,855	150,243	174,573
应收类合计	140,193	152,238	147,080	160,215	167,763
保户质押贷款	139,326	161,381	201,604	245,975	297,435
长期应收款	183,957	202,050	248,290	284,760	329,760
发放贷款及垫款	2,240,396	2,599,510	3,018,172	3,503,360	4,066,351
定期存款	216,810	253,518	299,669	360,765	427,535
交易性金融资产	961,073	1,231,331	1,416,031	1,628,435	1,872,701
债权投资	2,281,225	2,624,848	2,952,871	3,321,886	3,765,432
其他债权投资	458,165	511,386	662,201	857,494	1,059,289
其他权益工具投资	282,185	277,401	312,146	351,242	378,586
长期股权投资	204,135	267,819	395,180	540,792	749,174
独立账户资产	46,131	53,059	57,788	67,609	76,832
其他资产	443,398	473,267	502,026	557,199	631,315
资产总计	8,222,929	9,527,870	10,939,517	12,642,037	14,641,588
银行同业及其他金融机 构存放款项	355,051	453,677	470,533	506,945	573,239
卖出回购金融资产款	176,523	276,602	360,657	457,394	631,059
代理买卖证券款	38,645	59,472	83,284	123,978	182,990
预收类合计	42,473	48,442	48,284	48,874	51,309
应付类合计	187,402	203,535	210,742	225,643	240,099
吸收存款	2,393,068	2,634,361	2,922,861	3,269,595	3,628,131
保户储金及投资款	701,635	768,975	860,561	958,507	1,063,590
保险合同准备金	1,921,907	2,218,007	2,594,023	3,014,608	3,424,467
应付债券	699,631	901,285	1,135,187	1,439,456	1,830,885
其他负债	854,224	975,609	1,103,510	1,301,043	1,544,080
负债合计	7,370,559	8,539,965	9,789,642	11,346,043	13,169,848
股本	18,280	18,280	18,280	18,280	18,280
资本公积金	128,651	134,474	134,474	134,474	134,474
减：库存股	5,001	5,995	5,995	5,995	5,995
其它综合收益	13,459	-6,829	2,732	3,824	5,354
盈余公积	12,164	12,164	12,164	12,164	12,164
一般风险准备	71,964	88,789	93,228	97,890	102,784
未分配利润	433,644	521,677	604,245	709,187	835,903
归属于母公司所有者权 益合计	673,161	762,560	871,118	981,814	1,114,955
少数股东权益	179,209	225,345	278,758	314,180	356,785
所有者权益合计	852,370	987,905	1,149,875	1,295,994	1,471,740

**盈利指标**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
ROA	1.82%	1.50%	1.14%	1.26%	1.31%
ROE	22.2%	18.8%	14.4%	16.2%	17.2%
EPS	8.17	7.83	6.84	8.70	10.50
BVPS	36.83	41.72	47.65	53.71	60.99
每股内含价值	65.67	72.65	79.91	89.90	100.86
每股新业务价值	4.15	2.71	2.41	2.68	2.97

**利润表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,168,867	1,218,315	1,225,644	1,353,861	1,521,659
已赚保费	748,779	757,599	742,447	801,843	898,064
银行业务利息净收入	90,187	100,404	111,448	122,593	134,853
非保险业务手续费及佣金净 收入	44,230	51,762	59,009	67,270	76,688
非银行业务利息收入	99,991	118,814	136,636	157,132	180,701
投资净收益	77,497	124,701	105,996	121,895	140,180
公允价值变动净收益	44,091	-4,770	-6,678	-1,336	-1,736
其他业务收入等	64,092	69,805	76,786	84,464	92,910
营业支出	983,839	1,030,011	1,057,248	1,139,923	1,263,382
退保金	26,661	36,914	51,971	32,074	35,923
赔付支出减摊回	213,767	225,633	222,734	256,590	287,380
提取保险责任准备金减摊回	286,921	302,553	282,130	320,737	354,735
保户红利支出	19,329	19,001	17,819	19,244	21,554
手续费及佣金支出	114,753	102,003	126,216	152,350	170,632
税金及附加	4,272	4,615	4,523	4,885	5,471
管理费用	165,320	170,195	155,914	168,387	188,593
非银行业务利息支出	20,098	26,436	30,060	34,569	39,754
其他业务成本	65,452	63,203	61,939	66,894	74,921
其他资产减值损失	67,266	79,458	103,943	84,193	84,418
营业利润	185,028	188,304	168,396	213,938	258,277
利润总额	184,739	187,764	167,852	213,338	257,603
所得税	20,374	28,405	28,535	36,267	43,793
净利润	164,365	159,359	139,317	177,071	213,811
归母净利润	149,407	143,099	125,102	159,004	191,995

**关键指标**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
归母净利润 (亿)	1,494.07	1,430.99	1,251.02	1,590.04	1,919.95
归母净利润增速	39.1%	-4.2%	-12.6%	27.1%	20.7%
已赚保费 (亿)	7,487.79	7,575.99	7,424.47	8,018.43	8,980.64
已赚保费增长率 (%)	10.5%	1.2%	-2.0%	8.0%	12.0%
新业务价值 (亿)	759.45	495.75	441.22	489.75	543.62
新业务价值增速	5.1%	-34.7%	-11.0%	11.0%	11.0%
寿险内含价值 (亿)	7574.90	8245.74	8931.09	10025.45	11187.20
寿险内含价值增速	23.5%	8.9%	8.3%	12.3%	11.6%
寿险 ROEV	25.0%	14.5%	16.4%	17.0%	16.8%
集团内含价值 (亿)	12005.33	13281.12	14607.68	16433.71	18438.04
集团内含价值增速	19.8%	10.6%	10.0%	12.5%	12.2%
集团 ROEV	15.3%	9.1%	10.2%	10.4%	10.2%
净投资收益率	5.2%	5.1%	4.6%	4.8%	4.8%
总投资收益率	6.9%	6.2%	4.2%	5.0%	4.9%
P/E(倍)	6.32	6.60	7.55	5.94	4.92
P/B(倍)	1.40	1.24	1.08	0.96	0.85
P/EV(倍)	0.79	0.71	0.65	0.57	0.51

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 27 日收盘价

图表 1: 集团核心财务指标情况

集团核心指标 (亿元)	2017	2018	2019	2020	2021H	2021Q3
总资产(万亿)	6.49	7.14	8.22	9.53	9.89	10.08
较年初	16.4%	10.0%	15.1%	15.9%	3.8%	5.8%
净资产	4,734	5,565	6,732	7,626	7,918	7,920
较年初	23.4%	17.6%	21.0%	13.3%	3.8%	3.9%
保费收入	6050.35	7195.56	7950.64	7978.8	4224.98	5917.65
YoY	28.9%	18.9%	10.5%	0.4%	-5.2%	-5.6%
归母净利润	890.88	1074.04	1494.07	1430.99	580.05	816.38
YoY	42.8%	20.6%	39.1%	-4.2%	-15.6%	-20.8%
归母营运利润	947.08	1125.73	1329.55	1394.7	818.36	1187.37
YoY	38.8%	18.9%	18.1%	4.9%	10.1%	9.2%
个人客户数 (亿人)	1.66	1.84	2.00	2.18	2.23	2.25
较年初	26.4%	11.0%	9.0%	4.2%	2.1%	3.1%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 寿险业务核心财务指标情况

寿险核心指标 (亿元)	2017	2018	2019	2020	2021H	2021Q3
寿险归母营运利润	521.28	703.2	880.54	936.66	494.95	727.01
YoY	29.7%	34.9%	25.2%	6.4%	-3.2%	-2.8%
寿险板块归母净利润	356.58	579.14	1026.59	950.18	292.56	443.94
YoY	43.5%	62.4%	77.3%	-7.4%	-35.7%	-35.8%
计算NBV的首年保费	1715.47	1654.46	1604.78	1489.15	876.41	1147.69
YoY	26.4%	-3.6%	-3.0%	-7.2%	3.7%	-4.5%
新业务价值	673.57	722.94	759.45	495.75	273.87	352.37
YoY	32.6%	7.3%	5.1%	-34.7%	-11.7%	-17.8%
新业务价值率	39.3%	43.7%	47.3%	33.3%	31.2%	30.7%
期末代理人数量(万人)	138.6	141.7	116.7	102.4	87.8	70.6
较年初	25.9%	2.2%	-17.6%	-12.3%	-14.2%	-31.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 财险业务核心财务指标情况

财险核心指标 (亿元)	2017	2018	2019	2020	2021H	2021Q3
综合成本率	96.2%	96.0%	96.4%	99.1%	95.9%	97.3%

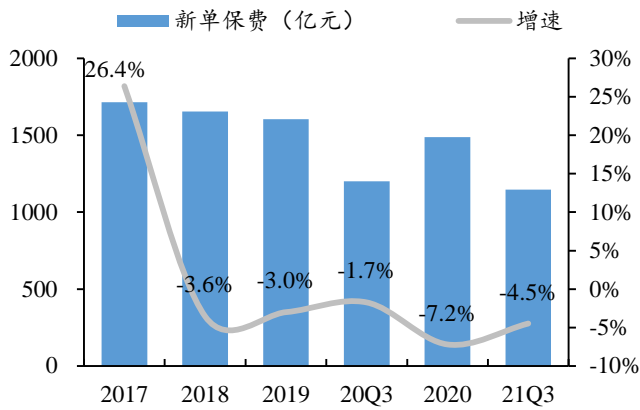
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 投资业务核心财务指标情况

投资核心指标 (万亿)	2017	2018	2019	2020	2021H	2021Q3
总投资资产	2.45	2.79	3.21	3.74	3.79	3.90
较年初	24.2%	14.1%	14.8%	16.6%	1.3%	4.3%
净投资收益率	5.8%	5.2%	5.2%	5.1%	3.8%	4.2%
总投资收益率	6.0%	3.7%	6.9%	6.2%	3.5%	3.7%

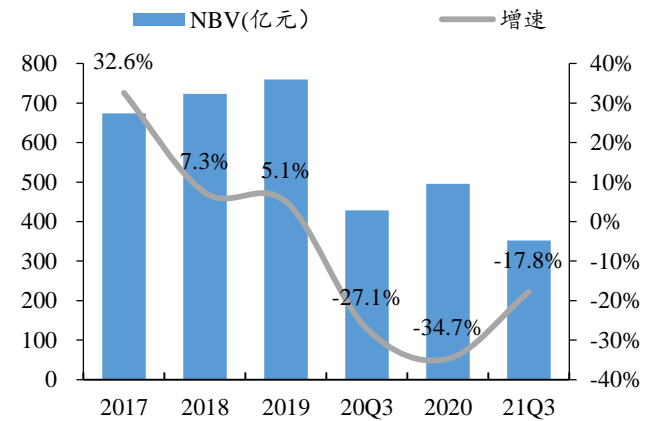
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 21H1 公司新单保费增速-4.5%



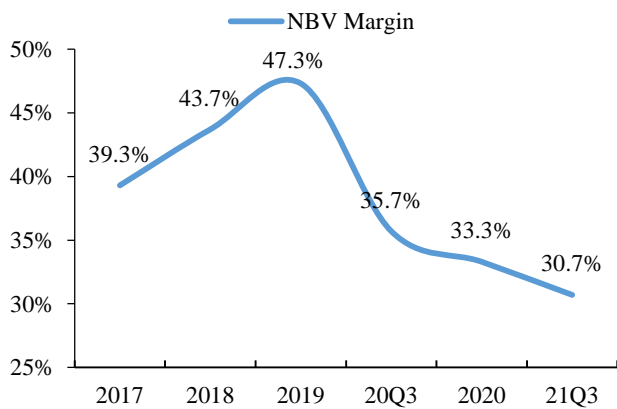
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 21H1 寿险新业务价值增速-17.8%



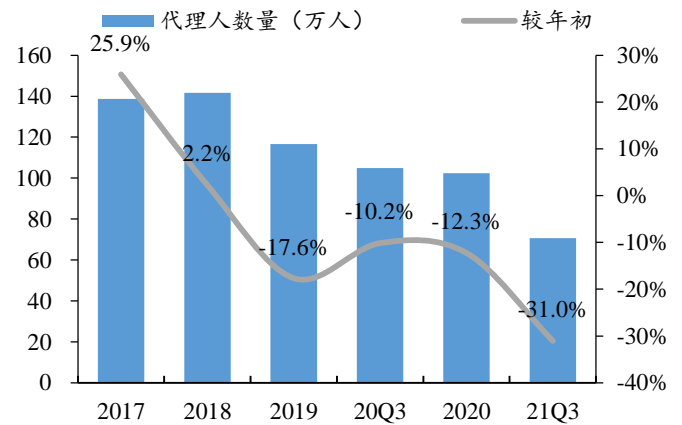
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 7: 公司寿险 Margin 下滑至 30.7%



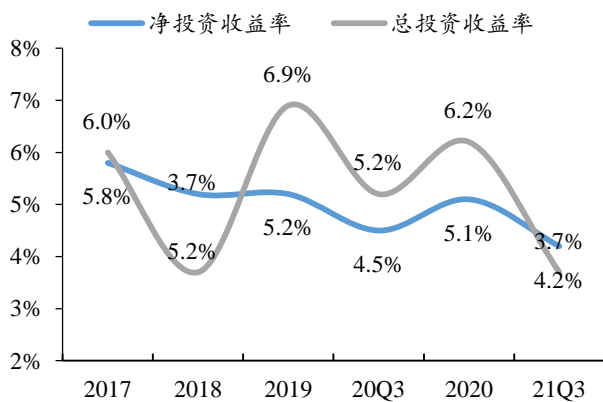
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 8: 21H1 公司代理人数量较年初-31.0%



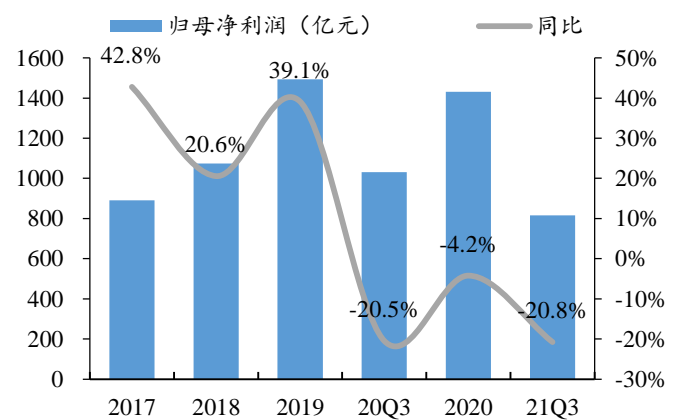
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 公司净、总投资收益率分别为 4.2%、3.7%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 21H1 集团归母净利润同比下降 20.8%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com