

中国平安(601318)

寿险持续疲软，改革坚定推进

——中国平安 2021 年三季度报点评

✎ : 分析师: 邱冠华 S1230520010003
✎ : 分析师: 梁凤洁 S1230520100001
✉ TEL: 02180108037 liangfengjie@stocke.com.cn

报告导读

寿险 NBV 疲软，产险稳健，银行亮眼，寿险改革坚定推行，成效可期。

投资要点

业绩概览

2021Q1-3, 中国平安归母净利润 816.38 亿, 累计同比-20.8%, 降幅环比扩大 5.2pc; 归母营运利润 1187.37 亿, 累计同比+9.2%, 增速环比放缓 0.9pc。

核心关注

1、寿险：受新单保费及价值率双重下降影响，NBV 继续下滑。 21Q1-3, NBV352.37 亿, 累计同比-17.8%, 降幅环比 H1 扩大 6pc; 单季度看, Q3 下滑有所改善, 降幅环比 Q2 收窄 8.8pc。21Q1-3NBV 的下降, 同时受到新单保费及价值率下滑的影响, 新单保费同比-4.5%, 价值率同比下降 5.0pc 至 30.7%。新单保费下降主要由于人力清虚导致(寿险人力从年初的 102.4 万, 下降到 9 月底的 70.6 万, 降幅 31.0%), 价值率下降主要受到储蓄型产品占比提高影响。

展望未来: ①短期看, 鉴于 20Q4 的低基数, 以及年底目标冲刺, 预计 21Q4 的 NBV 同比降幅进一步收窄, 但全年来看, 预计仍有两位数的负增长。开门红延后至 11 月中旬启动, 分两阶段运作, 即双 12 之前的中短储产品, 以及之后的长期保障型产品。②中长期看, 平安坚定改革, 持续清理低产能的虚人力, 提升既有绩优人力产能, 同时, 以优+、优++为代表的高质量人力增员拉开序幕, 预计新人中该类人力占比将从当前的大约 10%, 在未来 2 年内逐步提升至 50%。

2、财产险：净利润保持稳健增长，主要受益于综合成本率的优化。 21Q1-3, 财产险归母净利润 132.21 亿, 同比+20.2%。由于车险综改政策, 原保费收入 1993.43 亿, 同比-9.2%, 但产险通过优化客群结构, 加强风险筛选, 以及科技赋能, 降低费用率, 使得综合成本率下降 1.8pc, 至 97.3%。展望未来, 由于去年综改后的低基数, 预计稳健增长态势延续。

3、保险投资：受利率下行及资产减值计提影响，投资收益减少。 21Q2-3 长端利率持续下行至 2.8%, 同时, H1 对华夏幸福计提减值损失 359 亿, 风险拨备覆盖率 60%以上, 由于华夏幸福债务重组计划的发布, Q3 没有继续计提减值损失, 若债务重组计划顺利实施, 预计平安后续无需再计提减值。对于市场担忧的地产投资风险, 根据刘鹤副总理等政府高层官员的公开表态, 房地产风险总体可控, 政策在执行层面将进行纠偏, 平安的不动产投资风险得到改善。

4、银行：营收利润稳健高增长，资产质量优化，对集团贡献加大。 21Q1-3, 银行归母净利润同比+30.1%, 增速环比+1.5pc; 营收同比+9.1%, 增速环比+1.0pc; 不良率 1.05%, 环比-3bp, 拨备覆盖率 268%, 环比+9pc。

盈利预测及估值

随着改革持续推进, 寿险有望逐步走出低谷。预计 2021-2023 年中国平安归母净利润同比增速为-15%/27%/22%。现价对应 2021-2023 年 0.65/0.59/0.53 倍 PEV。目标价 77.0 元, 对应 2021E 集团 PEV1.0 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

改革推进缓慢, 经济环境恶化, 长端利率大幅下行, 地产风险扩大。

评级

买入

上次评级 买入

当前价格 ¥ 51.65

单季度业绩

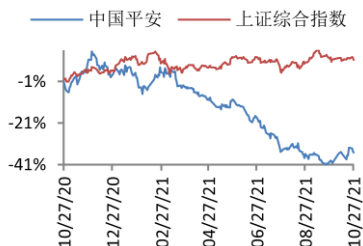
元/股

3Q/2021 1.62

2Q/2021 1.91

1Q/2021 1.81

4Q/2020 2.43



公司简介

相关报告

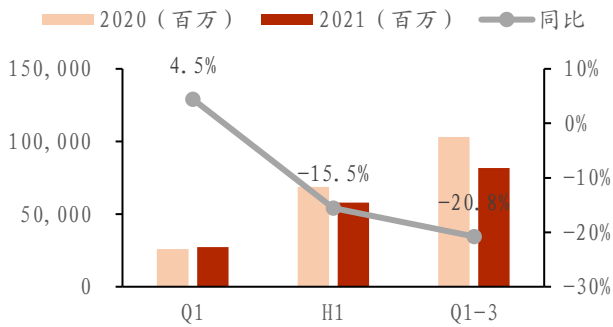
- 《地产风险改善, 提振投资收益——华夏幸福债务重组计划点评》2021.10.09
- 《生态协同增效, 改革静待花开——中国平安首次覆盖报告》2021.09.02

联系人: 洪希柠

财务摘要

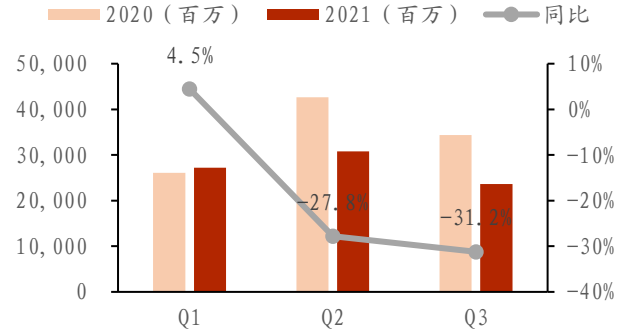
(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	1,218,315	1,156,973	1,298,299	1,461,931
(+/-)	4%	-5%	12%	12%
归母净利润	143,099	121,682	154,737	189,056
(+/-)	-4%	-15%	27%	22%
EVPS (元)	72.65	79.21	86.98	96.45
P/EV	0.71	0.65	0.59	0.53

图 1: Q1-3 集团净利润同比继续下滑



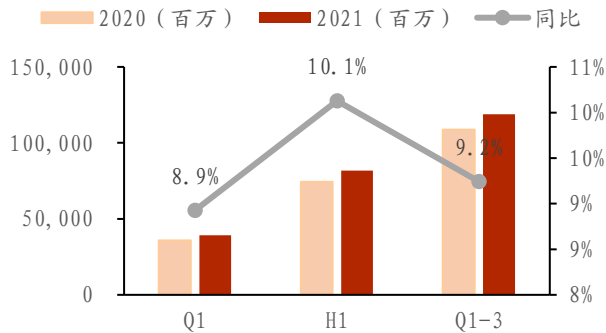
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所

图 2: Q3 单季度集团净利润降幅扩大



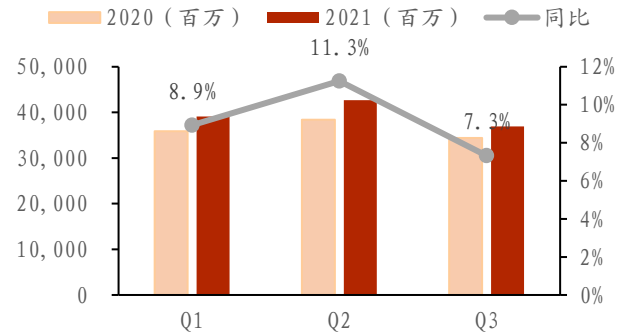
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所

图 3: Q1-3 集团营运净利润同比保持增长



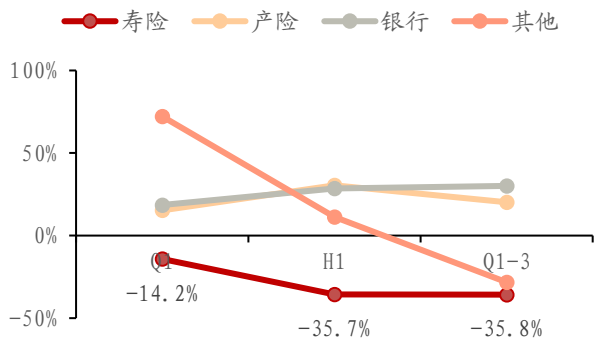
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所

图 4: Q3 单季度集团营运利润增速环比放缓



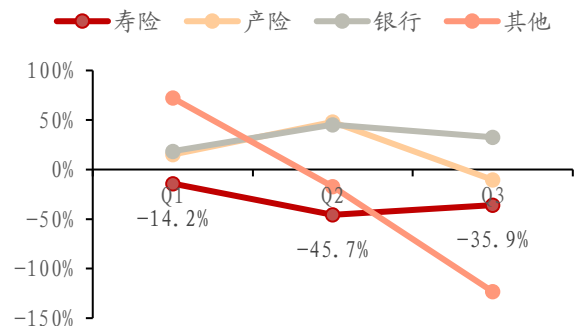
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所

图 5: Q1-3 集团净利润的下跌, 主要受主业寿险的下滑影响



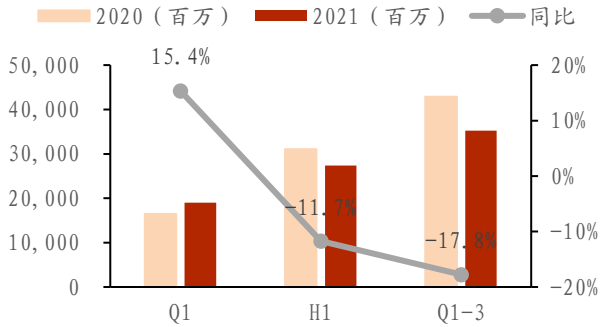
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所

图 6: Q3 单季度寿险净利润降幅环比收窄



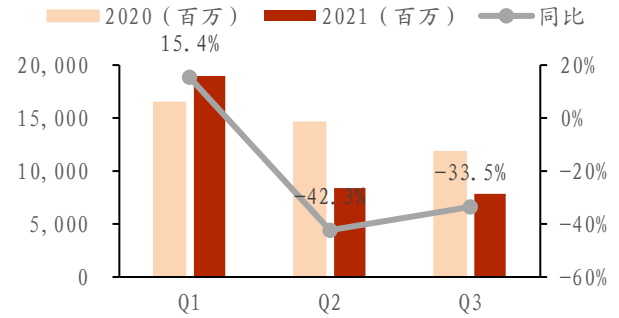
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所

图 7: Q1-3 寿险 NBV 降幅环比扩大



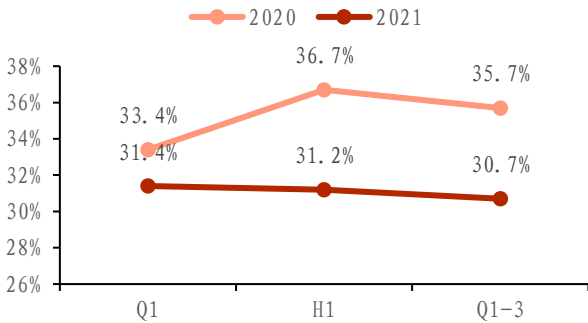
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所

图 8: Q3 单季度寿险 NBV 降幅环比收窄



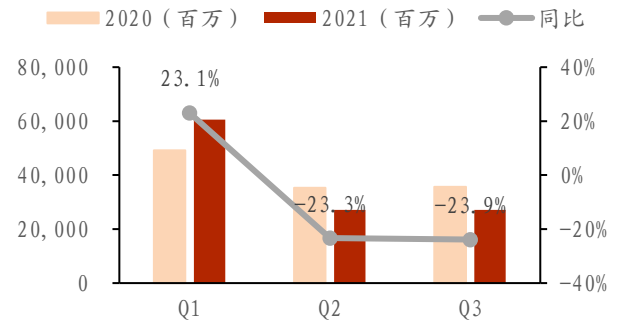
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所

图 9: Q1-3 寿险 NBVM 继续下滑



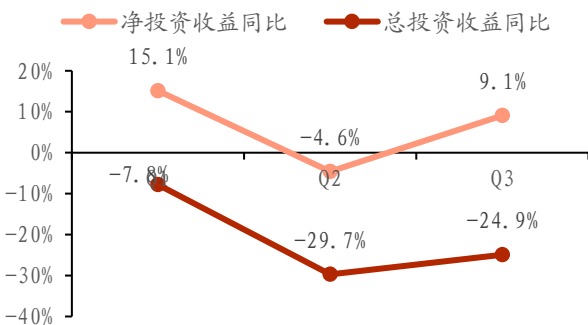
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所

图 10: Q3 单季度寿险新单保费延续下滑



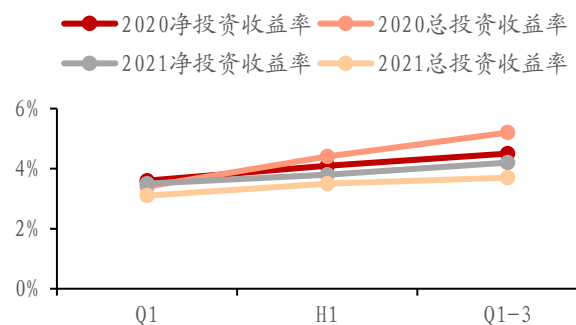
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所, 数据为用于计算 NBV 的新单首年保费

图 11: Q3 净投资收益同比恢复正增长, 总投资收益环比改善



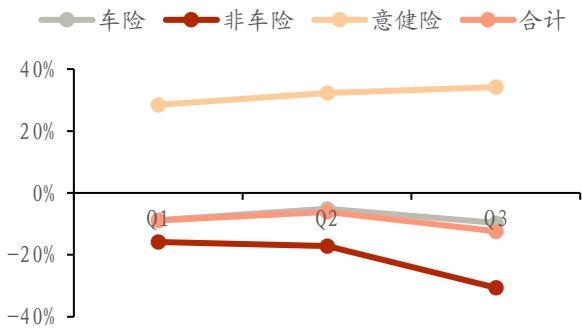
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所

图 12: Q1-3 投资收益率有所回升



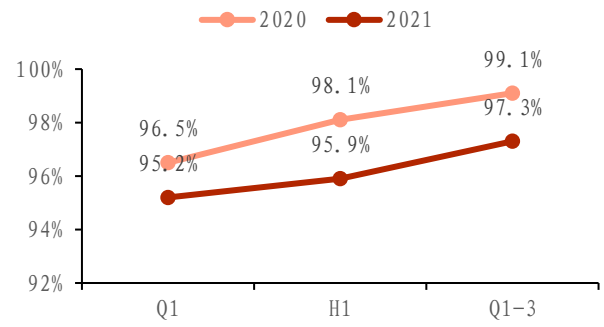
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所

图 13: Q1 意健险高增长, 其他险种下滑环比扩大



资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所

图 14: Q1-3 财产险综合成本率环比上行, 但同比仍有改善



资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所

表附录：报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
现金及等价物	698,641	733,573	770,252	808,764	保险业务收入	797,880	740,883	799,269	878,811
投资资产	4,993,299	5,504,113	6,384,771	7,406,335	分出保费	(23,077)	(24,491)	(26,587)	(29,626)
发放贷款及垫款	2,599,510	2,924,617	3,259,419	3,634,437	提取未到期责任准备金	(17,204)	(16,640)	(18,174)	(20,511)
其他资产	1,236,420	1,508,911	1,537,318	1,536,436	已赚保费	757,599	699,751	754,508	828,674
资产合计	9,527,870	10,671,214	11,951,760	13,385,971	投资收益(含公允价值变动)	221,900	189,260	245,211	293,856
保险合同准备金	2,218,007	2,320,891	2,459,255	2,613,206	银行业务利息净收入	100,404	103,878	117,025	132,337
保户储金及投资款	768,975	922,770	1,107,324	1,328,789	非保险手续费及佣金净收入	51,762	62,114	74,537	89,445
借款、存放款合计	960,175	1,056,193	1,161,812	1,277,993	对联营合营的投资收益	16,845	20,214	21,225	23,347
应付债券	901,285	901,285	901,285	901,285	汇兑损益	2,219	1,000	1,000	1,000
卖出回购金融资产款	276,602	309,794	346,970	388,606	其他收入	67,586	80,755	84,793	93,272
吸收存款	2,634,361	2,993,892	3,353,159	3,755,538	营业总收入	1,218,315	1,156,973	1,298,299	1,461,931
其他负债	780,560	1,059,936	1,382,728	1,732,619	赔付及提取责任准备金净额	(584,101)	(543,748)	(598,820)	(665,233)
负债合计	8,539,965	9,564,761	10,712,532	11,998,036	保险业务手续费及佣金支出	(102,003)	(91,934)	(99,181)	(109,055)
少数股东权益	225,345	240,470	259,352	282,133	业务及管理费	(176,551)	(166,044)	(180,204)	(196,701)
归属母公司股东权	762,560	865,983	979,876	1,105,803	税金及附加	(4,615)	(4,383)	(4,918)	(5,538)
负债和股东权益	9,527,870	10,671,214	11,951,760	13,385,971	非银行业务利息支出	(26,436)	(31,723)	(38,068)	(45,681)
					减值损失	(79,458)	(90,000)	(90,000)	(90,000)
					其他成本	(56,847)	(68,830)	(83,296)	(100,724)
					营业总支出	(1,030,011)	(996,662)	(1,094,486)	(1,212,933)
					营业外收支	(540)	(648)	(778)	(933)
					利润总额	187,764	159,662	203,035	248,065
					所得税费用	(28,405)	(24,154)	(30,715)	(37,527)
					净利润	159,359	135,509	172,319	210,538
					少数股东权益	(16,260)	(13,826)	(17,582)	(21,482)
					归母净利润	143,099	121,682	154,737	189,056

核心指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
新业务价值增速	-35%	-12%	10%	12%
内含价值增速	11%	11%	10%	11%
每股净收益(元)	8.10	6.66	8.46	10.34
每股净资产(元)	41.72	47.44	53.75	60.71
每股内含价值(元)	72.65	79.21	86.98	96.45
PE(倍)	6.38	7.76	6.10	4.99
PB(倍)	1.24	1.09	0.96	0.85
PEV(倍)	0.71	0.65	0.59	0.53

资料来源：浙商证券研究所 注：现金及等价物含货币资金、结算备付金

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>