

2021 年报点评：资负两端承压，分红彰显韧性

2022 年 03 月 18 日

买入 (维持)

证券分析师 胡翔

执业证号: S0600516110001
021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证号: S0600520090004
zhujiayu@dwzq.com.cn

事件：中国平安披露 2021 年年报，实现归母营运利润 1,479.61 亿元，同比增长 6.1%（其中寿险+3.5%、财险+0.2%、银行+25.6%、资管+9.4%、科技+19.5%），银行板块成为提振集团业绩增长亮点；营运 ROE 达 18.9%；实现归母净利润 1,016.18 亿元，同比下降 29.0%。全年股息达 2.38 元/股，同比增长 8.2%，营运利润派息率由 2020 年的 28.7% 提升至 29.2%。

投资要点

■ **新冠疫情反复，拖累寿险价值增长。**2021 年公司寿险及健康险业务实现 NBV 378.98 亿元，同比下降 23.6%（公司调整假设，可比口径下同比下降 18.6%，对应 4Q21 同比下降 23.7%）。归因来看，可比口径下 NBV-FYP 同比下降 8.5%，NBV-Margin 同比下降 3.7pps，主要系受新冠肺炎疫情反复，客户消费趋于谨慎，重疾险产品销售难度提升，同时人身险行业面临转型压力期。公司主动夯实基础淘汰低产能代理人，期末人力同比下滑 41.1% 至 60 万人，质态出现改善迹象，人均收入同比微降 0.6%，人均首年保费同比增长超 22%。寿险剩余边际受新业务贡献乏力和脱退差异及其他负贡献拖累（-3.1%）影响，较年初下滑 2.0%，寿险 OPAT 同比增长 3.6% 彰显业务韧性。展望 2022 年，我们预计价值仍将承压，但拐点预计将在下半年出现。公司持续推动“4 渠道+3 产品”改革战略，数字化试点初具成效，30% 营业部已推广，部均 NBV 增长 10%。

■ **产险业务质量保持良好并持续优化。**2021 年公司综合成本率为 98.0%，同比优化 1.1 个 pct.，其中费用率同比下降 7.6 个 pct. 至 31.0%，赔付率同比上升 6.5 个 pct. 至 67.0%；承保利润 51.36 亿元，同比增长 145.7%，得益于信保业务的扭亏为盈。车险综合成本率 98.9%（上半年测算分别为 97.4% 和 100.3%），在车险综改和河南暴雨的综合影响下实属不易，我们预计 2022 年车险综合成本率维持在 98% 以内。

■ **华夏幸福减值拖累投资收益增长。**公司净投资收益率 4.6%（同比-0.5 个 pct.），总投资收益率 4.0%（同比-2.2 个 pct.），期末股基投资占比同比下降 0.9 个 pct. 至 9.3%。公司 4Q21 投资收益明显承压，寿险 OPAT 与净利润偏差中的短期投资波动由 2021 年第三季度的 -186.36 亿元扩大至 2021 年全年的 -234.91 亿元。归母净利润与营运利润差异主要系对华夏幸福相关投资资产进行减值计提等调整（合计 432 亿元），剔除华夏幸福影响后，营运利润与净利润同比增速分别为 11.3%/ -12.0%，总投资收益率为 5.2%。

■ **公司谨慎调整非经济假设，EV 增速放缓受 NBV 增速放缓和投资回报差异负向贡献影响。**2021 年，寿险和集团 EV 同比增速分别为 6.3% 和 5.1%（值得注意的是公司根据实际经验调整退保率、费用率等非经济假设，若按照 2020 年评估所用假设及模型，2021 年寿险和集团 EV 同比增速分别为 7.1% 和 5.6%），调整后寿险 ROEV 同比下降 3.4 个 pct. 至 11.1%。投资回报差异拖累期初寿险 EV 同比增速 3.0 个 pct.；营运假设/模型变动以及经验差异及其他拖累期初寿险 EV 同比增速 2.0 个 pct.；以陆金所控股为标的可转换本票的价值重估损益拖累非寿险净资产同比增速 2.0 个 pct.；分红和回购力度大于同期。我们预计 2022 年 EV 增长仍有一定压力，同比增速在 7.5% 左右。

■ **盈利预测与投资评级：**公司业绩基本符合市场和我们的预期，公司资产负债两端经营明显承压，但持续增长的分红彰显经营韧性。公司 50~100 亿元 A 股回购方案夯实市场信心（目前已完成 39 亿元），寿险改革曙光预计下半年可见。我们上调公司 2022-2024 年归母净利润至 1,519、1,716 和 1,880 亿元（2022-2023 年原预测为 1,366 和 1,570 亿元，新增 2024 年预测），同比增速为 7.8%、7.1% 和 7.7%。当前公司业绩与情绪低点正在过去。截至 2022 年 3 月 17 日，公司股价对应 2022 年至 2024 年 P/EV 分别为 0.54、0.49 和 0.47 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**1) 疫情反复拖累保障型产品销售复苏不及预期；2) 长端利率大幅下行及权益市场大幅波动影响投资收益；3) 寿险改革推进缓慢。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	45.50
一年最低/最高价	42.33/85.00
市净率(倍)	1.07
流通 A 股市值(百万元)	492886.23

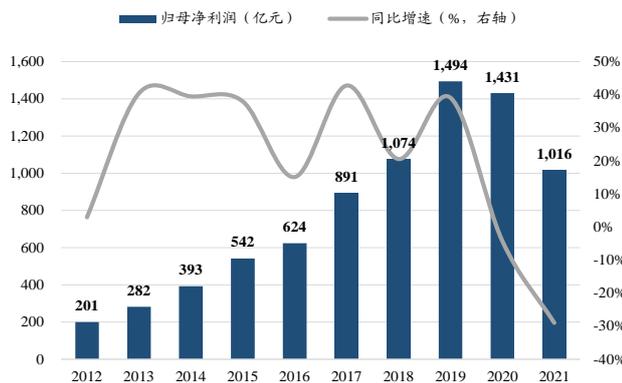
基础数据

每股净资产(元)	44.44
资产负债率(%)	89.37
总股本(百万股)	18280.24
流通 A 股(百万股)	10832.66

相关研究

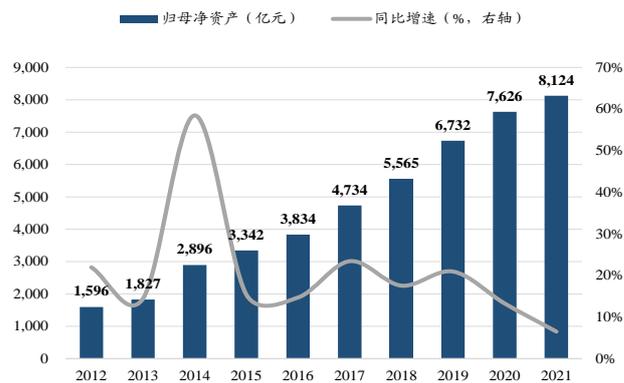
- 1、《中国平安 (601318)：2021 年三季度点评：负债端持续低迷，投资端拐点可期》2021-10-28
- 2、《中国平安 (601318)：2021 年中报点评：负债、投资端双双承压，回购计划彰显改革决心》2021-08-27
- 3、《中国平安 (601318) 2021 年一季报点评：新业务价值高增，关注公司长期价值》2021-04-23

图 1: 2012-2021 年公司归母净利润及同比增速



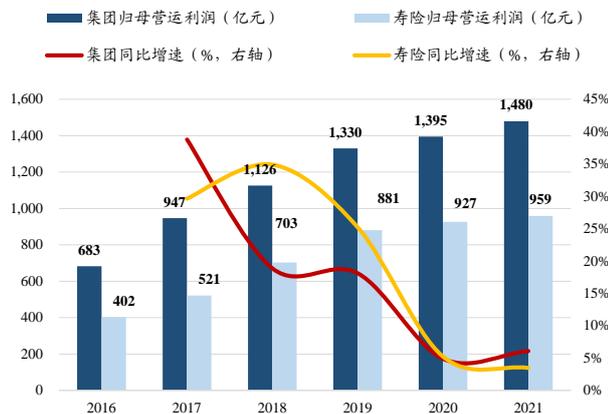
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 2: 2012-2021 年公司归母净资产及增速



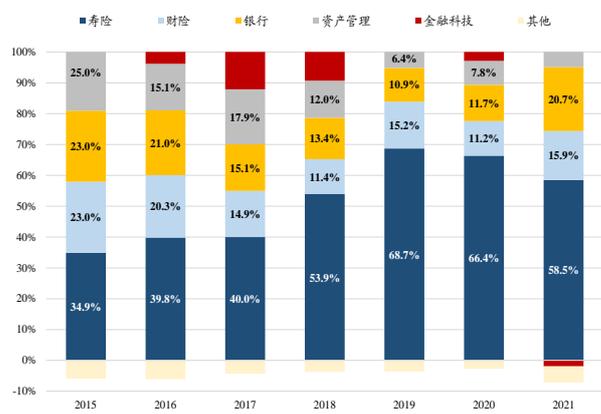
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 3: 2016-2021 年集团/寿险营运利润及同比增速



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 4: 2015-2021 年公司分部净利润结构



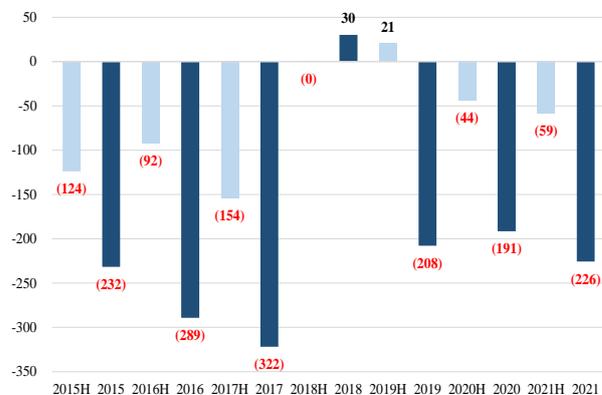
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 5: 2012-2021 年公司内含价值及增速



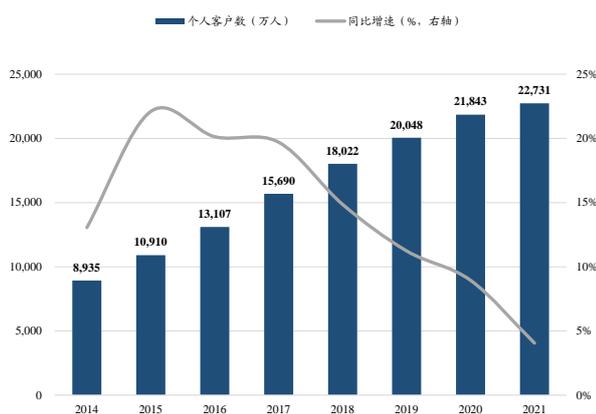
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 6: 2015H-2021 年公司准备金假设变更影响 (亿元)



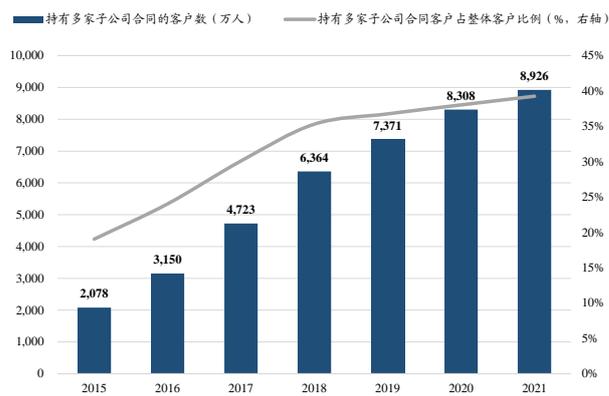
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 7：2014-2021 年公司个人客户数及增速



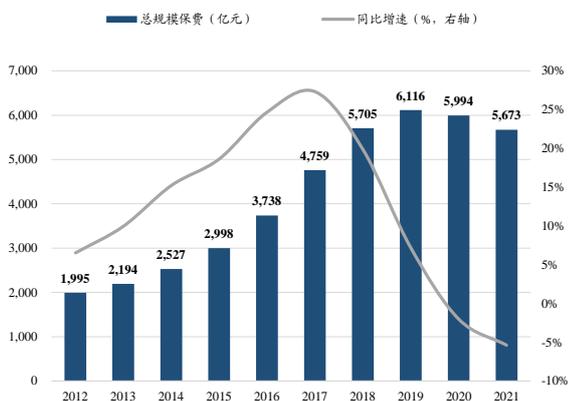
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 8：2015-2021 年持有多家子公司合同客户数及占比



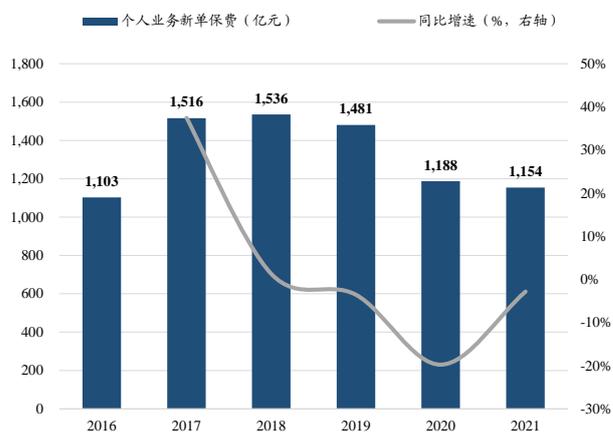
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 9：2012-2021 年公司总规模保费及同比增速



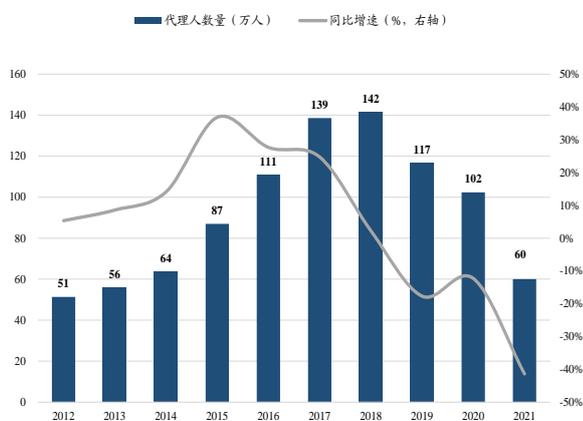
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 10：2016-2021 年公司个人业务新单保费及同比增速



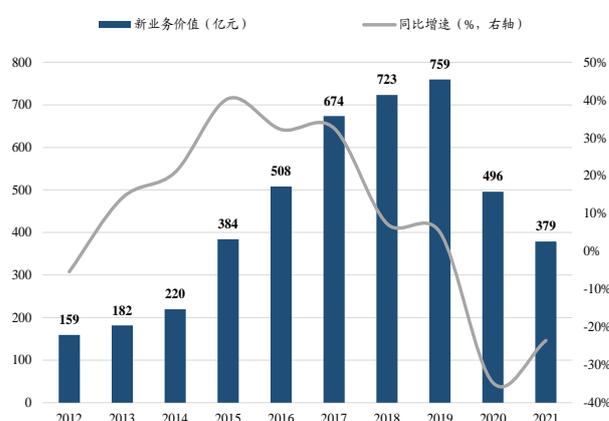
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 11：2012-2021 年公司代理人数量及同比增速



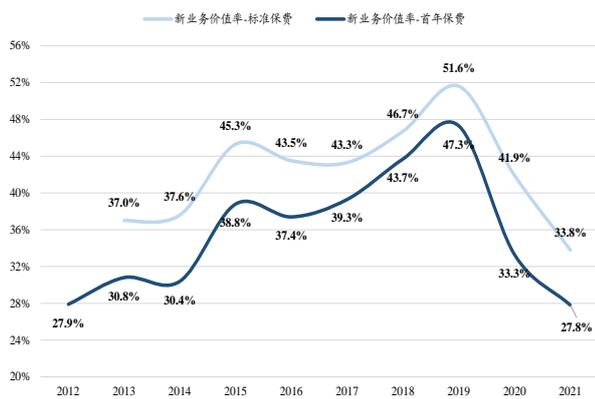
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 12：2012-2021 年公司新业务价值及同比增速



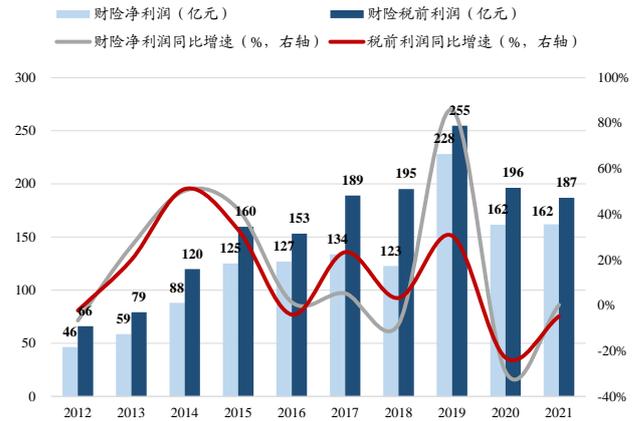
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 13: 2012-2021 年公司新业务价值率



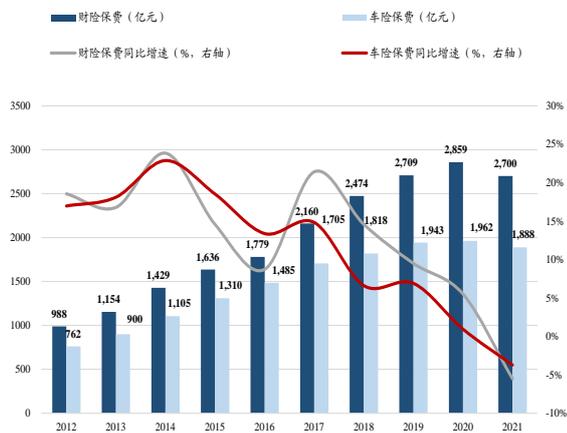
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 14: 2012-2021 年公司财险净利润及同比增速



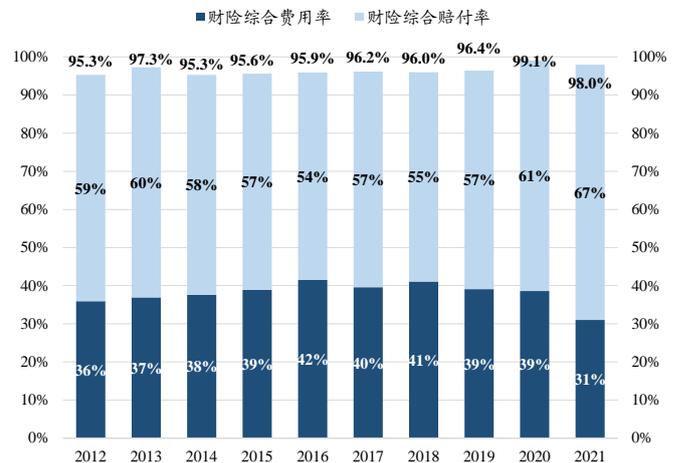
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 15: 2012-2021 年公司财险/车险保费及同比增速



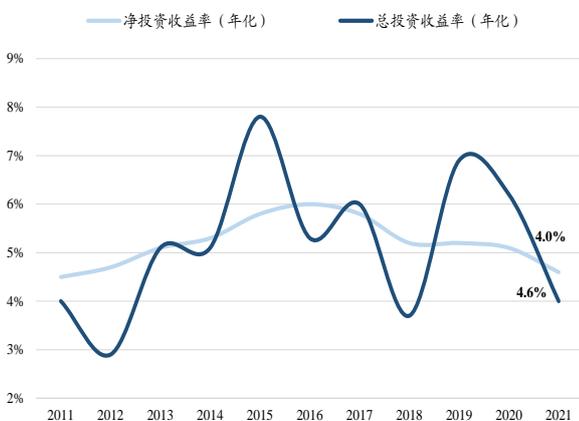
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 16: 2012-2021 年公司财险综合费用/赔付率



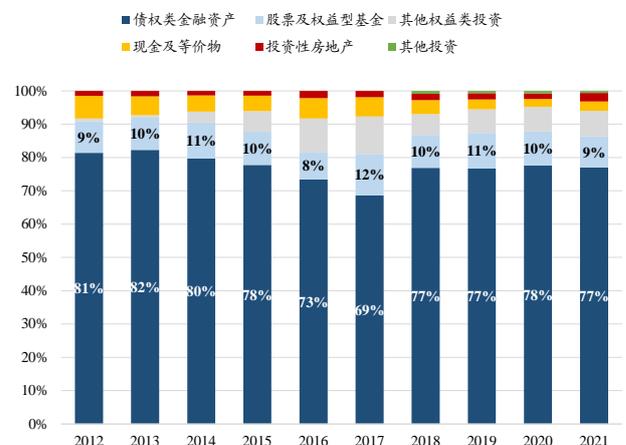
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 17: 2011-2021 年公司总投资收益率/净投资收益率



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 18: 2012-2021 年公司投资端资产配置结构



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

表1：中国平安盈利预测及估值（调整）

人民币：百万元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
一、营业收入	1,168,867	1,218,315	1,180,444	1,193,706	1,267,336	1,345,776
保险业务收入	795,064	797,880	760,843	808,280	832,790	867,492
减：分出保费	-21,370	-23,077	-30,208	-28,451	-29,719	-31,220
提取未到期责任准备金	-24,915	-17,204	9,298	-12,526	-12,324	-12,703
已赚保费	748,779	757,599	739,933	767,303	790,748	823,569
银行业务利息净收入	90,187	100,404	121,368	121,264	134,894	146,944
非保险业务手续费及佣金净收入	44,230	51,762	41,584	46,931	52,228	57,995
投资收益	177,488	243,515	231,850	201,128	217,005	235,399
公允价值变动收益	44,091	-4,770	-22,613	-1,315	7,008	7,351
汇兑损失	779	2,219	1,267	5,821	5,624	5,664
其他业务收入	63,313	64,181	67,055	30,618	30,618	30,618
二、营业支出	-983,839	-1,030,011	-1,040,759	-966,318	-1,011,534	-1,066,219
退保金	-26,661	-36,914	-52,931	-33,835	-36,294	-38,091
赔付净支出	-213,767	-225,633	-252,606	-313,961	-330,372	-347,680
提取保险责任准备金净额	-286,921	-302,553	-262,859	-146,857	-138,081	-137,174
保单红利支出	-19,329	-19,001	-19,405	-15,480	-16,959	-18,101
分保费用	-13	-18	-24	-1,416	-1,416	-1,416
保险业务手续费及佣金支出	-114,753	-102,003	-80,687	-119,130	-121,848	-126,371
营业税金及附加	-4,272	-4,615	-4,570	-810	-760	-707
业务及管理费	-172,892	-176,551	-172,597	-222,288	-241,844	-264,301
减：摊回分保费用	7,572	6,356	5,908	15,790	16,690	17,654
财务费用	-20,098	-26,436	-28,082	-20,844	-22,311	-23,846
其他业务成本	-65,439	-63,185	-67,970	-67,772	-68,670	-69,632
资产减值损失	-67,266	-79,458	-14,548	-86,155	-97,689	-105,800
三、营业利润	185,028	188,304	139,685	227,388	255,802	279,557
四、利润总额	184,739	187,764	139,580	227,388	255,802	279,557
减：所得税费用	-20,374	-28,405	69	-44,872	-51,415	-56,710
五、净利润	164,365	159,359	121,802	182,515	204,387	222,846
归属于母公司股东的净利润	149,407	143,099	101,618	151,918	171,556	187,965
少数股东损益	14,958	16,260	20,184	30,598	32,831	34,882
六、每股收益（元/股）	8.41	8.10	5.77	8.63	9.74	10.68
每股股息（元/股）	2.05	2.14	2.38	2.67	2.84	3.03

数据来源：Wind，公司财报，东吴证券研究所

注：股价、估值等数据截至2022年3月17日收盘

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>