

# 中国平安 (601318.SH)

## 基本面有望见底回升

### 核心观点

#### 去年重疾险销售下滑以及华夏幸福事件拖累全年业务表现

2021年，受疫情的冲击，重疾险销售下滑，寿险新业务价值约379亿元（同比-24%），新业务价值率下滑5.5个百分点至27.8%，内含价值为8765亿元（+6.3%）。财务数据方面，集团归母营运利润为1480亿元（+6.1%），寿险归母营运利润为959亿元（+3.5%），集团归母净利润为1016亿元（-29%），其中华夏幸福相关资产的处理使归母净利润减少243亿元。

全年集团对外分红415亿元，对应股息每股现金2.38元（+8.2%），同时回购39亿元价值的股票，两者占集团当下市值的4.4%。而集团A股股票的回购计划规模是50-100亿元，同时在手现金充沛，有望在今年继续保持较高的分红水平，使得集团当下的股价具备一定的吸引力。

#### 寿险：代理人人均产能处于高点，结构逐渐优化

2021年末寿险代理人规模为60万人（-41.4%），但人均新业务价值为3.9万元（-4.1%），渠道质量相对稳定，同时大专以上占比较年初上升2.4个百分点，人均首年保费达到7550元（+22%），结构逐渐优化。

#### 车险保费恢复增长，市占率提升，同时资产配置上提升基金占比

同期，车险保费为1888亿元（-3.7%），已逐步修复，四季度同比增长8.7%，市占率提升0.5%，同时综合成本率下滑0.7%。另一方面，净资产投资收益率为4.6%，总投资收益率为4.0%，债券型及权益型基金的配置占比分别提升1和0.5个百分点。

#### 投资建议：稳增长政策提升存量保单估值，维持目标价，维持“买入”评级

我们预计集团2022-2024年归母净利润1215/1375/1560亿元，同比增速19.5/13.2/13.5%，摊薄EPS为6.65/7.52/8.54元，当前股价对应PEV为0.58/0.52/0.47x。去年华夏事件的冲击以及重疾险销售的下滑拖累了集团业绩，但当下代理人的人均产能已经维持于高点，负债端有望逐步修复。同时，在稳增长政策的发力下，资产端正迎来利好。我们维持中国平安的目标价66-71元，维持“买入”评级。

#### 风险提示：新单销售不佳，资产端风险提升。

#### 盈利预测和财务指标

|           | 2020      | 2021      | 2022E     | 2023E     | 2024E     |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 1,218,315 | 1,180,444 | 1,226,147 | 1,276,464 | 1,386,894 |
| (+/-%)    | 4.23%     | -3.11%    | 3.87%     | 4.10%     | 8.65%     |
| 净利润(百万元)  | 143,099   | 101,618   | 121,473   | 137,540   | 156,041   |
| (+/-%)    | -4.22%    | -28.99%   | 19.54%    | 13.23%    | 13.45%    |
| 摊薄每股收益(元) | 8.17      | 5.56      | 6.65      | 7.52      | 8.54      |
| 每股内含价值    | 72.65     | 76.34     | 82.83     | 91.58     | 101.76    |
| (+/-%)    | 10.63%    | 5.07%     | 8.50%     | 10.57%    | 11.11%    |
| PEV       | 0.66      | 0.63      | 0.58      | 0.52      | 0.47      |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 非银金融·保险 II

证券分析师：王鼎

0755-81981000

wangding1@guosen.com.cn

S0980520110003

证券分析师：王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

证券分析师：戴丹苗

0755-81982379

daidanmiao@guosen.com.cn

S0980520040003

#### 基础数据

|            |                   |
|------------|-------------------|
| 投资评级       | 买入(维持)            |
| 合理估值       | 66.00 - 71.00 元   |
| 收盘价        | 47.93 元           |
| 总市值/流通市值   | 876160/876160 百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 81.30/42.33 元     |
| 近3个月日均成交额  | 3599.75 百万元       |

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《中国平安-601318-深度报告：稳增长政策提升存量保单价值》——2022-02-17
- 《中国平安-601318-2021年三季度点评：代理人结构优化，未来可期》——2021-10-29
- 《中国平安-601318-九月保费点评：新单下滑，但资产端或持续利好》——2021-10-15
- 《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年一季度点评：重拾健康增长，或持续全年》——2021-04-23

### 去年重疾险销售下滑以及华夏幸福事件拖累全年业务表现

2021 年，受疫情的冲击，重疾险销售下滑，寿险新业务价值约 379 亿元（同比-24%），新业务价值率下滑 5.5 个百分点至 27.8%，内含价值为 8765 亿元（+6.3%）。

图1：新业务价值情况

| (人民币百万元)                 | 新业务价值  | 变动 (%) | 新业务价值率 (%) | 变动 (pps) |
|--------------------------|--------|--------|------------|----------|
| 个人业务                     | 37,330 | (23.4) | 38.4       | (9.0)    |
| 代理人渠道                    | 31,076 | (27.6) | 43.1       | (11.8)   |
| 短交保障储蓄混合型                | 7,178  | 16.0   | 19.5       | 0.7      |
| 长交保障储蓄混合型 <sup>(1)</sup> | 7,560  | 5.1    | 47.5       | (8.1)    |
| 长期保障型 <sup>(2)</sup>     | 12,512 | (51.4) | 86.7       | (9.3)    |
| 短期险                      | 3,827  | 1.4    | 75.6       | 8.4      |
| 电销、互联网及其他渠道              | 4,485  | 5.9    | 28.2       | 0.8      |
| 银保渠道                     | 1,769  | 9.9    | 19.3       | 1.6      |
| 团险业务                     | 568    | (30.8) | 1.5        | (0.3)    |
| 新业务价值合计                  | 37,898 | (23.6) | 27.8       | (5.5)    |

资料来源：集团官网, 国信证券经济研究所整理

财务数据方面，集团归母营运利润为 1480 亿元（+6.1%），对应的寿险归母营运利润为 959 亿元（+3.5%），集团归母净利润为 1016 亿元（-29%），其中华夏幸福相关资产的处理减少 243 亿元的归母净利润。

图2：归母营运利润情况

|                       | 2021年   | 占比 (%) | 同比变动 (%) | 归母营运利润增长驱动因素 |         |
|-----------------------|---------|--------|----------|--------------|---------|
| 寿险及健康险业务              | 95,906  | 64.8   | 3.5      | 2020年归母营运利润  | 139,470 |
| 财产保险业务                | 16,117  | 10.9   | 0.2      | 寿险及健康险业务     | 3,235   |
| 银行业务                  | 21,060  | 14.2   | 25.6     | 财产保险业务       | 34      |
| 资产管理业务 <sup>(1)</sup> | 12,221  | 8.3    | 9.4      | 银行业务         | 4,294   |
| 科技业务 <sup>(2)</sup>   | 7,948   | 5.4    | 19.5     | 资产管理业务       | 1,049   |
| 其他业务及合并抵销             | (5,291) | (3.6)  | 36.5     | 科技业务         | 1,294   |
| 集团合并                  | 147,961 | 100.0  | 6.1      | 其他业务及合并抵销    | (1,415) |
|                       |         |        |          | 2021年归母营运利润  | 147,961 |

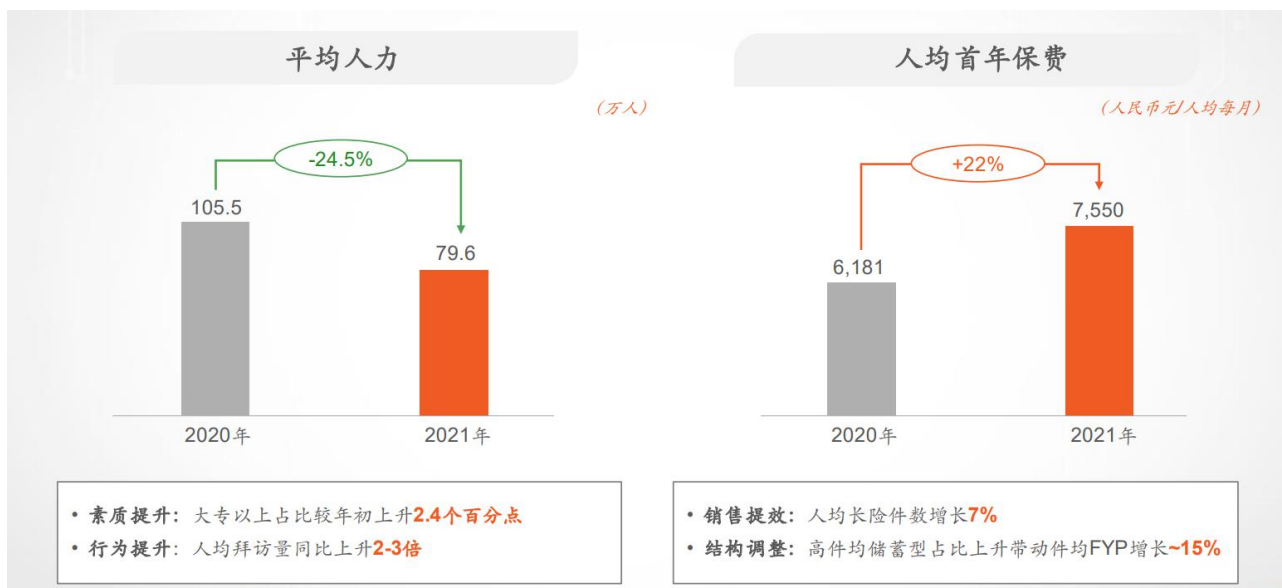
资料来源：集团官网, 国信证券经济研究所整理

全年集团对外分红 415 亿元，对应股息每股现金 2.38 元（+8.2%），同时回购 39 亿元价值的股票，两者约占集团当下市值的 4.4%。而集团 A 股股票的回购计划规模是 50-100 亿元，同时在手现金充沛，有望在今年继续保持较高的分红水平，使得集团当下的股价具备一定的吸引力。

### 寿险代理人人均产能处于高点，结构逐渐优化

同期，年末代理人规模为 60 万人（-41.4%），但人均新业务价值为 3.9 万元（-4.1%），渠道质量相对稳定，同时大专以上占比较年初上升 2.4 个百分点，人均首年保费达到 7550 元（+22%），结构逐渐优化。

图3：代理人结构优化



资料来源：集团官网，国信证券经济研究所整理

### 车险保费恢复增长，市占率提升，同时资产配置上提升基金占比

同期，车险保费为 1888 亿元（-3.7%），已逐步修复，四季度同比增长 8.7%，市占率提升 0.5%，同时综合成本率下滑 0.7%。另一方面，净资产投资收益率为 4.6%，总投资收益率为 4.0%，同时债券型及权益型基金的配置占比分别提升 1 和 0.5 个百分点。

图4：代理人结构优化

| 占比                    | 2021年12月31日 | 2020年12月31日 | 变动 (pps) |
|-----------------------|-------------|-------------|----------|
| 现金、现金等价物              | 2.8%        | 2.3%        | 0.5      |
| 定期存款                  | 5.3%        | 6.1%        | (0.8)    |
| <b>债权型金融资产</b>        |             |             |          |
| 债券投资                  | 48.6%       | 50.2%       | (1.6)    |
| 债券型基金                 | 2.3%        | 1.3%        | 1.0      |
| 优先股                   | 3.0%        | 3.2%        | (0.2)    |
| 永续债                   | 1.5%        | 1.4%        | 0.1      |
| 保户质押贷款                | 4.6%        | 4.3%        | 0.3      |
| 债权计划投资                | 5.0%        | 4.3%        | 0.7      |
| 理财产品投资 <sup>(1)</sup> | 6.7%        | 6.7%        | -        |
| <b>股权型金融资产</b>        |             |             |          |
| 股票                    | 7.0%        | 8.4%        | (1.4)    |
| 权益型基金                 | 2.3%        | 1.8%        | 0.5      |
| 理财产品投资 <sup>(1)</sup> | 0.8%        | 1.1%        | (0.3)    |
| 非上市股权                 | 2.8%        | 2.2%        | 0.6      |
| 长期股权投资                | 4.1%        | 4.2%        | (0.1)    |
| 投资性物业                 | 2.6%        | 1.7%        | 0.9      |
| 其他投资 <sup>(2)</sup>   | 0.6%        | 0.8%        | (0.2)    |
| 投资资产合计（人民币百万元）        | 3,916,412   | 3,740,581   |          |

资料来源：集团官网, 国信证券经济研究所整理

### 投资建议：稳增长政策提升存量保单估值，维持目标价，维持“买入”评级

我们预计集团 2022-2024 年归母净利润 1215/1375/1560 亿元，同比增速 19.5%/13.2%/13.5%，摊薄 EPS 为 6.65/7.52/8.54 元，当前股价对应 PEV 为 0.58/0.52/0.47x。去年华夏事件的冲击以及重疾险销售的下滑拖累了集团业绩，但当下代理人的人均产能已经维持于高点，负债端有望逐步修复。同时，在稳增长政策的发力下，资产端正迎来利好。我们维持中国平安的目标价 66-71 元，维持“买入”评级。

### 风险提示：新单销售不佳，资产端风险提升

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）             | 2020    | 2021     | 2022E    | 2023E    | 2024E    | 利润表（百万元）       | 2020     | 2021      | 2022E     | 2023E     | 2024E     |
|------------------------|---------|----------|----------|----------|----------|----------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 现金及现金等价物               | 587391  | 584995   | 582609   | 580232   | 577865   | 保险业务收入         | 797880   | 760843    | 774548    | 802311    | 836357    |
| 应收保费                   | 94003   | 79834    | 81228    | 84097    | 87623    | 已赚保费           | 757597   | 739933    | 750387    | 750640    | 781135    |
| 应收账款                   | 26176   | 26628    | 26628    | 26628    | 26628    | 再保险佣金收入        | 9098     | 5908      | 7233      | 7673      | 8179      |
| 衍生金融资产                 | 37661   | 30957    | 34634    | 38396    | 42551    | 银行业务利息收入       | 101158   | 121368    | 121861    | 125587    | 128645    |
| 发放贷款及垫款                | 2599510 | 2980975  | 3335006  | 3697323  | 4097402  | 非保险业务的手续费及佣金收入 | 60286    | 49217     | 53810     | 59473     | 65744     |
| 对联营公司和共同控制实体的投资        | 267819  | 284061   | 301288   | 319560   | 338940   | 投资收益           | 203199   | 175167    | 214244    | 248595    | 311651    |
| 保险合同资产                 | 48796   | 31847    | 32403    | 33547    | 34954    | 其他收益           | 31187    | 65786     | 72998     | 78894     | 85952     |
| 投资账户资产                 | 4263    | 4155     | 3952     | 3760     | 3576     | 营业收入合计         | 1174819  | 1163051   | 1226147   | 1276464   | 1386894   |
| 税延资产                   | 61901   | 65360    | 65360    | 65360    | 65360    | 赔付支出           | (614751) | (618556)  | (636215)  | (657992)  | (695676)  |
| 其他资产                   | 214831  | 154117   | 110562   | 79315    | 56900    | 保险业务手续费及佣金支出   | (103407) | (80711)   | (88719)   | (93910)   | (99315)   |
| 资产总计                   | 9527870 | 10137638 | 11116473 | 12201762 | 13434215 | 银行业务利息支出       | (86371)  | (92071)   | (111630)  | (129840)  | (150778)  |
| 银行及其他金融机构负债            | 960175  | 797646   | 837528   | 879405   | 923375   | 非保险业务的手续费及佣金支出 | (12283)  | (9940)    | (10976)   | (7712)    | (11713)   |
| 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 | 37217   | 57376    | 60245    | 63257    | 66420    | 营业支出合计         | (997939) | (1023513) | (1061758) | (1099975) | (1177865) |
| 衍生金融负债                 | 48579   | 35049    | 25287    | 26552    | 27879    | 利润总额           | 176880   | 139538    | 164389    | 176489    | 209029    |
| 应付保费                   | 139528  | 150767   | 162911   | 176034   | 190213   | 净利润            | 152597   | 122113    | 143424    | 159466    | 177577    |
| 保险合同负债                 | 2972460 | 3261354  | 3722292  | 4240977  | 4845343  | 归属于母公司净利润      | 142622   | 111223    | 121473    | 137540    | 156041    |
| 投资合同负债                 | 67581   | 72839    | 78506    | 84614    | 91197    | 内含价值（百万元）      | 2020     | 2021      | 2022E     | 2023E     | 2024E     |
| 应付保单红利                 | 63806   | 67276    | 67722    | 67753    | 68656    | 寿险业务期初内含价值     | 757491   | 824576    | 876493    | 970260    | 1076067   |
| 其他负债                   | 337201  | 344224   | 351393   | 358712   | 366183   | 内含价值期望回报       | 66121    | 70364     | 74794     | 82796     | 102226    |
| 负债合计                   | 8539965 | 9050095  | 9913610  | 10888523 | 11997812 | 新业务价值创造        | 57571    | 43760     | 46161     | 50943     | 56381     |
| 总权益                    | 987905  | 1087543  | 1202864  | 1313239  | 1436403  | 新业务价值          | 49575    | 37898     | 40006     | 44481     | 49595     |
| 关键财务与估值指标              | 2020    | 2021     | 2022E    | 2023E    | 2024E    | 内部分散效应         | 4769     | 3490      | 3664      | 3848      | 4040      |
| 每股收益                   | 7.992   | 6.236    | 6.645    | 7.524    | 8.536    | 与有效业务的分散效应     | 3226     | 2372      | 2491      | 2615      | 2746      |
| 每股红利                   | 2.05    | 2.2      | 2.326    | 2.483    | 2.774    | 操作假设和模型改变      | (2990)   | (5876)    | 1251      | 1251      | 1251      |
| 每股财务净资产                | 54.042  | 58.953   | 62.287   | 67.952   | 74.348   | 操作经验差异         | (11125)  | (16730)   | (6144)    | 0         | 0         |
| 每股资产净值                 | 54.042  | 59.493   | 65.801   | 71.839   | 78.577   | 经济假设变动         | 15677    | 0         | 0         | 0         | 0         |
| 每股寿险内含价值               | 45.108  | 47.948   | 53.077   | 58.865   | 65.949   | 市场价值调整影响       | (1692)   | 7339      | 1985      | 8880      | 9768      |
| 每股集团内含务价值              | 72.653  | 76.34    | 82.83    | 91.583   | 101.762  | 投资汇报差异         | (5683)   | (24889)   | (12122)   | 0         | 0         |
| 每股新业务价值                | 2.778   | 2.125    | 2.188    | 2.433    | 2.713    | 一次性项目          | 0        | 0         | 0         | 0         | 0         |
| P/BV                   | 0.887   | 0.813    | 0.77     | 0.705    | 0.645    | 股东股息           | (49511)  | (20450)   | (10461)   | (38064)   | (40123)   |
| P/NAV                  | 0.887   | 0.806    | 0.728    | 0.667    | 0.61     | 其他             | (1283)   | (1601)    | (1697)    | 0         | 0         |
| P/EV                   | 0.66    | 0.628    | 0.579    | 0.523    | 0.471    | 寿险业务期末内含价值     | 824576   | 876493    | 970260    | 1076067   | 1205570   |
| 寿险内含价值增长               | 9%      | 6%       | 11%      | 11%      | 12%      | 寿险内含价值同比增速     | 9%       | 6%        | 11%       | 11%       | 12%       |
| 集团内含价值增长               | 11%     | 5%       | 9%       | 11%      | 11%      | 集团内含价值同比增速     | 11%      | 5%        | 9%        | 11%       | 11%       |
| 集团分红前内含价值增长            | 14%     | 8%       | 11%      | 13%      | 14%      | 其他业务期初内含价值     | 443043   | 503538    | 519019    | 543894    | 598098    |
| 新业务价值率                 | 33%     | 28%      | 27%      | 27%      | 27%      | 其他业务营运利润       | 46799    | 52055     | 53655     | 56227     | 61831     |
| 新业务价值同比                | -35%    | -24%     | 6%       | 11%      | 11%      | 其他业务期末内含价值     | 503537   | 519019    | 543894    | 598098    | 654664    |
|                        |         |          |          |          |          | 期末集团内含价值       | 1328113  | 1395512   | 1514154   | 1674165   | 1860233   |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 说明                         |
|------------|----|----------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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