

# 中国平安 (601318)

证券研究报告  
2022 年 03 月 19 日

## 核心指标基本符合预期，华夏幸福拖累净利润及 EV 增速；关注 2022H2 负债端改善趋势

【2022Q1 负债端仍然疲弱；但 3 月开始基数压力减弱，后续负增长有望逐步收窄。年报亮点在于队伍规模虽大幅下滑，但高质量代理人占比提升带动产能平稳。】

核心指标：集团 EV 同比+5.1%，营运利润同比+6.1%；寿险 NBV 同比-23.6%，寿险 EV 同比+6.3%。NBV 符合预期，EV 略低于预期。

1、整体：集团营运利润同比+6.1%，符合预期。各板块增速分别为：寿险及健康险(+3.5%)、财险(+0.2%)、银行(+25.6%)、信托(-91%)、证券(+22%)、其他资管(+46%)、科技(+19%)。

归母净利润同比-29%，其中 Q4 单季同比-50.1%，主要由于华夏幸福减值计提（对税后归母净利润影响 243 亿，剔除后全年同比-12%），以及去年同期基数较高（投资收益高增驱动 20Q4 单季+102%）所致。

2、寿险：代理人、保费、价值全面承压。NBV 同比-23.6%，其中 Q4 同比-60.5%，新单保费（同比-8.5%）及 margin（同比-5.5pct）双降，我们判断源自于：1）公司年末调整费用率和退保率假设，导致价值率下降。若剔除假设调整影响，全年 NBV 同比-18.6%；2）产品结构调整，储蓄型占比提升 8pct.，预计由长期年金险和重疾客户加保的两全险销售增加所致。受疫情、人力下滑及惠民保冲击影响，长期保障型产品新单-46.2%；由于假设调整，及新版重疾价值率略有下滑，长期保障型 margin 同比-9.3pct.至 86.7%。

代理人规模大幅收缩，但产能下滑幅度远好于规模。年末代理人 60 万，同比-41.4%；代理人活动率 47.0%，下降 2.3pct.。产能方面，人均新单同比+22%，人均 NBV 同比-4.1%，大专及以上学历代理人占比提升+2.4pct.。我们判断，寿险队伍调结构正逐步见效，脱落人力中以低产能为主，优质人力占比提升。

寿险税前营运利润同比+5.2%，主要由于剩余边际摊销（同比仅+1.1%）拉低其增速。剩余边际余额较年初-2%，首次转负，主要由于新业务贡献负增长（同比-37%），以及脱退差异带来（由 2020 年的-15 亿扩至-294 亿），13 个月继续率、25 个月继续率分别同比+0.8pct.、-2.8pct.。

寿险 EV 同比+6.3%，增速较 2020 年同比放缓 2.6pct；ROEV11.1%，同比-3.4pct，NBV 创造的贡献从 7.0%降至 5.0%，叠加“营运偏差+营运假设变动”负增扩大至-226 亿（去年合计-141 亿），占期初 EV 比例为-2.7%。另外，投资负偏差-249 亿，主要为华夏幸福减值计提，以及资本市场波动影响所致。

3、财险：营运利润同比+0.2%，COR 下降 1.1pct 至 98%，好于预期。其中费用率下降 7.6%，赔付率提升 6.5%。分险种来看：1）受费改及河南水灾影响，车险 COR 提升+0.7%至 98.9%，但市场份额提升 0.5%至 24.3%；2）保证险 COR 大幅优化-19.8%至 91.2%；3）责任险 COR 恶化+10.5%至 105.1%。

4、科技：归母营运利润同比+37%，总收入同比+10%至 993 亿。其中，陆金所净利润 168 亿，同比+36%，主要由担保费收入驱动（对其贷款提供增信）；好医生净亏损大幅增加 5.9 亿，主要由于战略转型后，管理费投入增加所致；金融壹账通减亏 0.7 亿。

5、投资：净投资收益率 4.6%，同比-0.5pct.；总投资收益率 4.0%，同比-2.2pct.。总投资收益-27.8%至 1440 亿元，主要由于：1）华夏幸福相关资产减值计提共计 432 亿元，其中股权类 159 亿元，债权类 273 亿元；2）2020 年逢

### 投资评级

行业	非银金融/保险
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	47.93 元
目标价格	78 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	10,832.66
流通 A 股股本(百万股)	10,832.66
A 股总市值(百万元)	519,209.61
流通 A 股市值(百万元)	519,209.61
每股净资产(元)	44.44
资产负债率(%)	89.37
一年内最高/最低(元)	82.78/42.33

### 作者

夏昌盛	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518110003	
xiachangsheng@tfzq.com	
周颖婕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521060002	
zhouyingjie@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 1 《中国平安-公司点评:中国平安对华夏幸福的投资利空基本出尽，对后续财务报表无负面影响》 2021-10-09
- 2 《中国平安-半年报点评:2021 上半年寿险业务（营运利润占比 60%）承压，其他业务全面提升，支撑整体营运利润平稳增长，回购彰显公司长期发展信心》 2021-08-27
- 3 《中国平安-公司点评:平安人寿将受让方正集团 51.1%~70.0%的股权，补充线下医疗资源，打造“保险+医疗健康”长期优势》 2021-05-05

高兑现了部分 FVPL 权益类资产的收益，贡献买卖价差 434 亿，受市场波动影响，2021 年同期仅 144 亿。资产配置方面，主要增配债权型基金(占比+1pct.)，投资型物业(+0.9pct.)、非标(+0.7pct.)和非上市股权(+0.6pct.)，减配债券(-1.7pct.)和股票(-1.4pct.)。

点评：平安寿险负债端正处于转型期，队伍规模下滑冲击负债端价值；但公司通过新旧置换来改善队伍结构，整体产能正在逐步提升；2022Q1 负债端仍然承压，预计 NBV 同比约-35%，但 3 月以来略有修复，增额终身寿"盛世金越"推动当月 NBV 实现双位数正增长，叠加去年 3 月起基数显著走低，下半年 NBV 负增长有望显著收窄。目前市场对负债端已充分悲观，一旦出现边际改善，叠加资产端修复逻辑持续兑现，有望迎来估值修复行情。目前公司 A/H 对应 2022PEV 为 0.55/0.59 倍，估值处历史最低位。

风险提示：长端利率下行超预期；代理人增长不达预期；寿险改革进展不及预期

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1218315	1180444	1138134	1192006	1256956
增长率（%）	4.23	(3.11)	(3.58)	4.73	5.45
归属母公司股东净利润（百万元）	143099	101618	121506	136700	158225
增长率（%）	(4.22)	(28.99)	19.57	12.50	15.75
每股收益（元）	7.83	5.56	6.65	7.48	8.66
市盈率(P/E)	41.72	44.44	50.28	56.06	62.54
市净率(P/B)	72.65	76.34	82.61	89.61	96.85

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标（元）</b>						寿险保费	511487	490290	442953	424959	412131
每股收益	7.83	5.56	6.65	7.48	8.66	非寿险保费	285854	270043	297987	330783	369532
每股净资产	41.72	44.44	50.28	56.06	62.54	总保费及管理费收入	797341	760333	740940	755742	781664
每股内含价值	72.65	76.34	82.61	89.61	96.85	减：分出保费	23077	30208	19881	21813	24170
每股新业务价值	2.71	2.07	1.55	1.70	1.84	净保费收入	774264	730125	721059	733929	757493
<b>价值评估（倍）</b>						减：净提取未到期责任准备金	17204	-9298	30346	28369	31671
P/E	5.81	8.18	6.85	6.08	5.26	已赚净保费	757060	739423	690713	705560	725822
P/B	1.09	1.02	0.90	0.81	0.73	投资收益	243515	228852	207629	209351	223820
P/EV	0.63	0.60	0.55	0.51	0.47	营业收入	1218315	1180444	1138134	1192006	1256956
VNBX	-10.01	-14.88	-24.01	-25.95	-27.98	赔付及保户利益	577961	588600	535574	558618	572846
<b>盈利能力指标（%）</b>						保险业务综合费用	452050	452159	429179	438327	458332
净投资收益率	5.10	4.60	4.80	4.60	4.60	营业费用	1030011	1040759	964753	996945	1031178
总投资收益率	6.20	4.20	4.30	4.60	4.80	营业利润	188304	139685	173381	195062	225777
净资产收益率	19.93	12.90	14.03	14.06	14.60	税前利润	187764	139580	173381	195062	225777
总资产收益率	1.61	1.03	1.22	1.34	1.45	所得税	28405	17778	27741	31210	36124
财险综合成本率	99.10	98.00	96.80	96.80	96.80	归属于母公司股东的净利润	143099	101618	121506	136700	158225
财险赔付率	60.50	67.00	67.80	67.80	67.80	少数股东损益	16260	20184	24134	27152	31428
财险费用率	38.60	31.00	29.00	29.00	29.00						
<b>盈利增长（%）</b>						<b>资产负债表（百万元）</b>					
净利润增长率	(4.22)	(28.99)	19.57	12.50	15.75	现金及存款投资	314123	319179	469049	507187	545202
内含价值增长率	10.63	5.07	8.21	8.48	8.08	债权投资	2673821	2806957	2984858	3227551	3469468
新业务价值增长率	(34.72)	(23.55)	(25.46)	10.00	7.97	股权投资	503828	504841	533010	576348	619548
<b>偿付能力充足率（%）</b>						其他投资	248809	285435	277165	299701	322165
偿付能力充足率（集团）	225.00	233.50	210.00	210.00	210.00	总投资资产	3740581	3916412	4264083	4610787	4956383
偿付能力充足率（寿险）	230.00	230.40	200.00	200.00	200.00	分保资产	32059	43128	23000	23000	23000
偿付能力充足率（产险）	235.00	278.40	278.40	278.40	278.40	其他资产	5755230	6182486	5529715	5926761	6353626
<b>内含价值（百万元）</b>						资产总计	9527870	10142026	9816798	10560548	11333009
调整后净资产	643,147	720,325	806,764	903,575	1,012,005	保险合同负债	2218007	2473134	2732433	2991988	3246173
有效业务价值	684,964	675,184	703,309	734,668	758,786	投资合同负债	768975	825057	913028	997590	1079771
内含价值	1,328,111	1,395,509	1,510,073	1,638,243	1,770,791	次级债	901285	1097523	388001	388002	388003
一年新业务价值	49,575	37,898	28,250	31,076	33,558	其他负债	4651698	4668589	4574262	4840426	5126034
核心内含价值回报率（%）	13.03	10.81	12.13	12.44	12.46	负债总计	8539965	9064303	8607724	9218006	9839982
<b>寿险新业务保费（百万元）</b>						实收资本	18280	18280	18280	18281	18283
短险和趸缴新单保费	33,790	31,401	32,247	33,135	34,068	归属于母公司股东权益	762560	812405	919070	1024833	1143338
期缴新单保费	98,232	96,375	102,116	112,328	123,561	少数股东权益	225345	265318	290003	317707	349688
新业务合计	132,022	127,776	134,363	145,463	157,628	负债和所有者权益合计	9527870	10142026	9816798	10560548	11333009
新业务保费增长率（%）	(1.43)	(0.32)	0.52	0.83	0.84						
标准保费	101,611	99,515	105,341	115,641	126,967						
标准保费增长率（%）	(23.87)	(2.06)	5.85	9.78	9.79						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com