

中国平安 (601318.SH) NBV 同比仍承压，寿险改革有望全面推广

2022 年 04 月 30 日

——中国平安 2022 年 1 季报点评

投资评级：买入（维持）
高超（分析师）
吕晨雨（联系人）

gaochao1@kysec.cn

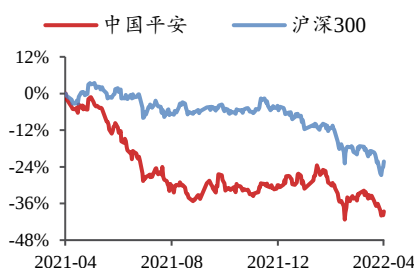
lvchenyu@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790120100011

日期	2022/4/29
当前股价(元)	44.56
一年最高最低(元)	73.98/42.33
总市值(亿元)	8,145.68
流通市值(亿元)	4,827.04
总股本(亿股)	182.80
流通股本(亿股)	108.33
近 3 个月换手率(%)	34.56

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《中国平安 2021 年年报点评-NBV 低于预期，寿险转型仍需推进》-2022.3.18

《中国平安 2021 年 3 季报点评-负债端转型短期仍将承压，风险缓解带动资产端改善》-2021.10.28

《中国平安 2021 半年报点评-价值率下降拖累 NBV，改革试点效果显现》-2021.8.26

● 新业务价值同比承压，寿险改革有望全面推广，维持“买入”评级

公司披露 2022 年 1 季度报告，2022Q1 NBV 125.9 亿元、同比-33.7%，略低于我们预期，主要受新单保费及 margin 双降拖累；集团归母净利润 430.5 亿元，同比+10.0%，主要受银行、寿险等板块带动，财险板块表现受权益市场波动影响略低于我们预期；寿险营运利润 296.8 亿元，同比+16.0%。归母净利润 206.6 亿元，同比-24.1%，主要系权益市场波动带来投资收益及公允价值明显承压影响。尽管代理人规模下滑、margin 有所下降，但考虑到 2021 年 NBV 同比逐季恶化以及寿险转型全国推广，我们维持 2022-2024 年 NBV 同比增速预测分别为 -7.5%/+3.4%/+8.9%，对应集团 EV 同比分别为 +11.7%/+11.3%/+11.0%。由于权益市场波动明显，投资收益承压拖累归母净利润，我们下调 2022-2024 年集团归母净利润至 863/1663/1832 亿元（调前 1676/1852/2025 亿元），对应 EPS 4.72/9.10/10.02 元。公司为保险行业龙头，寿险改革有望于 2022 年全面推广，叠加综合金融优势明显，推动构建中国版“HMO”，估值处于历史低位，当前股价对应 2022-2024 年 PEV 分别为 0.5/0.5/0.4 倍，维持“买入”评级。

● 寿险新单乏力及 margin 下降拖累 NBV 增速，财险板块或维持高景气度

2022Q1 用来计算 NBV 的新单保费 512.0 亿元，同比-15.4%，产品结构改变以及假设调整导致 margin 下降 6.8pct 至 24.6%，新单保费承压及 margin 下降拖累 NBV。2022 年 Q1 末代理人 53.8 万人，季度环比-10.4%，同比-45.4%，延续此前下降趋势，后续或仍将进一步下降。公司多措并举深化转型，个险、银保及网格化专员等渠道共同发力，转型有望进一步提速，转型效果仍需进一步观察。财险板块受车险及意外及健康险带动实现较快速增长，全年或仍维持较高景气度，综合成本率略有上升，主要受疫情拖累保证保险赔付支出，全年看或有所改善。

● 医疗健康、养老布局赋能保险主业，有望整合形成全新竞争优势

2022Q1 末中国平安互联网用户数超 6.57 亿人，个人客户超 2.23 亿人，使用其医疗健康生态圈服务占比均超过 64%，线上为个人、企业客户提供“三到”服务，线下整合方正集团医疗资源及供应商资源，合作药店近 20.3 万家，全国药店覆盖率 34%，若能实现数据联通或可进一步反哺主业。养老布局上，公司双向布局高端养老及居家养老，居家养老或可覆盖更多老年群体，为老龄化问题提供解决方案，同时，公司以平台为目标，相较于养老社区等重资产项目风险较小，公司预计 2022 年服务范围扩大至 20 个城市。健康、养老服务有望形成全新竞争优势。

● 风险提示：长端利率超预期下行；寿险改革进程超预期受阻。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
保费业务收入(亿元)	7,979	7,608	7,482	7,539	7,685
YoY(%)	0.4	-4.6	-1.7	0.8	1.9
内含价值(亿元)	13,281	13,955	15,590	17,350	19,253
YoY(%)	10.6	5.1	11.7	11.3	11.0
新业务价值(亿元)	496	379	351	363	395
YoY(%)	-34.7	-23.6	-7.5	3.4	8.9
归母净利润(亿元)	1,431	1,016	863	1,663	1,832
YOY (%)	-4.2	-29.0	-15.1	92.7	10.2
P/B	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
P/EV	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(亿元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(亿元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
保险业务投资资产	37,406	39,164	46,803	52,070	57,431	营业收入	12,183	11,804	11,482	13,196	13,890
其他资产	57,873	62,256	71,860	78,869	86,561	已赚保费	7,576	7,399	7,067	7,099	7,221
资产总计	95,279	101,420	118,663	130,940	143,992	保费业务收入	7,979	7,608	7,482	7,539	7,685
未到期责任准备金	1,777	1,713	1,570	1,698	1,818	投资净收益	1,247	1,034	1,023	1,770	1,953
未决赔款准备金	1,098	1,187	1,082	1,180	1,271	公允价值变动收益	-48	-226	-	-	-
寿险责任准备金	17,440	19,324	22,164	24,110	25,944	其他业务收入	3,408	3,597	3,393	4,326	4,716
长期健康险责任准备金	1,870	2,517	1,927	2,097	2,256	营业支出	-10,300	-10,408	-10,188	-10,800	-11,247
其他负债	63,214	65,902	80,107	88,498	97,645	退保金	-369	-529	-338	-388	-422
负债总计	85,400	90,643	106,850	117,583	128,933	赔付支出	-2,371	-2,689	-2,890	-3,161	-3,414
归属于母公司所有者	7,626	8,124	8,940	10,144	11,471	减：摊回赔付支出	115	162	131	142	151
权益合计						提取保险责任准备金	-3,039	-2,668	-2,350	-2,253	-2,141
少数股东权益	2,253	2,653	2,873	3,212	3,588	减：摊回保险责任准备金	14	40	-0	-1	-2
所有者权益合计	9,879	10,777	11,813	13,356	15,059	手续费及佣金支出	-1,020	-807	-926	-917	-919
负债及股东权益总计	95,279	101,420	118,663	130,940	143,992	业务及管理费用	-1,766	-1,726	-1,690	-1,909	-2,033
						其他业务成本	-1,864	-2,191	-2,127	-2,313	-2,467
						营业利润	1,883	1,397	1,294	2,395	2,643
						营业外收入	4	6	-	-	-
						营业外支出	-9	-7	-	-	-
						利润总额	1,878	1,396	1,294	2,395	2,643
						所得税	-284	-178	-260	-402	-447
						净利润	1,594	1,218	1,034	1,993	2,196
						减：少数股东权益	163	202	171	330	364
						归母净利润	1,431	1,016	863	1,663	1,832
						主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
						成长能力 (%)					
						营业收入同比增长	4.23%	-3.11%	-2.73%	14.92%	5.26%
						已赚保费同比增长	1.18%	-2.33%	-4.49%	0.46%	1.72%
						保费收入同比增长	0.35%	-4.64%	-1.66%	0.77%	1.94%
						归母净利润同比增长	-4.22%	-28.99%	-15.07%	92.67%	10.18%
						归母净资产同比增长	13.28%	6.54%	10.04%	13.47%	13.08%
						获利能力 (%)					
						ROE	17.32%	11.79%	9.16%	15.84%	15.46%
						ROA	1.80%	1.24%	0.94%	1.60%	1.60%
						ROEV	13.13%	8.53%	12.68%	13.47%	13.16%
						价值数据 (亿元)					
						新业务价值	496	379	351	363	395
						寿险内含价值	8,246	8,765	9,845	10,826	11,876
						集团内含价值	13,281	13,955	15,590	17,350	19,253
						每股指标 (元)					
						每股收益	8.10	5.77	4.72	9.10	10.02
						每股净资产	41.71	44.44	48.90	55.49	62.75
						每股内含价值	72.65	76.34	85.28	94.91	105.32
						估值比率					
						P/E	5.50	7.72	9.44	4.90	4.45
						P/B	1.07	1.00	0.91	0.80	0.71
						P/EV	0.61	0.58	0.52	0.47	0.42

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn