

# 中国平安 (601318)

证券研究报告  
2022年10月27日

## NBV 同比-26.6%符合预期,寿险转型成效已初步显现,看好开门红估值修复

**1、集团：前三季度归母营运利润（1232.9 亿）同比+3.8%，主要受资本市场波动（负贡献 342 亿）和折现率变动（负贡献 113 亿）影响。其中，寿险、产险、银行、资管、科技板块的营运利润分别同比+17.0%、-21.3%、+25.8%、-53.0%、-23.9%，寿险板块高增长预计主要得益于 13 个月继续率持续提升带来的营运偏差正贡献。**

前三季度归母净利润（764.6 亿）同比-6.3%，由 22H1 的正增长转负，其中 Q3 同比-31.5%，主要受疫情多点散发带来的短期冲击及资本市场波动影响。此外，利率下行周期，保险合同负债评估的折现率基准曲线变动，致使公司增提寿险及长期健康险责任准备金 176.74 亿，拖累税前利润。

### 2、寿险：NBV 降幅边际收窄，代理人质态持续提升。

**NBV 同比-26.6%至 258.5 亿，其中 Q3 同比-20.1%，同口径下 Q1-3 同比-18.9%，符合预期。**其中新单保费同比-12.9%，Q3 同比-11.9%，边际向好，预计主要由以“盛世金越”增额终身寿为代表的储蓄险带来；但另一方面，储蓄险占比提升拖累价值表现，Q1-3margin 同比-4.9pct 至 25.8%，其中 Q3 同比-2.7pct 至 26.3%，降幅有所收窄，我们判断，当前公司储蓄险占比已达较高位，叠加人力企稳可期，后续 margin 下降幅度有限。

**代理人质态持续提升，结构不断优化。**代理人规模同比-30.9%至 48.8 万，较年初-18.7%，较 H1 环比-6.0%。但产能大幅提升，前三季度人均 NBV 同比提升超 22%；且结构向好，Q1-3 大专及以上学历代理人占比同比+4.0pct，新增人力中「优+」占比同比+10.3pct。此外，公司寿险数字营业部改革正稳步推进，年底面向全国营业部改革推广。

### 银保渠道业绩贡献逐步提升，社区网格化模式下「孤儿单」试点成效显著。

1) 公司寿险与银行深度融合，银保新优才队伍坚持严选增优，引入高学历精英队伍，目前已招募超 1,000 人，超 9 成拥有本科学历，业绩贡献逐步提升。2) 社区网格化模式持续推进，截至 9 月末已在 25 个城市进行网格试点，队伍规模超 4000 人，试点「孤儿单」13 个月保单继续率同比提升超 17pct。我们认为，社区网格化模式也有助于挖掘下沉市场的保险消费场景，后续业绩贡献有望持续提升。

**3、财险：综合成本率 97.9%，同比+0.6pct，主要受疫情影响保证险业务赔付支出上涨所致，但总体盈利性仍维持在较好水平。保费收入同比+11.4%，其中车险保费同比+7.5%，非车险、意健险保费分别同比+21.3%、+14.4%。**

**4、投资：年化净投资收益率 4.2%，同比持平；年化总投资收益率 2.7%，同比-1.0pct；投资收益同比-69%，预计主要受股市动荡加剧影响（2022Q1-3，沪深 300 指数较年初-23.0%，恒生指数较年初-26.4%）。公司投资资产超 4.29 万亿元，较年初增长 9.6%。**

**投资建议：**平安寿险负债端转型成效已初步显现，队伍产能与质量持续提升，预计全年 NBV 同比有望收窄至-20%左右。展望开门红，当前我国居民储蓄意愿提升，但可投资资产减少且收益下行（银行储蓄利率下调、银行理财净值化管理、房地产投资属性弱化），储蓄险吸引力大幅提升。公司开门红将于 11 月 8 日启动，主力产品为 3 年交 8 年期年金险和增额终身寿险+万能账户，开门红 NBV 正增长可期，估值有望向上修复。目前公司 A/H 对应 2022PEV 为 0.46/0.38 倍，估值处历史低位。

**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；疫情反复。

### 投资评级

行业	非银金融/保险 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	37.67 元
目标价格	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)	408,066.47
流通 A 股市值(百万元)	408,066.47
每股净资产(元)	45.89
资产负债率(%)	89.67
一年内最高/最低(元)	56.23/37.16

### 作者

<b>周颖婕</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521060002 zhouyingjie@tfzq.com	
<b>舒思勤</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521070002 shusiqin@tfzq.com	
<b>黄佳慧</b>	联系人
huangjihui@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《中国平安-半年报点评:归母净利润同比+3.9%超预期,寿险 NBV 同比-28.5%符合预期,代理人质量稳中有升》2022-08-24
- 《中国平安-季报点评:负债端核心指标基本符合预期,归母净利润受投资端拖累同比-24.1%,关注 H2 负债端改善趋势》2022-05-01
- 《中国平安-年报点评报告: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》2022-03-19

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1218315	1180444	1140089	1180047	1247749
增长率(%)	4.23	(3.11)	(3.42)	3.50	5.74
归属母公司股东净利润(百万元)	143099	101618	103600	119979	139712
增长率(%)	(4.22)	(28.99)	1.95	15.81	16.45
每股收益(元)	7.83	5.56	5.67	6.56	7.64
市盈率(P/E)	4.81	6.78	6.65	5.74	4.93
市净率(P/B)	72.65	76.34	81.90	88.51	95.61

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	2021E	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2020E	2021E	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	5.67	6.56	7.64	非寿险保费	285854	270043	297987	330783	369532
每股净资产	41.72	44.44	48.38	52.53	57.59	总保费及管理费收入	797341	760333	740940	755742	781664
每股内含价值	72.65	76.34	81.90	88.51	95.61	减: 分出保费	23077	30208	19881	21813	24170
每股新业务价值	2.71	2.07	1.63	1.76	1.90	净保费收入	774264	730125	721059	733929	757493
						减: 净提取未到期责任准备金	17204	-9298	30655	28888	32449
<b>价值评估 (倍)</b>						已赚净保费	757060	739423	690404	705041	725045
P/E	4.81	6.78	6.65	5.74	4.93	投资收益	243515	228852	211893	207911	220391
P/B	0.90	0.85	0.78	0.72	0.65	营业收入	1218315	1180444	1140089	1180047	1247749
P/EV	0.52	0.49	0.46	0.43	0.39	赔付及保户利益	577961	588600	557436	572951	586417
VNBX	-12.90	-18.65	-27.11	-28.85	-30.45	保险业务综合费用	452050	452159	431217	435894	461973
						营业费用	1030011	1040759	988653	1008845	1048390
<b>盈利能力指标 (%)</b>						营业利润	188304	139685	151436	171202	199360
净投资收益率	5.10	4.60	4.60	4.60	4.60	税前利润	187764	139580	151436	171202	199360
总投资收益率	6.20	4.20	4.30	4.60	4.80	所得税	28405	17778	27259	27392	31898
净资产收益率	19.93	12.90	12.21	13.01	13.88	归属于母公司股东的净利润	143099	101618	103600	119979	139712
总资产收益率	1.61	1.03	1.02	1.14	1.25	少数股东损益	16260	20184	20578	23831	27750
财险综合成本率	99.10	98.00	97.70	97.00	97.00						
财险赔付率	60.50	67.00	68.70	68.00	68.00						
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>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
净利润增长率	(4.22)	(28.99)	1.95	15.81	16.45	现金及存款投资	314123	319179	469049	503414	536222
内含价值增长率	10.63	5.07	7.28	8.08	8.02	债权投资	2673821	2806957	2984858	3203544	3412323
新业务价值增长率	(34.72)	(23.55)	(21.30)	7.99	7.99	股权投资	503828	504841	533010	572061	609343
						其他投资	248809	285435	277165	297472	316859
<b>偿付能力充足率 (%)</b>						总投资资产	3740581	3916412	4264083	4576492	4874748
偿付能力充足率 (集团)	225.00	233.50	210.00	210.00	210.00	分保资产	32059	43128	23000	23000	23000
偿付能力充足率 (寿险)	230.00	230.40	200.00	200.00	200.00	其他资产	5755230	6182486	5909160	6262793	6656682
偿付能力充足率 (产险)	235.00	278.40	278.40	278.40	278.40	资产总计	9527870	10142026	10196243	10862285	11554430
						保险合同负债	2218007	2473134	2702111	2917450	3121274
<b>内含价值 (百万元)</b>						投资合同负债	768975	825057	913028	997590	1079771
调整后净资产	643,147	720,325	806,764	903,575	1,012,005	次级债	901285	1097523	838000	838000	838000
有效业务价值	684,964	675,184	690,332	714,540	736,052	其他负债	4651698	4668589	4572185	4838078	5123367
内含价值	1,328,111	1,395,509	1,497,096	1,618,115	1,748,057	负债总计	8539965	9064303	9025324	9591117	10162412
一年新业务价值	49,575	37,898	29,826	32,212	34,789	实收资本	18280	18280	18280	18281	18283
核心内含价值回报率	13.03	10.81	11.52	11.44	11.44	归属于母公司股东权益	762560	812405	884471	960337	1052884
						少数股东权益	225345	265318	286447	310830	339133
<b>寿险新业务保费 (百万元)</b>						负债和所有者权益合计	9527870	10142026	10196243	10862285	11554430
短险和趸缴新单保费	33,790	31,401	32,247	33,135	34,068						
期缴新单保费	98,232	96,375	102,116	112,328	123,561						
新业务合计	132,022	127,776	134,363	145,463	157,628						
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