

2021 年三季报点评：负债端持续低迷，投资端拐点可期

2021 年 10 月 28 日

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：公司发布 2021 年三季报，2021 年前三季度实现归母净利润 816.38 亿元，同比-20.8%；期末归母净资产 7920.40 亿元，同比+11.6%；寿险新业务价值 352.37 亿元，同比-17.8%；财险综合成本率 97.3%，同比-1.8 pct；财险净利润 132.83 亿元，同比+20.2%，业绩符合市场预期。

投资要点

■ **寿险：行业内需继续调整，负债端压力延续。**1) 代理人规模大幅缩减，环比上半年削减 17.2 万人。相比 2020 年前三季度的百万人力规模，2021 年前三季度公司个险代理人的数量已降至为 70.6 万人，同比降幅高达 32.6%，我们认为主要系：①公司坚持高质量人力发展战略，持续加大主动清虚力度；②代理人展业仍受疫情压制，其收入减少，人员流出增加，而同期受多项因素的干扰（如新经济带来吸引力更高的就业岗位），保险行业增员坎坷所致。2) **新业务价值率、新单保费齐跌，新业务价值同比减少 17.8%。**2021 年前三季度公司用来计算新业务价值的首年保费 1147.49 亿元，同比增速为-4.5%，扭转 2021 年中期的正增长态势；而新业务价值率更是下滑至 30.7%，我们认为主要原因有：①疫情反复对保险作为可选消费品的需求压制，内需修复仍待时日；②普惠保险的普及对商业保险的替代与挤出效应；③渠道转型与代理人升级是长期过程，短期人力规模的削减难免影响新单保费；④公司推出部分储蓄型产品，拉低新业务价值率。基于此，2021 年前三季度公司实现新业务价值 352.37 亿元，同比减少 17.8%。

■ **财险：综合成本率环比上扬，非车险大幅负增拖累整体保费增长。**2021 年前三季度公司财险业务实现保费收入 1993.43 亿元，同比减少 9.2%，其中车险、非车险、意健险保费分别为 1354.68、471.65、167.10 亿元，同比分别变动-7.9%、-21.0%、+31.7%，车险综改对于车险保费的影响犹存，而非车险的明显负增则拖累了公司整体财险保费增长速度。因距离车险综改已有一周年，综改前保单的占比下降，导致综合成本率环比 2021 年中期上行 1.4 pct 至 97.3%，但因公司规模效应、成本优势与科技能力出众，财险综合成本率同比仍下降 1.8 pct，处于行业领先地位。此外，因保证保险业务在 2021 年中期扭亏为盈，2021 年前三季度公司财险净利润同比增长 20.2%至 132.83 亿元。

■ **投资端：华夏幸福对于业绩的影响仍存，归母净利润同比-20.8%。**由于 2021 年上半年公司投资端对于华夏幸福的减值计提大幅增加，业绩受到一定压制，2021 年前三季度公司实现归母净利润 816.38 亿元，同比减少 20.8%；同期，公司净、总投资收益率为 4.2%、3.7%，同比分别下降 0.3、1.5 pct。华夏幸福于 9 月 30 日公布债务清偿方案，拟通过出售资产、信托受益权份额抵债、卖出资产回笼资金等手段，安排清偿金融债务规模达 2192 亿元，体现了其不逃废债的决心，后续若华夏幸福经营步入正轨，其对于中国平安的冲击有望告一段落。

■ **盈利预测与投资评级：**短期行业内需修复较为乏力叠加产品供给待结构性调整，因此我们下调公司 2021-2023 年新业务价值预测 442.6/464.8/514.8 至 402.20/416.20/454.31 亿元，对应 2021-2023 年 VNPS 从 2.42/2.54/2.82 元降至 2.20/2.28/2.49 元。但长期来看，负债端旺盛的康养需求将支撑起行业的发展空间，而公司深化落地医疗健康生态战略，在该领域的先发优势有望带动寿险业务积极向上；而投资端华夏幸福对于公司的利空也基本出尽，资产、负债两端有望迎来拐点，看好公司长期发展，公司当前市值（2021 年 10 月 27 日）对应 2021-2023 年 A 股 P/EV 估值 0.64/0.58/0.52 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**1) 保障型产品后续销售不及预期；2) 长端利率大幅下行影响投资端；3) 管理层机制变革的不确定性。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	51.65
一年最低/最高价	47.30/94.62
市净率(倍)	1.22
流通 A 股市值(百万元)	559507.12

备注

汇率：估值数据按照 1 港元 = 0.8233 人民币汇率计算
货币单位：全文货币单位统一为人民币
股价、总市值等数据截至 2021 年 10 月 27 日收盘

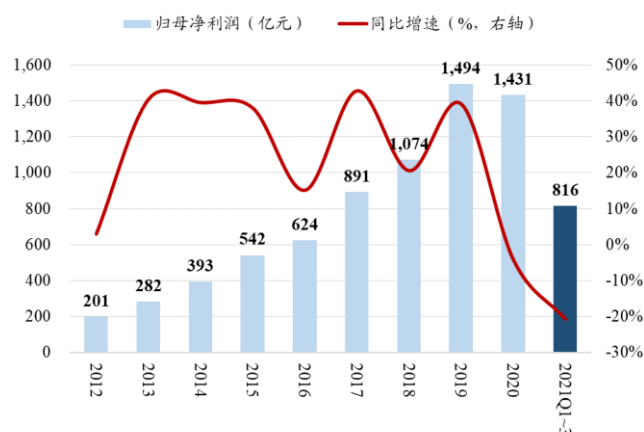
基础数据

每股净资产(元)	43.33
资产负债率(%)	89.59
总股本(百万股)	18280.24
流通 A 股(百万股)	10832.66

相关研究

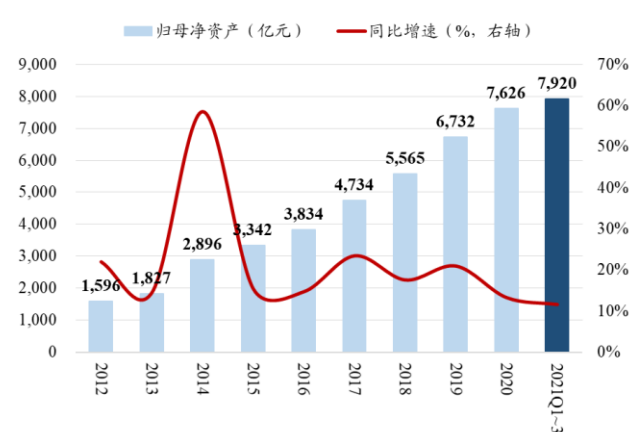
- 1、《中国平安 (601318)：2021 年中报点评：负债、投资端双双承压，回购计划彰显改革决心》2021-08-27
- 2、《中国平安 (601318) 2021 年一季报点评：新业务价值高增，关注公司长期价值》2021-04-23
- 3、《中国平安 (601318)：靴子落地，静待柳暗花明》2021-02-04

图 1: 2012-2021Q1~3 公司归母净利润及同比增速



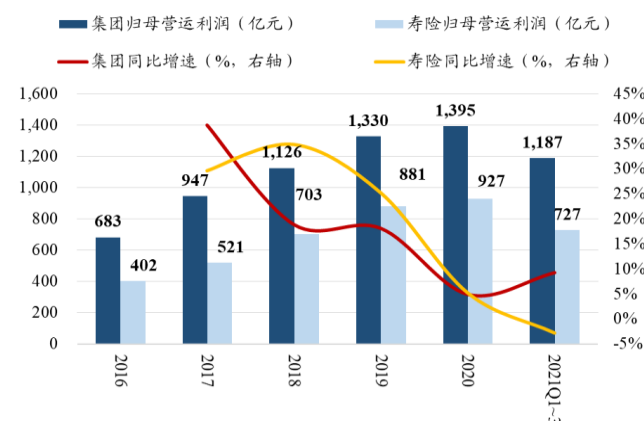
数据来源：公司季报，东吴证券研究所

图 2: 2012-2021Q1~3 公司归母净资产及同比增速



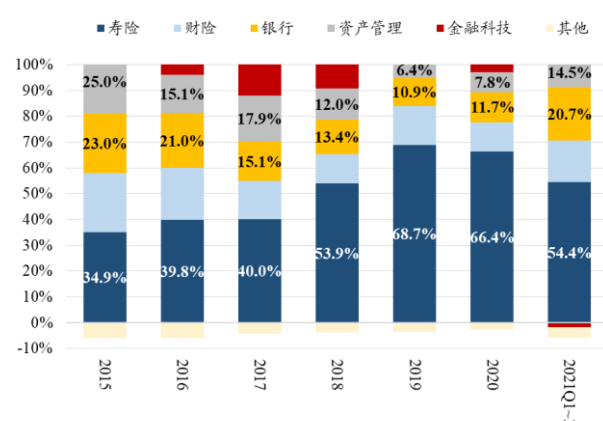
数据来源：公司季报，东吴证券研究所

图 3: 2016-2021Q1~3 公司营运利润及同比增速



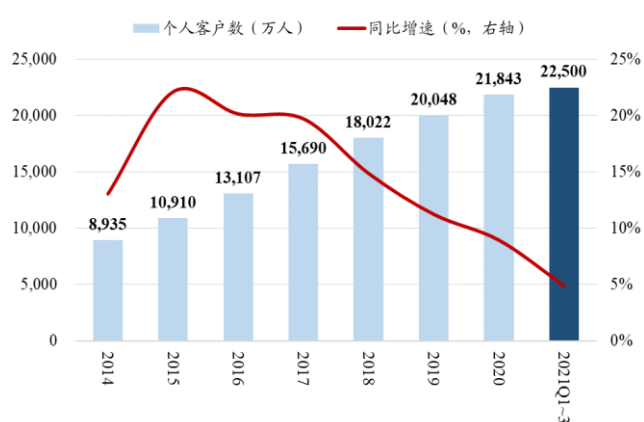
数据来源：公司季报，东吴证券研究所

图 4: 2015-2021Q1~3 公司分部利润结构



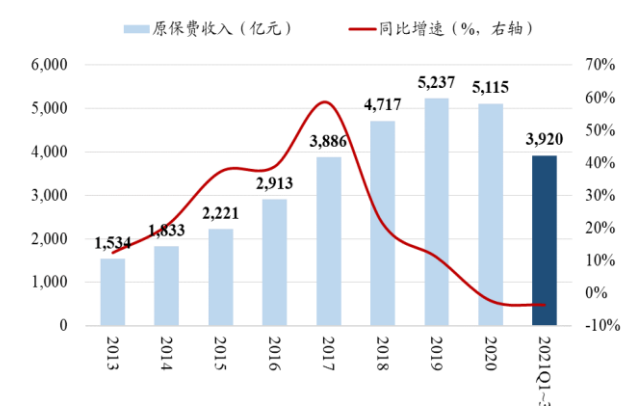
数据来源：公司季报，东吴证券研究所

图 5: 2014-2021Q1~3 公司个人客户数及增速



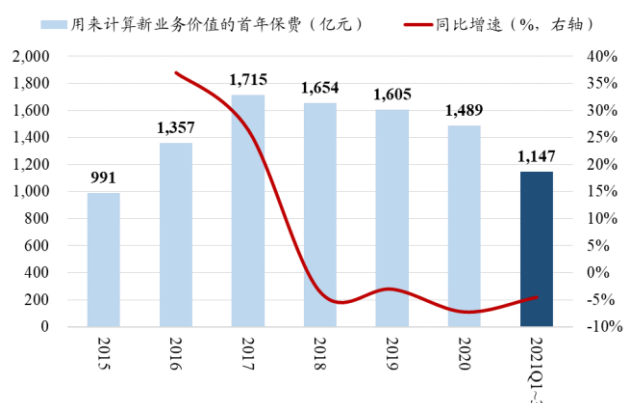
数据来源：公司季报，东吴证券研究所

图 6: 2013-2021Q1~3 公司原保险保费及同比增速



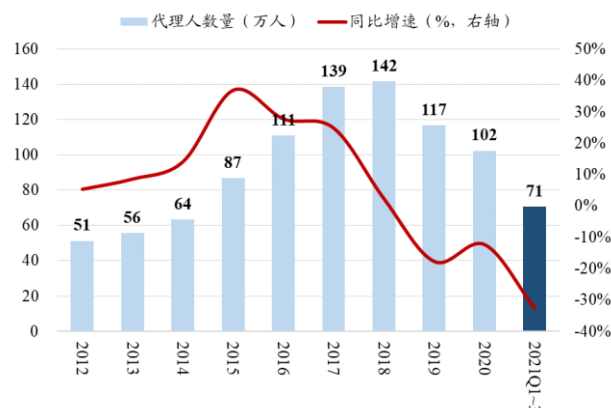
数据来源：公司季报，东吴证券研究所

图 7: 2015-2021Q1~3 公司用来计算 NBV 的首年保费及同比增速



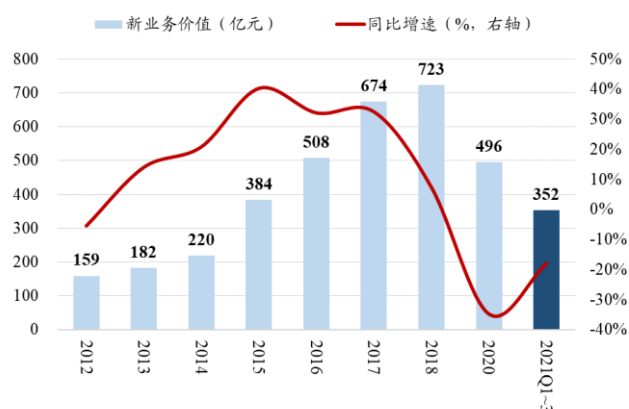
数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

图 8: 2012-2021Q1~3 公司代理人规模及同比增速



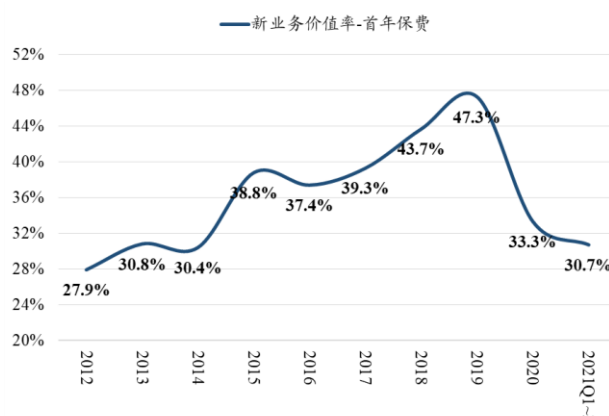
数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

图 9: 2012-2021Q1~3 公司新业务价值及同比增速



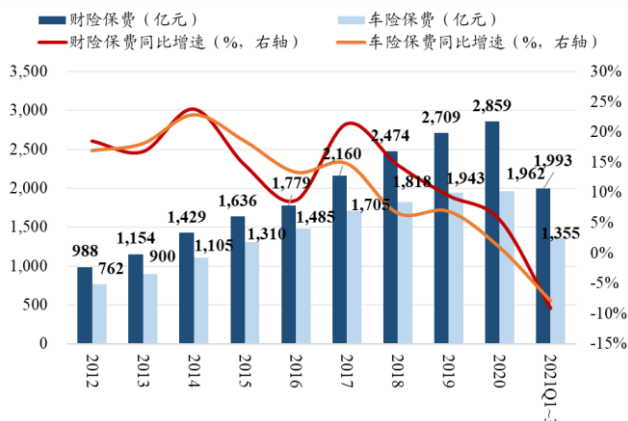
数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

图 10: 2012-2021Q1~3 公司新业务价值率



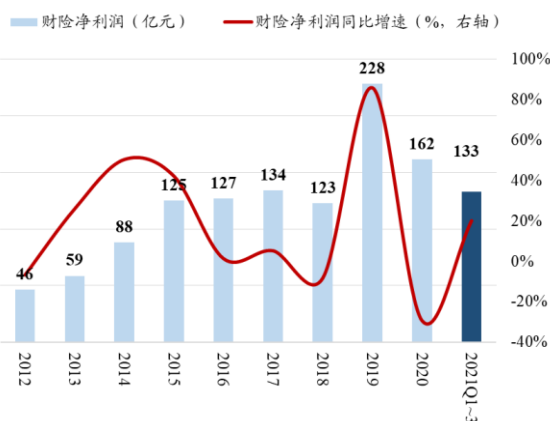
数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

图 11: 2012-2021Q1~3 公司财险/车险保费及同比增速



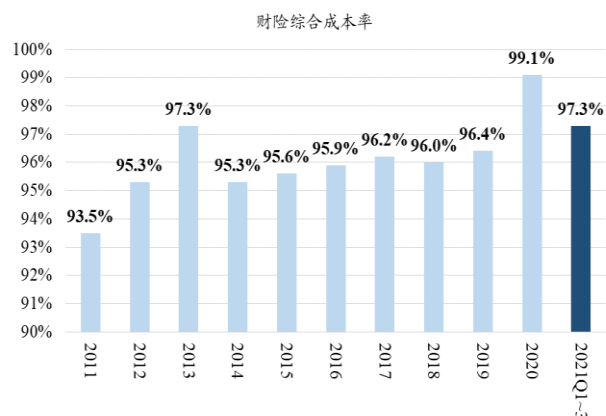
数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

图 12: 2012-2021Q1~3 公司财险净利润及同比增速



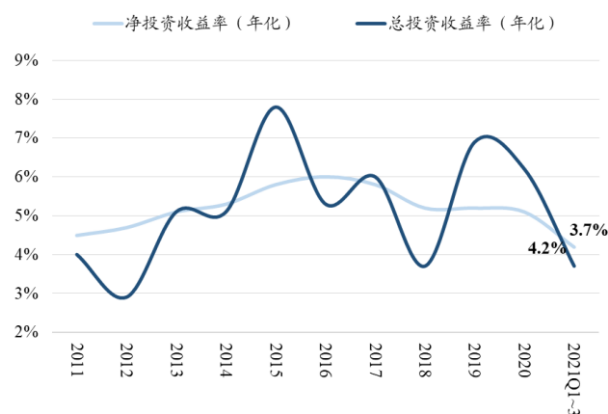
数据来源: 公司季报, 东吴证券研究所

图 13: 2011-2021Q1~3 公司财险综合成本率



数据来源：公司季报，东吴证券研究所

图 14: 2011-2021Q1~3 公司净、总投资收益率



数据来源：公司季报，东吴证券研究所

图表 1: 中国平安盈利预测及估值

单位: 百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	611,637	599,432	604,870	643,008	703,303
新业务保费收入	176,240	157,698	151,836	162,120	178,870
归属母公司净利润	149,407	143,099	125,210	136,557	156,953
归属母公司净资产	673,161	762,560	900,311	1,025,219	1,168,582
新业务价值 (NBV)	75,945	49,575	40,220	41,620	45,431
内含价值 (EV)	1,200,533	1,328,112	1,464,872	1,618,816	1,805,666
营业收入同比增速	7.2%	-2.0%	0.9%	6.3%	9.4%
新业务保费收入同比增速	0.0%	-10.5%	-3.7%	6.8%	10.3%
归属母公司净利润同比增速	39.1%	-4.2%	-12.5%	9.1%	14.9%
归属母公司净资产同比增速	21.0%	13.3%	18.1%	13.9%	14.0%
新业务价值 (NBV) 同比增速	5.1%	-34.7%	-18.9%	3.5%	9.2%
内含价值 (EV) 同比增速	19.8%	10.6%	10.3%	10.5%	11.5%
EPS (元/股)	8.17	7.83	6.85	7.47	8.59
BVPS (元/股)	36.82	41.71	49.25	56.08	63.93
VNPS (元/股)	4.15	2.71	2.20	2.28	2.49
EVPS (元/股)	65.67	72.65	80.13	88.56	98.78
P/E (A)	6.32	6.60	7.54	6.91	6.02
P/B (A)	1.40	1.24	1.05	0.92	0.81
VNBX (A)	12.43	19.05	23.48	22.69	20.78
P/EV (A)	0.79	0.71	0.64	0.58	0.52

数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所

注: 股价、估值等数据截至 2021 年 10 月 27 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>