

友邦保险 VS 中国平安

2021 年 4 月跟踪，寿险产业链深度梳理

今天，我们来对比两家寿险行业代表龙头：中国平安 VS 友邦保险。

2 月 3 日，中国平安披露 2020 年年报——2020 年实现总收入 13214.18 亿元，同比增长 3.8%，实现母营运利润 1394.7 亿元，同比增长 4.9%。

4 月 23 日，其公告 2021 年一季报，实现归母营运利润 391 亿元，同比增长 8.9%，新业务价值 190 亿元，同比增长 15.4%，基本符合市场预期。

4 月 8 日，友邦保险披露 2020 年业绩报告——归母净利润 57.8 亿美元（人民币 377.28 元），同比下降 3.3%，主要是保费增速下降；税后营运利润 59.4 亿美元（人民币 387.73 亿元），同比增长 4.4%，受益于利源结构的稳健性。此外，2021 年 1-2 月份，新业务价值 NBV 同比增速为 15%。

从 Wind 机构一致预期收入来看：

中国平安——2021-2023 年，机构一致预测收入同比增速大约分别为 4.94%、11.4%、12.2%；归母净利润同比增速大约为 11.53%、16.67%、16.31%。

友邦保险——2021-2023 年，机构一致预测收入同比增速分别为 5.92%、10.94%、14.08%，归母净利润同比增速大约为 21.36%、13.21%、12.63%。

对于近期的行业变动，值得我们关注的问题是：

- 1) 两家公司近期的数据变动背后，由什么基本面因素驱动？
- 2) 从关键经营数据看，什么样的业务布局，才能更具备长期竞争优势？

(壹)

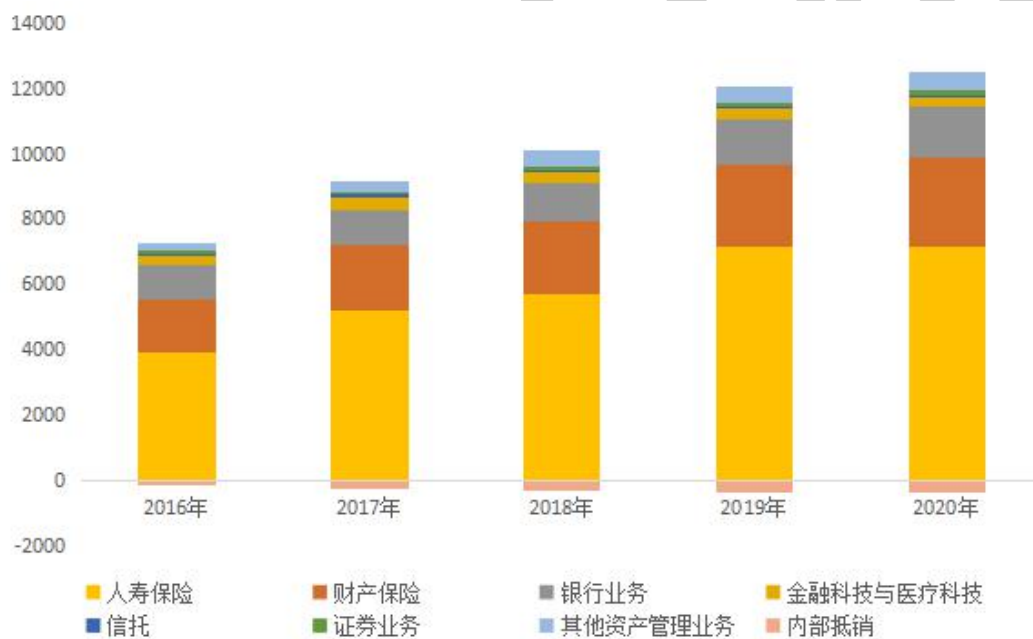
首先，我们先从收入体量和业务结构对两家公司，有一个大致了解。

以 2020 年收入为例，中国平安（13214 亿元）>友邦保险（3285.87 亿元）。其中，寿险保费收入上，中国平安（5043.26 亿元）>友邦保险（2174.32 亿元）。

从收入构成看：

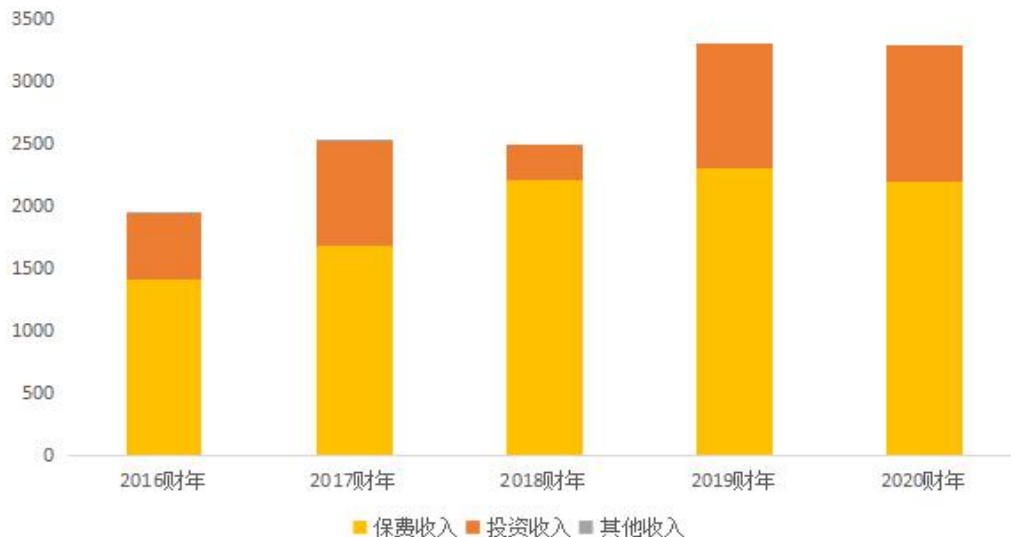
中国平安——寿险业务占比 60%左右，其次是财险（20%）、银行（10%），此外，投资收益占比 10%左右，波动较大。

友邦保险——2019 年，保费收入占比 66%以上，投资收益占比 30%以上。



图：收入结构（单位：亿元）

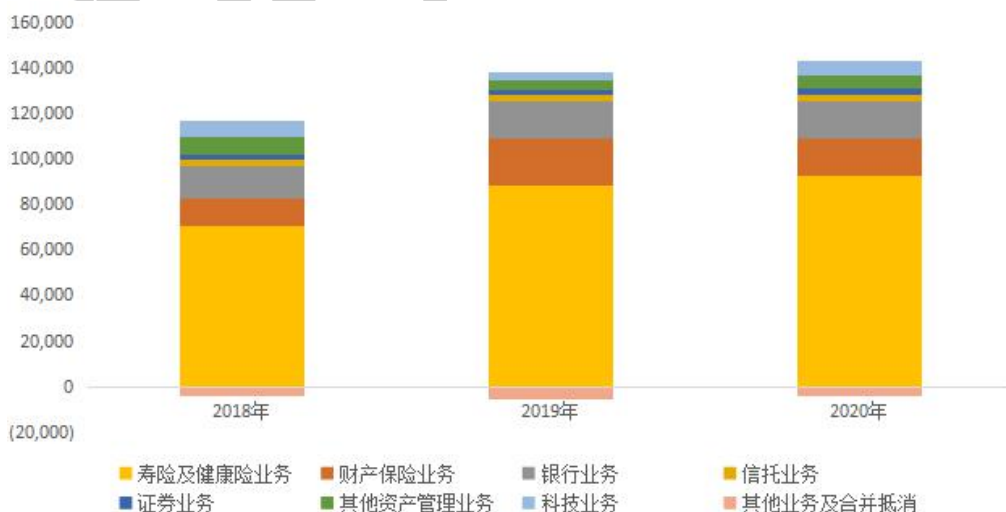
来源：塔坚研究



图：友邦保险收入结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究

中国平安业务多元，但寿险业务在收入、利润贡献上占比 60%以上，且寿险业务的财务核算与其他业务差异较大，因此，我们重点分拆寿险业务增长情况，与友邦保险进行对比。



图：中国平安营运利润构成

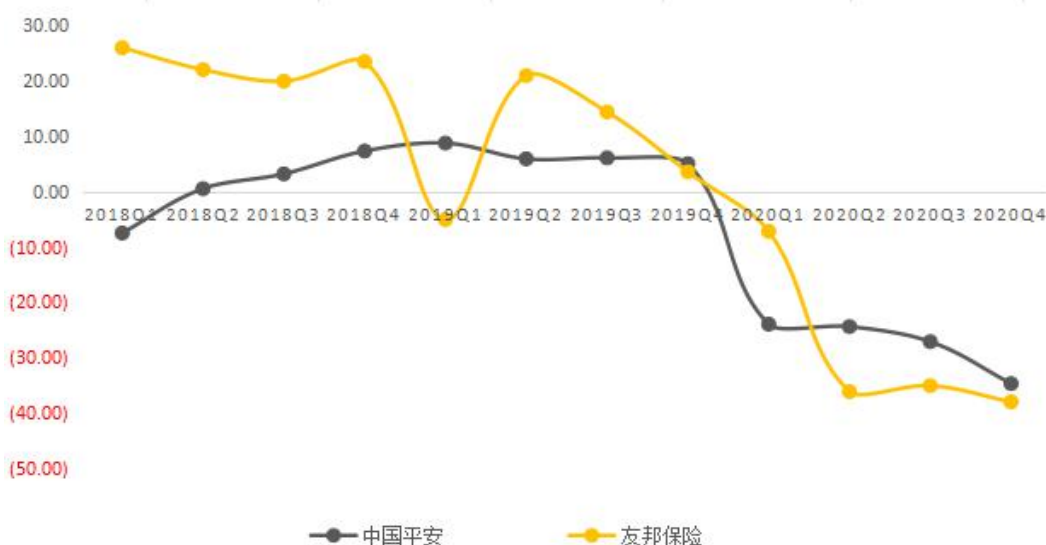
来源：塔坚研究

(贰)

寿险保单期限较长，现有利润表中的收入、利润来自于已签存量保单，因此并不能反应真实的增长情况。而新业务价值增长情况，更能代表现在和未来的增长。因此，我们将近 10 个季度的新业务价值增长，以及营运利润情况放在一起，来感知增长趋势。

先看新业务价值增速。

新业务价值，代表新签保单在存续期间创造的全部利润的现值，是体现寿险业务成长性的重要指标。从近期的新业务价值增速看，两家公司整体趋势大致相同，但是友邦保险增速高于中国平安，主要是平安寿险的新增保费增速下降。



图：新业务价值增速（单位：%）

来源：塔坚研究

根据公式：新业务价值=首年保费收入*新业务价值率，其中，新业务价值率是两家公司新业务价值增长的主要动力，我们拆来看：

1) 首年保费收入增速，中国平安新业务价值增速持续处于负增长状态，友邦保险增速也在放缓，2020 年受卫生事件影响出现负增长。



图：首年保费增速（单位：%）

来源：塔坚研究

平安寿险——

近三年，平安寿险代理人持续下降，且重疾产品竞争加剧，是保费增速下降的主要原因。

受 134 号文影响（“保险姓保”），2018 年一季度平安寿险首年保费同比下降 16.6%。但此后边际逐渐改善，主要是代理人量质齐升，2018 年末代理人同比增长 2.3%；人均 NBV 同比提升 1.1%。

2019 年，平安加强了对代理人的培育与考核机制，收缩低质量代理人，首年保费继续下降，月均代理人为 120 万，较中期和年初下降 2.8%、9.1%，下半年代理人下降有所缓解，首年保费降幅收窄。

2020 年底，其代理人规模为 105 万人，较年初下降 12.3%，叠加卫生事件影响，代理人活动率从 60.9%下降至 49.3%，继续拖累保费的增长。

友邦保险——

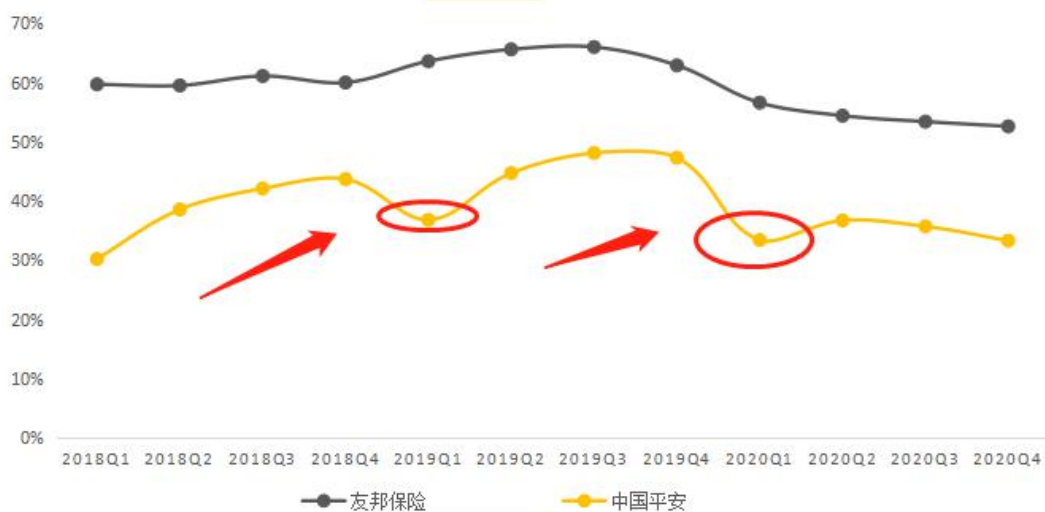
友邦保险新单增速放缓，主要受外部因素影响。

2018 年增速较高，主要是低基数，以及当年中国香港本地和内地旅客等客户增长较多，2019 年，中国香港业务受意外影响，下半年新业务大幅下滑。

2020 年，年化新单保费同比下降 20.7%，主要是受卫生事件影响，其中，中国香港地区的强制隔离检疫措施，使内地赴港购买保单旅客大幅下降。

2) 新业务价值率，代表寿险业务保单质量。

注意，由于两家公司计算口径存在差异，因此，我们重点看变动趋势，暂时忽略绝对值的差异（除假设条件不一致，差异主要来自产品结构、渠道）。



图：新业务价值率（单位：%）

来源：塔坚研究

从变动趋势上看，二者基本保持一致，变动主要受险种结构影响，2018 年至 2019 年，呈上升趋势，主要是长期保障型产品占比提升。2020 年，

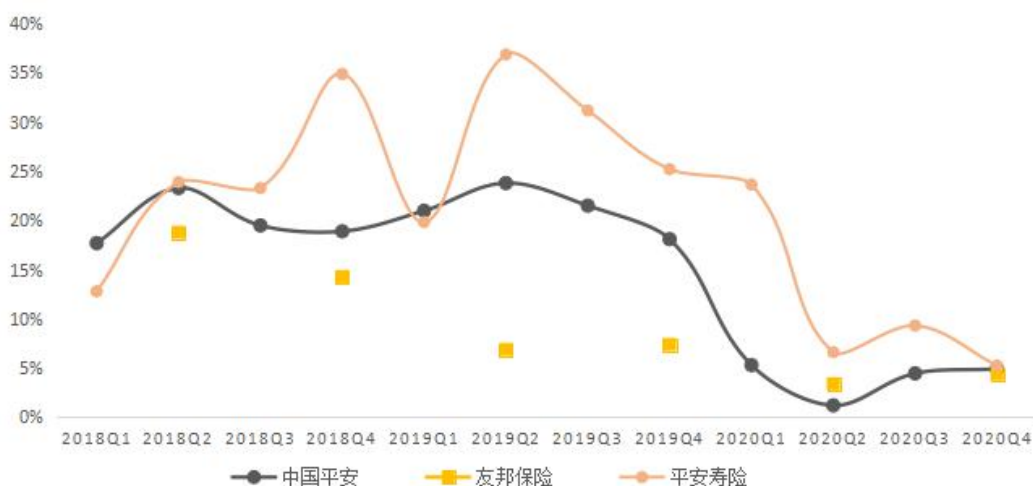
受卫生事件影响，线下活动受限，新业务价值率偏低的获客类产品占比提升较多。

整体来看，平安寿险一季度新业务价值率一般比往常较低，主要因为“开门红”产品价值率较低。

(叁)

接下来，我们再看一下营运利润的增长情况。

根据平安公告，其营运利润，是以净利润为基础，剔除短期波动性较大的损益表项目（包括投资波动与折现率变动影响）和不属于日常营运收支的一次性重大项目的利润。



图：归母营运利润增速（单位：%）

来源：塔坚研究

对比来看，平安的营运利润增速较高，主要是 2019 年之后，友邦受意外事件、卫生事件影响较大；2018 年，平安寿险受益于新业务增长，以及营运偏差（实际死亡经验和准备金假设的差异）带来正贡献，营运利润增速较高。

我们分开来看：

平安寿险——营运利润增速从 2019 年开始明显放缓，其中寿险营运利润主要由剩余边际摊销、净资产投资收益、息差收入、营运偏差贡献，拆开来看，剩余边际摊销占税前营运利润的比重在 70%以上，对营运利润增速较大。

剩余边际，是存量保险业务在未来可以实现的利润折现值，每年以相对固定的比例释放即期利润，是利润蓄水池。剩余边际摊销增速放缓，主要受新业务增长承压影响。

营运偏差及其他，主要与对费差、死差的运营管理水平有关，在 2019 年、2020 年降幅较大，主要是因为平安加大科技、队伍建设等战略投入，以及保单继续率下降所致，2020 年 13 个月的继续率为 85.5%，同比下降 2.3 个百分点（公告解释是主动收缩继续率高的短期储蓄产品所致），导致费差利润贡献下降。

营运利润来源增速	2017	2018	2019H1	2019	2020H1	2020
剩余边际摊销	30.40%	25.00%	21.20%	19.50%	12.60%	9.60%
净资产投资收益	30.30%	21.80%	21.00%	31.00%	20.00%	12.20%
息差收入	51.70%	-10.40%	-41.90%	-21.80%	71.40%	15.70%
营运偏差及其他	60.00%	115.20%	9.40%	-52.20%	-19.10%	-55.70%
税前营运利润合计	35.30%	34.50%	14.80%	2.60%	8.00%	3.40%
所得税	50.30%	32.90%	-47.20%	-56.60%	19.80%	-11.50%
税后营运利润合计	30.40%	35.10%	36.10%	24.70%	6.40%	5.30%

友邦保险——营运利润增速逐步放缓，从 2018 年的 13% 降至 2020 年的 4.4%，主要是受意外事件、卫生事件影响，保费收入、新业务价值增速放缓，使得剩余边际摊销变慢。

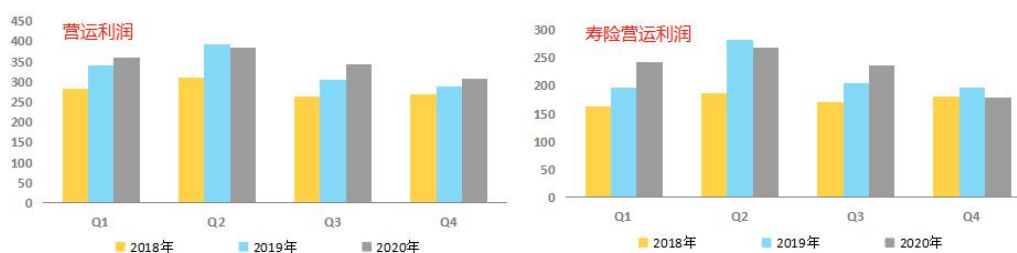
此外，2019 年，美联储降息后，票息再投资收益下降，以及泰国和马来西亚 2019H2 流感和传染病的发病率提高，使得理赔正偏差缩小，营运正偏差增速放缓。

(肆)

对增长态势有感知后，我们接着来看近期财报数据。

中国平安——2020 年年报，归母营运利润 1394.70 亿元，同比增长 4.9%，主要是寿险、财险业务营运利润增速放缓。

实现营业收入 12183.15 亿元, 同比增长 4.23%; 实现归母净利润 1430.99 亿元, 同比下降 4.22%, 降幅较前三季度收敛 16.25 个百分点, 主要是 Q4 权益市场回暖, 实现投资收益 395.26 亿元, 同比增长 34.22%。

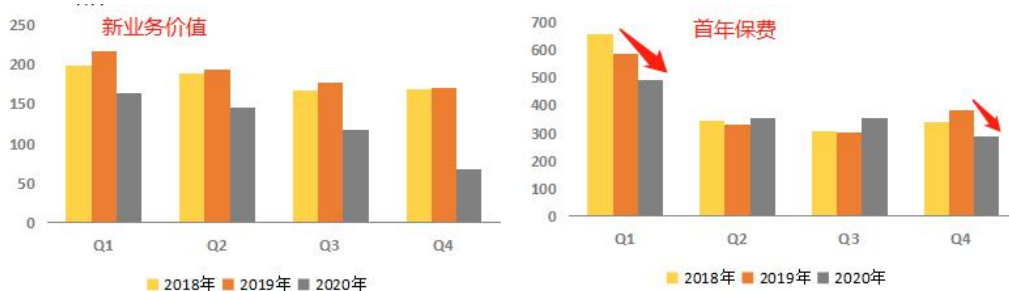


图：营运利润（单位：亿元）

来源：塔坚研究

2020年, 新业务价值 495.75 亿元, 同比下降 34.7%。新业务价值率 33.3%, 同比回落 14.0 个百分点, 主要是卫生事件和寿险改革导致。

分季度看, 新业务价值降幅呈现逐季度扩大的趋势, 与国内经济运行情况和行业整体表现相悖, 主要是 Q2、Q3 仍处于改革阵痛期, Q4 的战略是“重开门轻收官”, 产品推广力度不大。首年保费降幅也未改善, Q4 由于较早启动 2021 年开门红工作, 导致新单规模较小。



图：单季度新业务价值（右图）、首年保费（左轴）（单位：亿元）

来源：塔坚研究

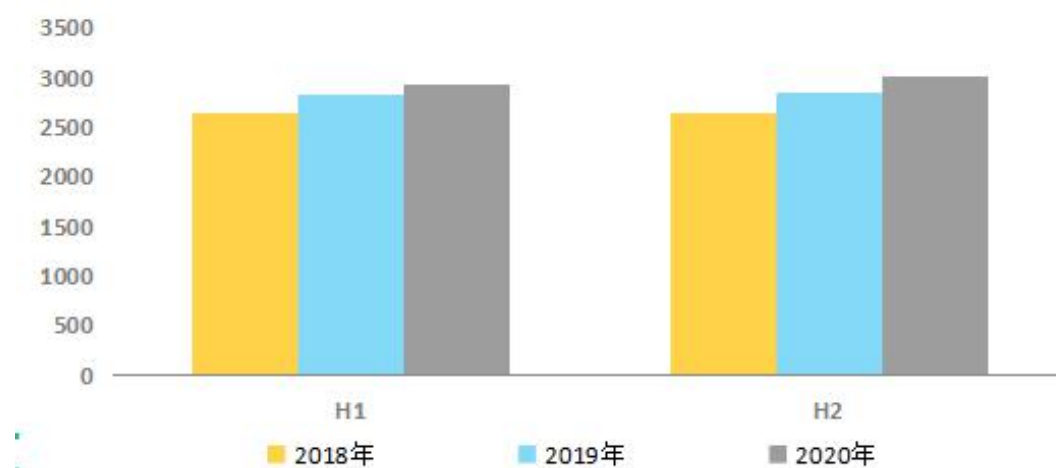
4月23日，平安公布2021年一季度业绩——NBV同比增长15%，基本符合预期。受益于提前布局开门红+重疾产品新老切换+低基数，首年保费同比增长23.1%，价值率较低的开门红年金占比提升，价值率同比下行2.1ppt至31.4%。一季度末代理人数量为98.6万人，较年初下降4%。

从披露的月度保费数据看到，3月新单下降17%，降幅较大，代理人队伍调整效果仍有待验证。

营运利润同比增长9%，净利润同比增长4%，包括对华夏幸福投资计提了182亿元减值。（目前计提了风险敞口的三分之一，预计在后续不排除进一步减值的可能性）。

友邦保险——3月12日，其披露2020年度全年业绩，2020年度，税后营运溢利同比上升4.4%至59.42亿美元(折合人民币387.8亿元)。2020

年营业收入 503.6 亿美元，同比增长 6.6%；归母净利润 57.8 亿美元，同比下降 3.3%。

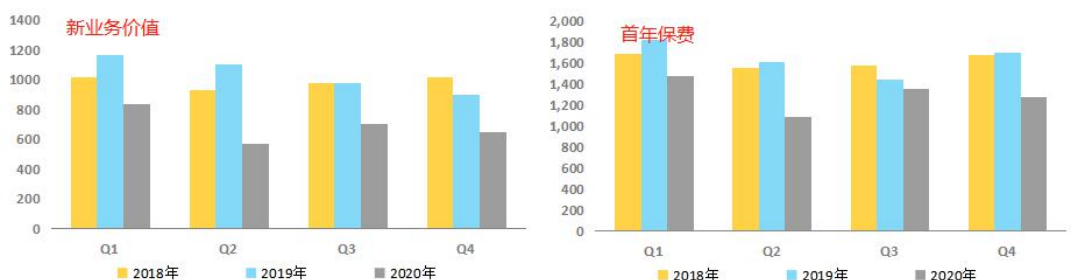


图：营运溢利（单位：百万美元）

来源：塔坚研究

2020 年，其新业务价值、新业务价值利润率、年化新保费均在下降。其中，新业务价值下降 33%至 27.65 亿美元，新业务价值利润率减少 10.4 个百分点至 52.6%，年化新保费下降 20%至 52.19 亿美元，主要是受卫生事件影响，以及中国香港地区业务拖累。

2020Q1-Q4，单季度的 NBV 分别同比-28.1%、-48.6%、-28.0%、-27.8%，下半年环比 Q2 改善。2021 年 1-2 月，友邦 NBV 同比增长 15%，主要是线上展业能力提升、主要市场外出限制措施放宽、基数较低。



图：单季度新业务价值（右图）、首年保费（左轴）（单位：百万美元）

来源：塔坚研究

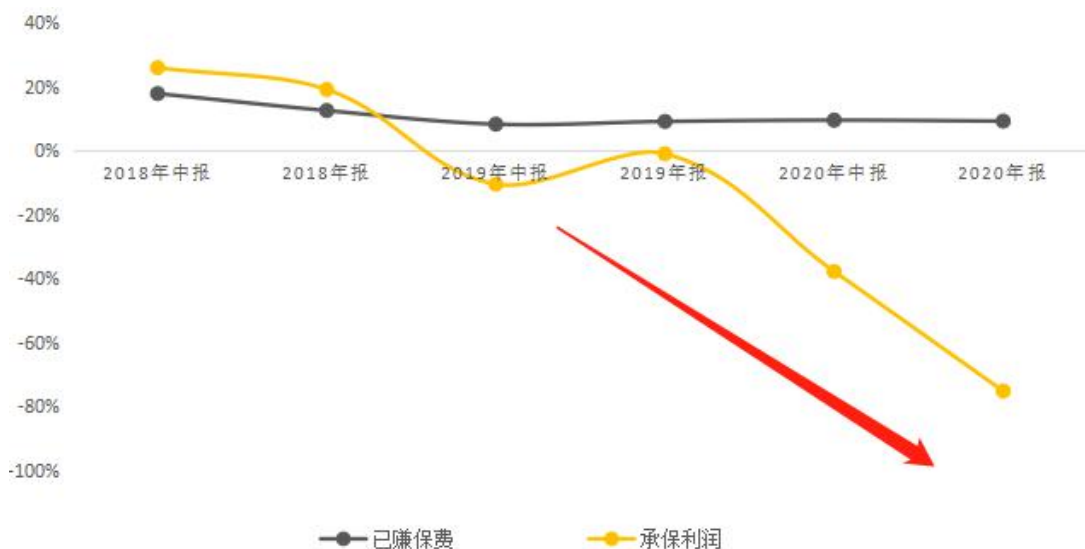
分地区看，2020年，主要市场 NBV 占比为：中国内地（32%）>中国香港（20%）>泰国市场（15%）>新加坡（11%）>马来西亚（7%）。各市场 NBV 增速为：泰国（-5.1%）>新加坡（-6.3%）>马来西亚（-14.0%）>中国内地（-17.1%）>中国香港（-66.1%）。

其中，中国香港地区，受卫生事件等因素外，内地居民前往中国香港购买保险的数量锐减（离岸新单业务停滞），但是，中国澳门 Q4 新单保费中内地访客占比超过三分之一，表明内地访客潜在需求仍在持续。

(伍)

考虑中国平安的业务多元，我们再拆解一下细分业务的业绩变动，重点看营运利润占比较高的财险（12%）、银行业务（12%）。

1) 财险



图：平安财险已赚保费增速、承保利润增速（单位：%）

来源：塔坚研究

近三年，保费收入保持正增长，但增速在放缓，主要受车险业务影响，汽车销售下滑，且监管从2019年上半年开始从龙头公司入手，采取强制措施限制一些地区业务发展，如四川、黑龙江、湖南等地。此外，2020年9月，新一轮车险综合改革落地，简单来看，定价更合理（行业车险价格下滑20%），同时提高保额。

意见明确，提升交强险保障水平，将交强险总责任限额从12.2万元提高到20万元，其中死亡伤残赔偿限额从11万元提高到18万元，医疗费用赔偿限额从1万元提高到1.8万元，财产损失赔偿限额维持0.2万元不变。

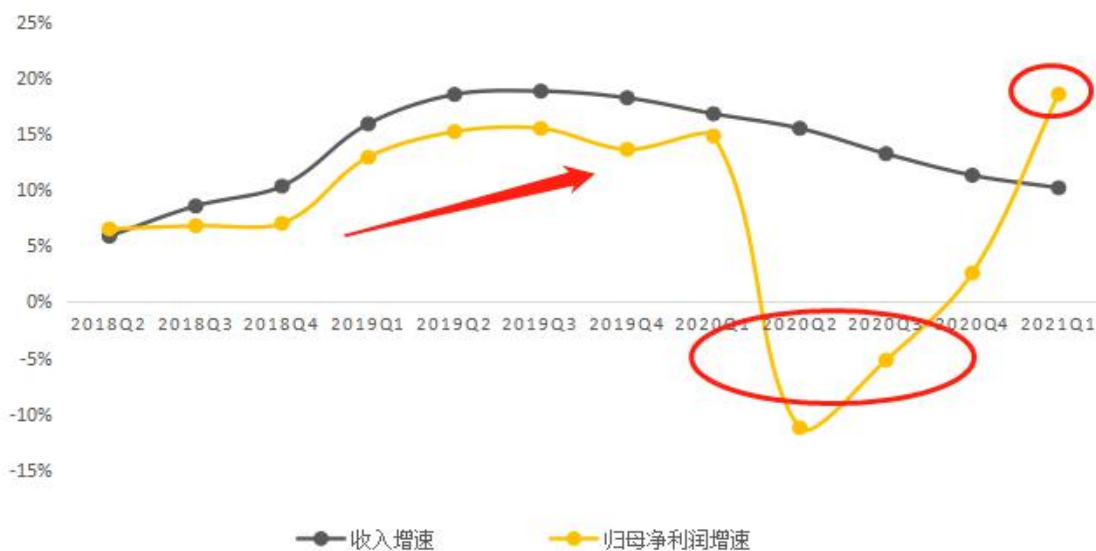
承保利润端，2019 年之后处于负增长，主要是赔付率上升，以及车险价格下降所致。其中，2020 年，受卫生事件影响，居民还款能力下滑，保证保险业务赔付率上涨 17.4 个百分点。

从 2021 年一季度数据看，平安财险保费收入为 662 亿元，同比下降 8.8%，负增长的主要原因仍是车险综合改革的实施，综合成本率为 95.2%，在去年低基数上下降 1.3 个百分点，预计车险综改的影响尚未完全反映在报表中。

2) 银行业务

2018 年-2019 年，收入、利润呈上升趋势，主要是贷款投放力度加大，贷款余额增加，且净息差有所上升。2019 年四季度，利润增速小幅回落，主要是不良认定更加严格，资产减值损失计提力度加大，全年计提减值损失同比增长 24.3%。

2020 年中报，净利润负增长主要是其加大拨备计提力度导致，贷款减值损失同比增长 41%，拨备覆盖率较年初上升 32 个百分点至 214.93%。得益于大力度处置不良，截至 2020 年末，不良贷款率为 1.18%，同比下降 0.47 个百分点。



2021 年一季度，其归母利润同比增长 18.53%，主要是资产质量的改善，拨备计提需求趋缓，同比下降约 13%。

(陆)

接下来，我们再回到寿险业务，对比内含价值的盈利能力，可以通过指标“内含价值营运回报率 (ROEV)”来看。其中：

$$\text{寿险 ROEV} = \text{寿险内含价值营运利润} \div \text{年初内含价值}$$

寿险内含价值营运利润=年初内含价值的预计回报+新业务价值创造+营运贡献

.....

以上，仅为本报告部分内容,仅供试读。

如需获取本报告全文及其他更多内容，请订阅产业链报告库。

一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

· 订阅方法 ·

长按下方二维码，一键订阅



扫码了解核心产品-产业链报告库

了解更多，可咨询工作人员：bgysyxm2018

【版权、内容与免责声明】 1) 版权：版权所有，违者必究，未经许可不得翻版、摘编、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创：如有引用未标注来源，请联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容：我们只做

产业研究，以服务于实体经济建设和科技发展为宗旨，本文基于各产业内公众公司属性，据其法定义务内向公众公开披露之财报、审计、公告等信息整理，不采纳非公开信息，不为未来变化背书，不支持任何形式决策依据，不提供任何形式投资建议。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性，亦不为任何个人决策和市场变化负责。内容仅服务于产业研究需求、学术讨论需求，不提供证券期货市场之信息，不服务于虚拟经济相关人士、证券期货市场相关人士，以及无信息甄别力之人士。如为相关人士，请务必取消对本号的关注，也请勿阅读本页任何内容。4) 格式：我们仅在微信呈现部分内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分产业，不保证您需要的行业都覆盖，也不接受任何形式私人咨询问答，请谅解。6) 平台：内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。7) 完整性：以上声明和本页内容构成不可分割的部分，在未仔细阅读并认可本声明所有条款的前提下，请勿对本页面做任何形式的浏览、点击、转发、评论。

【数据支持】部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、智慧芽、理杏仁、企查查；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内外研究，以上几家必不可少。如果大家有购买以上机构数据终端的需求，可和我们联系。