

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中国平安 (601318)

投资评级 无评级

上次评级

王舫朝 首席研究员

执业编号: S1500519120002

联系电话: 010-83326877

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

朱丁宁 研究助理

邮箱: zhudingning@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 寿险持续承压，代理人渠道改革稳步推进

2021年08月27日

事件：中国平安公布 2021 年中报，实现营业收入 6356 亿元，同比+0.9%，实现归母净利润 580 亿元，同比-15.5%。基本每股收益 3.3 元，同比-15.2%。年化运营 ROE 21.0%，同比-0.6ppts。中期股息每股现金 0.88 元/股，同比+10%。公司拟实施 50-100 亿元的股份回购方案。

点评：

- **1H21 归母净利润 YoY-15.5%**。中国平安 1H21 实现归母净利润 580 亿元，同比-15.5%。2020 集团营运利润 818.4 亿元，同比+10.1%，其中寿险归母营运利润 495.0 亿元，同比-3.2%。其中，华夏幸福的投资减值损失影响税后归属于母公司股东的净利润影响金额为 208 亿元，对税后归属于母公司股东的营运利润影响金额为 61 亿元。
- **NBV 下滑明显，代理人量降提质**。1H21 新业务价值同比-11.7%至 273.9 亿元，主要由于个险渠道长期保障型保险新业务价值同比-45.1%。因低价值率的储蓄类保险占比提升 9.8ppts 至 46.7%（首年保费 YoY+31%），新业务价值 NBV margin 同比下降 5.5ppts 至 31.2%。受二季度首年保费 YoY-23.3%影响，公司上半年首年保费同比+3.7%至 876.41 亿元，增速较 1Q21 下降 19.4ppts。寿险和健康险 EV 同比+4.7%，增速进一步放缓。预期回报、NBV、营运偏差、投资偏差分别贡献 4.2%、3.8%、-0.7%、-1.5%，其中 NBV 贡献较去年同期 4.8%下降 1ppts，且营运经验偏差转负，主要因为加大科技和队伍投入，以及保单继续率波动影响。寿险 ROEV14.9%，同比下降 3.9ppts。随着公司寿险渠道改革的逐步推进，公司“清虚”力度加大，并提高代理人招聘门槛，代理人数量下滑明显。截止 1H21，个险渠道期末人力为 87.8 万人，同比-15.2%，较 1Q21 末下降 10.9%，但随着公司实施“优+”增员升级计划及大力培养钻石队伍战略，1H21 人均 FYP 同比+23.8%至 9350 元。此外，公司数字化渠道改革试点初显成效，通过数字赋能，试点营业部留存人力人均 FYP 提升近 30%，代理人活跃度及产品销售件数明显改善。
- **息差收入及营运偏差拖累营运利润**。1H21，公司寿险与健康险税后营运利润同比-2.5%，源于剩余边际摊销、净资产投资收益、息差收入增速和营运偏差变动均同比放缓：1) 源于近年来新业务贡献增速放缓，剩余边际余额增速放缓，剩余边际摊销变动同比下降 9.5ppts 至 3.1%；2) 净资产投资收益同比下降 6.1ppts 至 13.9%；3) 净息差收入同比转负为-23.9%；4) 营运偏差变动持续恶化，同比下降 10.0ppts 至-29.1%，主要源于新业务下滑以及去年同期疫情原因客户理赔较少导致赔付差较高。同时 13 个月和 25 个月继续率均拖累营运偏差，分别同比-0.5ppts 和-3.1ppts 至 87.6%和 82.0%。
- **受华夏幸福减值影响，投资收益率同比下滑**。1H21 年净投资收益率 3.8%，同比-0.3ppts。总投资收益率 3.5%，同比-0.9ppts，源于资本市场波动及华夏幸福减值影响。资产配置方面，公司债权类资产配置增加

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

0.6ppts 至 72.0%，其中债券投资占比下降了-0.6ppts 至 49.6%，非标债（债权投资计划+理财产品投资）占比+1.1ppts 至 12.1%。股票+基金配置占比同比持平。

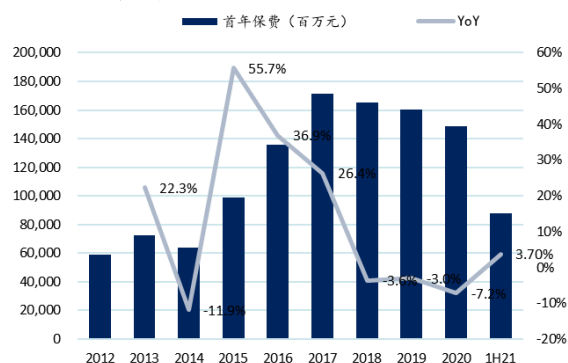
- **保证保险成本压力缓解，推动综合成本率下行。**1H21 产险原保费收入同比-7.5%。1H21 综合成本率同比-2.2ppts 至 95.9%，主要源于疫情过后经济回暖，保证保险综合成本率下降 37.4ppts 至 88.2%。平安财险整体费用率下降 9.1pct 至 29.0%，赔付率上升 6.9pct 至 66.9%。分险种看，受车险综改影响，车险保费同比-6.9%；意外及健康保险增长强劲，同比+30.4%。
- **投资建议：**受“重疾炒停”后客户资源的消耗、代理人持续流失以及后疫情时代居民保险消费需求的低迷，平安全年新单保费及 NBV 将持续承压。我们认为，公司持续推进寿险渠道改革，全力打造高质量三层队伍转型，队伍质量有望稳步提升。同时，投资端，下半年经济存在下行压力，利率存在下行预期。公司股价已反映华夏幸福减值损失以及对保险行业的悲观预期，建议关注。
- **风险因素：**受疫情影响，代理人展业恢复进度不及预期；寿险改革不及预期；代理人下滑导致人员脱落；资本市场大幅波动带来投资收益急剧下降；利率下行将缩窄固定利率工具利差空间，并影响会计利润。

图 1：中国平安滚动 PEV



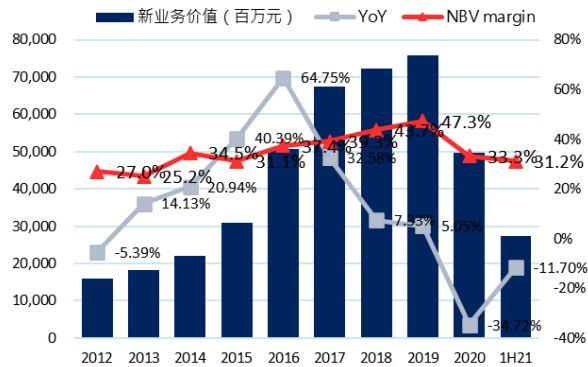
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：首年保费（百万元）及增速



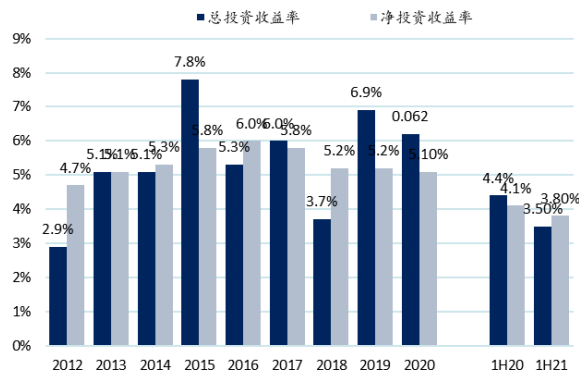
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 3: NBV (百万元) 和 NBV margin



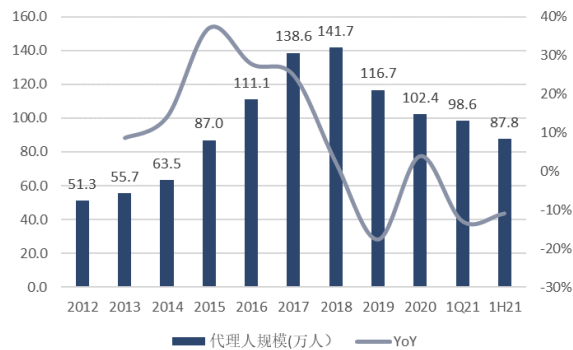
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 4: 投资收益率 (%)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 5: 个险渠道代理人数量



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于2020年4月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019年11月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

温瑞鹏，硕士，毕业于复旦大学金融专业，曾工作于太平人寿保险有限公司，2021年5月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

孙思茹，硕士，同济大学经济学学士，香港大学经济学硕士，2021年4月加入信达证券研发中心，从事中小市值个股研究工作。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售副总监(主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。