

中国平安 (601318.SH)

负债投资两端承压 寿险改革持续深化

事件: 公司发布 2021 年中报, 上半年公司实现营业收入 6356.49 亿元, YoY+0.9%; 实现归母净利润 580.05 亿元, YoY-15.5%; 拟每股派发现金股息 0.88 元, YoY+10.0%。

华夏幸福减值计提延续拖累利润增长, 剩余边际增速明显放缓: Q1 公司已对华夏幸福减值 182 亿元, Q2 延续减值力度, 上半年合计对华夏幸福减值 359 亿元, 包括 144 亿元股权类及 215 亿元债权类减值, 拖累公司利润增长, 后期公司将继续推动债务危机化解工作。上半年公司实现归母净利润 580.05 亿元, YoY-15.5%。此外由于 20、21 年连续两年新业务负增长, 公司剩余边际增速明显放缓, 截至期末公司剩余边际 9682.12 亿元, 较年初仅增长 0.8%; 集团期末 EV 为 1.38 万亿元, 较年初增长 3.8%。

营运利润及分红稳步提升, 拟进行 50-100 亿元回购计划: 虽然净利润为负增长, 但上半年公司归母营运利润为 818.36 亿元, YoY+10.1%, 年化营运 ROE 仍有 21.0%, 寿险业务年化营运 ROE 高达 35.0%; 同时中期每股股息 0.88 元, YoY+10%。此外经董事会批准, 公司在 12 个月以内拟以自有资金实施 50-100 亿元 A 股股份回购。

寿险业务整体承压, 改革持续深化局部成效初显: 受行业及公司等多方面影响, 寿险业务有所承压, NBV、价值率、代理人数量均为负增长, 但表现基本在预期以内。公司当前寿险改革逐步进入深化阶段, 局部试点营业部开始有所成效。

1) NBV 同比下降 11.7% 基本在预期以内, 产品结构及业务节奏差异导致价值率下降: 上半年公司 NBV 为 273.87 亿元, YoY-11.7%, 承压态势基本在预期以内; 其中新单保费 876.41 亿元, YoY+3.7%, NBV margin 同比下降 3.9pt 至 31.2%, 价值率下降主要和业务节奏及产品结构变化有关: 以重疾为主的价值率较高的长期保障新产品新单保费 92.52 亿元, YoY-43.2%; 而尤其开门红期间销售较好的短储及长储产品上半年新单分别为 302.02 亿元、106.95 亿元, YoY+27.1%、+44.8%。

2) 代理人数量持续下滑, 人均 NBV 产能稳定但人均收入略有下降: 截至本期末公司代理人数量 87.8 万人, 较年初下降 14.3%; 上半年人均 NBV 产能基本持平, 但受到间接佣金下降超 20% 以及交叉销售下降 12% 影响, 代理人平均月收入 5889 元, YoY-4.8%。

3) 保单继续率延续下行趋势: 上半年公司 13 个月、25 个月保单继续率分别为 87.6%、82.0%, YoY-0.5pc、-3.1pc, 延续下降趋势, 提升退保率小幅提升 0.3pc 至 1.19%。

4) 数字化渠道改革成效初显, 积极推动代理人分层经营: 当前公司寿险改革进入持续深化阶段, 虽然仍需一定时间才能见到明显效果, 但部分先行改革区已经取得一定效果。数字化渠道改革在部分试点营业部的业绩、行为及质量方面得到改善, 拜访量、人均长险件数等均有明显提升。此外公司继续推动队伍分层精细化经营, 钻石队伍人均新单是整体队伍的 5 倍以上, 收入为社平的 4-5 倍, 未来队伍规模有望持续扩大。

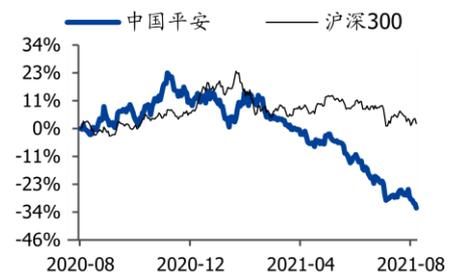
财险业务优质经营, 业务品质持续优化: 平安财上半年实现总保费收入 1333.13 亿元, YoY-7.5%, 主要受到车险综改以及保证保险压缩规模影响。公司持续加强风险筛选、优化客群结构, 综合成本率 95.9%, YoY-2.2pc, 其中费用率下降 9.1pc 至 29.0%, 赔付率提升 6.9pc 至 66.9%, 公司承保利

买入 (维持)

股票信息

行业	保险
前次评级	买入
8月26日收盘价(元)	50.30
总市值(百万元)	919,496.14
总股本(百万股)	18,280.24
其中自由流通股(%)	59.26
30日日均成交量(百万股)	73.48

股价走势



作者

分析师 赵耀

执业证书编号: S0680519090002

邮箱: zhaoyao@gszq.com

分析师 马婷婷

执业证书编号: S0680519040001

邮箱: mattingting@gszq.com

相关研究

- 1、《中国平安 (601318.SH): 参与方正集团重组 深化医疗健康生态圈布局》2021-04-30
- 2、《中国平安 (601318.SH): 新业务价值增速回暖 资产减值侵蚀利润》2021-04-22
- 3、《中国平安 (601318.SH): 业绩低谷 起跳在即》2021-02-04



润大幅增长 117.4%至 52.10 亿元。具体分险种看，1) 车险业务在综改下保费略有承压，但仍实现了 97.4%的较好的综合成本率；2) 保证保险压缩规模、加强风险筛选、优化结构，上半年综合成本率 88.2%，YoY-37.4%，实现承保利润 18.59 亿元，而去年同期亏损 34.76 亿元。

投资端有所承压，上半年总投资收益率 3.5%：公司受市场波动以及资产减值计提增加等影响，投资端有所承压，上半年公司净、总投资收益率分别为 3.8%、3.5%，分别同比下降 0.3pc、0.9pc。

投资建议：公司上半年投资端及负债端均有所压力，净利润负增长且剩余边际增速明显放缓，但营运利润及分红仍稳定增长。公司寿险改革持续推进，部分地区已初显成效，预计公司 21E、22E 归母净利润增速分别为+4.5%、+23.4%，集团 EV 增速分别为+10.0%、+12.5%，对应 P/EV 分别为 0.63 倍、0.56 倍，考虑到公司当底部的估值水平、负面因素逐步出清的趋势以及长期看改革效果有望逐步体现，我们维持公司“买入”评级，后期持续关注公司负债改善、投资情况以及寿险改革效果。

风险提示：保障型产品销售不及预期风险；长端利率下行风险；权益市场下行风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,168,867	1,218,315	1,274,634	1,436,735	1,615,596
增长率 yoy (%)	19.7	4.2	4.6	12.7	12.4
归母净利润(百万元)	149,407	143,099	149,569	184,517	214,985
增长率 yoy (%)	39.1	-4.2	4.5	23.4	16.5
每股净资产	36.83	41.72	48.54	55.51	63.63
ROE(%)	22.19	18.77	16.86	18.18	18.48
EPS(摊薄/元)	8.17	7.83	8.18	10.09	11.76
P/EV(倍)	0.77	0.69	0.63	0.56	0.50

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 8 月 26 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	449,909	526,301	518,034	535,845	569,508
拆出资金	79,569	70,996	75,570	76,217	75,334
买入返售金融资产	96,457	122,765	132,855	150,243	174,573
应收类合计	140,193	152,238	147,080	160,215	167,763
保户质押贷款	139,326	161,381	201,604	245,975	297,435
长期应收款	183,957	202,050	248,290	284,760	329,760
发放贷款及垫款	2,240,396	2,599,510	3,018,172	3,503,360	4,066,351
定期存款	216,810	253,518	299,669	360,765	427,535
交易性金融资产	961,073	1,231,331	1,416,031	1,628,435	1,872,701
债权投资	2,281,225	2,624,848	2,952,871	3,321,886	3,765,432
其他债权投资	458,165	511,386	662,201	857,494	1,059,289
其他权益工具投资	282,185	277,401	312,146	351,242	378,586
长期股权投资	204,135	267,819	395,180	540,792	749,174
独立账户资产	46,131	53,059	57,788	67,609	76,832
其他资产	443,398	473,267	502,026	557,199	631,315
资产总计	8,222,929	9,527,870	10,939,517	12,642,037	14,641,588
银行同业及其他金融机 构存放款项	355,051	453,677	470,533	506,945	573,239
卖出回购金融资产款	176,523	276,602	360,657	457,394	631,059
代理买卖证券款	38,645	59,472	83,284	123,978	182,990
预收类合计	42,473	48,442	48,284	48,874	51,309
应付类合计	187,402	203,535	210,742	225,643	240,099
吸收存款	2,393,068	2,634,361	2,922,861	3,269,595	3,628,131
保户储金及投资款	701,635	768,975	860,561	958,507	1,063,590
保险合同准备金	1,921,907	2,218,007	2,572,708	2,971,066	3,360,895
应付债券	699,631	901,285	1,135,187	1,439,456	1,830,885
其他负债	854,224	975,609	1,103,510	1,301,043	1,544,080
负债合计	7,370,559	8,539,965	9,768,326	11,302,500	13,106,276
股本	18,280	18,280	18,280	18,280	18,280
资本公积金	128,651	134,474	134,474	134,474	134,474
减：库存股	5,001	5,995	5,995	5,995	5,995
其它综合收益	13,459	-6,829	2,732	3,824	5,354
盈余公积	12,164	12,164	12,164	12,164	12,164
一般风险准备	71,964	88,789	93,228	97,890	102,784
未分配利润	433,644	521,677	620,393	742,174	884,064
归属于母公司所有者权 益合计	673,161	762,560	887,266	1,014,801	1,163,115
少数股东权益	179,209	225,345	283,925	324,736	372,197
所有者权益合计	852,370	987,905	1,171,191	1,339,537	1,535,312

盈利指标

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
ROA	1.82%	1.50%	1.37%	1.46%	1.47%
ROE	22.2%	18.8%	16.9%	18.2%	18.5%
EPS	8.17	7.83	8.18	10.09	11.76
BVPS	36.83	41.72	48.54	55.51	63.63
每股内含价值	65.67	72.65	79.91	89.90	100.86
每股新业务价值	4.15	2.71	2.58	2.86	3.17

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,168,867	1,218,315	1,274,634	1,436,735	1,615,596
已赚保费	748,779	757,599	765,175	856,996	959,836
银行业务利息净收入	90,187	100,404	111,448	122,593	134,853
非保险业务手续费及佣金净 收入	44,230	51,762	59,009	67,270	76,688
非银行业务利息收入	99,991	118,814	136,636	157,132	180,701
投资净收益	77,497	124,701	128,442	147,708	169,865
公允价值变动净收益	44,091	-4,770	-2,862	572	744
其他业务收入等	64,092	69,805	76,786	84,464	92,910
营业支出	983,839	1,030,011	1,073,389	1,188,529	1,326,430
退保金	26,661	36,914	45,910	34,280	38,393
赔付支出减摊回	213,767	225,633	228,022	255,385	286,031
提取保险责任准备金减摊回	286,921	302,553	284,645	342,798	379,135
保户红利支出	19,329	19,001	18,364	20,568	23,036
手续费及佣金支出	114,753	102,003	130,080	154,259	182,369
税金及附加	4,272	4,615	4,661	5,220	5,847
管理费用	165,320	170,195	160,687	179,969	201,565
非银行业务利息支出	20,098	26,436	30,060	34,569	39,754
其他业务成本	65,452	63,203	63,835	71,495	80,075
其他资产减值损失	67,266	79,458	107,124	89,985	90,225
营业利润	185,028	188,304	201,245	248,207	289,166
利润总额	184,739	187,764	200,680	247,570	288,450
所得税	20,374	28,405	34,116	42,087	49,037
净利润	164,365	159,359	166,564	205,483	239,414
归母净利润	149,407	143,099	149,569	184,517	214,985

关键指标

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
归母净利润(亿)	1,494.07	1,430.99	1,495.69	1,845.17	2,149.85
归母净利润增速	39.1%	-4.2%	4.5%	23.4%	16.5%
已赚保费(亿)	7,487.79	7,575.99	7,651.75	8,569.96	9,598.36
已赚保费增长率(%)	10.5%	1.2%	1.0%	12.0%	12.0%
新业务价值(亿)	759.45	495.75	470.96	522.77	580.27
新业务价值增速	5.1%	-34.7%	-5.0%	11.0%	11.0%
寿险内含价值(亿)	7574.90	8245.74	8931.09	10025.45	11187.20
寿险内含价值增速	23.5%	8.9%	8.3%	12.3%	11.6%
寿险 ROEV	25.0%	14.5%	16.4%	17.0%	16.8%
集团内含价值(亿)	12005.33	13281.12	14607.68	16433.71	18438.04
集团内含价值增速	19.8%	10.6%	10.0%	12.5%	12.2%
集团 ROEV	15.3%	9.1%	10.2%	10.4%	10.2%
净投资收益率	5.2%	5.1%	4.7%	4.8%	4.8%
总投资收益率	6.9%	6.2%	4.5%	5.0%	4.9%
P/E(倍)	6.15	6.43	6.15	4.98	4.28
P/B(倍)	1.37	1.21	1.04	0.91	0.79
P/EV(倍)	0.77	0.69	0.63	0.56	0.50

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 26 日收盘价

图表 1: 集团核心财务指标情况

集团核心指标 (亿元)	2017	2018	2019	2020H	2020	2021H
总资产(万亿)	6.49	7.14	8.22	8.85	9.53	9.88
较年初	16.4%	10.0%	15.1%	7.6%	15.9%	3.7%
净资产	4,734	5,565	6,732	7,020	7,626	7,918
较年初	23.4%	17.6%	21.0%	4.3%	13.3%	3.8%
保费收入	6050.35	7195.56	7950.64	4455.05	7978.8	4225.0
YoY	28.9%	18.9%	10.5%	-0.2%	0.4%	-5.2%
归母净利润	890.88	1074.04	1494.07	686.83	1430.99	580.05
YoY	42.8%	20.6%	39.1%	-29.7%	-4.2%	-15.6%
归母营运利润	947.08	1125.73	1329.55	743.1	1394.7	818.4
YoY	38.8%	18.9%	18.1%	1.2%	4.9%	10.1%
个人客户数 (亿人)	1.66	1.84	2.00	2.10	2.18	2.23
较年初	26.4%	11.0%	9.0%	4.6%	4.2%	2.1%
剩余边际余额	6163.19	7866.33	9184.16	9623.33	9601.83	9682.12
较年初	35.6%	27.6%	16.8%	10.9%	4.5%	0.8%
剩余边际摊销额	498.11	622.87	744.54	403.42	815.83	415.89
摊销/剩余边际余额	8.1%	7.9%	8.1%	4.2%	8.5%	4.3%
寿险内含价值	4963.81	6132.23	7574.9	8053.74	8245.74	8635.85
较年初	37.8%	23.5%	23.5%	6.3%	8.9%	4.7%
集团内含价值	8251.73	10024.56	12005.33	12570.92	13281.12	13779.53
较年初	29.4%	21.5%	19.8%	4.7%	10.6%	3.8%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 寿险业务核心财务指标情况

寿险核心指标 (亿元)	2017	2018	2019	2020H	2020	2021H
寿险归母营运利润	521.28	703.2	880.54	511.27	936.66	494.95
YoY	29.7%	34.9%	25.2%	6.6%	6.4%	-3.2%
寿险板块归母净利润	356.58	579.14	1026.59	455.00	950.18	292.56
YoY	43.5%	62.4%	77.3%	-35.3%	-7.4%	-35.7%
个险新单	1366.57	1307.15	1246.31	617.13	994.17	642.70
YoY	34.5%	-4.3%	-4.7%	-14.0%	-20.2%	4.1%
个险新单期缴	1284.37	1243.94	1146.85	524.38	822.79	541.00
YoY	36.2%	-3.1%	-7.8%	-21.5%	-28.3%	3.2%
计算NBV的首年保费	1715.47	1654.46	1604.78	845.48	1489.15	876.41
YoY	26.4%	-3.6%	-3.0%	-8.0%	-7.2%	3.7%
新业务价值	673.57	722.94	759.45	310.31	495.75	273.9
YoY	32.6%	7.3%	5.1%	-24.4%	-34.7%	-11.7%
新业务价值率	39.3%	43.7%	47.3%	36.7%	33.3%	31.2%
期末代理人数量(万人)	138.6	141.7	116.7	114.5	102.4	87.8
较年初	25.9%	2.2%	-17.6%	1.2%	-12.3%	-14.2%
13个月保单继续率	91.8%	91.4%	87.8%	88.1%	85.5%	87.6%
25个月保单继续率	88.0%	88.2%	87.1%	85.1%	80.9%	82.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 财险业务核心财务指标情况

财险核心指标 (亿元)	2017	2018	2019	2020H	2020	2021H
综合成本率	96.2%	96.0%	96.4%	98.1%	99.1%	95.9%
综合费用率	39.6%	41.1%	39.1%	38.1%	38.6%	29.0%
综合赔付率	56.6%	54.9%	57.3%	60.0%	60.5%	66.9%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 投资业务核心财务指标情况

投资核心指标 (万亿)	2017	2018	2019	2020H	2020	2021H
总投资资产	2.45	2.79	3.21	3.44	3.74	3.79
较年初	24.2%	14.1%	14.8%	7.3%	16.6%	1.3%
净投资收益率	5.8%	5.2%	5.2%	4.1%	5.1%	3.8%
总投资收益率	6.0%	3.7%	6.9%	4.4%	6.2%	3.5%

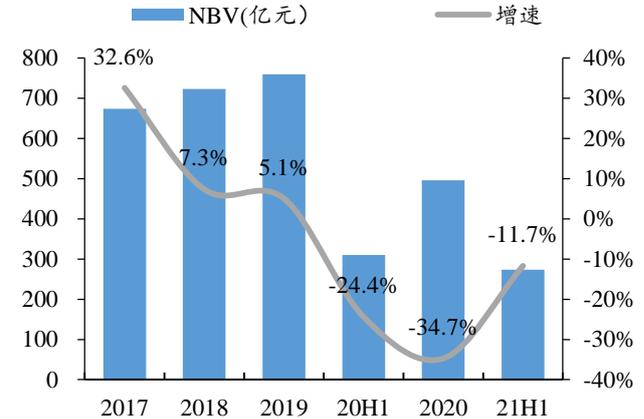
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 21H1 公司新单保费增速 3.7%



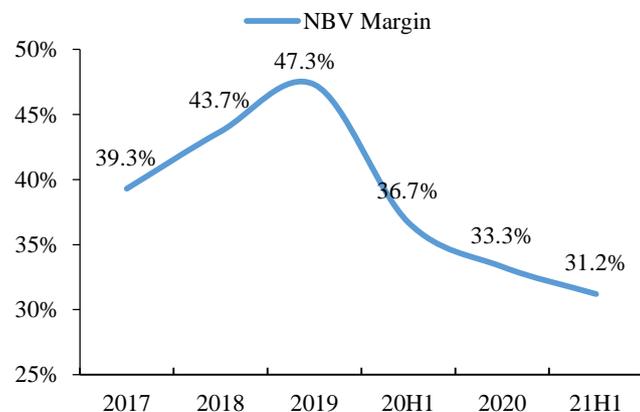
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 21H1 寿险新业务价值增速 -11.7%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 7: 公司寿险 Margin 下滑至 31.2%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 8: 21H1 公司代理人数量较年初 -14.2%



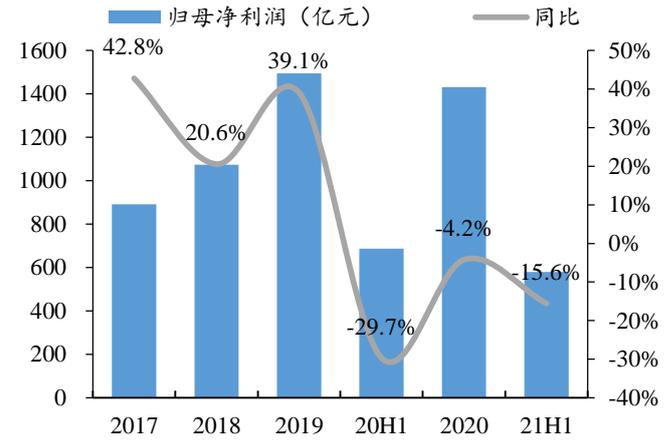
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 公司净、总投资收益率分别为 3.8%、3.5%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 21H1 集团归母净利润同比下降 15.6%



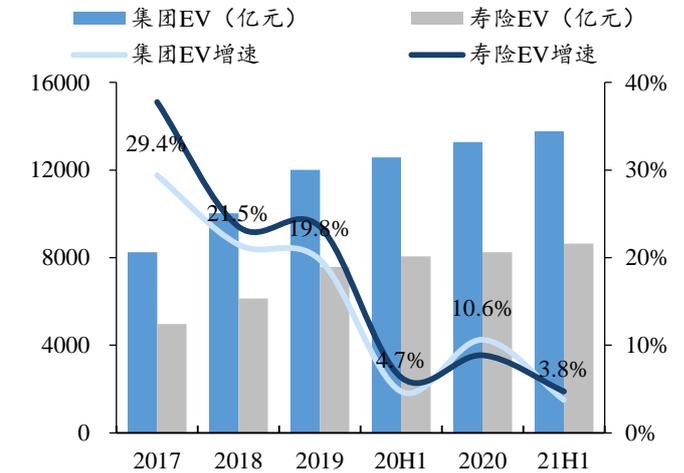
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 21H1 公司剩余边际余额较年初增长 0.8%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 21H1 寿险、集团 EV 增速分别为 4.7%、3.8%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com