

公司研究

业绩短期承压不改转型决心，期待未来触底反弹

——中国平安 (601318.SH、2318.HK) 2021 年半年报点评

A 股：买入（维持）

当前价：50.3 元人民币

H 股：买入（维持）

当前价：62.0 港币

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

wangyf@ebsecn.com

联系人：郑君怡

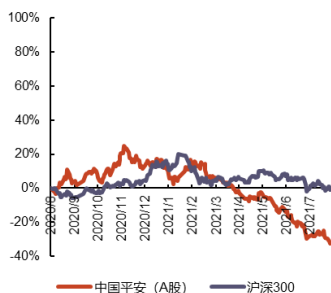
010-57378023

zhengjy@ebsecn.com

市场数据 (A 股)

总股本(亿股)	182.80
总市值(亿元)	9195
一年最低/最高(元)	50.29/94.62
近 3 月换手率	63.4%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.2	-21.3	-33.9
绝对	-5.3	-31.1	-32.4

资料来源：Wind

相关研报

持续投资房地产，期待稳健与收益并存——中国平安 (601318.SH、2318.HK) 控股子公司平安人寿 330 亿投资凯德集团来福士广场点评 (20210707)

NBV 增速亮眼，风险逐步出清——中国平安 (601318.SH、2318.HK) 2021 年一季报点评 (20210423)

NBV 及投资短期承压，预计复苏在即——中国平安 (601318.SH、2318.HK) : 2020 年年报点评 (20210204)

线上线下医疗资源互补，打造价值增长新引擎——中国平安 (601318.SH、2318.HK) 发布参与方正集团重整公告点评 (20210201)

要点

事件：2021 年 8 月 26 日，中国平安发布 2021 年半年度报告：中国平安 2021 年上半年实现营业收入 6356 亿元 (YOY+0.9%)，归母净利润 580 亿元 (YOY-15.5%)，归母营运利润 818 亿元 (YOY+10.1%)，年化营运 ROE 为 21.0%，同比下降 0.6 个百分点，中期每股股息 0.88 元/股 (YOY+10.0%)。经董事会批准，公司拟在 12 个月以内回购 50-100 亿元中国平安 A 股股份，回购资金全部来源于公司自有资金。

点评：

寿险：代理人持续清虚，NBV 短期承压，人均产能企稳回升，剩余边际增速放缓。2021 年上半年，公司实现寿险规模保费 3379 亿元，同比下滑 4.8%。

(1) **代理人数量下滑。**2021 年上半年，公司持续推进代理人改革，主动清虚，月均代理人数量为 94 万人，同比下滑 15.2%，个人寿险销售代理人数量为 88 万人，同比下滑 14.3%；

(2) **代理人人均 FYP 提升，但人均收入下滑。**2021 年上半年，公司用于计算新业务价值的首年保费同比提升 3.7%至 876 亿元，由于其增速低于代理人下滑幅度，人均 FYP 同比增长 23.8%至 9350 元/人均每月，但由于间接佣金同比下降 20%以及车险综改导致交叉销售收入同比下降 12%，代理人人均收入同比下滑 4.8%至 5889 元/人均每月。

(3) **NBV 同比下降 11.7%，但人均产能企稳回升。**2021 年上半年，公司新业务价值为 274 亿元，同比下滑 11.7%，主要受 NBVM 较高的长期保障型业务首年保费同比大幅下滑 43.2%影响，导致 NBVM 同比下降 5.5pct 至 31.2%。但代理人人均 NBV 企稳回升，实现 25185 元/人均每半年 (YOY+0.7%)，增速同比提升 15.4pct。

(4) **剩余边际增速放缓。**公司 2021H1 剩余边际余额为 9682 亿元，相比去年年末提升 0.8%，但受新业务价值下滑影响，增速有所放缓，相比去年同期下降 4pct。

我们认为，目前公司渠道改革仍处于初期阶段，但平安寿险数字化渠道改革试点已呈现一定效果，如钻石队伍人均首年保费是整体队伍的 5 倍以上，收入约为社会平均工资的 4-5 倍，预计下半年随着改革的持续深入以及钻石队伍规模的不断扩大，全年 NBV 有望实现增长。

产险：车险综合改革叠加信保业务出清，保费规模下滑但综合成本率实现优化。2021 年上半年，公司财产险原保费收入 1333 亿元 (YOY-7.5%)，市场占有率下降 1.8 个百分点至 18.2%。其中，车险保费收入 890 亿元，同比下滑 6.9%，主要受车险综合改革压力影响；非车险保费收入 337 亿元 (YOY-16.4%)，主要因为公司主动出清存量风险，信保业务保费收入同比下滑 52.3%至 98 亿元。但公司产险业务保持良好的业务质量，赔付率虽因车险改革影响提升 6.9pct 至 66.9%，但费用率同比降低 9.1pct 至 29%，使得综合成本率同比优化 2.2pct 至 95.9%，其中保证保险综合成本率同比优化 37.4pct 至 88.2%。

投资：投资端承压，净利润下滑，但营运利润维持增长。2021年上半年，公司实现总投资收益661亿元(YOY-23.1%)，年化净投资收益率下降0.3pct至3.8%，年化总投资收益率下降0.9pct至3.5%，主要受集团对华夏幸福相关投资资产进行减值计提、估值调整及其他权益调整共计359亿元影响，投资端整体承压，拖累净利润。公司2021H1归母净利润同比下滑15.5%至580亿元，但剔除短期投资波动等影响后，归母营运利润为818亿元(YOY+10.1%)，仍维持增长态势。

银行：业绩稳健增长，资产质量和拨备进一步加强。2021年上半年，平安银行整体经营业绩稳健增长，实现营业收入847亿元(YOY+8.1%)，净利润176亿元(YOY+28.5%)，其中，零售业务表现优异，上半年实现营业收入492亿元(YOY+10.9%)，净利润117亿元(YOY+46.3%)，管理零售客户资产(AUM)29820亿元，较年初增长13.6%。**不良贷款率降至历史最低，拨备覆盖率大幅提升。**2021年上半年，平安银行不良贷款率为1.08%，较年初下降0.1pct，其中逾期60+天贷款占比较年初下降0.17pct至0.91%；拨备覆盖率在净利润大幅增长的同时仍较年初提升59pct至260%，其中逾期60+天贷款拨备覆盖率较年初上升86pct至306%，为近3年最高值，风险抵补能力进一步加强。

综合金融：资管规模稳步增长。(1) **平安信托**2021H1净利润同比下滑24.1%至12.5亿元，主要受手续费及佣金收入同比下降，以及投资项目推出节奏不同和投资资产减值计提带来综合影响。截至2021年6月30日，平安信托投资类资产管理规模较年初提升44.4%至1703亿元，带动总规模较年初提升5.9%至4141亿元。(2) **平安证券**全面推进数字化和平台化经营，2021H1实现净利润17.5亿元(YOY+11.7%)。(3) **平安资产管理公司**截至2021年6月末投资资产管理规模达3.9万亿元，较年初增长6.6%，其中第三方资产管理规模达4449亿元，较年初增长15.3%。

科技：专利申请数全球领先，科技实力助力业绩提升。截至2021年6月末，公司科技专利申请数较年初增加3508项，累计达34920项，位居国际金融机构前列。平安运用人工智能技术助力金融业务促销售、提效率、控风险，2021年上半年，平安AI坐席驱动产品销售规模约1110亿元，同比增长54%，带动科技业务总收入实现同比增长14.2%至488亿元。

现金分红增加，公司拟12个月内进行50-100亿回购计划。公司拟向股东派发中期每股股息0.88元/股，同比增长10.0%。经董事会批准，公司拟在12个月以内回购50-100亿元中国平安A股股份，回购资金全部来源于公司自有资金，公司将通过回购加强市值管理，未来长期发展前景可期。

盈利预测与评级：公司受寿险改革影响，代理人与NBV下滑，但随着改革进展不断推进，代理人质量逐渐提升，预计全年NBV仍有望实现增长，叠加公司积极推进科技赋能，布局健康生态建设与养老产业链建设，未来利润空间可期。考虑到公司受华夏幸福资产减值计提影响，2021H1归母净利润下滑15.5%，我们下调公司2021-2023归母净利润预测4.3%/6.8%/15.8%至1435/1467/1778亿元。目前A/H股价对应公司21年PEV为0.61/0.63，维持A/H股“买入”评级。

风险提示：经济复苏不及预期；政策改革推进不及预期；长端利率超预期下行。

公司盈利预测与估值简表

财务简表	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元)	11,689	12,183	13,403	14,738	16,547
营业收入增长率%	19.66%	4.23%	10.01%	9.96%	12.27%
净利润 (亿元)	1,494	1,431	1,435	1,467	1,778
净利润增长率%	39.11%	-4.22%	0.25%	2.23%	21.23%
EPS (元)	8.17	7.83	7.85	8.02	9.73
EVPS (元)	65.67	72.65	81.82	92.28	104.23
P/E (A)	6.15	6.43	6.41	6.27	5.17
P/B (A)	1.37	1.21	1.04	0.90	0.77
P/EVPS (A)	0.77	0.69	0.61	0.55	0.48
P/E (H)	6.32	6.60	6.58	6.44	5.31
P/B (H)	1.40	1.24	1.07	0.92	0.79
P/EVPS (H)	0.79	0.71	0.63	0.56	0.50

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021 年 08 月 26 日; HKD/CNY=0.83272

财务报表与盈利预测

利润表 (亿元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	11,689	12,183	13,403	14,738	16,547
已赚保费	7,488	7,576	8,441	9,440	10,589
提取未到期责任准备金	249	172	192	214	240
投资收益及公允价值变动	2,216	2,387	2,675	2,942	3,531
其他收入	1,736	2,048	2,095	2,141	2,187
营业支出	9,838	10,300	11,398	12,685	14,057
退保金	267	369	445	497	446
赔付支出	2,250	2,371	2,701	3,021	3,389
提取保险责任准备金	2,870	3,039	3,461	3,871	4,342
保单红利支出	193	190	209	230	258
保险业务手续费及佣金支出	1,148	1,020	1,245	1,392	1,561
业务及管理费	1,729	1,766	1,967	2,200	2,468
其他支出	1,381	1,545	1,370	1,475	1,593
营业利润	1,850	1,883	2,005	2,053	2,490
营业外收支	-3	-5	-8	-11	-15
利润总额	1,847	1,878	1,997	2,041	2,475
所得税费用	204	284	399	408	495
年度利润	1,644	1,594	1,598	1,633	1,980
净利润	1,494	1,431	1,435	1,467	1,778

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (亿元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产合计	82,229	95,279	110,399	127,919	148,219
投资资产	32,088	37,406	43,031	49,310	56,337
发放贷款及垫款	1,393	1,614	1,870	2,167	2,511
其他资产	48,748	56,259	65,498	76,442	89,372
负债合计	73,706	85,400	98,949	114,648	132,838
准备金	19,219	22,180	25,597	29,541	34,092
吸收存款	23,931	26,344	30,523	35,366	40,977
其他负债	30,556	36,876	42,829	49,741	57,769
股东权益合计	8,524	9,879	11,450	13,271	15,381
归属母公司所有者权益	6,732	7,626	8,838	10,243	11,872
少数股东权益	1,792	2,253	2,612	3,027	3,508

资料来源: Wind, 光大证券研究所预

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE