

## 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年08月27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

买入（维持）

事件：公司发布 2021 年中报，2021 年上半年实现归母净利润 580.05 亿元，同比-15.5%；期末归母净资产 7918.36 亿元，较去年末+3.8%；寿险新业务价值 273.87 亿元，同比-11.7%；财险综合成本率 95.9%，同比-2.2 pct；承保利润 52.10 亿元，同比+117.4%，整体业绩符合市场预期。

投资要点

■ **寿险：行业内需修复期，负债端增长乏力。1) 代理人规模削减，但队伍质态有所改善。**2021 年上半年公司个险代理人的数量为 87.78 万人，同比减少 26.72 万人，主要系①疫情反复下代理人展业受阻，收入减少，人员流出增加，而同期增员较为乏力。2021 年上半年代理人活动率 43.9%，同比下降 9.1 pct；收入为 5889 元/人均每月，同比下降 4.8 pct；②公司深入推进个险渠道高质量转型，主动清虚所致。代理人规模虽同比减少，但人均产能有所上升。2021 年上半年，公司代理人人均首年保费 9350 元/月，同比增长 23.8%；人均新业务价值 25185 元/人均每半年，同比增长 0.7%。**2) 新业务价值率下跌，拉低新业务价值。**2021 年上半年公司用来计算新业务价值的新单保费 876.41 亿元，同比增长 3.7%；而新业务价值率同比下降 5.5 pct 至 31.2%，主要系公司长期保障性产品销售受阻，低价值率的储蓄类产品占比提升所致。基于此，上半年公司实现新业务价值 273.87 亿元，同比减少 11.7%。

■ **财险：综合成本率保持稳定，承保盈利能力提升。**2021 年上半年公司财险业务实现保费收入 1333.13 亿元，同比下降 7.5%，其中车险/非车险/意健险保费分别为 890.15、337.27、105.71 亿元，同比分别变动-6.9%、-16.4%、+30.4%，车险综改对于车险规模的影响犹存，但公司整体财险业务在车险综改压力下仍凸显了其竞争实力与业务韧性：**1) 稳控财险综合成本率，费用率下降明显。**2021 年上半年公司财险综合成本率 95.9%，同比下降 2.2 pct，其中赔付率与费用率为 29.0%和 66.9%，分别变动-9.1、+6.9 pct。费用率的下降一方面得益于公司科技实力驱动的降本增效，另一方面则受益于公司成本结构与销售费用的优化（手续费与业务管理费同比分别下降 27.8%、14.6%）。此外，上半年公司车险综合成本率为 97.4%，处于行业领先地位。**2) 保证保险业务扭亏为盈，助推承保利润稳步向上。**2021 年上半年公司财险业务实现承保利润 52.10 亿元，同比大幅增长 117.4%，主要由于公司保证保险业务风险逐步出清，上半年实现承保利润 18.59 亿元，较去年同期承保亏损 34.76 亿元增加了 53.35 亿元，扭亏为盈。

■ **投资端：华夏幸福减值计提 359 亿元，压制归母净利润。**2021 年上半年公司实现归母净利润 580.05 亿元，同比减少 15.5%，主要由于投资端对于华夏幸福的减值计提大幅增加，影响了公司的业绩。同期，公司净、总投资收益率为 3.8%、3.5%，同比分别下降 0.3、0.9 pct，投资端承压。

■ **盈利预测与投资评级：短期保险行业人力规模、NBV 的修复仍较为乏力，我们下调公司 2021-2023 年新业务价值预测 573.9/684.2/805.7 亿元至 442.6/464.8/514.8 亿元，对应 2021-2023 年 VNPS 3.14/3.74/4.41 元至 2.42/2.54/2.82 元。**但长期来看，旺盛的康养需求将支撑起行业的发展空间，而公司持续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。此外，公司披露中报的同时公布了将不超过 82.56 元/股的价格回购其 A 股股份，体现了公司对于业务发展的信心和推进寿险改革的决心，有利于提振投资者信心，我们看好公司长期发展，公司当前市值（2021 年 8 月 27 日）对应 2021-2023 年 A 股 P/EV 估值 0.65/0.58/0.52 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)	52.00
一年最低/最高价	50.29/94.62
市净率(倍)	1.20
流通 A 股市值 (百万元)	563298.55

备注

汇率：估值数据按照 1 港元

=0.8339 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 8 月 27 日收盘

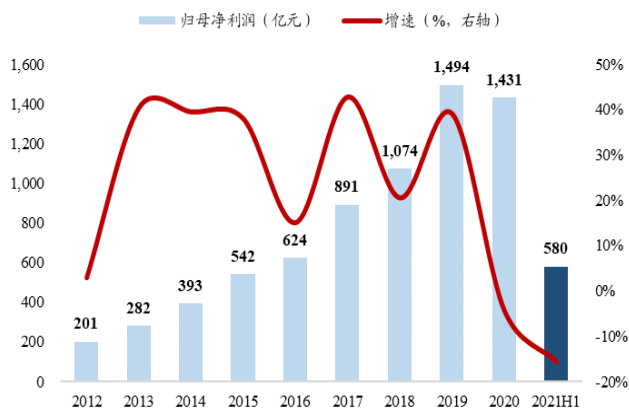
基础数据

每股净资产(元)	43.32
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

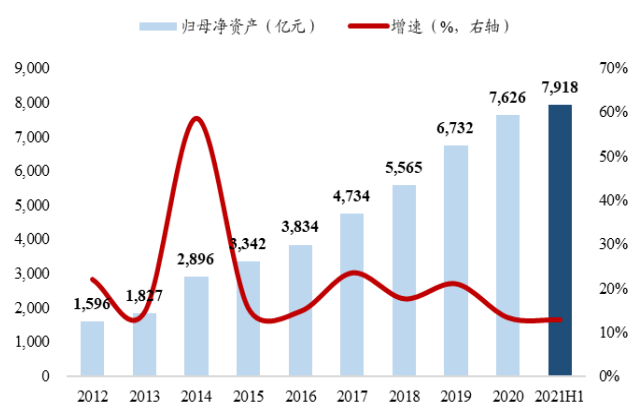
- 1、《中国平安 (601318) 2021 年一季报点评：新业务价值高增，关注公司长期价值》2021-04-23
- 2、《中国平安 (601318)：靴子落地，静待柳暗花明》2021-02-04
- 3、《中国平安 (601318)：基本面逐步触底，业绩反转可期》2020-10-29

图 1: 2012-2021H1 公司归母净利润及同比增速



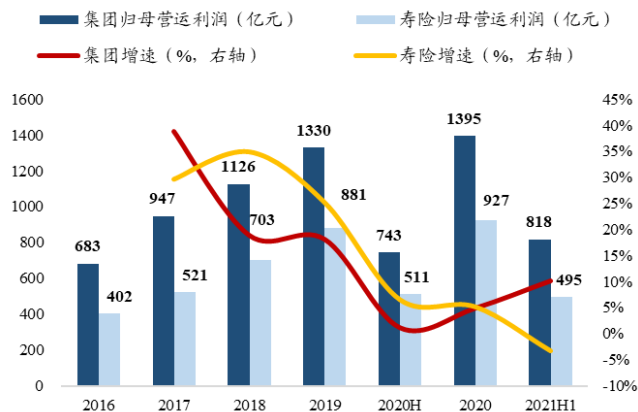
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 2: 2012-2021H1 公司归母净资产及同比增速



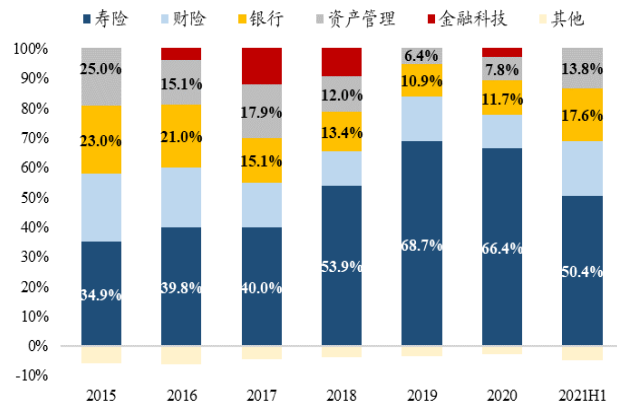
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 3: 2016-2021H1 公司营运利润及同比增速



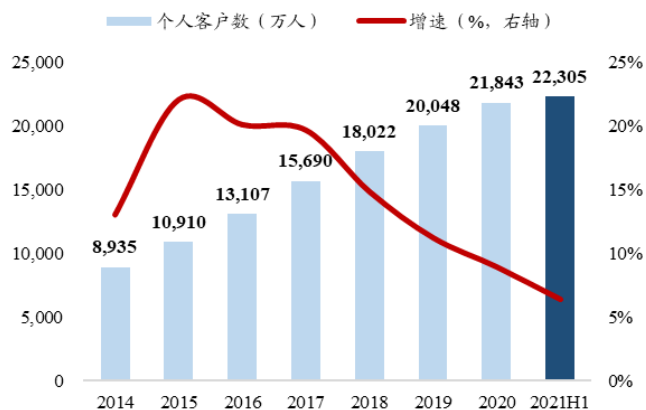
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 4: 2015-2021H1 公司分部利润结构



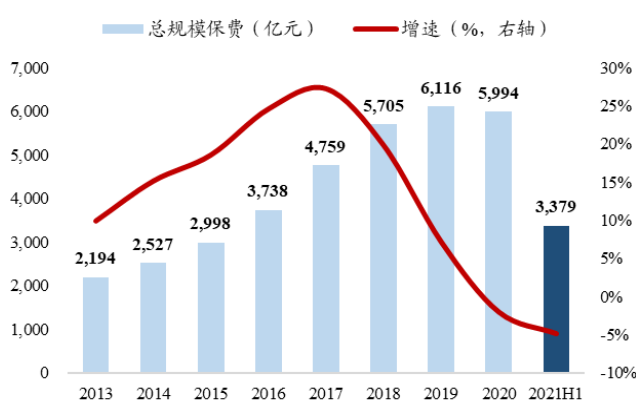
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 5: 2014-2021H1 公司个人客户数及增速



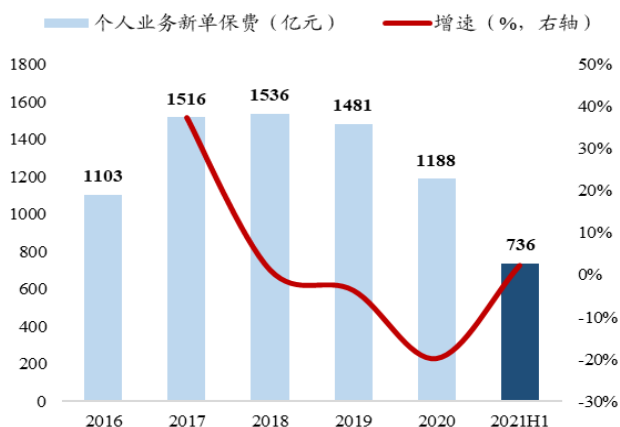
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 6: 2013-2021H1 公司总规模保费及同比增速



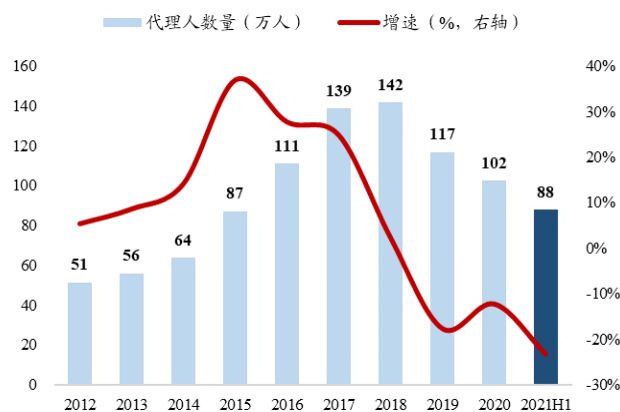
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 7: 2016-2021H1 公司个人业务新单保费及同比增速



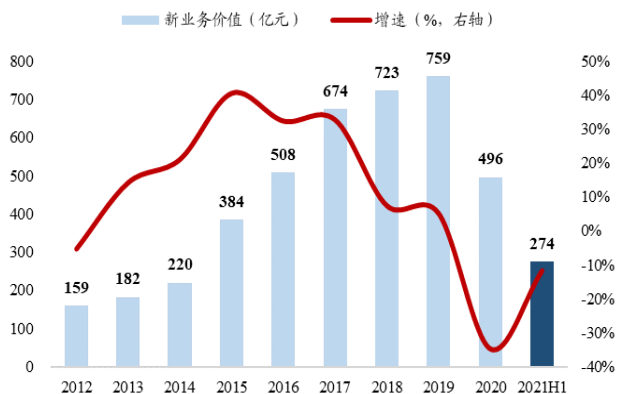
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 8: 2012-2021H1 公司代理人规模及同比增速



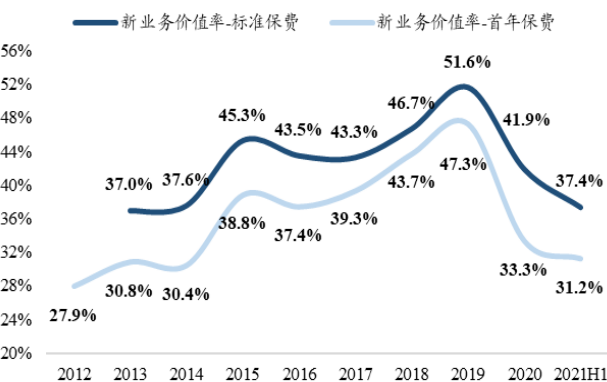
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 9: 2012-2021H1 公司新业务价值及同比增速



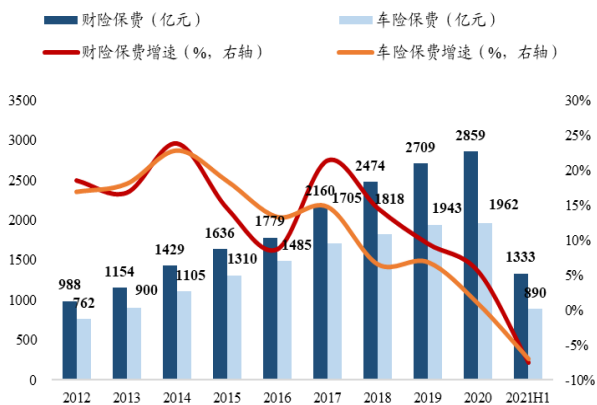
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 10: 2012-2021H1 公司新业务价值率



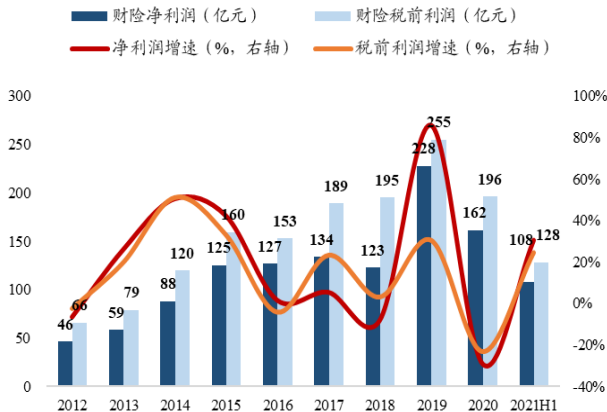
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 11: 2012-2021H1 公司财险/车险保费及同比增速



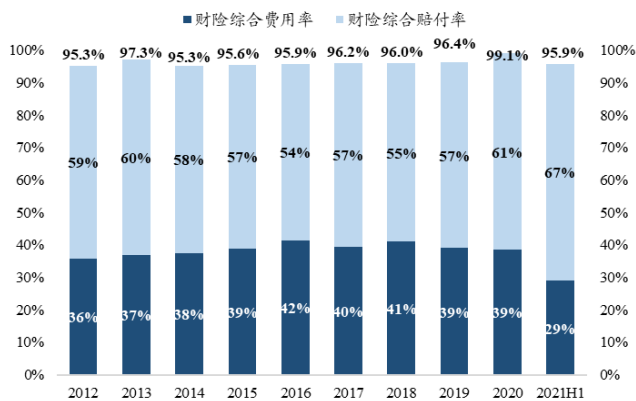
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 12: 2012-2021H1 公司财险净利润、税前利润及增速



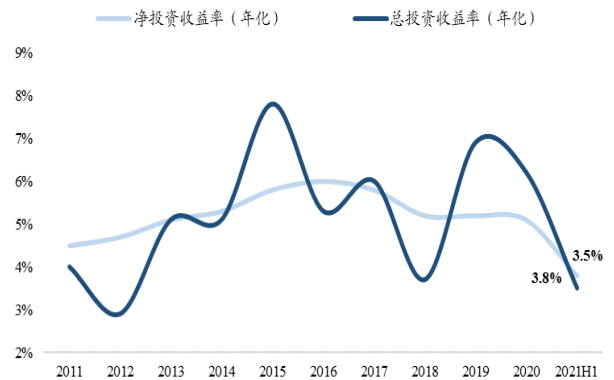
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 13: 2012-2021H1 公司财险综合成本率



数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 14: 2011-2021H1 公司净、总投资收益率



数据来源: 公司中报, 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	617,997	660,527	725,451
新业务保费收入	176,240	157,698	163,833	178,391	199,614
归属母公司净利润	149,407	143,099	133,959	148,096	171,525
归属母公司净资产	673,161	762,560	900,477	1,025,653	1,169,929
<b>新业务价值</b>	<b>75,945</b>	<b>49,575</b>	<b>44,259</b>	<b>46,479</b>	<b>51,475</b>
内含价值	1,200,533	1,328,112	1,459,137	1,637,165	1,824,226
营业收入增速	7.2%	-2.0%	3.1%	6.9%	9.8%
新业务保费收入增速	0.0%	-10.5%	3.9%	8.9%	11.9%
归属母公司净利润增速	39.1%	-4.2%	-6.4%	10.6%	15.8%
归属母公司净资产增速	21.0%	13.3%	18.1%	13.9%	14.1%
<b>新业务价值增速</b>	<b>5.1%</b>	<b>-34.7%</b>	<b>-10.7%</b>	<b>5.0%</b>	<b>10.7%</b>
内含价值增速	19.8%	10.6%	9.9%	12.2%	11.4%
EPS	8.17	7.83	7.33	8.10	9.38
BVPS	36.82	41.71	49.26	56.11	64.00
VNPS	4.15	2.71	2.42	2.54	2.82
EVPS	65.67	72.65	79.82	89.56	99.79
P/E (A)	6.36	6.64	7.10	6.42	5.54
P/B (A)	1.41	1.25	1.06	0.93	0.81
VNBX (A)	12.52	19.17	21.48	20.45	18.47
<b>P/EV (A)</b>	<b>0.79</b>	<b>0.72</b>	<b>0.65</b>	<b>0.58</b>	<b>0.52</b>

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 8 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>