

# 寿险业务承压，减值计提拖累盈利表现

增持(维持)

——中国平安(601318)点评报告

2021年08月31日

## 报告关键要素:

公司发布 2021 年半年度报告。报告显示，公司 21H1 归母营运利润 818.36 亿元，同比+10.1%；归母净利润 580.05 亿元，同比-15.5%；寿险及健康险内含价值 8635.85 亿元，同比+4.7%；年化营运 ROE 为 21.0%。

## 投资要点:

**寿险改革成效初显，代理人渠道产能稳中有升，多因素下 NBV 及 NBV margin 双承压。** 1) 代理人清虚仍未完成，截至 21H1 代理人数量较上年末下滑 14.3%至 87.8 万人，但人均产能稳中有升，代理人渠道改革成效初显。2) 受经济波动、供需错配等因素影响，长期保障型产品销售短期受阻，居民消费向以年金险为主的储蓄类产品倾斜。3) 受高价值长期保障型业务 NBV 大幅下滑拖累，21H1 寿险及健康险业务 NBV 同比下滑 11.7%至 273.87 亿元；而低价值储蓄类产品首年保费占比提升，NBV margin 同比下滑 5.5pct 至 31.2%。

**车综改影响下保费规模仍承压，意健险业务维持高速增长，业务成本结构不断优化，财产险整体盈利情况较好。** 1) 分险种来看，21H1 车险保费同比-6.9%，车综改影响下车险规模持续负增长；信用险风险继续出清，成本结构大幅优化，承保利润较去年同期扭亏为盈；意健险业务维持高速增长，21H1 保费同比+30.4%。2) 核心指标均有所改善，其中综合成本率同比下降 2.2pct 至 95.9%，财产险成本结构不断优化；营运利润同比+30.4%，财产险总体盈利表现亮眼。

**受华夏幸福投资资产减值计提等影响，21H1 归母净利率同比下滑。** 21H1 华夏幸福投资资产减值计提、估值调整等金额为 359 亿元，对税后归母净利润影响-208 亿元，对税后归母营运利润影响-61 亿元。剔除该影响，公司上半年归母净利润同比增速约为 14.7%，盈利情况较好。

**回购计划、股东分红彰显公司信心。** 中报披露的同时，公司公告称使用 50-100 亿元自有资金以不超过人民币 82.56 元/股的价格回购本公司 A 股股份用于员工持股计划，同时公司加大股东分红力度，拟 10 派 8.8

## 基础数据

总股本(百万股)	18,280.24
流通A股(百万股)	10,832.66
收盘价(元)	50.71
总市值(亿元)	9,269.91
流通A股市值(亿元)	5,493.24

## 个股相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

## 相关研究

助力医疗健康生态圈建设，打造“有温度的保险”

NBV 增速符合预期，华夏幸福减值影响可控  
万联证券研究所 20210208-公司年报点评-AAA-中国平安(601318)2020 年年报点评

## 分析师:

徐飞

执业证书编号: S0270520010001

电话: 021-60883488

邮箱: xufei@wlzq.com.cn

## 研究助理:

刘馨阳

电话: 18652269737

邮箱: liuxy1@wlzq.com.cn

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,218,315	1,211,768	1,302,985	1,429,663
增长比率(%)	4.23	-0.54	7.53	9.72
净利润(百万元)	143,099	133,691	156,596	197,611
增长比率(%)	-4.22	-6.57	17.13	26.19
每股收益(元)	7.83	7.31	8.57	10.81
市盈率(倍)	6.48	6.93	5.92	4.69
市净率(倍)	1.22	1.11	0.99	0.87

数据来源: Wind, 万联证券研究所

元，每股股息+10.0%，均彰显了公司对其未来经营发展的信心。

**盈利预测与投资建议：**短期来看，公司寿险改革仍面临一定考验，高价值保单销售受阻，代理人清虚尚未完成，我们下调公司盈利预测，预计2021-2023年EPS为7.31/8.57/10.81元，对应PE为6.93/5.92/4.69倍，EVPS为80.72/90.46/102.60元，对应PEV为0.63/0.56/0.49倍（对应2021年8月30日收盘价50.71元）。当前估值处于低位，考虑到公司在医疗生态圈建设、保险产品创新等方面的市场优势，维持“增持”评级。

**风险因素：**寿险改革不及预期、新单增长不及预期，华夏幸福债务风险加大。

**利润表 (百万元)**

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	1,218,315	1,211,768	1,302,985	1,429,663
<b>%同比增速</b>	4%	-1%	8%	10%
保费业务收入	797,880	782,620	833,613	921,873
<b>%营业收入</b>	65%	65%	64%	64%
投资净收益	124,701	112,412	135,636	156,322
<b>%营业收入</b>	10%	9%	10%	11%
<b>营业支出</b>	1,030,011	1,036,670	1,097,895	1,170,926
<b>%营业收入</b>	85%	86%	84%	82%
退保金	36,914	40,671	44,835	49,191
<b>%营业收入</b>	3%	3%	3%	3%
赔付支出	237,136	271,364	299,144	328,213
<b>%营业收入</b>	19%	22%	23%	23%
提取保险责任准备金	303,911	260,880	238,130	219,381
<b>%营业收入</b>	25%	22%	18%	15%
保户红利支出	19,001	16,742	19,449	21,202
<b>%营业收入</b>	2%	1%	1%	1%
手续费及佣金支出	102,003	100,052	106,571	117,855
<b>%营业收入</b>	8%	8%	8%	8%
管理费用	176,551	203,034	223,337	245,671
<b>%营业收入</b>	14%	17%	17%	17%
<b>利润总额</b>	187,764	174,759	204,701	258,315
<b>%营业收入</b>	15%	14%	16%	18%
所得税	28,405	26,214	30,705	38,747
<b>%营业收入</b>	2%	2%	2%	3%
<b>净利润</b>	159,359	148,545	173,996	219,568
<b>%营业收入</b>	13%	12%	13%	15%
<b>归母净利润</b>	143,099	133,691	156,596	197,611
<b>%营业收入</b>	12%	11%	12%	14%
EPS (元/股)	7.83	7.31	8.57	10.81

**基本指标**

	2020A	2021E	2022E	2023E
NBV	49,569.23	47,222.00	51,389.55	59,352.61
EV	1,328,112.00	1,475,539.55	1,653,695.83	1,875,551.09
EVPS	72.65	80.72	90.46	102.60

数据来源: Wind, 万联证券研究所

**资产负债表 (百万元)**

	2020A	2021E	2022E	2023E
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	1,231,331	1,396,749	1,572,945	1,767,797
以摊余成本计量的金融资产	2,624,848	2,977,472	3,353,073	3,768,441
以公允价值且其变动计入其他综合收益的金融资产	788,787	894,753	1,007,624	1,132,445
长期股权投资	267,819	303,798	342,121	384,502
投资性房地产	57,154	64,832	73,011	82,055
定期存款	253,518	287,576	323,853	363,971
<b>总资产</b>	9,527,870	10,807,852	12,171,236	13,678,969
保户储金及投资款	768,975	875,447	986,963	1,107,894
保险合同准备金	1,744,004	1,944,909	2,120,223	2,271,485
<b>总负债</b>	8,539,965	9,722,407	10,960,857	12,303,876
归母所有者权益	762,560	837,851	934,286	1,061,429
<b>所有者权益合计</b>	987,905	1,085,446	1,210,379	1,375,093

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场