

中国平安 (601318.SH)

上半年寿险新单承压，车险保持高景气度

核心观点

上半年寿险新单承压，多条业务线的营运利润均有下滑，唯寿险业务和银行业务拉动营运利润实现同比增长

截止于 2022 年 6 月末，寿险新业务价值约 196 亿元（同比-28.5%），其中二季度同比下滑-16.9%，同时新业务价值率下滑 5.5 个百分点至 25.7%，较一季度基本一致，预示着短期内的产品结构趋于稳定，内含价值为 9,066 亿元（+3.4%）。财务数据方面，集团归母净利润为 717 亿元（+5.5%），归母营运利润为 853 亿元（+4.3%），其中寿险业务贡献最多，为 584 亿元（+18.0%），同比增速较高主要是因为疫情期间赔付下滑，继续率改善，导致营运偏差及其他项的贡献提升至 119 亿元（+70.2%），同时，购买了更多的国债，提升免税投资收入，使得所得税下滑至 45 亿元（-40.3%）。

寿险业务：新单销售继续承压，代理人渠道量降质提

同期，上半年实现规模保费 328 亿元（-2.8%），新业务价值 196 亿元（-28.5%），其中长期保障型产品的新业务价值下降尤为明显（-58.4%）。渠道方面，代理人持续脱落，而人均产能有所提升，代理人规模下降至 51.4 万人（-21.2%），但人均新业务价值为 3.2 万元（+26.9%），顶尖绩优人数同比增长 9%。

车险业务保持高景气度，市占率提升，赔付下降，但保证保险拖累承保利润

同期，财产险保费收入 1468 亿元（+10.1%），承保利润 36.7 亿元（-24.2%），其中车险保费为 955 亿元（+7.3%），车险市占率提升 0.2 个百分点，车险业务综合成本率下降 3%，但保证保险承保亏损 22 亿元，拖累承保利润。

投资收益率维持较低水平，配置风格有所变化

同期，年化净投资收益率 3.9%，上升 0.1 个百分点，总投资收益率为 3.1%，下降 0.4 个百分点。配置结构中固收类资产占比提升约 1 个百分点，权益型基金占比提升约 0.6 个百分点，定期存款提升约 0.6 个百分点。

投资建议：新单趋势未见拐点，但资产端风险有望降低，下调至增持评级

我们维持盈利预测，当前股价对应 PEV 为 0.49/0.44/0.40x，中期每股股息 0.92 元（+4.5%），对应股息率为 2.3%，估值处于较低水平。新单趋势未见拐点，但资产端风险有望在稳增长政策下逐步降低，股价或能有所表现，我们下调至增持评级，目标价降至 46 元-50 元。

风险提示：新单销售不佳，资产端风险提升。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,218,315	1,180,444	1,226,147	1,276,464	1,386,894
(+/-%)	4.23%	-3.11%	3.87%	4.10%	8.65%
净利润(百万元)	143,099	101,618	121,473	137,540	156,041
(+/-%)	-4.22%	-28.99%	19.54%	13.23%	13.45%
摊薄每股收益(元)	8.17	5.56	6.65	7.52	8.54
每股内含价值	72.65	76.34	82.83	91.58	101.76
(+/-%)	10.63%	5.07%	8.50%	10.57%	11.11%
PEV	0.56	0.53	0.49	0.44	0.40

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

非银金融·保险 II

证券分析师：王鼎

0755-81981000

wangding1@guosen.com.cn

S0980520110003

证券分析师：王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

基础数据

投资评级	增持(下调)
合理估值	46.00 - 50.00 元
收盘价	40.72 元
总市值/流通市值	744362/744362 百万元
52 周最高价/最低价	56.23/40.36 元
近 3 个月日均成交额	1942.04 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中国平安 (601318.SH)——2022 年一季报点评——一季度销售数据逐步好转》——2022-04-30
- 《中国平安 (601318.SH)——基本面有望见底回升》——2022-03-19
- 《中国平安-601318-深度报告：稳增长政策提升存量保单价值》——2022-02-17
- 《中国平安-601318-2021 年三季报点评：代理人结构优化，未来可期》——2021-10-29
- 《中国平安-601318-九月保费点评：新单下滑，但资产端或持续利好》——2021-10-15

上半年寿险新单承压，多条业务线的营运利润均有下滑，唯寿险业务和银行业务拉动营运利润实现约 4.3% 的增长

截止于 2022 年 6 月末，寿险新业务价值约 196 亿元（同比-28.5%），其中二季度同比下滑-16.9%，同时新业务价值率下滑 5.5 个百分点至 25.7%，较一季度基本一致，预示着短期内的产品结构趋于稳定，内含价值为 9,066 亿元（+3.4%）。

财务数据方面，集团归母净利润为 717 亿元（+5.5%），归母营运利润为 853 亿元（+4.3%），其中寿险业务贡献最多，为 584 亿元（+18.0%），同比增速较高主要是因为疫情期间赔付下滑，继续率改善，导致营运偏差及其他项的贡献提升至 119 亿元（+70.2%），同时，购买了更多的国债，提升免税投资收入，使得所得税下滑至 45 亿元（-40.3%）。

图1：归母营运利润情况



资料来源：集团官网，国信证券经济研究所整理（单位：百万元）

寿险业务：新单销售继续承压，代理人渠道量降质提

同期，上半年实现规模保费 328 亿元（-2.8%），新业务价值 196 亿元（-28.5%），其中长期保障型产品的新业务价值下降尤为明显（-58.4%）。渠道方面，代理人持续脱落，而人均产能有所提升，代理人规模下降至 51.4 万人（-21.2%），但人均新业务价值为 3.2 万元（+26.9%），顶尖绩优人数同比增长 9%。

表1：寿险及健康险业务营运利润及利源分析

	2018H		2019H		2020H		2021H		2022H	
	数值	同比	数值	同比	数值	同比	数值	同比	数值	同比
剩余边际摊销	29,559	23.2%	35,840	21.2%	40,342	12.6%	41,589	3.1%	40,575	-2.0%
净资产投资收益	4,310	32.8%	5,216	21.0%	6,261	20.0%	7,133	13.9%	8,121	13.9%
息差收入	2,800	13.3%	1,628	-41.9%	2,791	71.4%	2,125	-23.9%	2,735	28.7%
营运偏差及其他	11,168	24.5%	12,219	9.4%	9,890	-19.1%	7,011	-29.1%	11,932	70.2%
税前营运利润合计	47,838	23.7%	54,903	14.8%	59,284	8.0%	57,858	-2.4%	63,546	9.8%

所得税	-12,243	20.9%	-6,470	-47.2%	-7,749	19.8%	-7,629	-1.5%	-4,553	-40.3%
税后营运利润合计	35,595	24.7%	48,433	36.1%	51,535	6.4%	50,230	-2.5%	58,993	17.4%

资料来源：公司历年财报，国信证券经济研究所整理（单位：百万元）

重疾险销售陷入瓶颈

2022 年上半年实现规模保费 328 亿元，同比下降 2.8%，其中仅传统寿险与年金实现正增长。保障类产品如长期健康险在经历前几年的较快增长后，于 2022 年上半年出现负增长，同比下降 2.5%。保障型产品特别是重疾险往往具有高价值率，对于保险公司利润贡献十分重要。受疫情影响，居民消费意愿减弱，对长期保障型产品消费支出有所放缓。

表2：寿险及健康险规模保费按险种分析

	2018H		2019H		2020H		2021H		2022H	
	规模保费	同比	规模保费	同比	规模保费	同比	规模保费	同比	规模保费	同比
分红险	155,896	15.0%	133,563	-14.3%	88,850	-33.5%	49,477	-44.3%	39,698	-19.8%
万能险	70,036	25.0%	61,189	-12.6%	60,839	-0.6%	55,562	-8.7%	52,604	-5.3%
传统寿险	50,591	25.8%	60,347	19.5%	61,831	2.3%	61,796	-0.1%	64,487	4.4%
长期健康险	44,691	40.0%	54,689	22.4%	59,396	8.6%	62,740	5.6%	61,167	-2.5%
意外及短期健康险	24,431	31.1%	27,570	12.8%	30,355	10.1%	26,610	-12.3%	24,913	-6.4%
年金	5,436	42.2%	31,644	482.1%	53,023	67.6%	81,256	53.2%	85,330	5.0%
投资连结险	918	-4.7%	859	-6.4%	776	-9.7%	445	-42.7%	257	-42.2%
合计	351,999	22.6%	369,951	5.1%	355,070	-4.0%	337,886	-4.8%	328,456	-2.8%

资料来源：公司历年财报，国信证券经济研究所整理（单位：百万元）

从新业务价值看，2022 年上半年寿险及健康险新业务价值 196 亿元，同比下降 28.5%，其中长期保障型产品新业务价值下降尤为明显。

图2：新业务价值变动情况

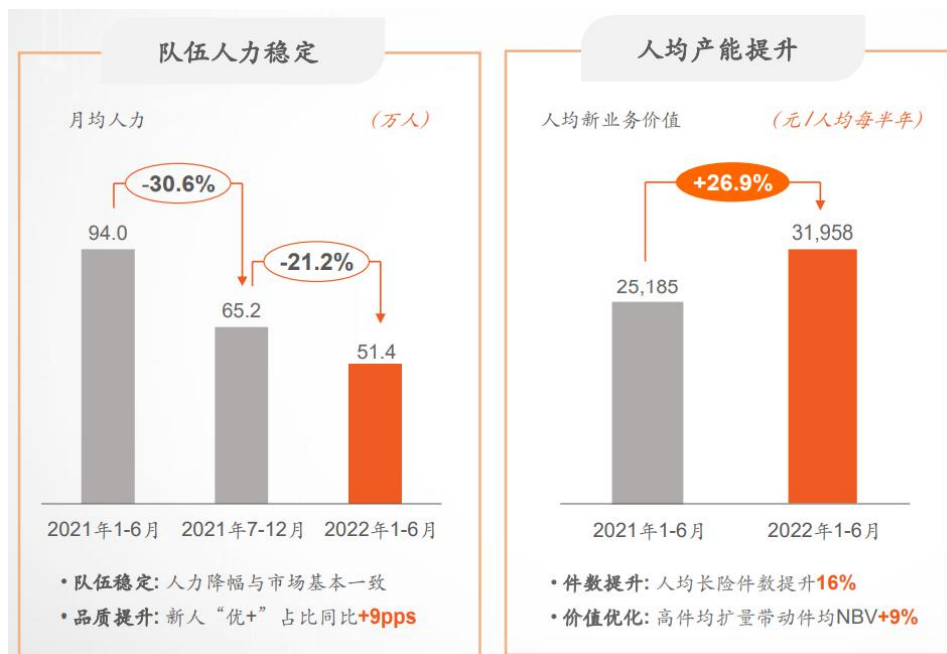
(人民币百万元)	新业务价值	变动(%)	新业务价值率(%)	变动(pps)	
个人业务	19,356	(28.5)	32.6	(8.4)	
代理人渠道	16,434	(30.6)	36.7	(8.1)	
短交保障储蓄混合型	5,928	(6.7)	20.8	(0.3)	
长交保障储蓄混合型 ⁽¹⁾	4,530	(24.1)	47.4	(8.4)	高保障业务
长期保障型 ⁽²⁾	3,880	(58.4)	93.6	(7.2)	
短期险	2,096	2.9	83.5	5.4	
电销、互联网及其他渠道	1,861	(24.8)	23.1	(5.3)	
银保渠道	1,060	14.9	16.3	(4.3)	
团险业务	217	(28.9)	1.3	(0.1)	
新业务价值合计	19,573	(28.5)	25.7	(5.5)	

资料来源：集团官网，国信证券经济研究所整理（单位：百万元）

寿险代理人队伍持续脱落，代理人产能有所提升

同期，代理人规模为 51.4 万人（-21.2%），但人均新业务价值为 3.2 万元（+26.9%），渠道质量相对稳定，新人“优+”占比同比增加 9pps，顶尖绩优人数同比增长 9%。代理人产能提高在一定程度上缓解了人力持续下降的压力，渠道结构相对稳定。

图3：代理人结构优化



资料来源：集团官网，国信证券经济研究所整理

车险业务保持高景气度，市占率提升，赔付下降，保证保险拖累承保利润

同期，财产险保费收入 1468 亿元（+10.1%），承保利润 36.7 亿元（-24.2%），其中车险保费为 955 亿元（+7.3%），车险市占率提升 0.2 个百分点，车险业务综合成本率下降 3%，但保证保险承保亏损 22 亿元，拖累承保利润。

图4：财产保险不同险种情况

截至2022年6月30日止6个月 (人民币百万元)	保险金额	原保险 保费收入	已赚保费	赔款支出	承保利润	综合成本率	准备金 负债余额
车险	88,385,419	95,502	92,169	64,502	5,123	94.4%	165,730
责任保险	1,425,771,011	12,402	9,142	5,652	(499)	105.5%	21,206
保证保险	146,354	10,558	17,037	16,080	(2,207)	113.0%	44,678
意外伤害保险	1,047,591,271	8,898	8,710	3,379	634	92.7%	12,460
企业财产保险	11,476,980	4,878	2,254	1,325	194	91.4%	10,191

资料来源：集团官网, 国信证券经济研究所整理（单位：百万元）

投资收益率维持较低水平，配置风格有所变化

同期，全球资本市场波动加大，股市普遍收跌，公司保险投资资金实现净投资收益 940 亿元（+21.2%），总投资收益 603 亿元（-8.7%），年化净投资收益率 3.9%，上升 0.1 个百分点，总投资收益率为 3.1%，下降 0.4 个百分点。配置结构中固收类资产占比提升约 1 个百分点，权益型基金占比提升约 0.6 个百分点，定期存款提升约 0.6 个百分点。

图5：投资资金组合

占比	2022年6月30日	2021年12月31日	变动 (pps)
现金、现金等价物	2.8%	2.8%	-
定期存款	5.9%	5.3%	0.6
债权型金融资产			
债券投资	49.8%	48.6%	1.2
债券型基金	2.8%	2.3%	0.5
优先股	2.7%	3.0%	(0.3)
永续债	1.5%	1.5%	-
保户质押贷款	4.3%	4.6%	(0.3)
债权计划投资	4.6%	5.0%	(0.4)
理财产品投资 ⁽¹⁾	6.2%	6.7%	(0.5)
股权型金融资产			
股票	6.1%	7.0%	(0.9)
权益型基金	2.9%	2.3%	0.6
理财产品投资 ⁽¹⁾	0.9%	0.8%	0.1
非上市股权	2.6%	2.8%	(0.2)
长期股权投资	3.8%	4.1%	(0.3)
投资性物业	2.7%	2.6%	0.1
其他投资 ⁽²⁾	0.4%	0.6%	(0.2)
投资资产合计 (人民币百万元)	4,270,779	3,916,412	

资料来源：集团官网, 国信证券经济研究所整理（单位：百万元）

投资建议：新单趋势未见拐点，但资产端风险有望降低，降至增持评级

我们维持盈利预测，当前股价对应 PEV 为 0.49/0.44/0.40x，中期每股股息 0.92 元（+4.5%），对应股息率为 2.3%，估值处于较低水平。新单趋势未见拐点，但资产端风险有望在稳增长政策下逐步降低，股价或能有所表现，我们将投资评级降至增持评级。

风险提示：新单销售不佳，资产端风险提升

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	587391	584995	582609	580232	577865	保险业务收入	797880	760843	774548	802311	836357
应收保费	94003	79834	81228	84097	87623	已赚保费	757597	739933	750387	750640	781135
应收账款	26176	26628	26628	26628	26628	再保险佣金收入	9098	5908	7233	7673	8179
衍生金融资产	37661	30957	34634	38396	42551	银行业务利息收入	101158	121368	121861	125587	128645
发放贷款及垫款	2599510	2980975	3335006	3697323	4097402	非保险业务的手续费及佣金收入	60286	49217	53810	59473	65744
对联营公司和共同控制实体的投资	267819	284061	301288	319560	338940	投资收益	203199	175167	214244	248595	311651
保险合同资产	48796	31847	32403	33547	34954	其他收益	31187	65786	72998	78894	85952
投资账户资产	4263	4155	3952	3760	3576	营业收入合计	1174819	1163051	1226147	1276464	1386894
税延资产	61901	65360	65360	65360	65360	赔付支出	(614751)	(618556)	(636215)	(657992)	(695676)
其他资产	214831	154117	110562	79315	56900	保险业务手续费及佣金支出	(103407)	(80711)	(88719)	(93910)	(99315)
资产总计	9527870	10137638	11116473	12201762	13434215	银行业务利息支出	(86371)	(92071)	(111630)	(129840)	(150778)
银行及其他金融机构负债	960175	797646	837528	879405	923375	非保险业务的手续费及佣金支出	(12283)	(9940)	(10976)	(7712)	(11713)
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	37217	57376	60245	63257	66420	营业支出合计	(997939)	(1023513)	(1061758)	(1099975)	(1177865)
衍生金融负债	48579	35049	25287	26552	27879	利润总额	176880	139538	164389	176489	209029
应付保费	139528	150767	162911	176034	190213	净利润	152597	122113	143424	159466	177577
保险合同负债	2972460	3261354	3722292	4240977	4845343	归属于母公司净利润	142622	111223	121473	137540	156041
投资合同负债	67581	72839	78506	84614	91197	内含价值（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
应付保单红利	63806	67276	67722	67753	68656	寿险业务期初内含价值	757491	824576	876493	970260	1076067
其他负债	337201	344224	351393	358712	366183	内含价值期望回报	66121	70364	74794	82796	102226
负债合计	8539965	9050095	9913610	10888523	11997812	新业务价值创造	57571	43760	46161	50943	56381
总权益	987905	1087543	1202864	1313239	1436403	新业务价值	49575	37898	40006	44481	49595
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	内部分散效应	4769	3490	3664	3848	4040
每股收益	7.992	6.236	6.645	7.524	8.536	与有效业务的分散效应	3226	2372	2491	2615	2746
每股红利	2.05	2.2	2.326	2.483	2.774	操作假设和模型改变	(2990)	(5876)	1251	1251	1251
每股财务净资产	54.042	58.953	62.287	67.952	74.348	操作经验差异	(11125)	(16730)	(6144)	0	0
每股资产净值	54.042	59.493	65.801	71.839	78.577	经济假设变动	15677	0	0	0	0
每股寿险内含价值	45.108	47.948	53.077	58.865	65.949	市场价值调整影响	(1692)	7339	1985	8880	9768
每股集团内含务价值	72.653	76.34	82.83	91.583	101.762	投资汇报差异	(5683)	(24889)	(12122)	0	0
每股新业务价值	2.778	2.125	2.188	2.433	2.713	一次性项目	0	0	0	0	0
P/BV	0.887	0.813	0.77	0.705	0.645	股东股息	(49511)	(20450)	(10461)	(38064)	(40123)
P/NAV	0.887	0.806	0.728	0.667	0.61	其他	(1283)	(1601)	(1697)	0	0
P/EV	0.66	0.628	0.579	0.523	0.471	寿险业务期末内含价值	824576	876493	970260	1076067	1205570
寿险内含价值增长	9%	6%	11%	11%	12%	寿险内含价值同比增速	9%	6%	11%	11%	12%
集团内含价值增长	11%	5%	9%	11%	11%	集团内含价值同比增速	11%	5%	9%	11%	11%
集团分红前内含价值增长	14%	8%	11%	13%	14%	其他业务期初内含价值	443043	503538	519019	543894	598098
新业务价值率	33%	28%	27%	27%	27%	其他业务营运利润	46799	52055	53655	56227	61831
新业务价值同比	-35%	-24%	6%	11%	11%	其他业务期末内含价值	503537	519019	543894	598098	654664
						期末集团内含价值	1328113	1395512	1514154	1674165	1860233

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032