

中国平安 (601318)

归母净利润同比+3.9%超预期, 寿险 NBV 同比-28.5%符合预期, 代理人质量稳中有升

1、整体：集团营运利润同比+4.3%，符合预期。各板块增速分别为：寿险及健康险(+18.0%)、财险(-22.3%)、银行(+25.6%)、资管(-45.1%)、科技(-21.3%)。集团 EV 较年初增长 3.3%。

归母净利润同比+3.9%，其中 Q2 单季同比+28.7%，主要源于去年计提华夏幸福减值准备 359 亿（减少税后归母净利润 208 亿）致使基数较低。

2、寿险：代理人规模下滑放缓，且质态提升，保费、价值持续承压，但边际改善趋势显现。NBV 同比-28.5%，其中 Q2 同比-16.9%，同口径下 H1 同比-20.3%；新单保费（同比-13.1%）及 margin（同比-5.5pct）双降，我们判断主要源于：1）受疫情、人力下滑、惠民保冲击影响，长期型、高价值型业务占比下滑，长期保障型、长交保障储蓄混合型、短交保障储蓄混合型产品新单分别同比-55.2%、-10.6%、-5.6%。2）由于 NBV 假设调整（预计继续率假设、费用假设更为审慎），长期保障型 margin 同比-7.2pct.至 93.6%，长交保障储蓄混合型 margin 同比-8.4pct.至 47.4%。

代理人规模降幅收窄，产能与质量大幅提升。6 月末代理人 51.9 万，较年初-13.5%，降幅边际收窄态势明显，Q2 较 Q1 环比仅下滑 3.5%（Q1 较 21 年底为-10.4%）。我们判断，公司高质量代理人转型初步显现：1）活动率：同比提升 11.5pct 至 55.4%；2）产能：人均 NBV 同比+26.9%至 3.2 万，人均月收入同比+35.1%至 7957 元；3）质量：公司实施代理人分层精细化经营，代理人素质大幅改善，大专及以上学历代理人占比提升+4pct，钻石队伍人均首年保费是整体队伍的 4.7 倍，顶尖绩优人数同比增长 7.7%，新人优+占比同比提升 9pct。

寿险税前营运利润同比+9.8%，营运偏差同比高增长（预计由继续率改善带来，13 个月继续率同比+4.1pct），但剩余边际摊销（同比-2%）拉低其增速。剩余边际余额较年初-4.5%，主要由新业务贡献负增长（同比-45%）导致。

寿险 EV 较年初+3.4%，增速较 2021H 同比放缓 1.3pct；ROEV 为 6.6%，同比-0.8pct。与去年同期比，NBV 创造的贡献从 3.8%降至 2.5%，但营运偏差及假设调整由-48.93 亿提升至+2.39 亿，投资偏差+市场价值调整由-101.37 亿提升至-88.74 亿。

3、财险：营运利润同比-22.3%，COR 提升 1.4pct 至 97.3%，其中费用率下降 0.8pct 至 28.2%，赔付率提升 2.2pct 至 69.1%，主要由保证保险赔付率恶化导致。分险种来看：1）公司核保趋严叠加疫情下出险减少，车险 COR 同比-3.0pct 至 94.4%；2）疫情散发对小微企业生产经营产生重大影响，保证保险赔款支出上升，COR 同比提升 24.8pct 至 113.0%；3）责任险 COR 恶化 6.0pct.至 105.5%。

4、科技：归母营运利润同比-21.3%。其中，陆金所净利润 81.9 亿，同比-16.2%，主要受疫情影响下中小企业经营不善影响；好医生净亏损 4.2 亿，较去年同期亏损减少 4.6 亿元，主要得益于公司战略 2.0 深化转型阶段毛利率提升与费用管控强化。

5、投资：净投资收益率 3.9%，同比+0.1pct.；总投资收益率 3.1%，同比-0.4pct。总投资收益-6.5%至 550 亿元，主要由于权益市场波动加剧，截至 6 月末沪深 300 指数、恒生国企指数分别较年初下滑 9%、6%，致使公司净已实现及未实现的收益由+86 亿下滑至-306 亿。资产配置方面，公司权益类资产占比-1.5pct，其中股票及权益型基金占比-1.2pct，其他权益类投资同比-0.3pct，投资性房地产占比+1.0pct，债权类金融资产占比+0.1pct。

证券研究报告

2022 年 08 月 24 日

投资评级

行业 非银金融/保险 II

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 40.72 元

目标价格 元

基本数据

A 股总股本(百万股) 10,832.66

流通 A 股股本(百万股) 10,832.66

A 股总市值(百万元) 441,106.10

流通 A 股市值(百万元) 441,106.10

每股净资产(元) 46.43

资产负债率(%) 89.55

一年内最高/最低(元) 56.23/40.36

作者

夏昌盛 分析师

SAC 执业证书编号：S1110518110003
xiachangsheng@tfzq.com

周颖婕 分析师

SAC 执业证书编号：S1110521060002
zhouyingjie@tfzq.com

舒思勤 分析师

SAC 执业证书编号：S1110521070002
shusiqin@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《中国平安-季报点评:负债端核心指标基本符合预期, 归母净利润受投资端拖累同比-24.1%, 关注 H2 负债端改善趋势》 2022-05-01

2 《中国平安-年报点评报告:核心指标基本符合预期, 华夏幸福拖累净利润及 EV 增速; 关注 2022H2 负债端改善趋势》 2022-03-19

3 《中国平安-公司点评:中国平安对华夏幸福的投资利空基本出尽, 对后续财务报表无负面影响》 2021-10-09

点评：平安寿险负债端转型成效已初步显现，代理人边际企稳，降幅持续环比收窄，且队伍产能与质量大幅提升。自 3 月以来，公司持续推动增额终身寿"盛世金越"销售，叠加低基数影响，新单保费降幅已持续修复。展望下半年，公司保费、人力、价值均处于低基数，有望持续改善，我们预计全年 NBV 有望收窄至-21%。考虑到当前公司寿险改革成效已开始显现，我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 1036 亿、1200 亿、1397 亿，yoy 分别为 2.0%、15.8%、16.5%（前次预估 2022-2024 年归母净利润分别为 901 亿、1091 亿、1291 亿）。目前公司 A/H 对应 2022PEV 仅 0.49 倍，估值处历史低位。

风险提示：长端利率下行超预期；绩优代理人增长不达预期；寿险改革进展不及预期；疫情反复。

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1218315	1180444	1140089	1180047	1247749
增长率（%）	4.23	(3.11)	(3.42)	3.50	5.74
归属母公司股东净利润（百万元）	143099	101618	103600	119979	139712
增长率（%）	(4.22)	(28.99)	1.95	15.81	16.45
每股收益（元）	7.83	5.56	5.67	6.56	7.64
市盈率(P/E)	5.20	7.33	7.18	6.20	5.33
市净率(P/B)	72.65	76.34	81.90	88.51	95.61

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020E	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标（元）						寿险保费	511487	490290	442953	424959	412131
每股收益	7.83	5.56	5.67	6.56	7.64	非寿险保费	285854	270043	297987	330783	369532
每股净资产	41.72	44.44	48.38	52.53	57.59	总保费及管理费收入	797341	760333	740940	755742	781664
每股内含价值	72.65	76.34	81.90	88.51	95.61	减：分出保费	23077	30208	19881	21813	24170
每股新业务价值	2.71	2.07	1.63	1.76	1.90	净保费收入	774264	730125	721059	733929	757493
价值评估（倍）						减：净提取未到期责任准备金	17204	-9298	30655	28888	32449
P/E	5.20	7.33	7.18	6.20	5.33	已赚净保费	757060	739423	690404	705041	725045
P/B	0.98	0.92	0.84	0.78	0.71	投资收益	243515	228852	211893	207911	220391
P/EV	0.56	0.53	0.50	0.46	0.43	营业收入	1218315	1180444	1140089	1180047	1247749
VNBX	-11.78	-17.18	-25.24	-27.12	-28.85	赔付及保户利益	577961	588600	557436	572951	586417
盈利能力指标（%）						保险业务综合费用	452050	452159	431217	435894	461973
净投资收益率	5.10	4.60	4.60	4.60	4.60	营业费用	1030011	1040759	988653	1008845	1048390
总投资收益率	6.20	4.20	4.30	4.60	4.80	营业利润	188304	139685	151436	171202	199360
净资产收益率	19.93	12.90	12.21	13.01	13.88	税前利润	187764	139580	151436	171202	199360
总资产收益率	1.61	1.03	1.02	1.14	1.25	所得税	28405	17778	27259	27392	31898
财险综合成本率	99.10	98.00	97.70	97.00	97.00	归属于母公司股东的净利润	143099	101618	103600	119979	139712
财险赔付率	60.50	67.00	68.70	68.00	68.00	少数股东损益	16260	20184	20578	23831	27750
财险费用率	38.60	31.00	29.00	29.00	29.00	资产负债表（百万元）					
盈利增长（%）						现金及存款投资	314123	319179	469049	503414	536222
净利润增长率	(4.22)	(28.99)	1.95	15.81	16.45	债权投资	2673821	2806957	2984858	3203544	3412323
内含价值增长率	10.63	5.07	7.28	8.08	8.02	股权投资	503828	504841	533010	572061	609343
新业务价值增长率	(34.72)	(23.55)	(21.30)	7.99	7.99	其他投资	248809	285435	277165	297472	316859
偿付能力充足率（%）						总投资资产	3740581	3916412	4264083	4576492	4874748
偿付能力充足率（集团）	225.00	233.50	210.00	210.00	210.00	分保资产	32059	43128	23000	23000	23000
偿付能力充足率（寿险）	230.00	230.40	200.00	200.00	200.00	其他资产	5755230	6182486	5909160	6262793	6656682
偿付能力充足率（产险）	235.00	278.40	278.40	278.40	278.40	资产总计	9527870	10142026	10196243	10862285	11554430
内含价值（百万元）						保险合同负债	2218007	2473134	2702111	2917450	3121274
调整后净资产	643,147	720,325	806,764	903,575	1,012,005	投资合同负债	768975	825057	913028	997590	1079771
有效业务价值	684,964	675,184	690,332	714,540	736,052	次级债	901285	1097523	838000	838000	838000
内含价值	1,328,111	1,395,509	1,497,096	1,618,115	1,748,057	其他负债	4651698	4668589	4572185	4838078	5123367
一年新业务价值	49,575	37,898	29,826	32,212	34,789	负债总计	8539965	9064303	9025324	9591117	10162412
核心内含价值回报率	13.03	10.81	11.52	11.44	11.44	实收资本	18280	18280	18280	18281	18283
寿险新业务保费（百万元）						归属于母公司股东权益	762560	812405	884471	960337	1052884
短险和趸缴新单保费	33,790	31,401	32,247	33,135	34,068	少数股东权益	225345	265318	286447	310830	339133
期缴新单保费	98,232	96,375	102,116	112,328	123,561	负债和所有者权益合计	9527870	10142026	10196243	10862285	11554430
新业务合计	132,022	127,776	134,363	145,463	157,628						
新业务保费增长率（%）	(1.43)	(0.32)	0.52	0.83	0.84						
标准保费	101,611	99,515	105,341	115,641	126,967						
标准保费增长率（%）	(23.87)	(2.06)	5.85	9.78	9.79						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com