

# 中国平安 (601318.SH) / 保险 寿险业务企稳还待时日, 集团 OPAT 增速和回购事件超预期——中国平安 2021 年中报点评

评级: 买入 (维持)

市场价格: 50.30

分析师: 陆韵婷

执业证书编号: S0740518090001

Email: luyt@r.qizq.com.cn

分析师: 戴志锋

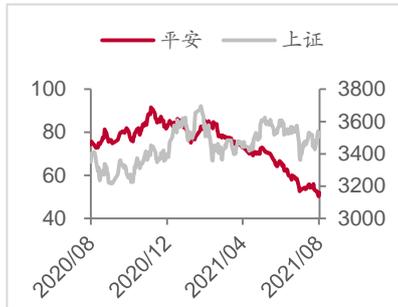
执业证书编号: S0740517030004

Email: daizf@r.qizq.com.cn

## 基本状况

总股本(百万股)	18280
流通股本(百万股)	18280
市价(元)	50.30
市值(百万元)	728879
流通市值(百万元)	544883

## 股价与行业-市场走势对比



## 相关报告

《意在北大医疗资源, 获取实体医院和现有线上资源进行互补——平安参与方正集团重整点评》——2021年1月31日

《寿险人力目指腾笼换鸟, 华夏幸福投资敞口可控——中国平安 2020 年报点评》——2021年2月4日

## 公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2019A
营业收入 (亿元)	11689	12183	12110	13334	14760
增长率 yoy%	19.69%	4.23%	-0.60%	10.10%	10.70%
归母净利润 (亿元)	1494	1431	1273	1618	2027
增长率 yoy%	39.11%	-4.22%	-11.07%	27.15%	25.29%
每股内含价值 (元)	65.67	72.65	78.58	86.28	97.29
P/EV	0.76	0.69	0.64	0.58	0.52

备注: EV 为内含价值

## 投资要点

■ 事件: 中国平安于 8 月 26 日公布 2021 上半年业绩, 受华夏幸福减值降低税后利润 208 亿元影响, 集团上半年净利润同比下降 15.5% 至 580 亿元, 归母税后营运利润和中期每股股息同比上升 10% 至 818.4 亿元和 0.88 元, 集团归母净资产和内含价值分别较年初增长 3.8% 和 3.75% 至 7918 亿元和 1.38 万亿元, 寿险 NBV 同比下降 11.7% 至 273.9 亿元, 集团总投资收益率下降 0.9pct 至 3.5%, 集团宣布将在董事会决议通过之后的 12 个月内使用自有资金回购 50-100 亿元的 A 股, 中报整体较为普通, 净利润低于预期, 但 OPAT 增速和回购行为超出预期;

■ 华夏幸福减值和陆金所股价下跌导致净利润和 OPAT 有较大差别

- 1、集团上半年 OPAT 同比增长 10% 至 818.4 亿元, 和归母净利润有 238 亿元的差异, 其中一部分来自于华夏幸福减值对 OPAT 和净利润的不同影响 (前者受损 61 亿元, 后者受损 208 亿元), 一部分来自于寿险折现率降低补提的 52 亿准备金, 另外 OPAT 不考虑陆金所 2 季度股价下跌导致的 36 亿元本票估值损益; 由于会计调整对集团税前利润的 58.9 亿元影响小于折现率对税前利润的 69 亿元影响, 我们推测平安对精算假设做了一定的优化;
- 2、从各分部来看, 寿险, 财险, 银行, 资管和科技的归母 OPATt 增速分别为 -3.2%, 30.5%, 28.6%, 37.3% 和 81.4%, 寿险虽然面临诸多挑战, 但仍占据集团整体 OPAT 的 60.5%, 由于科技分部的四大上市主体 (陆金所, 汽车之家, 一账通和好医生) 上半年合计归母净利润增长 22.8% 至 39.4 亿元, 因此科技分部 OPAT 的 81.4% 增长可能和其他科技业务的收入增长有关;
- 3、集团上半年新增个人客户同比下降 10.9% 至 1612 万人, 其中五大生态圈的导流占比依然维持在 35.5% 左右, 寿险代理人依然是集团流量的核心来源;

■ 寿险队伍质态仍未企稳, 健康和养老服务只能弥补部分缺口

- 1、平安寿险 2021 上半年 NBV 同比下降 11.7% 至 273.9 亿元, 主因是长期保障新单同比下降 43%, 长期保障占寿险整体 NBV 的比重已经由 19 年同期的 60.2% 下滑至当前的 34.1%;
- 2、改革项目在局部的试点和表现未能扭转队伍的整体质态, 寿险代理人数量较年初下降 14.3% 至 87.8 万人, 活动率较同期下降 9.1pct 至 43.9%, 考虑到代理人收入同比下降至 13-14 年水平的 5889 元, 且当前仍处在清虚阶段, 我们预计年底代理人数量可能会在 60 万左右;
- 3、平安上半年推出的“保险+”产品策略暂时未能弥补重疾产品的价值缺口, 我们认为一方面能够清楚讲解健康管理权益的高素质代理人占比仍然不高, 另一方面当前寿险的健康管理方案大部分是集团内部自建, 好医生等其他子公司有自身销售目标, 因此对客户依然是销售导向而非服务导向; 我们预计高门槛的养老社区对寿险的 NBV 有一定拉动效应, 同业的经验显示养老社区占整体 NBV 的比重在 10%-15% 区间;
- 4、受转型项目费用持续投入, 保障性产品继续率下降等影响, 平安寿险利源中“营运偏差及其他”以及剩余边际变动分析中的“脱退差异及其他”分别由去年的 98.9 亿元, 68.7 亿元下滑至 70.1 亿元, -101.5 亿元;
- 5、考虑到下半年寿险代理人数量将继续承压, 且高端养老未能完全弥补重疾的价值缺口, 我们判断寿险 NBV 的企稳还需要一定时间;

■ **产险业绩改善主要源于保证保险的赔付减少，车险面临一定挑战**

- 1、2021上半年平安产险的净利润和承保利润分别同比增加30.5%和107%至107亿元和50.3亿元，主要是疫情稳定后保证保险由去年同期的34.8亿元承保亏损改善至今年的18.6亿元承保盈利，上半年保证保险的赔付率和综合成本率分别为67.5%和88.2%，同比分别改善36.5ppts和37.4ppts；
- 2、受去年9月车险综改后车均保费下滑的影响，平安车险上半年赔付率同比上升15.04pct至71.68%，从而压制车险的承保利润同比下滑51.5%至23.21亿元，弱于同期人保车险的表现；

■ **华夏幸福大幅压低集团投资收益率，减值幅度已经达到2/3**

- 1、继2021Q1计提了180亿元的减值后，集团于Q2继续大幅减值华夏幸福，上半年合计减值359亿元规模（包含长期股权投资144亿元，债权投资101亿元其他债权投资26亿元，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产88亿元），约占其总敞口的65%；若扣除对于华夏幸福的359亿元减值损失，我们预估集团上半年实际投资收益率约为5.42%；
- 2、平安集团在2021年中期业绩会上表示当前平安集团投资于地产的敞口为1855亿元，占总投资组合的比例为4.9%，股权、债权和物权各占地产投资的三分之一，2020年地产投资获取的股息和票息合计157亿元，占集团净投资收益的9.6%，且物权的久期较长和负债端的资金久期较为匹配，平安表示当前其寿险的资产负债久期缺口已经从2013年8年收窄至4.1年；

■ **投资建议：平安中报在寿险代理人数量质量，车险承保，以及投资表现上较为一般，但OPAT的双位数增长和集团宣布的50-100亿A股回购计划还是超出市场预期，我们预测全年ev增长约为8.2%，当前股价对应21年PEV为0.64倍，维持买入评级**

■ **风险提示：权益市场大幅度下降，长期无风险收益率大幅度下行，新单保费增速不如预期，过度聚焦科技而忽略代理人本身的培训，寿险改革成效较弱，华夏幸福债券投资本金大部分无法收回**

图表 1: 平安集团各分部归母营运利润情况: 百万元, %

归母营运利润	2020H	2021H	2021H 同比	2021H 占比
人寿	51127	49495	-3.2%	68.8%
财险	8234	10741	30.4%	11.1%
银行	7927	10191	28.6%	10.7%
资产管理业务	5831	8008	37.3%	7.8%
其中: 信托	1651	1253	-24.1%	2.2%
其中: 证券	1509	1677	11.1%	2.0%
其中: 其他资管	2671	5078	90.1%	3.6%
科技	3438	6236	81.4%	4.6%
其他及抵消	-2247	-2835	26.2%	-3.0%
集团合并	74310	81836	10.1%	100.0%

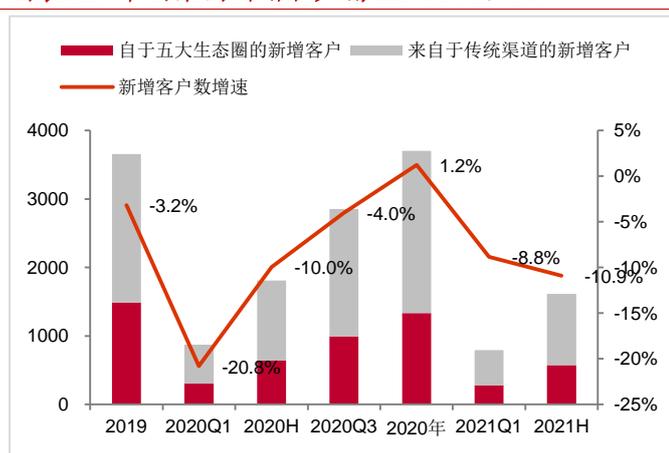
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 平安集团科技板块上市公司经营情况和市值: 百万元, %, 亿元

	2021H1 归平安净利润: 百万元	净利润同比增速: %	当前平安持股比例对应的市值: 亿元
陆金所	3782	33.35%	542.7
汽车之家	752	-0.13%	162.4
一账通	-253	-10.41%	37.3
好医生	-338	312.68%	199.1
合计	3943	22.28%	941.5

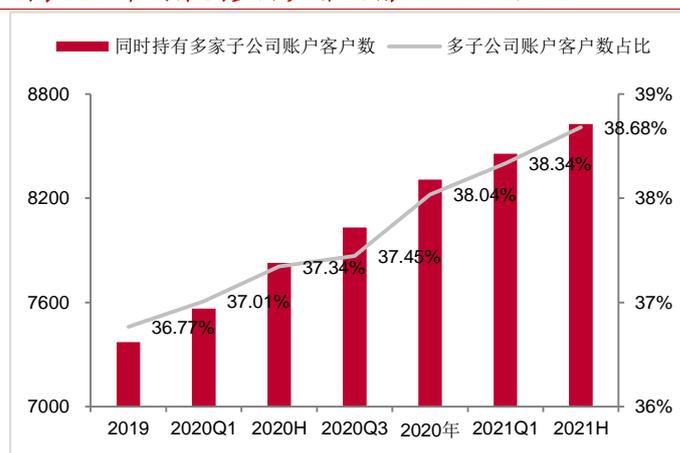
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 平安集团新增客户情况: 万人, %



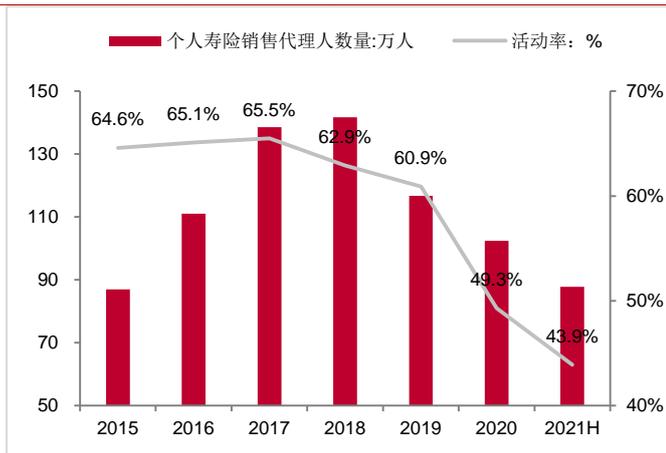
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 平安集团多账户推进情况: 万人, %



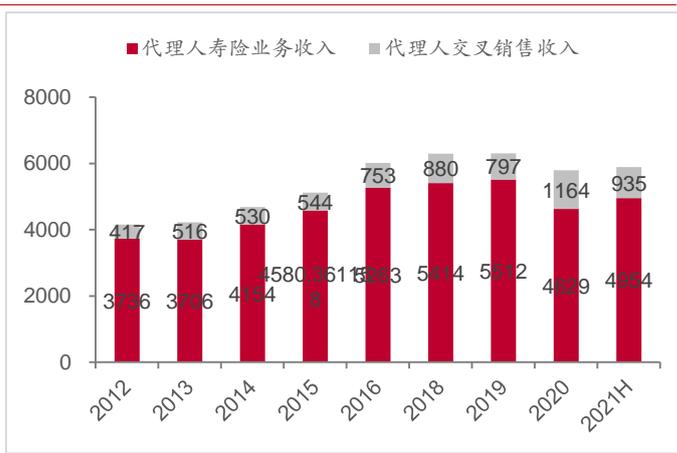
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 平安寿险代理人情况: 万人, %



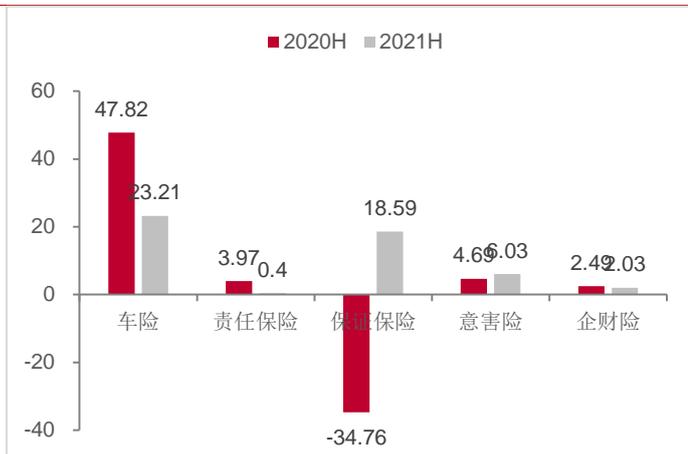
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 平安寿险代理人月收入情况: 元/人、月



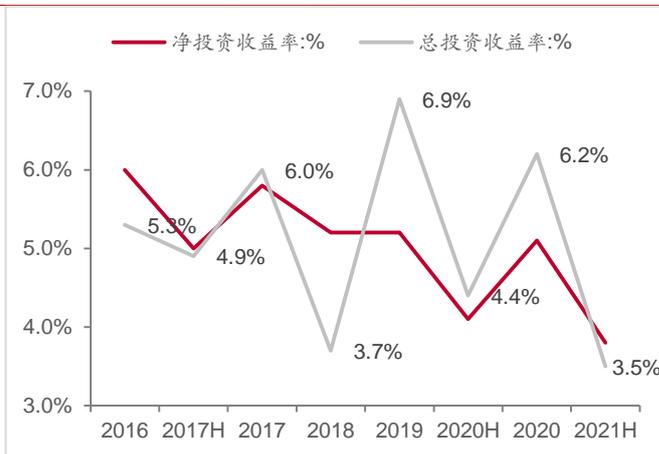
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 7: 平安产线主要险种承保利润: 亿元



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 平安保险资金投资收益率: %



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 9: 平安集团利润表预测: 百万元

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>利润表</b>					
营业收入	1168867	1218315	1211001	1333359	1476028
已赚保费	748779	757599	765395	820667	902475
银行业务利息净收入	90187	100404	108235	121223	132999
非保险业务手续费及佣金净收入	44230	51762	57332	63757	69567
投资收益	221579	238745	209899	241199	264271
其他业务收入	63313	67586	70139	86513	106716
营业支出	983839	1030011	1046204	1123006	1212483
退保金	26661	36914	49212	52069	55038
赔款支出	225030	237136	264602	304684	342746
提取保险责任准备金	287028	303911	271194	280567	282457

保单红利支出	19329	19001	20534	24289	29686
营业税金及附加	114753	102003	89293	96148	107990
手续费及佣金支出	114753	102003	89293	96148	107990
业务及管理费用	172892	176551	173835	192875	212060
资产减值损失	67266	79458	78451	83999	85829
利润总额	185028	188304	164797	210353	263545
净利润	164365	159359	141726	178800	224013
减：少数股东权益	14958	16260	14461	16986	21281
所属公司股东净利润	149407	143099	127265	161814	202732

来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 10：平安集团资产负债表预测：百万元**

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资产	7142960	9527870	10537463	11894731	13276573
货币资金	449909	526301	579560	630421	690382
定期存款	216810	253518	263437	297368	331914
金融投资	3982648	4644966	5089595	5768945	6478968
长期股权投资	204135	267819	295049	356842	424850
发放贷款及垫款	2240396	2599510	2950490	3092630	3451909
其他资产	1129031	1235756	1359333	1748525	1898550
负债	7370559	8539965	9441144	10651601	11835642
准备金负债	1921907	2218007	2504148	2776937	3084152
应付保单红利	59082	63806	70658	81636	98696
保户储金及投资款	701635	768956	806299	989530	1096620
其他负债	4687935	5489196	6060039	6803497	7556174
股本	18280	18280	18280	18280	18280
资本公积	128651	134474	134474	131474	128474
库存股	-5001	-5995	-8995	-10995	-10995
其他综合收益	13457	-6829	-5829	-4829	-3829
盈余公积	12164	12164	12164	12164	12164
一般风险准备	71964	88789	101515	117697	137970
未分配利润	433644	521677	594635	695777	830185
归属于母公司股东权益	673159	762560	846244	959568	1112249
少数股东权益	179209	225345	250075	283563	328682

来源：公司公告，中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改