证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中国平安(601318)

投资评级　　无评级

上次评级

王舫朝　　首席研究员
执业编号：S1500519120002
联系电话：010-83326877
邮　　箱：wangfangzhao@cindasc.com

朱丁宁　　研究助理
邮　　箱：zhudingning@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

NBV 持续承压，人力清虚力度加大

2021 年 10 月 28 日

事件：中国平安公布 2021 年三季报，实现营业收入 9046.3 亿元，同比-1.36%，实现归母净利润 816.4 亿元，同比-20.8%。营运利润 1187.4 亿元，同比+9.2%。每股营运利润 6.74 元，同比+9.6%。年化营运 ROE20.3%。

点评：

- **主要受华夏幸福减值影响，三季度归母净利润 YoY-20.8%。**中国平安 3Q21 年归母净利润 816.4 亿元，同比-20.8%，主要仍受上半年华夏幸福减值影响，但三季度并未进一步计提。营运利润 1187.4 亿元，同比+9.2%，其中，寿险及健康险业务营运利润同比-2.8%至 727.0 亿元。

- **NBV 下滑明显，代理人“清虚”力度加大。**前三季度寿险及健康险 NBV 同比-17.8%至 352.4 亿元。其中，公司新单保费同比-4.5%至 1147.5 亿元，源于“重疾炒停”导致保障型产品需求下降、代理人渠道“清虚”导致销售人员的大量流失以及代理人素质与客户保险需求不匹配；新业务价值率同比下降 5.0pct 至 30.7%，主要由于储蓄类产品占比提升。人力发展方面，公司加快代理人清虚力度，但绩优人力队伍保持相对稳定。截止至 Q3，人力数量为 70.6 万人，较去年年底下降 31.0%，较二季度末下降 19.6%。公司新单保费降幅低于人力下降速度，代理人产能有所提升。公司持续推动代理人分层改革：整合公司资源夯实钻石队伍、持续推进“三好五星”营业部强化潜力队伍、通过“优+”、“优++”策略进行高质量代理人招募，推进新人经营。我们认为，随着公司代理人渠道改革的不断深化，绩优代理人的产能将持续提升，对公司未来保费及 NBV 增长贡献积极作用。

- **产险综合成本率下降，财险营运利润 YOY+20.2%。**三季度产险保费收入同比-9.2%，至 1993.43 亿元。其中车险及非机动车辆保险保费下降明显（分别为同比-7.9%及-21.0%），意外及健康保险同比+31.7%。整体综合成本率持续优化，同比下降 1.8pct 至 97.3%。

- **利率波动及减值计提增加导致投资收益率略有下滑。**受三季度海外资本市场上涨以及国内市场利率震荡、股票指数波动加大的综合影响，公司三季度净投资收益 1224.11 亿元，同比+5.7%；受减值计提影响，总投资收益率为 1035.6 亿元，同比-23.8%。净投资收益率及总投资收益率分别同比下降 0.3pct、1.5pct 至 4.2%、3.7%。

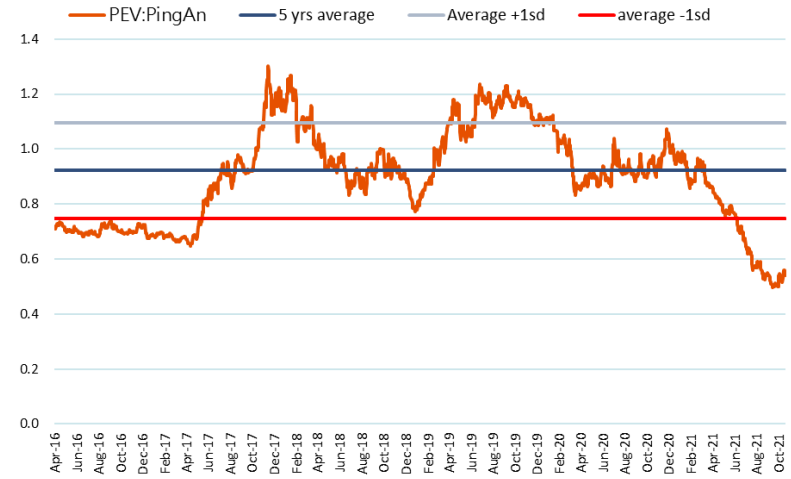
- **加大建设“保险+健康医疗”生态，打造中国 HMO+O2O 新模式。**公司未来将持续加大在健康生态上的投入，推动“保险+健康管理”及“保险+高端养老”服务持续升级。2021 年三季度，公司升级“平安臻享 RUN”并强化与集团内如平安好医生等其他医疗资源的协同，共同打造管理式医疗以及线上与线下相结合的健康生态圈。针对高端养老市场，平安发布“高端养老 2.0”服务体系，加快在康养领域的布局。此外，公司加强产品创新，开发细分人群的差异化产品，并根据客户需求新增

了多项针对性的服务，实现了产品与服务的高度融合。

- **投资建议：**受重疾炒停对保障型产品的透支、代理人“清虚”力度加大和代理人素质与客户保险需求不匹配的影响，公司全年 NBV 增速预计将持续承压。考虑到平安 1）公司清虚力度大，但人力下滑速度高于新单下滑速度，绩优代理人产能仍有提升，钻石队伍及潜力队伍将进一步夯实；2）“优+”及“优++”的增员策略有望吸引高学历新人加入，加强整体队伍素质，3）公司产品创新能力强，积极拓展细分人群、终身寿等蓝海市场；4）医疗生态持续的大力投入将有效反哺保险主业，我们预计队伍清虚成果将逐步显现，队伍规模下降趋势有望趋缓，负债端将迎来边际改善。资产端的减值计提相对充分，房地产的不利影响已充分反应。滞涨风险及未来宽信用预期使得长端利率下行预期有所修正，为投资端带来支撑。当前股价对应 2021E PEV 为 0.61x，估值已反应悲观预期，建议关注。

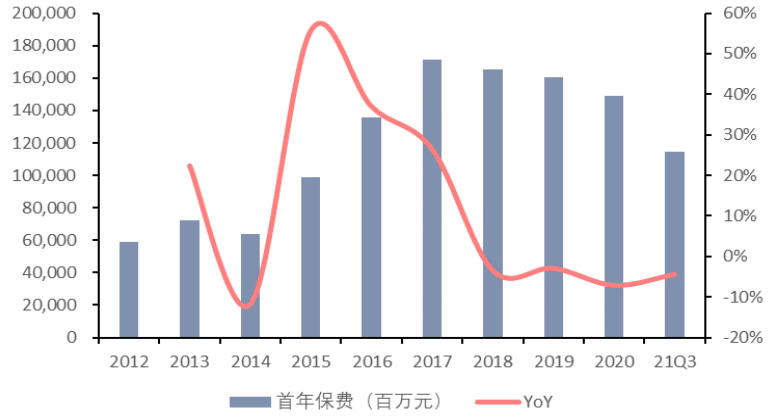
- **风险因素：**代理人展业增员进度不及预期；寿险改革不及预期；代理人产能持续下滑幅度加大；资本市场大幅波动带来投资收益急剧下降；利率下行将缩窄固定利率工具利差空间，并影响会计利润。

图 1：中国平安滚动 PEV



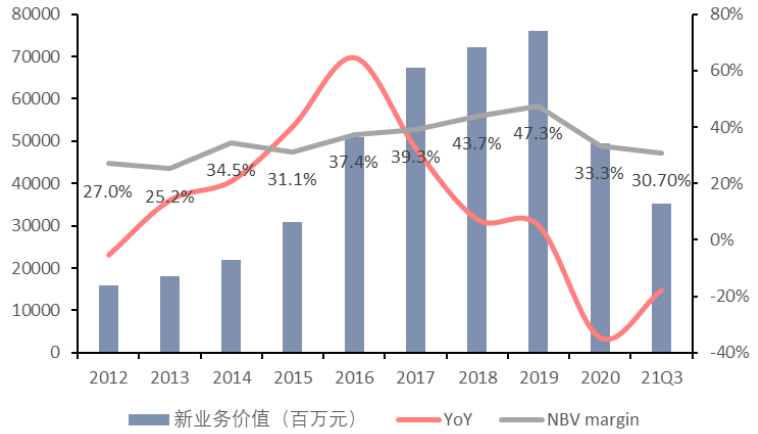
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：首年保费（百万元）及增速



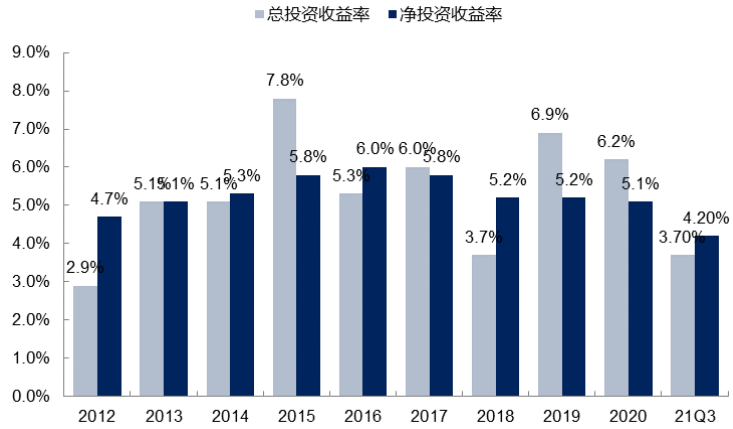
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3：NBV（百万元）和 NBV margin



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：投资收益率（%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019 年 11 月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于 2020 年 4 月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019 年 11 月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

温瑞鹏，硕士，毕业于复旦大学金融专业，曾工作于太平人寿保险有限公司，2021 年 5 月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

孙思茹，硕士，同济大学经济学学士，香港大学经济学硕士，2021 年 4 月加入信达证券研发中心，从事中小市值个股研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 20%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～20%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。