

股东回报稳健，改革成效逐步显现

——中国平安 2022 年报点评

核心观点

- **OPAT 小幅提升，股东回报稳健。**公司 2022 年实现归母净利润 838 亿元，同比下降 17.6%，主要系资本市场波动带来的投资收益下滑所致；归母营运利润 1484 亿元，同比小幅提升 0.3%，其中人身险和银行业务（YoY+16%/25%）正贡献显著，而财险、资管和科技业务则承受较大压力。每股股息 2.42 元，同比增长 1.7%，与 OPAT 挂钩的分红率为 29.8%，同比小幅提高 0.4pp，股东回报稳健。
- **NBV 压力边际缓释，渠道改革成效逐步显现。**公司 2022 年 NBV 实现 288 亿元，同比下降 24%，其中 FYP 和 Margin 分别同比下降 12.4% 和 3.7pp，主要系居民消费意愿阶段性减弱导致保障险销售下滑，以及增员、客户面访等线下活动受限所致。但需注意的是，个险新单与同 2021 年假设下的 2022 年 NBV 降幅正逐季收窄，且剔除精算假设调整影响的 Margin 仅小幅下滑 1.6pp，承压态势边际缓释。此外，代理人队伍 2022 年末为 44.5 万人，环比三季度末下降 8.8%，同比下降 25.9%，规模仍处于持续探底状态，但部分产能指标已呈现向好态势，例如新人中优+占比提升 14pp，人均收入同比提升 22.5%，个险渠道的数字化经营已完成全国推广等，我们预计随着寿险改革的持续深化，在规模稳定前提下的产能提升值得期待。
- **车险品质优化但保证险承压，财险盈利能力弱化。**车险原保费收入 2022 年同比增长 6.6%，占比下降 2.4pp 至 67.5%，结构持续优化，且出行频次的降低推动车险 COR 同比优化 3.1pp 至 95.8%。非车险业务来看，健康险、保证险、责任险分别同比增长 79.2%、21.2%、9.6%，是推动规模增长的三大险种，但其中保证险受市场环境变化影响，赔付支出上升，导致 COR 同比提高 40.2pp 至 131.4%，进一步推动财险整体 COR 同比提升 2.3pp 至 100.3%，其中赔付率上升 2.9pp。
- **市场波动拖累投资表现，EV 增长动能减弱。**2022 年总/净投资收益率分别为 2.5% 和 4.7%，分别同比-1.5pp 和 +0.1pp。投资负偏差拖累 EV 增速约 2.9pp，叠加并表新方正带来的商誉剔除负面影响 1.5pp，集团 EV 同比仅增长 2.0%，寿险 EV 同比减少 0.2%，我们认为一次性影响消散与投资端稳中向好预期推动 EV 增速有效修复。

盈利预测与投资建议

- 我们认为公司在外部环境变化与内部转型压力下的调整已基本到位，但防控政策放开下的短期冲击较为明显，且需求释放仍需时间，对全年保费增速有所下修；此外国际形势震荡带来资本市场波动，下调投资收益预期。综合影响下，预计 2023-25 年 EVPS 分别为 85.85/95.26/105.86 元（23-24 前值为 92.10/102.29 元），采用分部估值法对公司整体价值进行评估，预计 2023 年目标市值 10514 亿元，目标价 57.51 元，对应 2023 年目标 P/EV 为 0.67x，维持“买入”评级。

风险提示

- 新单销售不及预期，长端利率持续下行，权益市场大幅波动，股权投资计提减值风险，政策风险。

公司主要财务信息

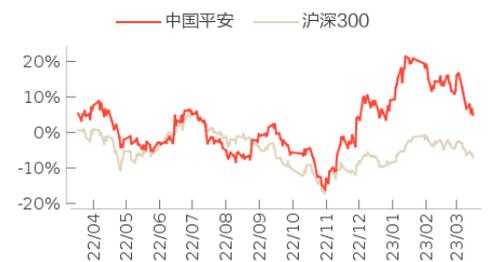
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
已赚保费(百万元)	739,933	742,418	787,324	840,437	907,999
同比增长	-2%	0%	6%	7%	8%
总投资收益(百万元)	103,378	39,710	109,621	128,445	151,152
同比增长	-17%	-62%	176%	17%	18%
归母净利润(百万元)	101,618	83,774	116,147	138,370	166,939
同比增长	-29%	-18%	39%	19%	21%
每股收益(元)	5.77	4.80	6.35	7.57	9.13
每股 NBV(元)	2.07	1.58	1.69	1.81	2.03
每股集团 EV(元)	76.34	77.89	85.85	95.26	105.86
隐含 P/EV	0.59	0.58	0.53	0.47	0.43
ROE	12.5%	9.8%	12.6%	13.8%	15.3%

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	买入（维持）
股价（2023年03月16日）	45.23 元
目标价格	57.51 元
52 周最高价/最低价	53.6/35.9 元
总股本/流通 A 股（万股）	1,828,024/1,828,024
A 股市值（百万元）	826,815
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2023 年 03 月 17 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-3.02	-8.06	-3.56	7.85
相对表现	-1.01	-4.29	-3.18	13.07
沪深 300	-2.01	-3.77	-0.38	-5.22



证券分析师

陶圣禹 021-63325888*1818
taoshengyu@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860521070002
香港证监会牌照：BQK280

相关报告

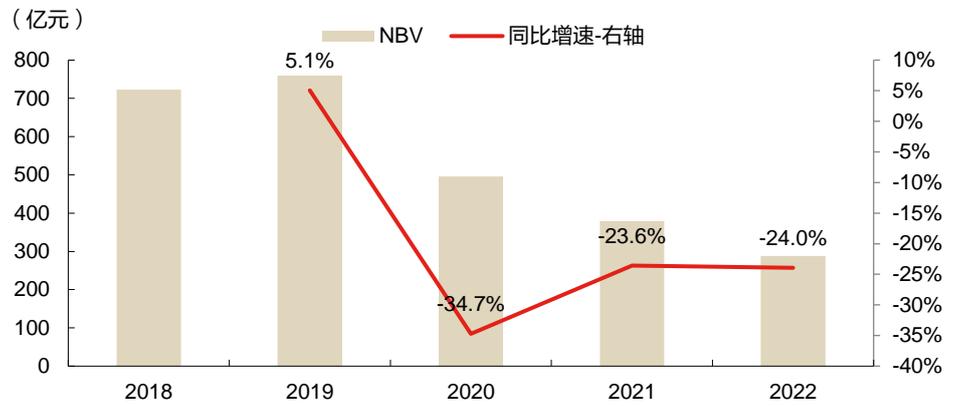
新方正重整再进一步，医疗健康生态赋能可期：——中国平安动态跟踪 2022-12-22
市场波动拖累利润表现，多渠道转型持续推进：——中国平安 3Q22 季报点评 2022-10-27
NBV 降幅收窄，关注队伍稳定后的产能提升：——中国平安 1H22 中报点评 2022-08-29

表 1：公司分业务归母营运利润分布

(百万元)	2022 归母营运利润	同比增速	占比	占比同比变动
寿险及健康险业务	111,235	16.0%	75.0%	+10.2pp
财产保险业务	8,838	-45.2%	6.0%	-4.9pp
银行业务	26,380	25.3%	17.8%	+3.5pp
资产管理业务	2,292	-81.2%	1.5%	-6.7pp
科技业务	5,458	-31.3%	3.7%	-1.7pp
其他业务及合并抵消	-5,838	10.3%	-3.9%	-0.4pp
合计	148,365	0.3%		

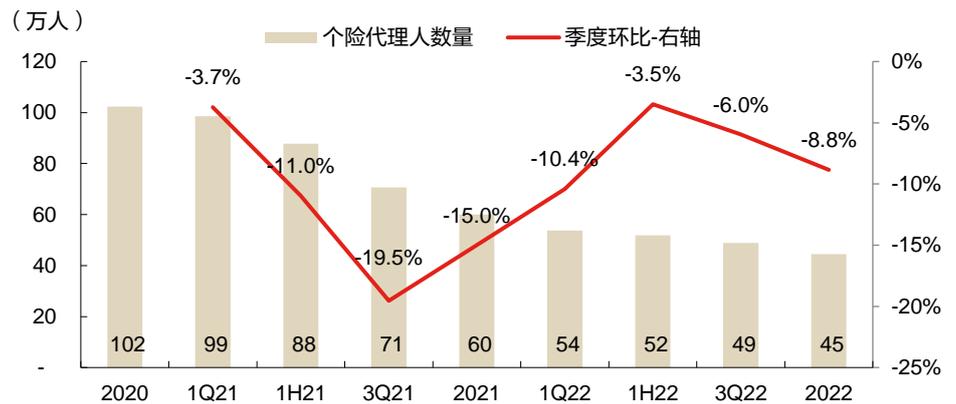
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 1：2022 年人身险 NBV 同比下滑 24%



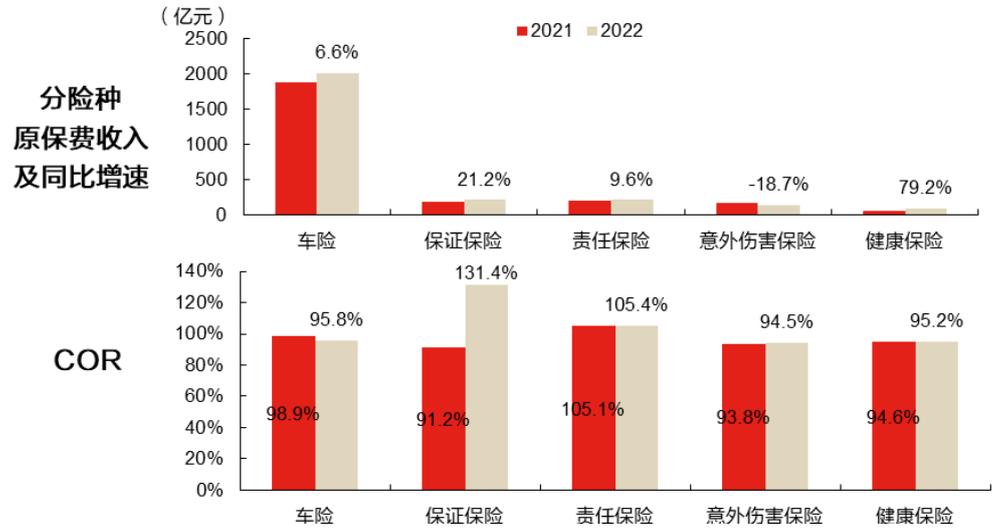
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：平安寿险代理人规模及季度变化情况



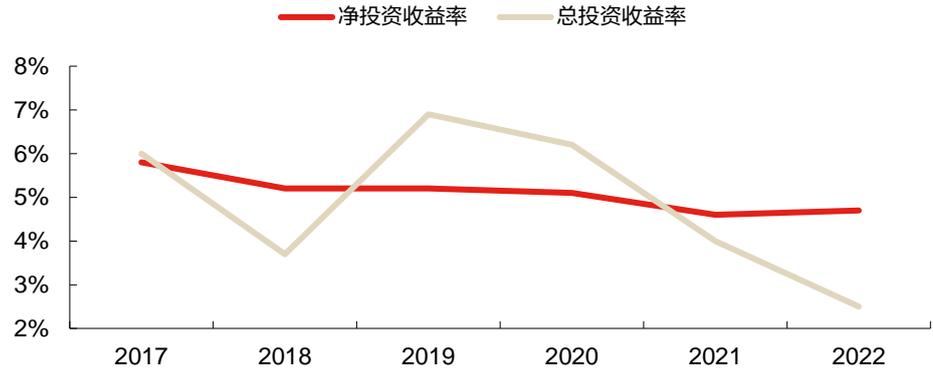
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：财险部分险种原保费收入、同比增速及 COR 表现



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：公司保险资金总投资收益率及净投资收益率表现



数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 2：公司内含价值驱动因素拆解

	2019	2020	2021	2022
期初寿险 EV 预计回报/期初寿险 EV	9.4%	8.7%	8.5%	8.1%
NBV/期初寿险 EV	12.4%	6.5%	4.6%	3.3%
运营经验差异/期初寿险 EV	0.6%	-1.5%	-2.0%	-0.2%
投资回报差异/期初寿险 EV	5.2%	-0.8%	-3.0%	-4.6%
模型和假设变化/期初寿险 EV	0.3%	-0.4%	-0.7%	-0.8%
市场价值调整/期初寿险 EV	0.0%	-0.2%	0.9%	0.1%
NBV/期初集团 EV	7.6%	4.1%	2.9%	2.1%
运营经验差异/期初集团 EV	0.4%	-0.9%	-1.3%	-0.1%
投资回报差异/期初集团 EV	3.2%	-0.5%	-1.9%	-2.9%
并表新方正的商誉剔除/期初集团 EV	-	-	-	-1.5%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 3：可比寿险公司估值表

	股票代码	P/EV (2023E)	EVPS (2023E)	收盘价 (RMB)
中国人寿	601628.SH	0.67	50.38	33.72
新华保险	601336.SH	0.31	92.82	29.20
友邦保险	1299.HK	1.56	6.24	67.31
平均		0.85		
A 股平均		0.49		

注：友邦保险 EVPS 单位为美元/股，其他单位为人民币元，数据统计时点为 2023/3/16。

资料来源：Wind, Bloomberg, 东方证券研究所

表 4：其他可比公司估值表

	股票代码	P/B (2023E)	每股净资产 (2023E)	收盘价 (RMB)
财险板块				
中国人保	601319.SH	0.92	5.62	5.15
中国财险	2328.HK	0.42	10.90	4.54
中国太保	601601.SH	0.94	28.02	26.25
平均		0.76		
银行板块				
招商银行	600036.SH	0.91	37.96	34.65
常熟银行	601128.SH	0.82	9.06	7.47
兴业银行	601166.SH	0.47	35.83	16.68
宁波银行	002142.SZ	1.01	27.46	27.80
平均		0.80		
证券板块				
东吴证券	601555.SH	0.82	8.22	6.73
光大证券	601788.SH	1.03	14.33	14.79
兴业证券	601377.SH	0.91	6.63	6.05
国金证券	600109.SH	0.99	8.92	8.84
平均		0.94		
信托板块				
中航产融	600705.SH	0.87	4.76	4.13
平均		0.87		

注：每股净资产均采用 Wind 一致预期，单位为人民币元，数据统计时点为 2023/3/16。

资料来源：Wind, 东方证券研究所

表 5：科技公司估值表

	股票代码	当前市值 (RMBm)	持股比例	持股市值 (2023E)
陆金所控股	LU.N	29,083	41.44%	12,052
金融壹账通	OCFT.N	1,639	32.12%	526
平安好医生	1833.HK	20,159	39.41%	7,945
汽车之家	ATHM.N	25,739	49.00%	12,612

注：单位为人民币百万元，数据统计时点为 2023/3/16。

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 6：分部估值汇总表

业务板块	估值方法	估值倍数	EVI/净资产 (2023E)	持股比例	持股市值
寿险业务	P/EV	0.76	936,578	99.51%	711,556
财险业务	P/B	0.76	133,867	99.55%	100,848
银行业务	P/B	0.80	412,181	49.56%	164,210
证券业务	P/B	0.94	50,345	40.96%	19,361
信托业务	P/B	0.87	25,702	99.88%	22,262
金融科技	市值法	-	-	-	33,135
合计					1,051,372

注：单位为百万元人民币；数据统计时点为 2023/3/16；美元兑人民币汇率为 6.9149，港币对人民币汇率为 0.8811。

资料来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

1、新单销售不及预期。新单销售低迷，影响代理人收入，产能下滑导致脱落率升高，进而影响队伍稳定。此外，NBV 增速低迷也拖累新业务价值倍数中枢水平。

2、长端利率持续下行。以持有至到期为主的到期再投资与新增固收类投资收益下滑，进而形成潜在利差损风险。

3、权益市场大幅波动。保险公司重要利源之一的投资利差来自于投资端的业绩波动，若 A 股出现系统性下跌，分红险收益下滑，影响客户收益与险企业绩，此外也对公司当期利润和净资产造成不利影响。

4、股权投资计提减值风险。公司拥有较多长期股权投资，其中华夏幸福已披露偿债方案，但实际偿付到位仍需进一步关注，可能会存在偿债进度不及预期，公司需进一步计提减值减值损失。此外，也需关注其他股权投资收益波动可能带来的减值风险。

5、政策风险。保险行业各项业务开展均受到严格的政策规范，未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						内含价值预测表					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
已赚保费	739,933	742,418	787,324	840,437	907,999	寿险期初内含价值	824,574	876,490	874,786	936,578	1,006,992
提取未到期责任准备金	(9,298)	5,248	5,618	6,053	6,603	本期新业务价值	37,898	28,820	30,817	33,124	37,027
总投资收益	103,378	39,710	109,621	128,445	151,152	内含价值预期回报	70,364	71,212	71,732	76,799	82,573
公允价值变动损益	(22,613)	(32,942)	(14,413)	(17,040)	(20,676)	投资回报差异	(24,889)	(40,500)	(5,000)	(2,000)	(2,000)
其他业务收入	369,044	356,134	374,469	410,957	457,427	运营经验差异	(16,730)	(1,672)	3,000	4,000	4,000
营业收入合计	1,180,444	1,110,568	1,262,619	1,368,851	1,502,504	假设及模型变动影响	(5,876)	(6,920)	500	500	500
退保金	(52,931)	(54,102)	(60,050)	(66,297)	(72,877)	市场价值调整影响	7,339	1,014	3,000	4,000	4,000
赔付支出	(268,854)	(282,122)	(313,523)	(348,358)	(389,167)	股东股息	(20,450)	(52,572)	(46,892)	(50,643)	(54,695)
提取保险准备金	(266,815)	(262,301)	(298,118)	(307,164)	(324,212)	其他差异	(16,190)	(53,658)	(42,258)	(46,009)	(50,061)
保单红利支出	(19,405)	(19,599)	(19,599)	(21,794)	(24,324)	寿险期末内含价值	876,490	874,786	936,578	1,006,992	1,083,032
手续费及佣金支出	(80,687)	(70,354)	(81,274)	(87,450)	(95,286)	其他业务期初净资产	503,538	519,018	548,977	632,813	734,374
业务及管理费	(172,597)	(164,700)	(180,870)	(193,177)	(207,112)	其他业务净资产变动	15,480	29,959	83,836	101,560	117,731
其他业务成本	(179,470)	(151,071)	(133,017)	(136,542)	(140,136)	其他业务期末净资产	519,018	548,977	632,813	734,374	852,105
营业支出合计	(1,040,759)	(1,004,249)	(1,086,451)	(1,160,782)	(1,253,115)	集团期末内含价值	1,395,509	1,423,763	1,569,391	1,741,366	1,935,136
营业利润	139,685	106,319	176,168	208,069	249,390	主要财务指标					
营业外收支	(105)	(504)	(62)	(69)	(77)		2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润总额	139,580	105,815	176,106	208,000	249,312	估值与盈利指标					
所得税	(17,778)	1,617	(27,158)	(30,554)	(35,229)	P/EV	0.59	0.58	0.53	0.47	0.43
净利润	121,802	107,432	148,948	177,446	214,084	PE	7.84	9.42	7.12	5.98	4.95
少数股东损益	20,184	23,658	32,800	39,076	47,144	PB	1.02	0.96	0.90	0.83	0.76
归母净利润	101,618	83,774	116,147	138,370	166,939	ROE	12.51%	9.76%	12.64%	13.82%	15.29%
						ROA	1.00%	0.75%	0.93%	0.99%	1.07%
资产负债表						每股数据 (元/股)					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	每股 NBV	2.07	1.58	1.69	1.81	2.03
现金及存款	319,179	378,650	416,324	462,222	512,927	每股寿险 EV	47.95	47.85	51.24	55.09	59.25
债券型金融资产	2,806,957	3,111,037	3,420,569	3,797,678	4,214,276	每股集团 EV	76.34	77.89	85.85	95.26	105.86
权益型金融资产	504,841	536,428	696,440	773,221	858,041	每股净资产	44.44	46.97	50.26	54.79	59.72
其他投资资产	285,435	342,285	269,701	299,434	332,282	EPS	5.77	4.80	6.35	7.57	9.13
总投资资产	3,916,412	4,368,400	4,803,033	5,332,555	5,917,526	DPS	2.38	2.42	2.57	2.77	2.99
其他资产	6,225,614	6,768,768	7,670,596	8,637,908	9,729,393	增长率					
资产合计	10,142,026	11,137,168	12,473,628	13,970,464	15,646,919	已赚保费增长率	-2.3%	0.3%	6.0%	6.7%	8.0%
保户储金及投资款	825,057	875,529	985,757	1,107,364	1,243,862	归母净利润增长率	-29.0%	-17.6%	38.6%	19.1%	20.6%
保险责任准备金	2,473,134	2,742,989	3,088,329	3,469,316	3,896,957	投资资产增长率	4.7%	11.5%	9.9%	11.0%	11.0%
其他负债	5,766,112	6,343,352	7,141,974	8,023,034	9,011,983	寿险内含价值增长率	6.3%	-0.2%	7.1%	7.5%	7.6%
负债合计	9,064,303	9,961,870	11,216,059	12,599,713	14,152,802	集团内含价值增长率	5.1%	2.0%	10.2%	11.0%	11.1%
股本	18,280	18,280	18,280	18,280	18,280	一年新业务价值增长率	-23.6%	-24.0%	6.9%	7.5%	11.8%
盈余公积	12,164	12,164	12,164	12,164	12,164	净资产增长率	6.5%	5.7%	7.0%	9.0%	9.0%
其他权益等	1,047,279	1,144,854	1,227,125	1,340,306	1,463,674	综合偿付能力充足率					
母公司股东权益合计	812,405	858,675	918,782	1,001,473	1,091,605	寿险	230%	220%	210%	215%	220%
少数股东权益	265,318	316,623	338,787	369,277	402,512	产险	278%	220%	210%	220%	230%
负债与权益总计	10,142,026	11,137,168	12,473,628	13,970,464	15,646,919						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。