

中国平安 (601318)

2023年一季报点评:新准则正面影响超预期,价值拐点确认

买入 (维持)

2023年04月27日

证券分析师 胡翔

执业证书: S0600516110001
021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书: S0600522040002
021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004
zhujieyu@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2024E
归属母公司营运利润(百万元)	148,365	156,857	168,470	178,489
同比	0.3%	5.7%	7.4%	5.9%
新业务价值(百万元)	28,820	29,647	33,586	36,330
同比	-24.0%	2.9%	13.3%	8.2%
每股内含价值(元/股)	77.89	83.87	90.02	92.84
P/EV(现价&最新股本摊薄)	0.59	0.55	0.51	0.49

关键词: #业绩超预期

投资要点

- 事件: 中国平安披露 2023 年一季报: 实现归母营运利润 (OPAT) 413.85 亿元, 同比下滑 3.4%; 实现归母净利润 383.52 亿元, 同比大幅增长 48.9% (已追溯同期口径), 净利润与 OPAT 差异系短期投资波动 (-32.08 亿元), 1Q23 寿险、财险、银行、资管、科技分部归母营运利润同比增速为 -2.1%、45.9%、13.6%、-49.4% 和 -74.8%, 占比为 68.0%、10.9%、20.4%、3.2% 和 1.7%。净利润增速超出市场预期, 新准则影响整体偏正面超出预期。
- 新准则下追溯调整同期业绩。对 1Q22 归母净利润, 由 206.58 亿元追溯调增至 257.58 亿元; 对归母营运利润, 由 430.47 亿元小幅调降至 428.52 亿元。2022 年末归母净资产由 8586.75 亿元小幅追溯上调至 8691.91 亿元, 新准则有利于利润和净资产释放, 得益于公司已于 2018 年初实施新金融工具会计准则, 新准则实施追溯调高同期基数主要系新旧准则对折现率使用变化以及新增具有直接参与分红特征的保险合同计量方法降低对净利润的波动。
- 我们搭建了新准则下利源分析框架, 投资利差贡献扭亏为盈是当期净利润提升的核心。1Q23 新准则下产寿险净利润合计增长 94%, 其中 1Q23 寿险净利润同比增长 106%, 得益于“利差”由亏转盈至 4.26 亿元, 寿险承保利润贡献同比下降 7%, 预计受当期摊销的保险服务收入同比减少所致; 1Q23 财险净利润同比增长 46%, 虽然承保利润同比大幅下降 58%, 但得益于财险“利差”同比大幅增长 365% 至 35.52 亿元。公司整体保险业务承保利润贡献净利润达 86.7%。
- 寿险新业务价值拐点显现。1Q23 公司实现 NBV 同比增长 8.8% (可比口径同比增速达 21.1%, 系 2022 年末调整更为谨慎的精算假设), 归因来看 NBV-FYP 同比大幅增长 27.9%, 得益于疫后居民保费消费稳步恢复; NBV-Margin 同比下降 3.7 个 pct. 至 20.9%, 价值率承压主要系在利率下行和理财波动大环境下保本的储蓄型业务占比提升所致。公司坚定实施“4 渠道+3 产品”战略, 改革成效逐步显现, 期末个险队伍较上年末下滑 9.2% 至 40.4 万人, 但 1Q23 人均产能同比提升 37.2%, 人均收入同比增速超过 10%。1Q23 公司银保、社区网格及其他等渠道在对 NBV 贡献达 16.9%。
- 信保业务敞口仍未完全出清。1Q23 平安产险实现保险服务收入 763.12 亿元, 同比增长 7.1% (旧准则下原保费收入 769.58 亿元, 同比增长 5.4%, 其中车险/非车/意外险业务增速分别为 6.2%/7.9%/-6.5%)。1Q23 综合成本率 (COR) 同比上升 2.0 个 pct. 至 98.7% (基于旧准则 1Q23COR 为 99.8%, 同比上升 3.0 个 pct.), 主要是保证保险业务赔款支出上升。
- 权益市场回暖, 单季 ROE 达 4.3%。1Q23 年化净/总投资收益率为 3.1%/3.3%, 同期为 3.3%/2.3%。不动产投资余额在总投资资产中占比 4.6% (2022:4.8%), 期末归母净资产较年初增长 5.2% 至 9143.32 亿元。
- 盈利预测与投资评级: 维持盈利预测。预计 2023-25 年归母营运利润为 1569、1685 和 1785 亿元, 同比增速分别为 5.7%、7.4% 和 5.9%, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 长端利率持续下行, 保障型产品需求复苏放缓。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	45.79
一年最低/最高价	35.90/53.60
市净率(倍)	0.97
流通 A 股市值(百万元)	496,027.71
总市值(百万元)	837,052.25

基础数据

每股净资产(元,LF)	46.97
资产负债率(% ,LF)	89.45
总股本(百万股)	18,280.24
流通 A 股(百万股)	10,832.66

相关研究

《中国平安(601318): 2022 年年报点评: 稳健的分红增速彰显韧性》

2023-03-16

《中国平安(601318): 新银保团队: 抒写寿险转型与零售财富和谐乐章》

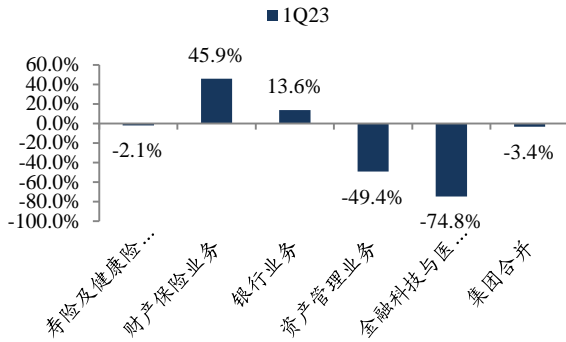
2023-03-11

表1: 中国平安 IFRS17 下利源分析溯源(单位: 百万元)

保险业务整体	1Q23	1Q22	同比	计算方法
保险业务承保利润(新准则为先“计息”后摊销, 内涵计息收入)	26,042	29,240	-11%	保险服务收入-(保险服务费用+(分出保费的分摊-摊回保险服务费用)+提取保费准备金)
投资利润(扣税)	3,978	-13,731	/	因不披露税前利润, 我们将所得税在投资收益中扣减
保险业务净利润	30,020	15,509	94%	根据营运利润表中的分部净利润加总(寿险+财险)
财险业务	1Q23	1Q22	同比	计算方法
保险业务承保利润(新准则为先“计息”后摊销, 内涵计息收入)	76,312	71,225	7%	披露
综合成本率(COR)	98.7%	96.7%	2%	披露
承保利润	992	2,350	-58%	计算
投资利润(扣税)	3,552	765	365%	倒挤, 因不披露税前利润, 我们将所得税在投资收益中扣减
净利润	4,544	3115	46%	披露
寿险业务	1Q23	1Q22	同比	计算方法
保险业务承保利润(新准则为先“计息”后摊销, 内涵计息收入)	25,050	26,890	-7%	倒挤
投资利润(扣税)	426	-14,496	/	倒挤, 因不披露税前利润, 我们将所得税在投资收益中扣减
净利润	25,476	12,394	106%	披露

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图1: 集团分布营运利润 (OPAT) 1Q23 同比增速



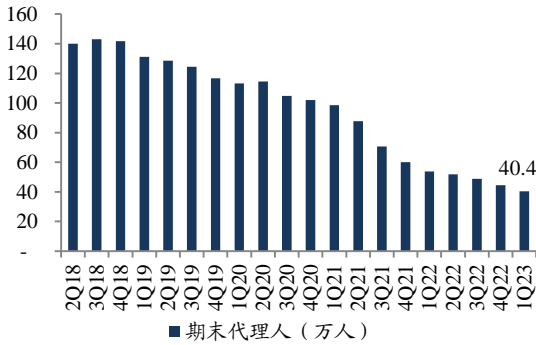
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图2: 1Q23 归母营运利润增长驱动因素分析(单位:百万元)



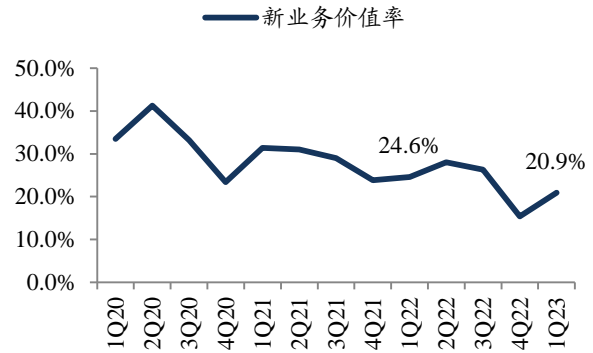
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 公司时点人力仍在下滑 (单位: 万人)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 平安寿险及健康险新业务价值率同比承压



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表2: 中国平安预计利润表

人民币: 百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
一、营业收入	1,180,444	1,110,568	1,184,973	1,245,020	1,299,420
保险业务收入	760,843	769,633	776,130	805,031	844,051
减: 分出保费	-30,208	-21,967	-28,953	-30,365	-32,055
提取未到期责任准备金	9,298	-5,248	-9,196	-11,079	-12,446
已赚保费	739,933	742,418	737,981	763,588	799,551
银行业务利息净收入	121,368	131,096	150,795	162,436	168,922
非保险业务手续费及佣金净收入	41,584	36,054	54,163	60,128	60,864
投资收益	231,850	163,986	191,927	201,963	210,543
公允价值变动收益	-22,613	-32,942	3,305	7,567	7,941
汇兑损失	1,267	3,342	7,901	8,556	8,925
其他业务收入	67,055	63,309	32,870	33,333	33,814
二、营业支出合计	-1,040,759	-1,004,249	-966,084	-989,272	-1,023,320
退保金	-52,931	-54,102	-37,307	-39,372	-41,745
赔付支出	-268,854	-282,122	-338,631	-357,493	-377,790
减: 摊回赔付支出	16,248	14,082	13,505	14,272	15,097
提取保险责任准备金	-266,815	-262,301	-184,906	-166,221	-163,553
减: 摊回保险责任准备金	3,956	43	5,783	5,196	5,111
保单红利支出	-19,405	-19,599	-16,579	-17,751	-18,438
分保费用	-24	-26	-1,518	-1,618	-1,718
保险业务手续费及佣金支出	-80,687	-70,354	-81,084	-83,308	-87,315
营业税金及附加	-4,570	-5,062	-4,335	-4,610	-4,741
业务及管理费	-172,597	-164,700	-187,056	-194,930	-203,273
减: 摊回分保费用	5,908	6,150	9,973	9,512	10,107
财务费用	-28,082	-22,888	-17,967	-19,184	-20,510
其他业务成本	-67,970	-59,643	-70,343	-71,831	-73,397
资产减值损失	-14,548	-83,649	-107,231	-116,979	-120,261
三、营业利润	139,685	106,319	218,889	255,747	276,100
四、利润总额	139,580	105,815	218,889	255,747	276,100
减: 所得税费用	69	1,617	-38,367	-46,906	-51,284
五、净利润	121,802	107,432	180,521	208,842	224,816
归属于母公司股东的净利润	101,618	83,774	132,950	157,485	170,206
少数股东损益	20,184	23,658	47,571	51,357	54,610
发行在外普通股股本	17,607	17,453	17,453	17,453	17,453
六、每股收益(元/股)	5.77	4.80	7.62	9.02	9.75

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所, 该报表基于原保险合同会计准则预测

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

