

龙头起舞点燃热情，资负共振继续坚定推荐

首席分析师：胡翔
执业证书编号：
S0600516110001
联系邮箱：
hux@dwzq.com.cn

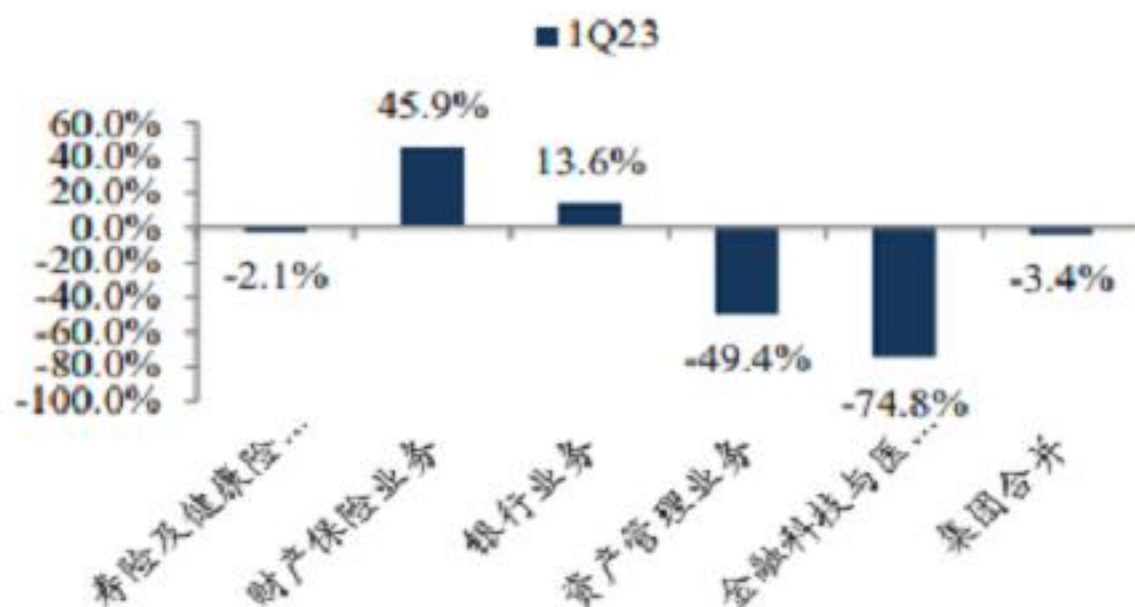
证券分析师：葛玉翔
执业证书编号：
S0600522040002
联系邮箱：
geyx@dwzq.com.cn

证券分析师：朱洁羽
执业证书编号：
S0600520090004
联系邮箱：
zhujiayu@dwzq.com.cn

- 年初以来我们抓住中国太保超额收益机会，4月以来宏观数据指向经济复苏超预期，我们提出“添酒回灯重开宴”。上周五板块回调，我们旗帜鲜明提出预定利率调整，影响“短空长多”，并及时召开专家电话会议犀利指出对行业长期影响是重磅利好。上周末新华发布预增公告，我们提出预增第一弹枪响，估值业绩共振发令。今日上涨催化来自三方面。
- 1) 新准则正面影响超预期。1Q23平安归母净利润同比增长48.9%，新华保险归母净利润同比翻番，新准则追溯调高同期利润基数，1Q23投资利差贡献扭亏为盈。
 - 2) 价值复苏从曙光初现到数据验证。1Q23友邦实现NBV同比增长28%，其中友邦中国同比录得双位数字增长；1Q23平安NBV同比增长8.8%（可比口径增速21%），疫后居民保费消费稳步恢复，我们预计1H23价值增速将较1Q23进一步提升。
 - 3) 保险作为宏观经济复苏直接受标的，一季报无论是量还是质在金融各子板块中可圈可点，当前板块P/EV仍处于历史低位（平均0.55倍，分位数10%以下），推荐顺序：中国太保、中国平安、中国财险、中国人寿和新华保险。

- 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。
- 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。

中国平安OPAT一季度同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- 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%。

中国平安IFRS17下利源分析

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

- 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%。

- 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/意健险业务增速分别为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。

公司时点人力下滑



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

寿险及健康险型新业务价值率承压



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

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。

- 1) 长端利率持续下行
- 2) 保障型产品需求复苏放缓。

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>

东吴证券 财富家园