

中国平安 (601318)

2023 年中报点评：行业龙头卷土重来

买入 (维持)

2023 年 08 月 30 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	2025E
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	33,167	34,568	37,670
同比	-24.0%	15.1%	4.2%	9.0%
每股内含价值 (元/股)	77.89	84.08	90.31	93.24
P/EV (现价&最新股本摊薄)	0.62	0.58	0.54	0.52

关键词: #业绩超预期

投资要点

■ 事件: 公司披露 2023 年中期业绩: 实现归母营运利润 (OPAT) 819.57 亿元, 同比下降 5%; 归母净利润 698.41 亿元, 同比下降 1.2%, 两者差异主要为短期投资波动 122.59 亿元; 中期每股股息 0.93 元, 同比增长 1.1%。公司业绩超预期, 尤其是新业务价值和分红增速。面对外部复杂环境, 公司持续贯彻“聚焦主业、降本增效、优化结构、制度建设”的十六字经营方针。1H23 公司寿险及健康/财险/银行/资管/科技归母 OPAT 同比增速分别为 -3.0%/7.4%/14.9%/-67.9%/-64.7%, 财险和银行板块是当期主要贡献。

■ 寿险改革持续打造三高代理人队伍, 多元创新渠道贡献持续增长。1H23 寿险实现 NBV 达 259.60 亿元, 同比增长 32.6% (可比口径增速 45.0%, 对应 2Q23 同比增速 86%), 归因分析: 1. 从量价贡献来看, NBV 新单同比增长 49.6%, NBV Margin 小幅下降至 22.8%; 2. 从渠道来看, 个险/银保 NBV 可比口径同比增速分别为 43.0% 和 174.7%, 代理人渠道人均 NBV 同比增长 94.3%, 人均收入同比增长 37% 至 10,887 元/月, 银保渠道深化与平安银行的独家代理模式“新优才”队伍。公司披露新准则下利源分析, 1H23 寿险 OPAT 同比下降 1.7% 至 585.93 亿元, 主要系保险服务业绩同比下降 4.2% 至 481.15 亿元, 其中合同服务边际 (CSM) 摊销比例由 1H22 的 9.1% 小幅下降至 1H23 的 9.0%; 投资服务业绩 (即投资收益高于准备金要求回报的部分) 同比增长 23.4% 至 175.00 亿元, 主要系寿险总投资收益率同比上升 0.4 个 pct. 至 3.4%; 而寿险净利润同比增长 4.5% 至 463.35 亿元, 主要系短期投资波动负向拖累同比明显收窄所致。1H23 新准则下 CSM 期末余额为 8,174.94 亿元, 较年初基本持平, 新业务 CSM 同比增长 12.2%, 新业务 CMS Margin 基本稳定在 10.6%, 指向报表内在持续修复。

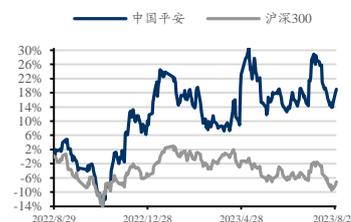
■ 财险业务品质稳定。1H23 财险 OPAT 同比增长 7.4% 至 92.85 亿元, 归因分析: 1. 承保利润同比下降 27.3% 至 30.53 亿元, 主要系保险服务收入同比增长 7.8%, 但承保综合成本率同比上升 0.9 个 pct. 至 98.0% (费用率同比上升 0.6 个 pct., 赔付率同比上升 0.3 个 pct.), 车险承保综合成本率 97.1%; 2. 总投资收益同比增长 33.2% 至 80.44 亿元, 主要系财险总投资收益率同比上升 0.4 个 pct. 至 3.4%。1H23 财险营运 ROE 维持在 15.2%, 业务品质良好。

■ EV 增速改善, 投资偏差由负转正。1H23 末寿险和集团 EV 较年初分别增长 5.7% 和 4.9%, 寿险非年化 ROEV 由 1H22 的 6.6% 提升至 1H23 的 7.2%。1H23 险资投资组合年化综合投资收益率 4.1%, 同比上升 0.7 个 pct., 总投资收益率 3.4%, 同比上升 0.4 个 pct., 主要系权益类资产公允价值增加; 年化净投资收益率 3.5%, 同比下降 0.4 个 pct., 主要系存量资产到期和新增资产收益率下降影响。1H23 寿险投资偏差由负转正提振期初 EV 达 0.7%。

■ 盈利预测与投资评级: 这是公司多年来首次交出一份大超预期的中报, 颇有行业龙头卷土重来之势。维持盈利预测, 我们预计 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)	48.56
一年最低/最高价	35.90/56.00
市净率(倍)	0.97
流通 A 股市值(百万元)	522,634.66
总市值(百万元)	884,288.99

基础数据

每股净资产(元,LF)	50.02
资产负债率(% ,LF)	89.07
总股本(百万股)	18,210.23
流通 A 股(百万股)	10,762.66

相关研究

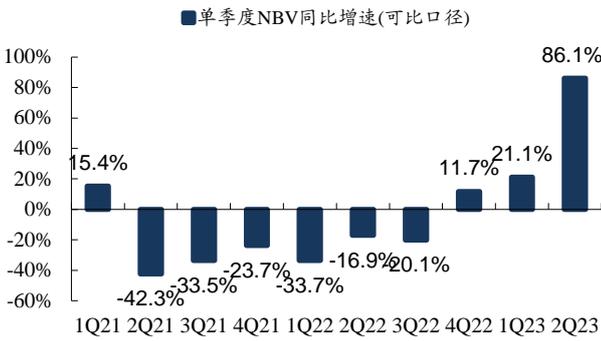
《中国平安(601318): 2023 年一季报点评: 新准则正面影响超预期, 价值拐点确认》

2023-04-27

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

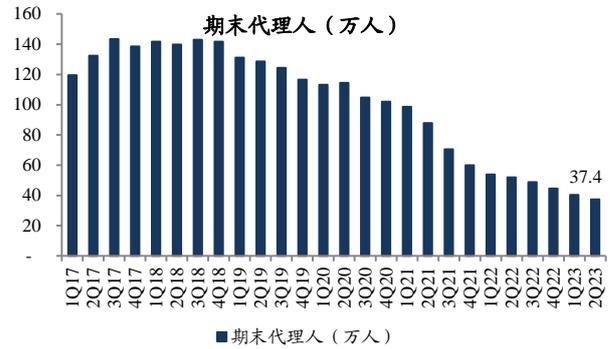
2023-03-16

图1: 平安NBV单季同比增速快速改善



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图2: 平安队伍数量明显企稳改善



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 平安财险和银行板块是当期归母OPAT主要贡献(单位: 百万元)



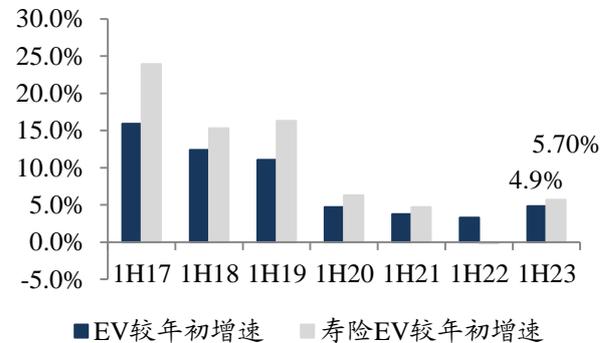
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 平安寿险代理人质态快速回升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 集团和寿险EV增速明显企稳回暖



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表1: 中国平安预测利润表

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
六、每股收益	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

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

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

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>