

中国平安 (601318)

2022 年一季报点评: 营运利润增长&综合金融优势彰显经营韧性

买入 (维持)

2022 年 04 月 29 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
geyx@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

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

研究助理 方一字

执业证书: S0600121060043
fangyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
归属母公司营运利润 (百万元)	147,961	146,162	156,529	170,508
同比	6.1%	-1.2%	7.1%	8.9%
新业务价值 (百万元)	37,898	33,154	35,529	39,804
同比	-23.6%	-12.5%	7.2%	12.0%
每股内含价值 (元/股)	76.34	82.43	89.07	95.07
P/EV (现价&最新股本摊薄)	0.58	0.54	0.50	0.47

事件: 公司披露 2022 年一季报, 集团实现归母营运利润 430.47 亿元, 同比增长 10.0%; 实现归母净利润 206.58 亿元, 同比下降 24.1%。净利润与营运利润 (OPAT) 差异主要系短期投资波动 (-197.15 亿元) 和折现率变动 (-26.13) 亿元。公司寿险、财险、银行、资管、科技分部营运利润同比增速为 16.0%、-41.1%、26.8%、10.5% 和 4.1%, 占比贡献为 67.5%、7.0%、17.3%、6.0% 和 6.4%。

投资要点

■ **疫情反复拖累价值增长, 寿险改革持续深化, 营运利润超出预期。** 受奥密克戎变异毒株全国各地散发冲击, 1Q22 公司实现 NBV 同比下降 33.7% (可比口径同比降幅约为 25%, 系 2021 年末调整更为谨慎的精算假设), 归因来看 FYP 同比下降 15.4%, Margin 同比下降 6.8 个 pct. 至 24.6%, 不过 3 月降幅已明显收窄。公司围绕“渠道+产品”双轮驱动战略部署: 渠道+方面, 公司推动队伍分层精细化经营, 期末代理人较年初下滑 10.4% 至 53.8 万人, 大专及以上学历代理人占比同比上升 3.5 个百分点; 产品+方面, 公司通过“保险+健康管理”、“保险+高端养老”、“保险+居家养老”三大核心服务构建差异化竞争优势。1Q22 “保险+” NBV 贡献已经超过 1/3。寿险 OPAT 增速好于预期主要系在更为保守假设下偏差贡献有所恢复。

■ **季节性因素拖累财险承保利润。** 1Q22 平安产险原保险保费收入达 730.18 亿元, 同比增长 10.3%, 综合成本率为 96.8%, 同比上升 1.6 个 pct., 仍显著优于同业。财险营运利润下滑 41.1% 主要系权益市场大幅波动拖累投资收益以及受车险综改后保单占比提升赔付率有所上升的综合影响。我们认为受季节性影响, 下半年后财险业绩有望明显改善。

■ **权益市场大幅波动下, 资产负债表稳健性更强, 综合金融稳健优势显现。** 1Q22 公司险资年化净/总投资收益率为 3.3%/2.3%, 同比-0.2/-0.8 个 pct.。相比其他上市期末归母净资产较年初下滑, 1Q22 公司归母净资产较年初增长 2.6% 至 8,335.15 亿元, 1Q21 归母综合收益为 258.29 亿元, 同比下降 26.0%, 而已披露上市同业归母综合收益均由正转负, 主要系平安已实施新金融工具会计准则且其他综合收益中“其他权益工具投资公允价值变动”为正数 (主要系 1Q22 FVOCI 持仓股表现优于大势相对坚挺), 彰显公司综合金融稳定性优势。

■ **盈利预测与投资评级: 客观来看在外部市场大幅波动环境下, 公司取得稳健的营运利润增长实属不易, 彰显综合金融的稳健性优势和扎实的资产负债表底气。** 此前我们已考虑年初至今权益市场下跌对净利润的冲击, 我们维持盈利预测, 预计 2022-2024 年归母净利润为 1,428、1,576 和 1,719 亿元。截至 4 月 29 日, 股价对应 2022 年至 2024 年 P/EV 分别为 0.54、0.50 和 0.47 倍, 考虑到估值性价比, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 权益市场大幅波动, 寿险改革成效低于预期, 保障型产品需求复苏放缓。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	44.56
一年最低/最高价	42.65/72.97
市净率(倍)	1.00
流通 A 股市值(百万元)	482,703.53
总市值(百万元)	814,567.56

基础数据

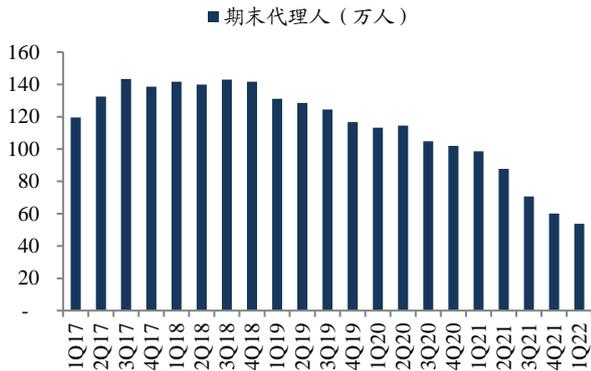
每股净资产(元,LF)	45.60
资产负债率(% ,LF)	89.59
总股本(百万股)	18,280.24
流通 A 股(百万股)	10,832.66

相关研究

《中国平安(601318): 平安新银保团队探析: 谱写寿险改革与财富管理的协奏曲》

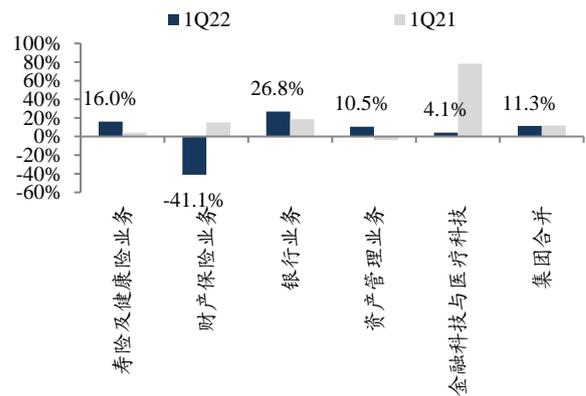
2022-04-15

图1: 期末公司代理人规模进一步下滑但幅度收窄



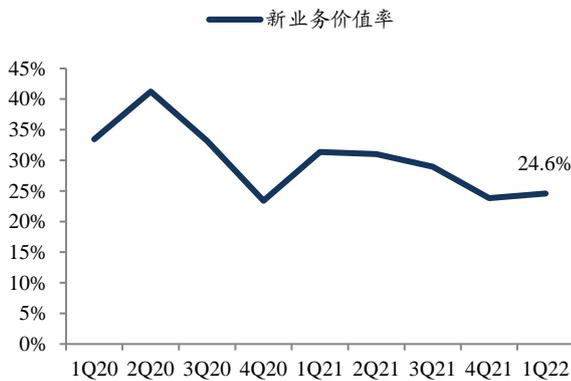
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图2: 集团营运利润增长彰显韧性



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图3: 公司逐季新业务价值率同比下降环比企稳



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图4: 1Q22 寿险和银行贡献归母营运利润主要增量



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图5: 寿险改革持续深化

渠道改革

坚定推动代理人渠道队伍高质量转型, 持续发展银行优才、社区网格化和下沉渠道

- 代理人渠道:** 平安寿险实施代理人队伍**分层精细化经营, 推动队伍结构优化**。截至2022年3月末, 大专及以上学历代理人占比同比上升**3.5个百分点**。
- 银行优才:** 深化与平安银行协同, 构建专属产品体系、共享培训资源, 支持平安银行加速新优才队伍建设;**业绩贡献逐步提升**。
- 社区网格化:** 截至2022年3月末, 已在**11个城市**试点, “孤儿单⁽¹⁾” 13个月保单继续率**同比大幅提升**。
- 下沉渠道:** 结合下沉市场的保险消费场景, 持续**探索创新发展模式**。

产品改革

通过“保险+健康管理”、“保险+高端养老”、“保险+居家养老”三大核心服务构建差异化竞争优势

- “保险+健康管理”:** 截至2022年3月末, “平安臻享RUN” 已覆盖重疾险客户**超2,200万人**, 整体服务满意度**98%**。
- “保险+高端养老”:** 提供**“尊贵生活、尊享服务、尊严陪护”**服务。2022年3月, 平安臻颐年发布**首个高品质康养社区项目**“深圳蛇口颐手城”, 营建有温度、有品质的全新康养体验。
- “保险+居家养老”:** 为客户提供一站式居家养老服务, 在深圳、南京两地进行了试点, **得到客户的积极反馈和认可**, 2022年服务范围将扩大至全国**超20个城市**, 为客户提供覆盖医、护、食、乐、养等**10类**场景的居家养老服务。

数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

表1: 中国平安核心指标

单位: 百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
集团合并					
内含价值营运回报率	9.2%	10.8%	11.8%	12.1%	12.4%
内含价值	1,328,112	1,395,509	1,506,916	1,628,163	1,737,852
每股内含价值(元)	72.7	76.3	82.4	89.1	95.1
归属于母公司股东的营运利润	139,470	147,961	146,162	156,529	170,508
基本每股营运收益(元)	7.89	8.40	8.30	8.89	9.68
营运 ROE	19.4%	18.8%	17.2%	16.7%	16.4%
每股股息(元)	2.2	2.4	2.4	2.5	2.8
归属于母公司股东权益	762,560	812,405	891,610	987,993	1,094,167
归属于母公司股东的净利润	143,099	101,618	142,848	157,615	171,904
每股收益(元)	8.10	5.77	8.11	8.95	9.76
ROAE	19.9%	12.9%	16.8%	16.8%	16.5%
寿险及健康险业务					
已赚保费	504,326	479,195	460,624	458,831	467,006
已赚保费增长率	-2.5%	-5.0%	-3.9%	-0.4%	1.8%
寿险业务 ROEV	14.5%	11.1%	13.1%	13.6%	13.8%
新业务价值	49,575	37,898	33,154	35,529	39,804
内含价值	824,574	876,490	933,494	1,001,548	1,076,888
营运利润	93,666	97,075	97,139	103,172	110,673
赔付支出	85,400	95,604	125,600	130,565	135,731
报表退保率	1.77%	2.34%	1.40%	1.41%	1.40%
剩余边际余额	960,183	940,732	934,582	949,000	976,217
财产保险业务					
已赚保费	253,017	260,490	264,064	279,150	296,582
已赚保费增长率	9.3%	3.0%	1.4%	5.7%	6.2%
净利润	16,159	16,192	18,302	19,340	22,525
未到期责任准备金	161,378	162,497	169,029	178,349	189,330
未决赔款准备金	110,030	110,362	114,569	120,770	128,149
赔付支出	152,628	174,404	189,344	201,133	213,652
赔付率	-60.5%	-67.0%	-68.4%	-68.8%	-68.8%
综合成本率	99.1%	98.0%	97.8%	98.0%	97.4%
ROAE	16.4%	14.8%	15.8%	15.8%	16.8%
估值指标					
PEV(倍数)	0.61	0.58	0.54	0.50	0.47
PE(倍数)	5.7	8.0	5.7	5.2	4.7
POPAT(倍数)	5.8	5.5	5.6	5.2	4.8
股息率	4.94%	5.34%	5.29%	5.67%	6.18%

数据来源: Wind, 公司财报, 东吴证券研究所

表2: 中国平安盈利预测表

人民币: 百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
一、营业收入	1,218,315	1,180,444	1,148,068	1,200,946	1,261,272
保险业务收入	797,880	760,843	758,508	776,130	805,031
减: 分出保费	-23,077	-30,208	-27,843	-28,953	-30,365
提取未到期责任准备金	-17,204	9,298	-5,977	-9,196	-11,079
已赚保费	757,599	739,933	724,688	737,981	763,588
银行业务利息净收入	100,404	121,368	137,568	150,795	162,436
非保险业务手续费及佣金净收入	51,762	41,584	47,415	52,634	58,532
投资收益	243,515	231,850	191,318	201,282	215,630
公允价值变动收益	-4,770	-22,613	-1,624	7,195	7,533
汇兑损失	2,219	1,267	7,800	8,001	8,456
其他业务收入	64,181	67,055	32,425	32,870	33,333
二、营业支出合计	-1,030,011	-1,040,759	-922,633	-951,829	-989,139
退保金	-36,914	-52,931	-33,818	-36,145	-37,771
赔付净支出	-225,633	-252,606	-302,383	-318,444	-335,397
提取保险责任准备金净额	-302,553	-262,859	-138,426	-128,166	-125,609
保单红利支出	-19,001	-19,405	-16,070	-17,590	-18,689
分保费用	-18	-24	-1,412	-1,412	-1,412
保险业务手续费及佣金支出	-102,003	-80,687	-116,824	-117,812	-120,709
营业税金及附加	-4,615	-4,570	-4,113	-4,360	-4,636
业务及管理费	-176,551	-172,597	-184,469	-192,990	-201,606
减: 摊回分保费用	6,356	5,908	10,425	9,988	9,526
财务费用	-26,436	-28,082	-17,005	-18,095	-19,329
其他业务成本	-63,185	-67,970	-68,986	-70,410	-71,907
资产减值损失	-79,458	-14,548	-97,440	-107,247	-116,191
三、营业利润	188,304	139,685	225,434	249,117	272,133
四、利润总额	187,764	139,580	225,434	249,117	272,133
减: 所得税费用	-28,405	69	-42,728	-48,034	-53,137
五、净利润	159,359	121,802	182,707	201,083	218,996
归属于母公司股东的净利润	143,099	101,618	142,848	157,615	171,904
少数股东损益	16,260	20,184	39,858	43,468	47,092
六、每股收益(元)	8.10	5.77	8.11	8.95	9.76

数据来源: 公司财报, 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>

