中国平安（601318.SH）——2022年一季报点评

一季度销售数据逐步好转

核心观点

一季度营运利润略超预期，销售数据逐步好转

2022年第一季度，集团归属于母公司股东的营运利润同比增长10.0%至430.47亿元，归属于母公司股东的净利润206.58亿元，同比下降24.1%，主要受资本市场波动影响。

其中寿险及健康险业务实现营运利润296.78亿元，同比增长16.0%，受益于13个月继续率的改善，而新业务价值125.89亿元，同比下降33.7%，但3月降幅已明显收窄，主要因为去年一二月旧重疾险下架促销，同期基数较高，同时三月增额终身寿产品销量较好，使三月降幅大幅收窄，预计在-3%左右。渠道方面，代理人规模企稳，期末54万人，环比下滑10.4%，同比下滑45.4%，人均产能提升，同时大专及以上学历代理人占比同比上升3.5个百分点。

寿险业务：精细化发展渐有成效

近期，平安人寿践行精细化发展，在产品层面发布“御享、盛世、智赢、如意”，分别针对财富自由人群、精英人群、事业上升期人群和事业起步期人群，同时在渠道层面则采用了机构分类、队伍分群以及科技赋能的发展策略。同时，一季度“保险+”新业务价值贡献已经超过1/3，银保渠道保费取得较高增速，三月新业务价值同比降幅明显收窄，代理人下滑幅度和人均产能有所改善。未来，精细化发展策略将帮助集团进一步发挥综合实力。

财险业务：车险市占率稳中有升

同期，平安产险原保险保费收入达730.18亿元（+10.3%），其中车险730亿元（+10.4%），同比增速略高于行业。整体综合成本率为96.8%，同比上升1.6个百分点，主要受疫情影响，保证保险业务赔付支出上涨。

投资业务：净投资收益率承压

同期，保险资金投资组合年化净投资收益率为3.3%，同比下降0.2个百分点，同时受股市波动影响，年化总投资收益率为2.3%，其中投资收益从148亿元转负至-222亿元。同时，公司资产管理业务实现净利润29.14亿元，同比增长10.5%，证券业务及其他资产管理业务实现良好发展。

投资建议：负债企稳，但净投资收益率承压，下调至“增持”评级

集团寿险业务有企稳迹象，销量环比有明显改善，但净投资收益率较低，利差损风险在积累。展望二季度，或有相对收益，但绝对收益仍存不确定性，我们下调投资评级至“增持”，下调目标价至51-56元，维持盈利预测。

风险提示：新单销售不佳，资产端风险提升。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,218,315	1,180,444	1,226,147	1,276,464	1,386,894
(+/-%)	4.23%	-3.11%	3.87%	4.10%	8.65%
净利润(百万元)	143,099	101,618	121,473	137,540	156,041
(+/-%)	-4.22%	-28.99%	19.54%	13.23%	13.45%
摊薄每股收益(元)	8.17	5.56	6.65	7.52	8.54
每股内含价值	72.65	76.34	82.83	91.58	101.76
(+/-%)	10.63%	5.07%	8.50%	10.57%	11.11%
PEV	0.66	0.63	0.58	0.52	0.47

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

非银金融·保险II

证券分析师：王鼎
0755-81981000
wangding1@guosen.com.cn
S0980520110003

证券分析师：王剑
021-60875165
wangjian@guosen.com.cn
S0980518070002

证券分析师：戴丹苗
0755-81982379
daidanmiao@guosen.com.cn
S0980520040003

基础数据

投资评级	增持(下调)
合理估值	51.00 - 56.00元
收盘价	44.56元
总市值/流通市值	814557/814557百万元
52周最高价/最低价	73.98/42.33元
近3个月日均成交额	3166.29百万元

市场走势

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中国平安（601318.SH）-基本面有望见底回升》——2022-03-19

《中国平安-601318-深度报告：稳增长政策提升存量保单价值》——2022-02-17

《中国平安-601318-2021年三季报点评：代理人结构优化，未来可期》——2021-10-29

《中国平安-601318-九月保费点评：新单下滑，但资产端或持续利好》——2021-10-15

《中国平安-601318-2021年中报点评：重疾险再为胜负手，催促转型》——2021-08-28

图1：一季度经营亮点

资料来源：集团官网，国信证券经济研究所整理

投资建议：负债企稳，但净投资收益率承压，下调至“增持”评级

中国平安负债端有企稳迹象，销售景气度环比有明显改善，但净投资收益率较低，利差损风险在积累。展望二季度，或有相对收益，但绝对收益仍存不确定性，我们下调投资评级至“增持”，下调目标价至 51-56 元，维持盈利预测。

风险提示：新单销售不佳，资产端风险提升

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	587391	584995	582609	580232	577865
应收保费	94003	79834	81228	84097	87623
应收账款	26176	26628	26628	26628	26628
衍生金融资产	37661	30957	34634	38396	42551
发放贷款及垫款	2599510	2980975	3335006	3697323	4097402
对联营公司和共同控制实体的投资	267819	284061	301288	319560	338940
保险合同资产	48796	31847	32403	33547	34954
投资账户资产	4263	4155	3952	3760	3576
税延资产	61901	65360	65360	65360	65360
其他资产	214831	154117	110562	79315	56900
资产总计	**9527870**	**10137638**	**11116473**	**12201762**	**13434215**
银行及其他金融机构负债	960175	797646	837528	879405	923375
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	37217	57376	60245	63257	66420
衍生金融负债	48579	35049	25287	26552	27879
应付保费	139528	150767	162911	176034	190213
保险合同负债	2972460	3261354	3722292	4240977	4845343
投资合同负债	67581	72839	78506	84614	91197
应付保单红利	63806	67276	67722	67753	68656
其他负债	337201	344224	351393	358712	366183
负债合计	**8539965**	**9050095**	**9913610**	**10888523**	**11997812**
总权益	**987905**	**1087543**	**1202864**	**1313239**	**1436403**

关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股收益	7.992	6.236	6.645	7.524	8.536
每股红利	2.05	2.2	2.326	2.483	2.774
每股财务净资产	54.042	58.953	62.287	67.952	74.348
每股资产净值	54.042	59.493	65.801	71.839	78.577
每股寿险内含价值	45.108	47.948	53.077	58.865	65.949
每股集团内含务价值	72.653	76.34	82.83	91.583	101.762
每股新业务价值	2.778	2.125	2.188	2.433	2.713
P/BV	0.887	0.813	0.77	0.705	0.645
P/NAV	0.887	0.806	0.728	0.667	0.61
P/EV	0.66	0.628	0.579	0.523	0.471
寿险内含价值增长	9%	6%	11%	11%	12%
集团内含价值增长	11%	5%	9%	11%	11%
集团分红前内含价值增长	14%	8%	11%	13%	14%
新业务价值率	33%	28%	27%	27%	27%
新业务价值同比	-35%	-24%	6%	11%	11%

利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
保险业务收入	**797880**	**760843**	**774548**	**802311**	**836357**
已赚保费	757597	739933	750387	750640	781135
再保险佣金收入	9098	5908	7233	7673	8179
银行业务利息收入	101158	121368	121861	125587	128645
非保险业务的手续费及佣金收入	60286	49217	53810	59473	65744
投资收益	203199	175167	214244	248595	311651
其他收益	31187	65786	72998	78894	85952
营业收入合计	**1174819**	**1163051**	**1226147**	**1276464**	**1386894**
赔付支出	(614751)	(618556)	(636215)	(657992)	(695676)
保险业务手续费及佣金支出	(103407)	(80711)	(88719)	(93910)	(99315)
银行业务利息支出	(86371)	(92071)	(111630)	(129840)	(150778)
非保险业务的手续费及佣金支出	(12283)	(9940)	(10976)	(7712)	(11713)
营业支出合计	(997939)	(1023513)	(1061758)	(1099975)	(1177865)
利润总额	**176880**	**139538**	**164389**	**176489**	**209029**
净利润	152597	122113	143424	159466	177577
归属于母公司净利润	**142622**	**111223**	**121473**	**137540**	**156041**

内含价值（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
寿险业务期初内含价值	**757491**	**824576**	**876493**	**970260**	**1076067**
内含价值期望回报	66121	70364	74794	82796	102226
新业务价值创造	57571	43760	46161	50943	56381
新业务价值	49575	37898	40006	44481	49595
内部分散效应	4769	3490	3664	3848	4040
与有效业务的分散效应	3226	2372	2491	2615	2746
操作假设和模型改变	(2990)	(5876)	1251	1251	1251
操作经验差异	**(11125)**	**(16730)**	**(6144)**	**0**	**0**
经济假设变动	15677	0	0	0	0
市场价值调整影响	(1692)	7339	1985	8880	9768
投资汇报差异	**(5683)**	**(24889)**	**(12122)**	**0**	**0**
一次性项目	0	0	0	0	0
股东股息	(49511)	(20450)	(10461)	(38064)	(40123)
其他	(1283)	(1601)	(1697)	0	0
寿险业务期末内含价值	824576	876493	970260	1076067	1205570
寿险内含价值同比增速	**9%**	**6%**	**11%**	**11%**	**12%**
集团内含价值同比增速	**11%**	**5%**	**9%**	**11%**	**11%**
其他业务期初内含价值	443043	503538	519019	543894	598098
其他业务营运利润	46799	52055	53655	56227	61831
其他业务期末内含价值	503537	519019	543894	598098	654664
期末集团内含价值	1328113	1395512	1514154	1674165	1860233

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032