

中国平安 (601318)

证券研究报告
2022 年 05 月 01 日

负债端核心指标基本符合预期，归母净利润受投资端拖累同比-24.1%，关注 H2 负债端改善趋势

事件：中国平安披露 2022 年一季报，报告期内实现营业收入 3059 亿元，同比-10%；归母净利润 207 亿元，同比-24%；年化 ROE 10%，同比-4pct。

1、集团：归母营运利润（430.5 亿）同比+10.0%，归母净利润（206.6 亿）同比-24.1%，主要受资本市场波动（负贡献 197 亿）和折现率变动（负贡献 26 亿）影响。其中，寿险、产险、银行、资管、科技板块的营运利润分别同比+15.0%、-41.1%、+26.8%、+13.1%、+17.7%。

2、寿险：NBV 同比-33.7%至 125.9 亿，基本符合预期，我们预计主要由新推出的“盛世金悦”增额终身寿带来。其中，新单保费同比-15.4%至 512 亿，单月边际向好，且三月在低基数下实现大幅增长；价值率同比-6.8pct.至 24.6%，预计主要源于产品结构变化所致（去年 1-2 月公司产品结构中含有较多炒停的旧重疾险保单，今年以储蓄型和增额终身寿为主）。

代理人规模边际企稳，产能持续提升。代理人规模同比-45.4%至 53.8 万，较年初-10.4%，单季降幅持续收窄，且产能大幅提升，人均新单保费同比+55%，人均 NBV 同比+22%，大专及以上学历代理人占比同比提升 3.5pct.。我们判断，寿险队伍调结构正逐步见效，脱落人力以低产能为主，优质人力占比提升。

3、财险：综合成本率 96.8%，同比+1.6pct.，主要受疫情下保证险业务赔付支出同比上涨所致。保费收入同比+10.3%，其中车险保费同比+10.4%，非车险、意健险保费分别同比+2.1%、+38.5%，我们预计非车险保费增速较低主要源于公司主动压缩信用保证险产品所致。

4、投资方面：年化净投资收益率 3.3%，同比-0.2pct；年化总投资收益率 2.3%，同比-0.8pct；投资收益同比-304 亿至-99 亿，预计主要受股市动荡加剧叠加利率下行影响。

投资建议：短期来看，公司负债端仍处于转型期，预计 2022 年仍有较大压力，全年预计 NBV 同比约-20%。但改革成效显著，代理人结构持续优化，3 月以来增额终身寿产品发力叠加基数效应减弱，下半年 NBV 负增长有望持续收窄。我们预计，2022-2024 年公司归母净利润分别为 901.3 亿、1091.0 亿、1291.1 亿，YOY 分别为-11.3%、21.1%、18.3%（前次预估 2022-2024 年归母净利润分别为 1215.1 亿、1367.0 亿、1582.3 亿），降低盈利预测主要考虑到今年股市动荡加剧，下调投资收益率预期所致。目前市场对负债端已较为悲观，一旦出现边际改善，叠加资产端修复逻辑持续兑现，有望迎来估值修复行情。目前公司 A/H 对应 2022PEV 为 0.54/0.57 倍，估值处历史最低位。

风险提示：长端利率下行超预期；代理人增长不达预期；寿险改革进展不及预期；疫情反复。

财务数据和估值	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1218315	1180444	1138134	1190375	1253670
增长率（%）	4.23	(3.11)	(3.58)	4.59	5.32
归属母公司股东净利润（百万元）	143099	101618	90129	109101	129109
增长率（%）	(4.22)	(28.99)	(11.31)	21.05	18.34
每股收益（元）	7.83	5.56	4.93	5.97	7.06
市盈率(P/E)	5.69	8.02	9.04	7.47	6.31
市净率(P/B)	72.65	76.34	82.61	89.61	96.85

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	非银金融/保险 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	44.56 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	10,832.66
流通 A 股股本(百万股)	10,832.66
A 股总市值(百万元)	482,703.53
流通 A 股市值(百万元)	482,703.53
每股净资产(元)	45.60
资产负债率(%)	89.59
一年内最高/最低(元)	73.50/42.33

作者

夏昌盛	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518110003	
xiachangsheng@tfzq.com	
周颖婕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521060002	
zhouyingjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中国平安-年报点评报告:核心指标基本符合预期，华夏幸福拖累净利润及 EV 增速；关注 2022H2 负债端改善趋势》2022-03-19
- 《中国平安-公司点评:中国平安对华夏幸福的投资利空基本出尽，对后续财务报表无负面影响》2021-10-09
- 《中国平安-半年报点评:2021 上半年寿险业务（营运利润占比 60%）承压，其他业务全面提升，支撑整体营运利润平稳增长，回购彰显公司长期发展信心》2021-08-27

财务预测摘要

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
每股指标（元）						寿险保费	511487	490290	442953	424959	412131
每股收益	7.83	5.56	4.93	5.97	7.06	非寿险保费	285854	270043	297987	330783	369532
每股净资产	41.72	44.44	49.26	54.15	59.68	总保费及管理费收入	797341	760333	740940	755742	781664
每股内含价值	72.65	76.34	82.61	89.61	96.85	减：分出保费	23077	30208	19881	21813	24170
每股新业务价值	2.71	2.07	1.55	1.70	1.84	净保费收入	774264	730125	721059	733929	757493
价值评估（倍）						减：净提取未到期责任准备金	17204	-9298	30346	28369	31671
P/E	5.69	8.02	9.04	7.47	6.31	已赚净保费	757060	739423	690713	705560	725822
P/B	1.07	1.00	0.90	0.82	0.75	投资收益	243515	228852	207629	207720	220534
P/EV	0.61	0.58	0.54	0.50	0.46	营业收入	1218315	1180444	1138134	1190375	1253670
VNBX	-10.36	-15.33	-24.62	-26.50	-28.49	赔付及保户利益	577961	588600	548707	572670	587785
盈利能力指标（%）						保险业务综合费用	452050	452159	457681	462025	481655
净投资收益率	5.10	4.60	4.80	4.60	4.60	营业费用	1030011	1040759	1006389	1034696	1069440
总投资收益率	6.20	4.20	4.30	4.60	4.80	营业利润	188304	139685	131745	155680	184230
净资产收益率	19.93	12.90	10.52	11.54	12.41	税前利润	187764	139580	131745	155680	184230
总资产收益率	1.61	1.03	0.90	1.07	1.19	所得税	28405	17778	23714	24909	29477
财险综合成本率	99.10	98.00	96.80	96.80	96.80	归属于母公司股东的净利润	143099	101618	90129	109101	129109
财险赔付率	60.50	67.00	67.80	67.80	67.80	少数股东损益	16260	20184	17902	21670	25644
财险费用率	38.60	31.00	29.00	29.00	29.00	资产负债表（百万元）					
盈利增长（%）						现金及存款投资	314123	319179	469049	502914	536598
净利润增长率	(4.22)	(28.99)	(11.31)	21.05	18.34	债权投资	2673821	2806957	2984858	3200365	3414715
内含价值增长率	10.63	5.07	8.21	8.48	8.08	股权投资	503828	504841	533010	571494	609770
新业务价值增长率	(34.72)	(23.55)	(25.46)	10.00	7.97	其他投资	248809	285435	277165	297177	317081
偿付能力充足率（%）						总投资资产	3740581	3916412	4264083	4571949	4878164
偿付能力充足率（集团）	225.00	233.50	210.00	210.00	210.00	分保资产	32059	43128	23000	23000	23000
偿付能力充足率（寿险）	230.00	230.40	200.00	200.00	200.00	其他资产	5755230	6182486	5504910	5918976	6362205
偿付能力充足率（产险）	235.00	278.40	278.40	278.40	278.40	资产总计	9527870	10142026	9791993	10513925	11263368
内含价值（百万元）						保险合同负债	2218007	2473134	2732433	2991988	3246173
调整后净资产	643,147	720,325	806,764	903,575	1,012,005	投资合同负债	768975	825057	913028	997590	1079771
有效业务价值	684,964	675,184	703,309	734,668	758,786	次级债	901285	1097523	388001	388002	388003
内含价值	1,328,111	1,395,509	1,510,073	1,638,243	1,770,791	其他负债	4651698	4668589	4574262	4840426	5126034
一年新业务价值	49,575	37,898	28,250	31,076	33,558	负债总计	8539965	9064303	8607724	9218006	9839982
核心内含价值回报率（%）	13.03	10.81	12.13	12.44	12.46	实收资本	18280	18280	18280	18281	18283
寿险新业务保费（百万元）						归属于母公司股东权益	762560	812405	900498	989925	1091195
短险和趸缴新单保费	33,790	31,401	32,247	33,135	34,068	少数股东权益	225345	265318	283771	305993	332191
期缴新单保费	98,232	96,375	102,116	112,328	123,561	负债和所有者权益合计	9527870	10142026	9791993	10513925	11263368
新业务合计	132,022	127,776	134,363	145,463	157,628						
新业务保费增长率（%）	(1.43)	(0.32)	0.52	0.83	0.84						
标准保费	101,611	99,515	105,341	115,641	126,967						
标准保费增长率（%）	(23.87)	(2.06)	5.85	9.78	9.79						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com