

中国平安 (601318)

2022 年中报点评：队伍质态现拐点 分红增长显韧性 买入（维持）

2022 年 08 月 23 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

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	166,922	163,340	174,952
同比	6.1%	12.8%	-2.1%	7.1%
新业务价值（百万元）	37,898	31,173	32,220	36,175
同比	-23.6%	-17.7%	3.4%	12.3%
每股内含价值（元/股）	76.34	82.03	89.37	97.24
P/EV（现价&最新股本摊薄）	0.54	0.50	0.46	0.42

事件：公司披露 2022 年中报，集团实现归母营运利润 853.40 亿元，同比增长 4.3%；实现归母净利润 602.73 亿元，同比增长 3.9%。中期每股分红增长 4.5%至 0.92 元。净利润与营运利润（OPAT）差异主要系短期投资波动（-179.32 亿元）和折现率变动（-69.72 亿元）。寿险/财险/银行/资管/科技分部 OPAT 同比增速为 18.0%/-22.3%/25.6%/-45.1%/-21.3%，占比贡献为 68.4%/9.8%/15.0%/5.2%/5.8%，业绩表现符合我们与市场预期。

投资要点

■ 寿险 NBV 量价齐跌，2Q22 边际收窄，寿险营运利润保持快速增长。

行业困境下公司坚定寿险改革，1H22 公司 NBV 同比下降 28.8%（1Q22 和 2Q22 同比增速为-33.7%和-16.9%，可比同口径增速为-25%和-10%，1H22 可比累计降幅 20.3%，边际收窄）。从量价归因来看，NBV FYP 同比下降 13.1%（1Q22 和 2Q22 同比增速为-15.4%和-8.1%），NBV Margin 同比-5.5 个 pct.；从队伍归因来看，队伍月均规模同比-45.3%（2Q22 队伍环比仅下滑 3.5%至 51.9 万人，底部正在探明），人均 NBV 同比增长 26.9%（其中人均长险件数同比+16%，件均 NBV 同比+9%），质态改善得益于持续推进“三高”队伍建设，数字化营业部试点覆盖面达 65%（前两批非上海试点机构 2Q22 NBV 同比保持两位数强劲增长成效初显）；从产品归因来看，长期保障型新业务价值同比下滑 58.4%，主要系疫情散发降低居民可支配收入预期。寿险营运利润增速保持强劲得益于在更为保守假设下偏差贡献恢复且所得税率下降，但剩余边际及摊销受近年来新业务持续负增长拖累略有下滑。我们预计 2022 年 NBV 降幅有望收窄至 15%左右，关注居民收入复苏后保费增长动能。

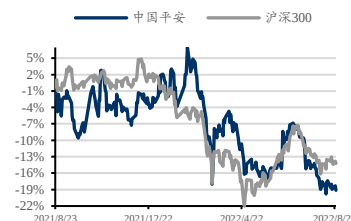
■ 财险保费规模同比稳定增长 10.1%，保证保险业务风险略有抬头。1H22 公司产险综合成本率同比提升 1.4 个 pct.至 97.3%，其中费用率下降 0.8 个 pct.，赔付率上升 2.2 个 pct.；实现承保利润 52.1 亿元，同比-29.5%，主要系受疫情小微企业生产经营产生重大影响保证保险赔付支出增长且催收团队线下展业受阻，承保亏损达 22.07 亿元。车险 COR 为 94.4%，同比下降 3.0 个 pct.，其中赔付率下降 1.7 个 pct.，费用率优化 1.3 个 pct.，彰显公司优化定价模型、加强风险筛选及精细化费用投放等精细化管理手段成效。受总投资收益下滑 24.2%拖累，财险净利润同比下降 22.3%。

■ 投资回报及营运偏差负向贡献拖累内含价值增速。1H22 期末 EV 较 2022 年初增长 3.3%，其中寿险 EV 较年初增长 3.4%；年化 ROEV 为 13.2%，投资回报负向差异拖累寿险 EV 增速约 1.0%，营运经验差异及其他贡献由负转正至 0.13%（1H21 拖累 0.7%），得益于保单继续率改善。投资回报偏差负向贡献主要系受资本市场波动影响，部分地产标的拖累较大，1H22 险资净/总投资收益率分别+0.1 和-0.4 个 pct.至 3.9%和 3.1%，我们预计公司 2022 年全年 EV 增速为 7%。

■ 盈利预测与投资评级：公司半年报基本符合我们预期，权益市场波动及疫情散发拖累归母净利润增长，但分红增速彰显韧性，关注寿险改革成效。我们维持盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 1,428、1,571 和 1,713 亿元，预计 OPAT 同比增速 4.9%、8.6%和 7.6%。我们采用分部估值法进行估值，给予目标价 62.8 元/股，8 月 23 日股价对应 2022-2024 年 P/EV 仅为 0.50、0.46 和 0.42 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示：寿险改革成效低于预期，地产风险持续压制公司估值。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	40.72
一年最低/最高价	40.40/55.59
市净率(倍)	0.89
流通 A 股市值(百万元)	441,106.10
总市值(百万元)	744,371.43

基础数据

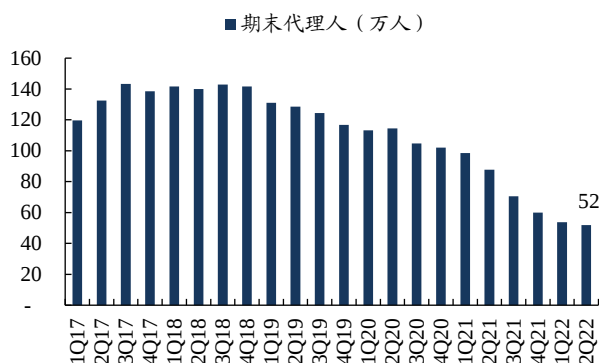
每股净资产(元,LF)	45.60
资产负债率(%，LF)	89.59
总股本(百万股)	18,280.24
流通 A 股(百万股)	10,832.66

相关研究

《中国平安(601318)：平安人寿“优+”人才招聘计划发布会”点评：剑指打造三高队伍，转型成效初显可期》

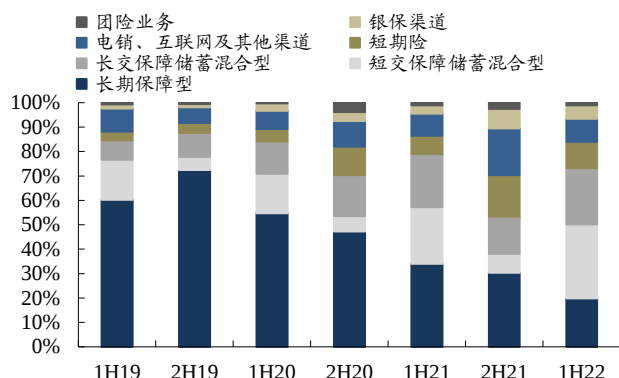
2022-07-24

图1: 2Q22 队伍环比仅下滑 3.5%至 51.9 万人, 底部正在探明



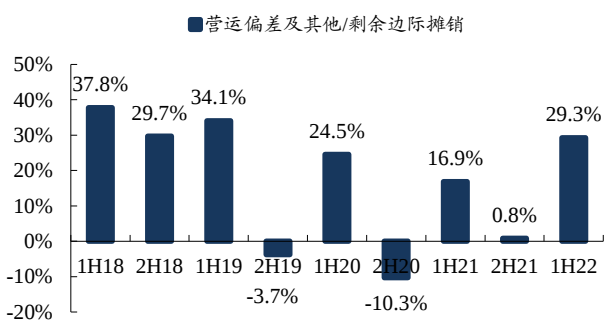
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图3: 长期保障型业务贡献同比大幅下降 58.4%是拖累 NBV 核心因素, 1H22 贡献占比仅为 19.8%



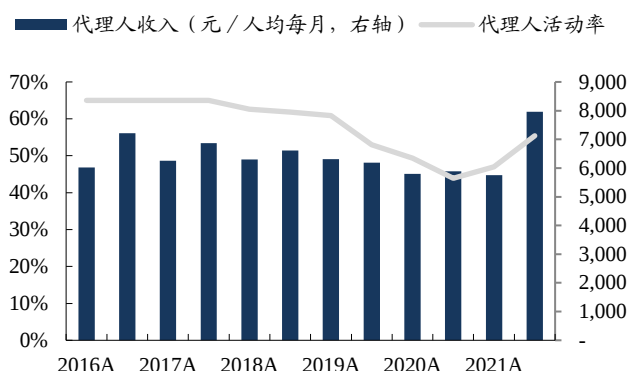
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图5: 营运偏差贡献回暖是提振寿险 OPAT 增速核心



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图2: 公司代理人活动率和月均收入均恢复至疫情前水平



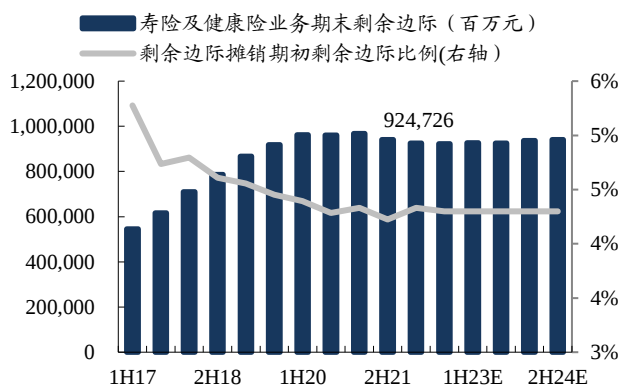
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图4: 我们预计下半年 NBV 降幅有望显著收窄



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图6: 剩余边际余额小幅下降, 摊销比例保持稳定



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

表1：中国平安盈利预测表

人民币：百万元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
一、营业收入	1,168,867	1,218,315	1,180,444	1,148,044	1,200,939	1,261,233
保险业务收入	795,064	797,880	760,843	758,508	776,130	805,031
减：分出保费	-21,370	-23,077	-30,208	-27,843	-28,953	-30,365
提取未到期责任准备金	-24,915	-17,204	9,298	-5,977	-9,196	-11,079
已赚保费	748,779	757,599	739,933	724,688	737,981	763,588
银行业务利息净收入	90,187	100,404	121,368	137,568	150,795	162,436
非保险业务手续费及佣金净收入	44,230	51,762	41,584	47,415	52,634	58,532
投资收益	177,488	243,515	231,850	191,316	201,258	215,577
公允价值变动收益	44,091	-4,770	-22,613	-1,646	7,213	7,548
汇兑损失	779	2,219	1,267	7,800	8,001	8,456
其他业务收入	63,313	64,181	67,055	32,425	32,870	33,333
二、营业支出合计	-983,839	-1,030,011	-1,040,759	-922,676	-952,488	-989,947
退保金	-26,661	-36,914	-52,931	-33,818	-36,145	-37,771
赔付净支出	-213,767	-225,633	-252,606	-302,031	-319,097	-336,103
提取保险责任准备金净额	-286,921	-302,553	-262,859	-138,426	-128,166	-125,609
保单红利支出	-19,329	-19,001	-19,405	-16,067	-17,592	-18,691
分保费用	-13	-18	-24	-1,412	-1,412	-1,412
保险业务手续费及佣金支出	-114,753	-102,003	-80,687	-117,224	-117,812	-120,709
营业税金及附加	-4,272	-4,615	-4,570	-4,112	-4,360	-4,636
业务及管理费	-172,892	-176,551	-172,597	-184,467	-192,992	-201,607
减：摊回分保费用	7,572	6,356	5,908	10,425	9,988	9,526
财务费用	-20,098	-26,436	-28,082	-17,005	-18,093	-19,324
其他业务成本	-65,439	-63,185	-67,970	-68,986	-70,410	-71,907
资产减值损失	-67,266	-79,458	-14,548	-97,440	-107,251	-116,295
三、营业利润	185,028	188,304	139,685	225,367	248,451	271,286
四、利润总额	184,739	187,764	139,580	225,367	248,451	271,286
减：所得税费用	-20,374	-28,405	69	-42,711	-47,868	-52,925
五、净利润	164,365	159,359	121,802	182,656	200,583	218,361
归属于母公司股东的净利润	149,407	143,099	101,618	142,798	157,118	171,272
少数股东损益	14,958	16,260	20,184	39,858	43,465	47,089
六、每股收益（元）	8.41	8.10	5.77	8.11	8.92	9.73
每股股息（元）	2.05	2.20	2.38	2.69	2.64	2.82

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>