

中国平安 (601318)

2022 年三季报点评：疫情散发拖累资产负债两端，关注开门红预期催化

买入（维持）

2022 年 10 月 27 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

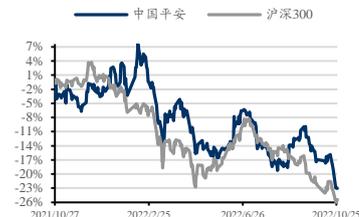
执业证书：S0600121060043
fangyy@dwzq.com.cn

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	152,923	157,523	170,432
同比	6.1%	3.4%	3.0%	8.2%
新业务价值（百万元）	37,898	31,346	32,422	36,407
同比	-23.6%	-17.3%	3.4%	12.3%
每股内含价值（元/股）	76.34	80.14	86.87	94.52
P/EV（现价&最新股本摊薄）	0.49	0.47	0.43	0.40

投资要点

- **事件：**公司披露 2022 年三季报，实现归母营运利润（OPAT）1,232.88 亿元，同比+3.8%（对应 3Q22 单季同比+2.8%）；实现归母净利润 764.63 亿元，同比-6.3%（对应 3Q22 单季同比-31.5%）。净利润与 OPAT 差异系短期投资波动（-341.61 亿元）和折现率变动（-113.25 亿元，会计估计变更拖累税前利润 176.74 亿元）。寿险、财险、银行、资管、科技分部营运利润同比增速为 17.0%、-21.3%、25.8%、-53%和-23.9%，占比为 60.7%、7.3%、25.7%、4.8%和 4.5%。业绩表现符合较低市场预期。
- **寿险新业务价值（NBV）降幅略有收窄，疫情散发拖累价值复苏进程。**前三季度公司实现 NBV 同比下降 26.6%（可比口径同比降幅 18.9%，系 2021 年末调整更为谨慎的精算假设），归因来看 NBV-FYP 同比下降 11.9%，NBV Margin 同比下降 4.9 个 pct.至 25.80%，可比口径下前三季度单季 NBV 降幅分别为 25.0%、10.0%和 14.3%，3Q22 单季扩大系受疫情散发冲击，新单降幅扩大所致。公司坚定推动代理人队伍高质量转型，持续深化与平安银行的合作，积极探索小区网格化及下沉渠道。期末个险队伍环比中期仅下滑 6%至 48.8 万人，新增人力中优+占比同比提升 10.3 个 pct.，增额同比翻番，数字化营业部改革年底面向全国营业部改革推广。当前存量队伍质态提升延续，储蓄型业务和资深代理人逐步成为新单和价值的重要贡献，关注在低利率环境下 2023 年开门红潜在超预期催化。
- **保证保险业务赔付率上升拖累综合成本率，投资收益拖累产险营运利润。**平安产险实现原保费 2,220.24 亿元，同比增长 11.4%，其中车险和非车增速分别为 7.5%和 19.5%。前三季度综合成本率为 97.9%，同比上升 0.6 个 pct.，财险营运利润下滑 21.3%（1H22: -22.3%），主要系权益市场大幅波动拖累投资收益以及受疫情拖累保证保险业务赔款支出同比上升。考虑到当前车辆出行率处于低位叠加 4Q21 同期利润基数较低，我们预计公司财险营运利润 2022 年全年降幅有望收窄至-15%。
- **权益市场大幅波动拖累投资收益率水平，净资产环比中报出现下降。**2022 年前三季度，公司年化净/总投资收益率为 4.2%/2.7%，同期为 4.2%/3.7%。不动产投资余额为 2,065.07 亿元，在总投资资产中占比 4.8%（1H22:5.2%）。期末公司归母净资产较年初增长 3.2%，但环比中报下降 1.2%，主要受资本市场大幅波动拖累。
- **盈利预测与投资评级：**权益市场大幅波动拖累，我们下调盈利预测，但营运利润增速依旧彰显韧性，开门红节奏仍是当前股价核心催化因素。我们预计 2022-2024 年归母营运利润 1529、1575 和 1704 亿元（前值为 1669、1633 和 1750 亿元），我们预计 OPAT 同比增速 3.4%、3.0%和 8.2%（前值为 6.9%、1.6%和 7.8%）。截止 10 月 26 日股价对应 2022-2024 年 P/EV 仅为 0.47、0.43 和 0.40 倍，严重低于内含价值，维持“买入”评级。
- **风险提示：**寿险改革成效低于预期，疫情和地产风险持续压制公司估值。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	37.67
一年最低/最高价	37.16/56.23
市净率(倍)	0.82
流通 A 股市值(百万元)	408,066.47
总市值(百万元)	688,616.69

基础数据

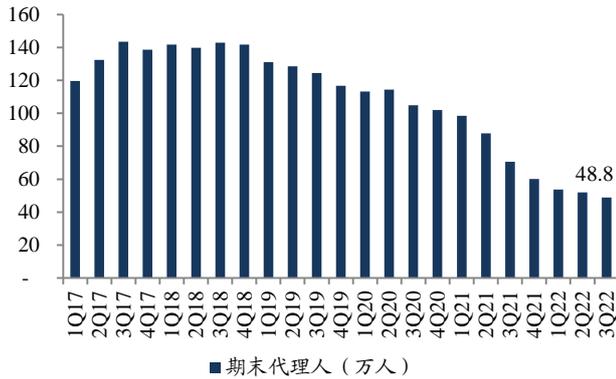
每股净资产(元,LF)	45.89
资产负债率(% ,LF)	89.67
总股本(百万股)	18,280.24
流通 A 股(百万股)	10,832.66

相关研究

《中国平安(601318)：2022 年中报点评：队伍质态现拐点 分红增长显韧性》

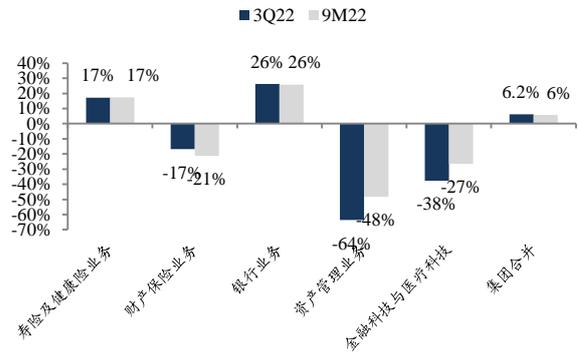
2022-08-23

图1: 期末公司代理人规模进一步下滑但幅度收窄



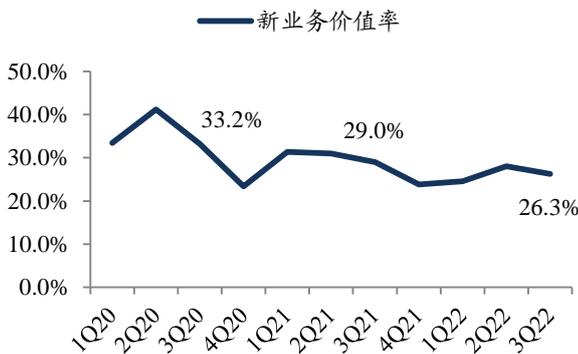
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

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仍在下降



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图4: 3Q22 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, 持续发展银保渠道、社区网络化和下沉渠道

- 代理人渠道:** 截至2022年9月末, 大专及以上学历代理人占比同比上升**4.0个百分点**, 前三季度, 新人“优+”占比同比提升**10.3个百分点**, 深化精细化管理策略, 稳定基石队伍规模, 优化队伍结构, 数字营业渠道改革稳步推进, **年底面向全国营业网点推广**。
- 银保渠道:** 与平安银行深化融合, 新化才队伍已招募超**1,000人**, **业绩贡献逐步提升**; 加强与外部银行合作, 提升队伍专业化程度, **业务稳定增长**, 完善银保化产品体系, 新上市增额终身寿险产品销售态势向好。
- 其他渠道:** 社区网格化模式已在**25个城市**进行试点, “孤儿单”⁽¹⁾ 13个月续保续费率同比提升**超17个百分点**, 此外, 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+居家养老”、“保险+高端养老”三大核心服务构建差异化竞争优势

- “保险+健康管理”:** 2022年前三季度, 平安寿险已服务**约1,644万**客户, 整体服务满意度**99%**, 2022年前三季度, **72%**的新契约客户使用健康管理服务, 获得客户广泛认可。
- “保险+居家养老”:** 整合医、住、护、食、乐等多场景服务, 构建**一站式居家养老服务解决方案**, 截至2022年9月末, 居家养老服务已覆盖**32个城市**。
- “保险+高端养老”:** 提供“尊贵生活、尊享服务、尊严照护”服务, 首个颐年城社区地口项目于7月25日顺利举办奠基仪式, 全面启动施工。

数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

表1: 中国平安财务数据

单位: 百万元	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
集团合并							
内含价值营运回报率	23.6%	19.8%	9.2%	10.8%	11.4%	12.3%	12.6%
内含价值	1,002,456	1,200,533	1,328,112	1,395,509	1,464,896	1,587,919	1,727,861
每股内含价值(元)	54.8	65.7	72.7	76.3	80.1	86.9	94.5
归属于母公司股东的营运利润	112,573	132,955	139,470	147,961	152,923	157,523	170,432
基本每股营运收益(元)	6.3	7.48	7.89	8.40	8.69	8.95	9.68
营运 ROE	21.9%	21.6%	19.5%	18.9%	18.3%	17.4%	17.1%
每股股息(元)	1.7	2.1	2.2	2.4	2.5	2.5	2.8
归属于母公司股东权益	556,508	673,161	762,560	812,405	861,703	948,286	1,049,999
归属于母公司股东的净利润	107,404	149,407	143,099	101,618	116,153	150,593	167,621
每股收益(元)	6.02	8.41	8.10	5.77	6.60	8.55	9.52
ROAE	20.9%	24.3%	19.9%	12.9%	13.9%	16.6%	16.8%
寿险及健康险业务							
已赚保费	465,583	517,140	504,326	479,195	460,624	458,831	467,006
已赚保费增长率	21.1%	11.1%	-2.5%	-5.0%	-3.9%	-0.4%	1.8%
寿险业务 ROEV	30.8%	25.0%	14.5%	11.1%	12.9%	13.5%	13.6%
新业务价值	72,294	75,945	49,575	37,898	31,346	32,422	36,407
内含价值	613,223	757,490	824,574	876,490	900,244	976,170	1,067,720
营运利润	71,345	88,950	93,666	97,075	107,428	100,503	105,598
赔付支出	84,713	86,086	85,400	95,604	125,600	130,565	135,731
报表退保率	1.40%	1.45%	1.77%	2.34%	1.40%	1.41%	1.40%
剩余边际余额	786,633	918,416	960,183	940,732	911,844	908,081	915,546
财产保险业务							
已赚保费	211,918	231,403	253,017	260,490	264,064	279,150	296,582
已赚保费增长率	12.6%	9.2%	9.3%	3.0%	1.4%	5.7%	6.2%
净利润	12,274	22,808	16,159	16,192	13,724	17,397	20,840
未到期责任准备金	124,703	146,660	161,378	162,497	169,029	178,349	189,330
未决赔款准备金	88,894	101,177	110,030	110,362	114,569	120,770	128,149
赔付支出	118,926	139,779	152,628	174,404	190,877	203,186	215,131
赔付率	54.9%	-57.3%	-60.5%	-67.0%	-69.0%	-69.5%	-69.2%
综合成本率	96.0%	96.4%	99.1%	98.0%	98.5%	98.7%	97.9%
ROAE	16.6%	26.8%	16.4%	14.8%	12.1%	14.9%	16.3%
估值指标							
PEV(倍数)	0.69	0.57	0.52	0.49	0.47	0.43	0.40
POPAT(倍数)	6.1	5.2	4.9	4.7	4.5	4.4	4.0
股息率	4.56%	5.43%	5.83%	6.31%	6.54%	6.74%	7.29%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表2: 中国平安合并利润表预测

人民币: 百万	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
一、营业收入	1,168,867	1,218,315	1,180,444	1,112,965	1,194,938	1,258,875
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	48,138	54,537	60,612
投资收益	177,488	243,515	231,850	181,579	197,038	210,463
公允价值变动收益	44,091	-4,770	-22,613	-30,757	3,312	7,517
汇兑损失	779	2,219	1,267	6,800	7,901	8,556
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	-921,209	-951,039	-987,042
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	-303,846	-320,404	-336,808
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	-12,676	-17,053	-18,594
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	-4,049	-4,346	-4,628
业务及管理费	-172,892	-176,551	-172,597	-180,228	-190,556	-197,404
减: 摊回分保费用	7,572	6,356	5,908	10,374	9,980	9,525
财务费用	-20,098	-26,436	-28,082	-16,876	-17,973	-19,190
其他业务成本	-65,439	-63,185	-67,970	-68,898	-70,343	-71,831
资产减值损失	-67,266	-79,458	-14,548	-97,348	-107,180	-116,215
三、营业利润	185,028	188,304	139,685	191,755	243,900	271,833
四、利润总额	184,739	187,764	139,580	191,755	243,900	271,833
减: 所得税费用	-20,374	-28,405	69	-34,690	-46,623	-52,938
五、净利润	164,365	159,359	121,802	157,065	197,277	218,894
归属于母公司股东的净利润	149,407	143,099	101,618	116,153	150,593	167,621
少数股东损益	14,958	16,260	20,184	40,911	46,684	51,273
六、每股收益	8.41	8.10	5.77	6.60	8.55	9.52
每股股息	2.05	2.20	2.38	2.47	2.54	2.75

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>

