

中国平安 (601318)

2022 年年报点评：稳健的分红增速彰显韧性

买入（维持）

2023 年 03 月 15 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

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2024E
归属母公司营运利润（百万元）	148,365	156,857	168,470	178,489
同比	0.3%	5.7%	7.4%	5.9%
新业务价值（百万元）	28,820	29,647	33,586	36,330
同比	-24.0%	2.9%	13.3%	8.2%
每股内含价值（元/股）	77.89	83.87	90.02	92.84
P/EV（现价&最新股本摊薄）	0.59	0.55	0.51	0.49

关键词：#业绩不及预期

投资要点

■ 事件：中国平安披露 2022 年年报：1.实现归母营运利润 1,483.65 亿元，同比增长 0.3%；营运 ROE 达 17.9%；归母净利润 837.74 亿元，同比下滑 17.6%，净利润与营运利润两者主要差异为短期投资波动 467.91 亿元和折现率变动 168.43 亿元。2022 年寿险/财险/银行/资管/科技分部营运利润同比增速为 16.4%/-45.2%/25.3%/-72.7%/-29.1%，对归母营运利润贡献为 75.0%/6.0%/17.8%/1.5%/3.7%。业绩表现略低于预期，主要系公司加大资产端投资浮亏确认力度以使疫后轻装上阵并应对新保险合同会计准则实施不确定性。2022 年每股现金分红 2.42 元，同比增长 1.7%，彰显较强韧性。

■ 寿险改革仍在磨底，2022 年新业务价值（NBV）不足 2019 年（疫情前）的四成。2022 年公司 NBV 同比下降 24.0%（同假设下同比下滑 17.5%）：从量价归因来看，首年保费同比下滑 12.4%，NBV Margin 同比下滑 3.7pct. 至 24.1%；从队伍归因来看，个险 NBV 同比下滑 26.2%，其中队伍月均规模同比大幅下滑 39.6%（年末人力为 44.5 万人仍在寻底），但人均 NBV 同比增长 22.1%，队伍人均月收入 7,051 元，同比增长 22.5%，质态改善得益于主动持续清虚以及新增人力中优+人力占比同比提升 14.1 个 pct.，数字营业部已完成全国营业部推广；从产品归因来看，长期保障型新业务价值同比下滑 50%，主要系疫情散发降低居民可支配收入预期。2022 年寿险营运利润增速保持强劲得益于在更为保守假设下营运偏差及其他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。我们预计公司 NBV 于 1Q23 及 2023 年全年可实现个位数正增长。

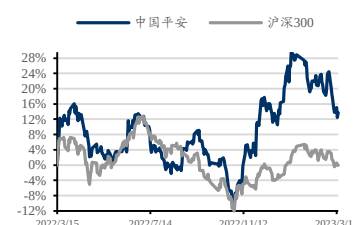
■ 保证保险拖累财险承保罕见性出现亏损（-8.88 亿元），2022 年财险营运利润同比大幅下滑 45.2%，ROE 仅为 7.6%。2022 年财险综合成本率（COR）为 100.3%，同比上升 2.3 个 pct.，其中费用率下降 0.6 个 pct.，赔付率上升 2.9 个 pct.。受出行率改善影响，2022 年车险 COR 同比优化 3.1 个百分点至 95.8%，但非车业务赔付率上升显著拖累。2022 年保证保险承保亏损达 90.13 亿元，主要系小微企业客户因经营困难拖累还款能力。关注疫后宏观经济复苏企稳对保证险业务品质改善的推动。

■ 投资拖累内含价值（EV）增速。2022 年末集团 EV 较年初增长 2.0%，其中寿险 EV 较年初下滑 0.2%，寿险 ROEV 为 11%，投资回报负向差异拖累寿险 EV 增速约 4.6%，并表新方正集团商誉剔除影响拖累 EV 增速约 2.4%，营运假设及模型变动以及营运差异拖累 1.0%。2022 年险资净/总投资收益率同比+0.1 和-1.5 个 pct.至 4.7%和 2.5%，总投资收益受投资浮亏 864.59 亿元所致。我们预计受投资端企稳，23 年 EV 增速或重回大个数增长。

■ 盈利预测与投资评级：业绩表现略低于预期，但稳健的分红增速彰显韧性我们预计 2023 年至 2025 年归母营运利润分别为 1569、1685 和 1785 亿元，同比增速分别为 5.7%、7.4%和 5.9%（原 2023-24 年预测为 1582 亿元和 1699 亿元，并新增 25 年预测），维持“买入”评级。

■ 风险提示：长端利率持续下行，保障型产品需求复苏放缓。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	45.95
一年最低/最高价	35.90/53.60
市净率(倍)	1.00
流通 A 股市值(百万元)	497,760.93
总市值(百万元)	839,977.09

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

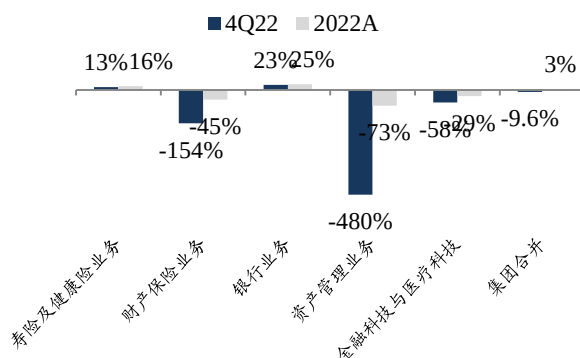
《中国平安(601318)：新银保团队：抒写寿险转型与零售财富和谐乐章》

2023-03-11

《中国平安(601318)：棋至中盘心未改，曙光初现待时飞》

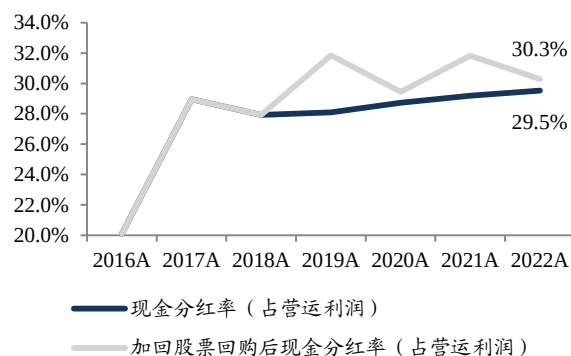
2022-12-01

图1: 集团分布营运利润 (OPAT) 4Q22 单季及 2022 年同比增速



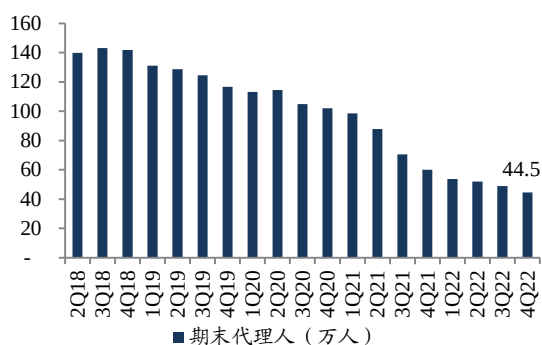
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图2: 集团分红率水平约为 30% 保持稳健



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 公司时点人力仍在下滑 (单位: 万人)



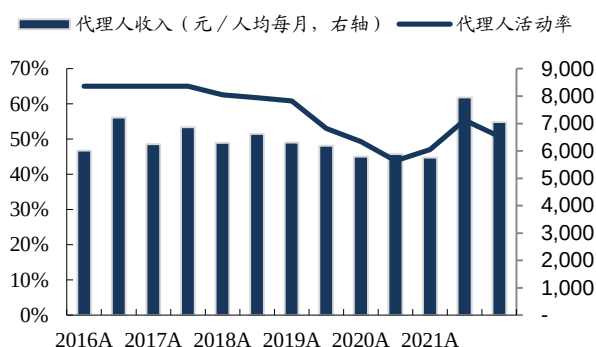
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 平安寿险及健康险同假设下 NBV 降幅逐步收窄



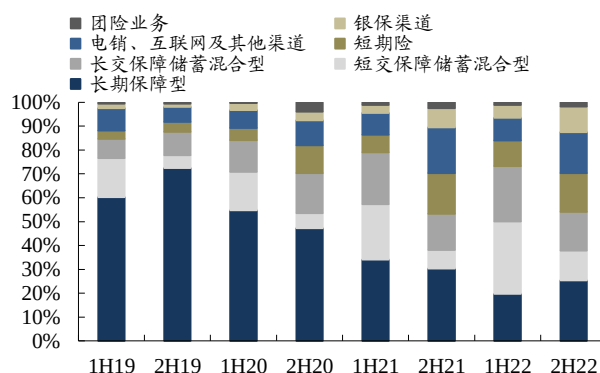
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所; 注: 同假设下新业务价值指的是用 2021 年评估模型及假设重述 2022 年 1 月-12 月新业务价值

图5: 平安寿险代理人活动率产能提升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 公司 NBV 构成中长期保障型业务贡献触底企稳



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表1: 中国平安预计利润表

人民币: 百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
一、营业收入	1,180,444	1,110,568	1,184,973	1,245,020	1,299,420
保险业务收入	760,843	769,633	776,130	805,031	844,051
减: 分出保费	-30,208	-21,967	-28,953	-30,365	-32,055
提取未到期责任准备金	9,298	-5,248	-9,196	-11,079	-12,446
已赚保费	739,933	742,418	737,981	763,588	799,551
银行业务利息净收入	121,368	131,096	150,795	162,436	168,922
非保险业务手续费及佣金净收入	41,584	36,054	54,163	60,128	60,864
投资收益	231,850	163,986	191,927	201,963	210,543
公允价值变动收益	-22,613	-32,942	3,305	7,567	7,941
汇兑损失	1,267	3,342	7,901	8,556	8,925
其他业务收入	67,055	63,309	32,870	33,333	33,814
二、营业支出合计	-1,040,759	-1,004,249	-966,084	-989,272	-1,023,320
退保金	-52,931	-54,102	-37,307	-39,372	-41,745
赔付支出	-268,854	-282,122	-338,631	-357,493	-377,790
减: 摊回赔付支出	16,248	14,082	13,505	14,272	15,097
提取保险责任准备金	-266,815	-262,301	-184,906	-166,221	-163,553
减: 摊回保险责任准备金	3,956	43	5,783	5,196	5,111
保单红利支出	-19,405	-19,599	-16,579	-17,751	-18,438
分保费用	-24	-26	-1,518	-1,618	-1,718
保险业务手续费及佣金支出	-80,687	-70,354	-81,084	-83,308	-87,315
营业税金及附加	-4,570	-5,062	-4,335	-4,610	-4,741
业务及管理费	-172,597	-164,700	-187,056	-194,930	-203,273
减: 摊回分保费用	5,908	6,150	9,973	9,512	10,107
财务费用	-28,082	-22,888	-17,967	-19,184	-20,510
其他业务成本	-67,970	-59,643	-70,343	-71,831	-73,397
资产减值损失	-14,548	-83,649	-107,231	-116,979	-120,261
三、营业利润	139,685	106,319	218,889	255,747	276,100
四、利润总额	139,580	105,815	218,889	255,747	276,100
减: 所得税费用	69	1,617	-38,367	-46,906	-51,284
五、净利润	121,802	107,432	180,521	208,842	224,816
归属于母公司股东的净利润	101,618	83,774	132,950	157,485	170,206
少数股东损益	20,184	23,658	47,571	51,357	54,610
发行在外普通股股本	17,607	17,453	17,453	17,453	17,453
六、每股收益 (元/股)	5.77	4.80	7.62	9.02	9.75

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>