

中国平安 (601318)

证券研究报告
2023 年 04 月 27 日

NBV 同比+8.8% (追溯调整后+21.1%) 超预期, 新准则落地有望提升保险股估值

事件: 中国平安披露 2023 年一季报, 23Q1 实现营业收入 2538 亿元, 同比+30.8%; 归母净利润 383.5 亿元, 追溯前/追溯后分别同比+85.7%/+48.9%。公司年化营运 ROE18.8%。

1、集团: 归母营运利润略有下滑, 同比-3.4%至 413.9 亿, 其中寿险、产险、银行、资管、科技板块的营运利润分别同比-2.1%、+45.9%、+13.6%、-49.4%、-74.8%。归母净利润 (383.5 亿) 同比+85.7%, 主因是投资受益回暖和新会计准则运用。公司于 23Q1 首次应用新会计准则 IFRS17, 若考虑业绩追溯则 23Q1 归母净利润增速为 48.9%。

2、寿险: NBV 同比+8.8%至 137.0 亿, 由于 22 年年底调整 NBV 精算假设, 若 22Q1 使用 22 年底假设则 23Q1NBV 同比+21.1% (更能反应真实业务基本面), 负债端复苏程度超预期。预计负债端修复的主因是储蓄险需求高景气度和银保渠道业务增量。1) 新单保费高速增长, 同比+27.9%至 655.1 亿, 而价值率同比-3.7pct 至 20.9%, 预计主因储蓄型产品占比增加; 2) 一季度银保、社区网格及其他渠道 NBV 占比达 16.9%, 同比+5.4pct, 业务增量贡献明显。

代理人规模边际企稳, 队伍产能持续改善。代理人规模同比-24.9%至 40.4 万, 较年初-9.2%, 单季降幅企稳 (22Q4 为-8.9%), 我们判断队伍脱落或步入尾声。队伍产能持续提升, 测算人均新单保费同比+46.5%, 人均 NBV 同比+44.9%。我们认为, 随着队伍分层精细化经营逐步落实, 公司个险渠道经营质量已显著优化, 后续个险队伍综合质量提升有望对 NBV 有更大贡献。

3、财险: 新准则下综合成本率 98.7%, 同比+2.0pct; 旧准则下为 99.8%, 同比+3.0pct, 主要受到去年一季度低基数影响。新准则下保险服务收入同比+7.1%, 原保险保费收入同比+5.4%, 其中车险保费同比+6.2%, 非车险、意健险保费分别同比+7.9%、-6.5%, 我们预计非车险保费增速较低主要源于公司主动压降信保业务。

4、投资方面: 年化净投资收益率 3.1%, 同比-0.2pct; 年化总投资收益率 3.3%, 同比+1.0pct; 净投资收益 (投资收益+公允价值变动损益) 由负转正至 288.9 亿, 去年同期为亏损 245.9 亿, 预计主要受权益市场回暖驱动。

5、会计准则变更: 对 23Q1 业绩进行拆分, 1) 23Q1 保险服务业绩 (包含保险服务收入、保险服务费用和分出部分) 为 261 亿, 同比-11%, 预计占保险业务利润总额比重 76%, 较 22Q1 下降 83Pct; 2) 23Q1/22Q1 投资业绩 (包含投资部分收益和承保财务损益净额) 81/-108 亿元, 对保险业务利润贡献度分别为 24%/-59%; 对比新旧准则落地后的 22Q1 业绩, 1) 收入侧, 已赚保费 (2360 亿) → 保险业务收入 (1303 亿) 致收入侧保费收入确认下滑 45%; 2) 支出侧, 赔付+佣金+提取责任准备金合计 2064 亿 → 保险服务费用+分保部分合计 1010 亿, 支出核算下降 51%。

投资建议: 短期来看, 公司负债端一季度修复动能强劲, 叠加产品预定利率下调预期走强, 我们预计 Q2 产品炒停或将继续支撑负债端高景气, Q2 单季度 NBV 同比有望超+15%, 全年 NBV 同比约+6%。长期来看, 公司“4 渠道+3 产品”战略转型有望持续发力显效, 当前养老及健康生态闭环已较为完善, 代理人渠道持续深化绩优经营, 有望进一步夯实负债端价值拐点。我们预计, 2023-2025 年公司归母净利润分别为 1208 亿、1405 亿、1567 亿, 同比分别为+44%、+16%、+12% (前次预估 2023-2025 年归母净利润分别为 1020 亿、1261 亿、1462 亿), 上调盈利预测主要考虑到宏观经济环境

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	50.37 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)	545,641.31
流通 A 股市值(百万元)	545,641.31
每股净资产(元)	50.02
资产负债率(%)	89.07
一年内最高/最低(元)	53.60/35.90

作者

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: 盈利主要受投资及信保业务拖累; 寿险主业稳步修复, 基本符合预期, 看好改革成效加速兑现》2023-03-17
- 《中国平安-季报点评: NBV 同比-26.6%符合预期, 寿险转型成效已初步显现, 看好开门红估值修复》2022-10-27
- 《中国平安-半年报点评: 归母净利润同比+3.9%超预期, 寿险 NBV 同比-28.5%符合预期, 代理人质量稳中有升》2022-08-24

回暖以及负债端价值复苏超预期。截至 4 月 27 日,平安 A/H 股对应 2023PEV 分别为 0.55/0.54 倍,处于历史极低分位。

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。

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1180444	1110568	1233252	1306950	1420149
增长率(%)	(3.1)	(5.9)	11.0	6.0	8.7
归属母公司股东净利润(百万元)	101618	83774	120825	140486	156653
增长率(%)	(29.0)	(17.6)	44.2	16.3	11.5
每股收益(元)	5.6	4.6	6.6	7.7	8.6
市盈率(P/E)	9.06	10.99	7.62	6.55	5.88
市净率(P/B)	1.13	1.07	1.00	0.93	0.86

资料来源:wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标（元）						寿险保费	490290	471102	466123	484928	516325
每股收益	5.56	4.58	6.61	7.69	8.57	非寿险保费	270043	298038	322098	345266	387966
每股净资产	44.44	46.97	50.39	54.33	58.70	总保费及管理费收入	760333	769140	788221	830194	904291
每股内含价值	76.34	77.89	84.12	90.80	97.97	减：分出保费	30208	21967	27242	29305	33771
每股新业务价值	2.07	1.58	1.73	1.87	2.02	净保费收入	730125	747173	760979	800889	870520
价值评估（倍）						减：净提取未到期责任准备金	-9298	5248	21742	23849	26655
P/E	9.06	10.99	7.62	6.55	5.88	已赚净保费	739423	741925	739237	777040	843865
P/B	1.13	1.07	1.00	0.93	0.86	投资收益	228852	163986	215203	229569	244686
P/EV	0.66	0.65	0.60	0.55	0.51	营业收入	1180444	1110568	1233252	1306950	1420149
VNBX	-12.53	-17.45	-19.52	-21.65	-23.60	赔付及保户利益	588600	598525	634427	655011	702706
盈利能力指标（%）						保险业务综合费用	452159	405724	426662	451762	494230
净投资收益率	4.60	4.60	4.60	4.60	5.60	营业费用	1040759	1004249	1061089	1106773	1196935
总投资收益率	4.20	4.30	2.50	4.80	4.80	营业利润	139685	106319	172163	200178	223213
净资产收益率	12.90	10.03	13.58	14.68	15.16	税前利润	139580	105815	172163	200178	223213
总资产收益率	1.03	0.79	1.06	1.15	1.19	所得税	17778	-1617	17216	20018	22321
财险综合成本率	98.00	97.70	97.00	97.00	97.00	归属于母公司股东的净利润	101618	83774	120825	140486	156653
财险赔付率	67.00	68.70	68.00	68.00	68.00	少数股东损益	20184	23658	34121	39674	44239
财险费用率	31.00	29.00	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	319179	378650	514396	551379	590154
净利润增长率	(28.99)	(17.56)	44.23	16.27	11.51	债权投资	2806957	3111037	3273431	3508773	3755527
内含价值增长率	5.07	2.02	8.00	7.95	7.89	股权投资	504841	536428	584541	626567	670630
新业务价值增长率	(23.55)	(23.95)	9.66	8.02	7.98	其他投资	285435	342285	303961	325815	348728
偿付能力充足率（%）						总投资资产	3916412	4368400	4676330	5012532	5365039
偿付能力充足率（集）	233.50	210.00	210.00	210.00	210.00	分保资产	43128	37247	37478	39284	38003
偿付能力充足率（寿）	230.40	200.00	200.00	200.00	200.00	其他资产	6182486	6731521	7036217	7582535	8251334
偿付能力充足率（产）	278.40	278.40	278.40	278.40	278.40	资产总计	10142026	11137168	11750025	12634351	13654376
内含价值（百万元）						保险合同负债	2473134	2742989	3021800	3297911	3596381
调整后净资产	720,325	806,764	903,575	1,012,005	1,133,445	投资合同负债	825057	875529	968597	1065757	1169564
有效业务价值	675,184	616,999	634,179	648,152	658,021	次级债	1097523	931098	853043	852036	855161
内含价值	1,395,509	1,423,763	1,537,755	1,660,157	1,791,466	其他负债	4668589	5412254	5623144	6022878	6512642
一年新业务价值	37,898	28,820	31,606	34,144	36,876	负债总计	9064303	9961870	10466584	11238582	12133748
核心内含价值回报率	10.81	9.55	11.53	11.54	11.54	实收资本	18280	18280	18281	18283	18286
寿险新业务保费（百万）						归属于母公司股东权益	812405	858675	921149	993249	1073312
短险和趸缴新单保费	31,401	35,196	38,603	41,064	44,413	少数股东权益	265318	316623	351296	391523	436320
期缴新单保费	96,375	84,421	97,903	110,987	127,038	负债和所有者权益合计	10142026	11137168	11750025	12634351	13654376
新业务合计	127,776	119,617	136,506	152,051	171,450						
新业务保费增长率	(0.32)	(0.64)	1.41	1.14	1.28						
标准保费	99,515	87,941	101,763	115,093	131,479						
标准保费增长率（%）	(2.06)	(11.63)	15.72	13.10	14.24						

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