

中国平安 (601318)

2023 年年报点评：现金分红略超预期，假设调整夯实估值底部

买入（维持）

2024 年 03 月 21 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

研究助理 罗宇康

执业证书：S0600123090002

luoyk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
归母净利润(百万元)	111,008	85,665	120,383	154,124	162,214
同比	-25.0%	-22.8%	40.5%	28.0%	5.2%
新业务价值(百万元)	28,820	31,080	36,265	38,871	43,956
同比	-24.0%	7.8%	16.7%	7.2%	13.1%
每股内含价值(元/股)	77.89	76.34	83.19	85.15	117.98
P/EV	0.54	0.55	0.50	0.49	0.36

关键词：#股息率高

投资要点

- **事件：中国平安披露 2023 年年报：**集团实现归母营运利润（OPAT）达 1,179.89 亿元，同比下降 19.7%；归母净利润 856.65 亿元，同比下降 22.8%。利润表现低于预期，主要系资管业务大幅亏损所致。具体来看，寿险/产险/银行/资管/科技板块归母营运利润同比增速分别为-3.2%、-11.4%、+2.1%、扭亏至 207.47 亿元和-65.1%。公司全年股息为每股现金 2.43 元（我们预期 2.39 元），同比增长 0.4%，OPAT 分红率达 37.3%，略超预期。
- **关于各类假设和基数调整汇总。**1) OPAT 变化。公司下调长期投资回报率假设至 4.5%（原 5.0%），并追溯调整 2022 年同期旧准则旧假设下 OPAT 数据（下调-1%）。值得注意的是，本次 OPAT 调整包括了 IFRS17（正面，+2.6%）和投资回报率假设（负面，-3.49%）两个调整的综合影响。2) EV 经济假设调整。公司下调长期投资回报率假设至 4.5%（原 5.0%）、风险贴现率至 9.5%（原 11.0%）。若基于旧经济假设计算，2023 年 NBV 可比口径下增长 36.2%，寿险和集团 EV 较年初增长 6.3%和 4.6%。基于新经济假设计算，2023 年 NBV 较 2022 年旧假设下降 20.8%，2023 年末寿险和集团 EV 较旧假设减少 10.7%和 6.7%，调整后价值可信度提升。
- **寿险价值拐点确立，2024 年提出寿险代理人高质量增员工程。**2023 年可比口径下 NBV 同比增长 36.2%（1Q23 至 4Q23 单季同比增速分别为 21.1%、86.1%、28.6%和 13.9%，预定利率炒停影响已基本消化），归因来看，NBV 新单同比增长 38.9%，NBV Margin 轻微下降 0.4 个 pct.至 23.7%；从渠道来看，代理人渠道和银保渠道 NBV 同比增速分别为 40.3%和 77.7%，得益于代理人人均 NBV 增长 89.5%和人均收入同比上涨 39.2%，抵消了期末队伍较年初下降 22.0%至 34.7 万人。值得注意的是，2023 年寿险及健康险业务税前营运利润同比增长 0.6%，得益于非金融风险调整变动和营运偏差和其他抵消了合同服务边际摊销同比下降 7.2%的负面影响，主要系业务品质持续提升，13 个月保单继续率同比提升 2.5pct.至 92.8%。展望 2024 年，公司重点工程中提出持续优化增员模式，稳规模、增绩优、提产能，践行代理人队伍高质量发展，我们预计当前渠道价值拐点明确。
- **2023 年平安产险保险服务收入同比增长 6.5%；整体和车险业务综合成本率（COR）分别为 100.7%、97.7%。**若剔除保证保险影响，整体 COR 为 98.4%，主要系宏观经济环境变化影响，小微企业客户的还款压力仍然较大，公司已于 4Q23 暂停融资性保证保险业务，随着风险敞口快速收敛，未来其对公司整体业务质量的影响程度将大幅降低。若剔除自然灾害影响，2023 年车险综合成本率为 96.6%。
- **期末公司保险资金投资组合规模超 4.72 万亿元，较年初增长 9.0%。**2023 年实现净/总/综合投资收益率分别为 4.2%/3.0%/3.6%，同比-0.5pct./+0.6pct./+0.9pct.。对于资管板块，4Q23 单季度营运利润亏损增加-159.81 亿元，全年累计亏损达-195.22 亿元，拖累 OPAT 增速达 13.8%，公司公告系积极管理风险，主动、审慎地计提拨备，并对部分项目进行重估值，并预计 2024 年资管业务经营压力将减轻。
- **盈利预测与投资评级：核心主业 OPAT 表现稳定，现金分红略超预期。**由于公司调整经济假设，我们测算当前股价对应 2023 年静态 PEV 为 0.55 倍，但估值可信度和稳定性提升，维持“买入”评级。因年报披露和经济假设调整影响，我们下调盈利预测，我们预计 2024-26 年归母净利润为 1204、1541 和 1622 亿元（原预测为 1496 和 1594 亿元，并新增 26 年预测），同比增速为 40.5%、28.0%和 5.2%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**长端利率持续下行，现金分红比例低于预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	42.03
一年最低/最高价	37.62/56.00
市净率(倍)	0.85
流通 A 股市值(百万元)	452,354.50
总市值(百万元)	765,376.16

基础数据

每股净资产(元,LF)	49.59
资产负债率(% ,LF)	89.25
总股本(百万股)	18,210.23
流通 A 股(百万股)	10,762.66

相关研究

《中国平安(601318)：现金分红彰显集团经营韧性——关于公司推动“提质增效重回报”暨 2023 年度现金分红计划的公告点评》

2024-03-07

《中国平安(601318)：2023 年三季度报点评：核心金融主业营运利润彰显韧性》

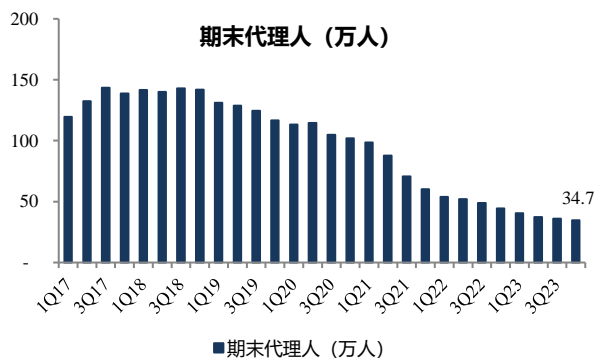
2023-10-29

图1：集团三大核心业务归母营运利润保持稳健

(人民币百万元)	2023年	占比 (%)	同比变动 (%)
寿险及健康险业务 ⁽¹⁾	105,070	89.1	(3.2)
财产保险业务	8,918	7.6	(11.4)
银行业务	26,925	22.8	2.1
资产管理业务 ⁽²⁾	(20,747)	(17.6)	不适用
科技业务 ⁽³⁾	1,905	1.6	(65.1)
其他业务及合并抵销	(4,083)	(3.5)	(30.1)
集团合并	117,989	100.0	(19.7)

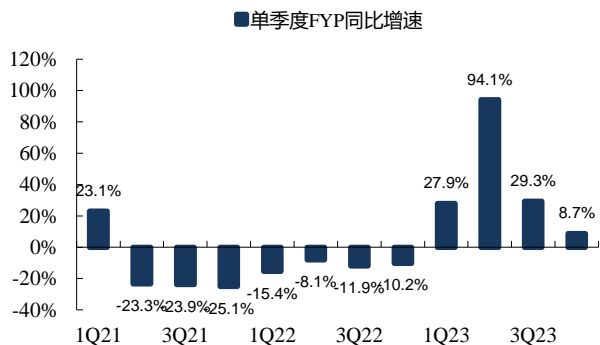
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：期末队伍数量仍在下降



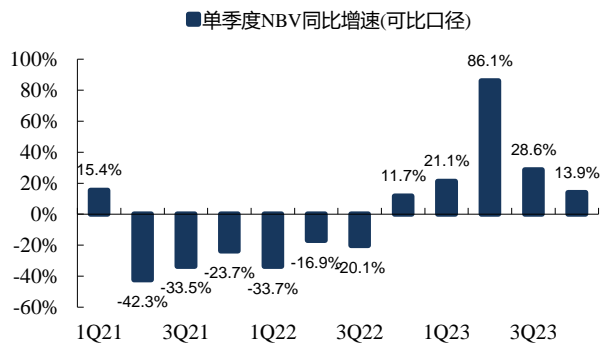
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：平安寿险新单增速持续改善



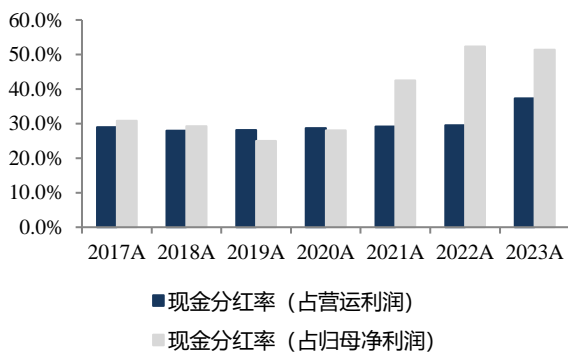
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：4Q23 单季度价值增速优于新单增速



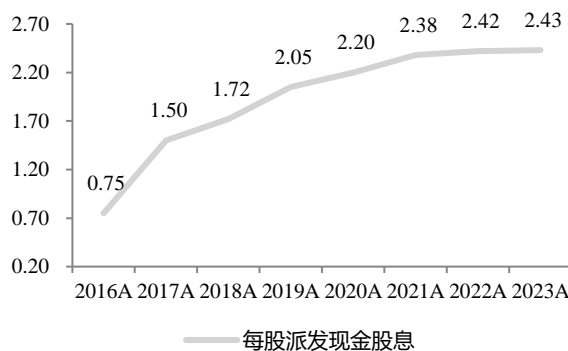
数据来源：公司公告，东吴证券研究所；NBV 可比口径增速基于 2022 年末假设和模型计算

图5：中国平安近年来现金分红率(占营运利润)水平稳中有升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：中国平安近年来每股现金股息水平(元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表1: 中国平安净利润预测表

(人民币百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
一、营业收入					
保险服务收入	525,981	536,440	596,004	684,427	828,624
银行业务利息净收入	131,096	118,947	132,154	151,761	183,734
银行业务利息收入	228,784	227,552	252,818	290,327	351,493
银行业务利息支出	(97,688)	(108,605)	(120,664)	(138,566)	(167,759)
非保险业务手续费及佣金净收入	36,054	37,033	41,145	47,249	57,204
非保险业务手续费及佣金收入	45,982	45,806	50,892	58,442	70,755
非保险业务手续费及佣金支出	(9,928)	(8,773)	(9,747)	(11,193)	(13,551)
非银行业务利息收入	115,933	118,503	131,661	151,194	183,048
投资收益	38,612	36,891	40,987	47,068	56,984
公允价值变动损益	(36,936)	(9,039)	(10,043)	(11,533)	(13,962)
汇兑损益	3,144	120	133	153	185
其他业务收入	63,166	71,771	79,740	91,570	110,863
资产处置损益	311	563	626	718	870
其他收益	2,994	2,560	2,844	3,266	3,954
营业收入合计	880,355	913,789	1,015,251	1,049,360	1,106,307
二、营业支出					
保险服务费用	(422,221)	(440,178)	(469,890)	(500,261)	(562,204)
分出保费的分摊	(14,919)	(14,179)	(15,136)	(16,114)	(18,110)
减: 摊回保险服务费用	10,605	10,448	11,153	11,874	13,344
承保财务损益	(99,933)	(123,959)	(132,326)	(140,879)	(158,323)
减: 分出再保险财务损益	564	542	579	616	692
税金及附加	(3,414)	(3,665)	(3,912)	(4,165)	(4,681)
业务及管理费	(76,401)	(80,212)	(85,626)	(91,161)	(102,448)
提取保费准备金	(78)	(230)	(246)	(261)	(294)
非银行业务利息支出	(22,698)	(24,346)	(25,989)	(27,669)	(31,095)
其他业务成本	(27,101)	(38,086)	(40,657)	(43,285)	(48,644)
其他资产减值损失	(1,367)	(1,327)	(1,417)	(1,508)	(1,695)
信用减值损失	(80,553)	(77,744)	(82,992)	(88,356)	(99,296)
营业支出合计	(737,516)	(792,936)	(846,460)	(844,186)	(891,118)
三、营业利润	142,839	120,853	168,792	205,174	215,189
加: 营业外收入	359	816	353	276	281
减: 营业外支出	(863)	(1,552)	(857)	(517)	(527)
四、利润总额	142,335	120,117	168,288	204,933	214,944
减: 所得税	(7,518)	(10,843)	(24,625)	(25,333)	(25,013)
五、净利润	134,817	109,274	143,663	179,601	189,931
归属于母公司股东的净利润	111,008	85,665	120,383	154,124	162,214

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>