

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中国平安(601318)

投资评级

上次评级

王舫朝 非银金融行业首席分析师

执业编号: S1500519120002

联系电话: 010-83326877

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

# 寿险触底回升，分红水平彰显价值创造能力

2024年3月22日

**事件:** 中国平安发布 2023 年年报, 2023 年全年集团实现归母净营运利润 1179.89 亿元, 同比-19.7%; 实现归母净利润 856.65 亿元, 同比-22.8%, 基本每股营运收益 6.66 元, 同比-20.9%, 年化营运 ROE 为 13.2%, 同比-4.7pct。

**点评:**

➤ **寿险及健康险业务: 个险和银保同步发力, 产品需求旺盛带动 NBV 大幅提升。**可比口径下, 2023 年公司寿险及健康险实现新业务价值 392.62 亿元, 同比+36.2%, 新业务价值率为 23.7%, 同比-0.4pct。若基于最新的内含价值长期投资回报率假设(4.5%)和风险贴现率(9.5%), 寿险及健康险业务 NBV 为 310.80 亿元, NBVM 为 18.7%。

**个险代理人渠道:** 截至 2023 年末个险代理人数量为 34.7 万人, 同比-22%。平安寿险代理人渠道坚定高质量转型, 推动队伍结构优化, 可比口径下, 公司 2023 年代理人渠道 NBV 同比+40.3%, 代理人人均收入+39.2%; 人均 NBV 同比大幅增长 89.5%, 公司持续聚焦以“优”增“优”, 2023 年公司“优+”人力占比同比+25.8pct。

**银保渠道: 贯彻价值转型战略, NBV 大幅提升。**公司 2023 年银保渠道 NBV 同比+77.7%, 公司一方面继续与平安银行持续深化独家代理模式, 另一方面, 择优拓展外部银行合作渠道和网点, 强化网点标准化经营, 银保人均产能持续提升。2023 年银保渠道、社区网格及其他等渠道贡献了平安寿险新业务价值的 16.5%, 边际来看, 我们认为多元渠道进一步践行价值转型, 价值贡献占比有望进一步提升。

整体来看, 公司 2023 年坚定寿险及健康险业务转型发展, 业务品质持续提升, 13 个月保单继续率 92.8%, 同比+2.5pct; 25 个月保单继续率 85.8%, 同比+6.8pct。

➤ **财险业务:** 业务保持稳健增长, 自然灾害及保证险业务使 COR 有所波动。平安财险 2023 年实现保险服务收入 3134.58 亿元, 同比+6.5%, 2023 年公司财险业务综合成本率 COR 为 100.7%, 同比抬升 1.1pct, 主要受自然灾害及信保业务影响拖累 COR 表现, 剔除保证保险影响后的 COR 为 98.4%。车险综合成本率 97.7%, 同比+1.1pct, 若剔除自然灾害影响, 车险综合成本率为 96.6%, 平安财险车险业务 COR 表现优于市场同业。

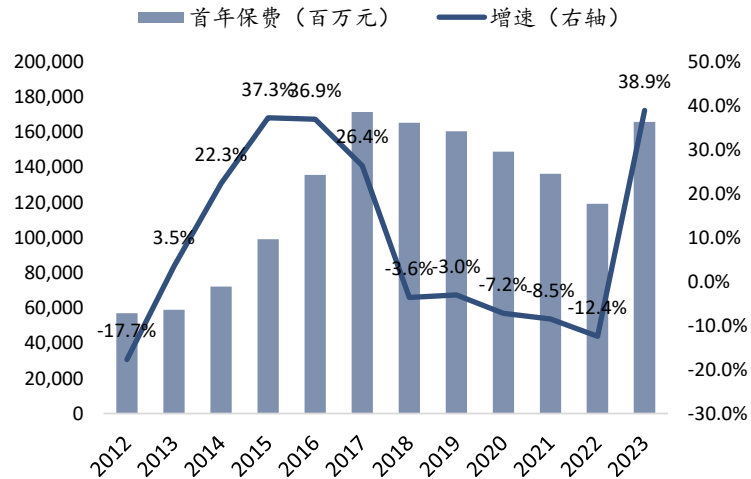
**非车险方面,** 责任险、健康险、意外伤害险、企业财产险和保证险 COR 分别为 106.3%、95.2%、106.0%、97.7%和 131.1%, 保证险、责任险等拖累非车险承保利润, 保证险 COR 波动主要由于宏观经济环境变化, 公司近年来持续收缩保证险规模, 2023Q4 已暂停融资性保证险业务。我们认为随着相关亏损险种敞口收敛, 非车险 COR 有望得到较大幅度改善。

- **资产端：**1) **投资收益率方面：**截至 2023 年末公司总投资资产超 4.72 万亿元，较年初+9.0%。2023 年公司保险投资组合综合投资收益率为 3.6%，同比+0.9pct，净投资收益率 4.2%，同比-0.5pct，总投资收益率 3.0%，同比+0.6%。净投资收益率同比小幅下滑主要受到存量资产到期和新增资产收益率下降影响。2) **投资结构方面：**截至 2023 年末，公司债券和股票投资分别占比 58.1%和 6.2%，分别同比+3.5pct 和 0.9pct。公司积极应对利率下行风险，加大国债、地方债和政金债等长久期品种配置，同时均衡配置权益类资产并加大优质另类投资和优质海外资产配置，扩展投资收益来源。3) **长期平均投资收益率：**公司保险投资组合近 10 年平均投资收益率高于调整后的 4.5%的内含价值长期投资收益率假设。公司近 10 年平均净投资收益率、平均总投资收益率和平均综合投资收益率分别为 5.2%、5.0%和 5.4%。4) **不动产投资：**截至 2023 年末，公司投资组合中不动产投资规模为 2039.87 亿元，在总投资资产中占比为 4.3%，在具体资产类别中，物权投资、债权投资和其他股权投资占比分别为 78.4%、17.3%和 4.3%，物权投资以成本法计量，主要投向优质商业办公、物流地产等收租型业务。
- **分红派息：**公司拟派发 2023 年末期股息每股人民币 1.50 元，全年股息为每股 2.43 元，同比+0.4%，现金分红比例（按归属母公司股东的营运利润）为 37.3%，分红总额连续 12 年增长。公司表示仍将不断提高现金分红频次，与投资者共同分享高质量发展成果，我们认为该分红水平在归母营运利润同比承压（yoy-19.7%）的情况下尤为不易，凸显公司的稳健经营和注重股东回报。
- **利源分析：**公司 2023 年税前营运利润 1141.76 亿元，同比+0.6%。从新保险合同准则下的利源拆分来看，最大贡献来自于合同服务边际摊销和投资服务业绩，分别占比为 65.5%和 22.4%，其次为非金融风险调整变动和营运偏差及其他，分别占比 5.3%和 6.8%。
- **内含价值：**1) 截至 2023 年末，可比口径下公司寿险及健康险业务 EV 为 9301.60 亿元，同比+6.3%，最新口径下，EV 为 8309.74 亿元；2) 公司基于对宏观环境和长期利率趋势的综合考量，于 2023 年审慎下调寿险及健康险业务内含价值长期投资回报率假设至 4.5%、风险贴现率至 9.5%，分别-0.5pct 和-1.5pct，基于上述调整后假设，内含价值营运回报率为 11.2%，同比+0.2pct。我们认为公司根据现实投资环境与趋势对长期投资回报率及风险贴现率假设进行调整，EV 的可信度有望明显提升，整体来看两大假设同时调整对 EV 波动相对有限。
- **投资建议：**我们认为公司寿险及健康险业务已逐步触底反弹，业务质态得到持续改善，代理人队伍有望企稳，同时银保、网格化社区等多元渠道有望持续提供业务增量，NBV 占比有望不断提升。全年分红水平彰显公司回报股东力度。在宏观环境变化、利率持续下行背景下公司及时调整 EV 长期投资回报和风险贴现率假设，有望夯实 EV 的计量并提高其可信度，提升公司 P/EV 估值的参考意义。公司资负两端持续改革表现叠加当前密集宏观政策落地发力，资负两端有望迎来边际改善，资产

负债匹配有望进一步优化并推动 EV 稳健增长，建议关注。

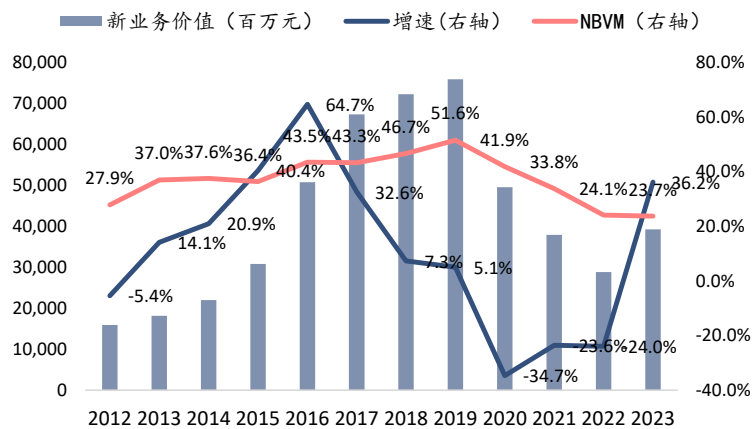
- **风险因素：**代理人展业增员和质态提升不及预期；寿险改革不及预期；多元渠道发展不及预期；资本市场大幅波动带来投资收益急剧下降；长端利率超预期下行。

图 1：首年保费（百万元）及增速

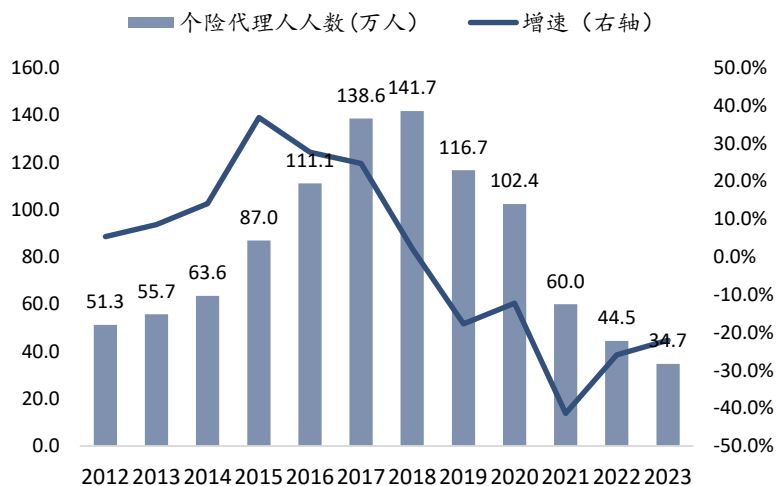


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

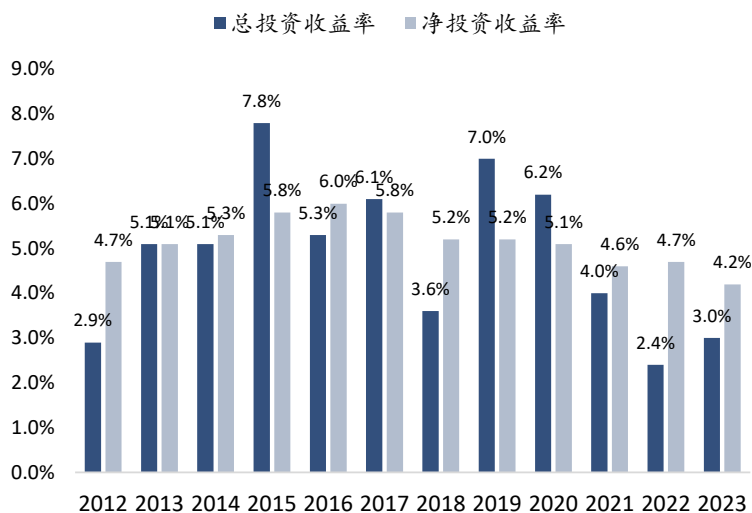
图 2：NBV（百万元）和 NBVM



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 3: 个险代理人人数及增速**


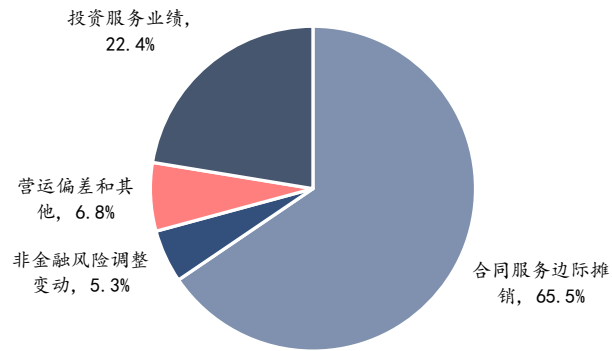
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 4: 投资收益率**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 5: 2023 年税前营运利润结构 (百万元)

■ 合同服务边际摊销 ■ 非金融风险调整变动 ■ 营运偏差和其他 ■ 投资服务业绩



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 研究团队简介

王舫朝，信达证券研发中心金融地产中心总经理、非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心。

武子皓，中小盘分析师，西安交通大学学士，悉尼大学硕士，ACCA，五年研究经验，曾就职于民生证券，国泰君安证券，2022年加入信达证券从事中小市值行业研究工作，2019年“新浪金麒麟行业新锐分析师”。

冉兆邦，硕士，山东大学经济学学士，法国昂热高等商学院经济学硕士，三年非银金融行业研究经验，曾就职于天风证券，2022年8月加入信达证券，从事非银金融行业研究工作。

张凯烽，硕士，武汉大学经济学学士，波士顿大学精算科学硕士，四年保险精算行业经验，2022年6月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

张晓辉，信达证券研发中心银行资深分析师，悉尼大学硕士，曾就职于中国邮政集团研究院金融研究中心、西部证券等。2023年加入信达证券研究所，从事金融业研究工作，主要覆盖银行业，包括上市银行投资逻辑、理财行业及理财子、资产负债、风控、相关外部环境等。

廖紫苑，硕士，新加坡国立大学硕士，浙江大学学士，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、银行和证券业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行、民生证券、天风证券。2022年11月加入信达证券研发中心，从事银行业研究工作。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。