

## 中国平安 (601318.SH) 负债端保持高景气，下修投资收益率假设拖累 EV

2024 年 03 月 22 日

——2023 年年报点评

投资评级：买入（维持）

高超（分析师）

吕晨雨（分析师）

唐关勇（联系人）

gaochao1@kysec.cn

lvchenyu@kysec.cn

tanguanyong@kysec.cn

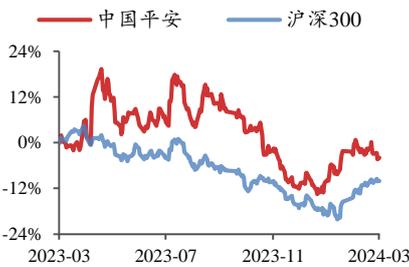
证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790522090002

证书编号：S0790123070030

日期	2024/3/22
当前股价(元)	40.56
一年最高最低(元)	56.00/37.62
总市值(亿元)	7,386.07
流通市值(亿元)	4,365.33
总股本(亿股)	182.10
流通股本(亿股)	107.63
近 3 个月换手率(%)	30.41

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《NBV 同比保持高景气度，资管板块拖累利润表现——中国平安 2023 年 3 季报点评》-2023.11.3

《NBV 同比高于预期，“保险+”护城河不断加深——中国平安 2023 年中报点评》-2023.8.30

《NBV 同比提振寿险信心，费差、死差占比高于利差——中国平安 2023 年 1 季报点评》-2023.4.27

● **2023 年价值同比符合预期，下修投资收益率假设拖累 EV，维持“买入”评级**  
 公司披露 2023 年年报，2023 年 NBV 310.8 亿元，可比口径测算同比+36.2%，符合我们预期。集团归母营运利润 1179.9 亿元、同比-19.7%，其中寿险-3.2%、银行+2.1%、财险-11.4%、资管转亏、科技-65.1%；归母净利润 856.6 亿元、同比-22.8%，主要受到资管板块拖累。全年派息 2.43 元/股，现金分红占营运利润比重 37.3%，同比+7.8pct，当前股息率（TTM）5.76%。公司 2023 年价值保持较好增长，我们预测 2024-2026 年 NBV 同比+7.2%/+12.0%/+10.1%，对应集团 EV 同比+4.3%/+3.9%/+1.0%；考虑长端利率趋势下行，我们下调集团 2024-2025 年归母净利润预测 1202/1383（前值为 1755/1910 亿元），新增 2026 年归母净利润预测 1601 亿元，对应 EPS 分别为 6.6/7.6/8.8 元。公司为保险行业龙头，寿险主业稳步增长，综合金融优势+医疗健康构建深厚护城河，当前股价对应 2024-2026 年 PEV 分别为 0.6/0.5/0.5 倍，维持“买入”评级。

● **全年价值保持高景气度，个险转型持续深化，银保价值延续高增**

（1）基于宏观环境和长期利率趋势考量，2023 年公司下调 EV 长期回报率假设 50bp 至 4.5%，下调风险贴现率假设 150bp 至 9.5%，2023 年末集团/寿险 EV 同比-2.4%/-5.0%，新老口径下集团/寿险 EV 差距-6.7%/-10.7%。2023 年用于 NBV 计算的新单保费 1657.8 亿元、同比+38.9%，新口径 NBV/margin 分别为 310.8 亿元/18.7%。按可比测算 margin 下降 0.5pct 至 23.7%，对应 NBV 同比+36.2%。（2）**个险渠道**：2023 年末代理人规模降至 34.7 万人，较年初-22%，个险渠道持续深化转型，2023 年个险代理人渠道 NBV 同比+40.3%，人均 NBV 同比+89.5%，队伍产能、质态有所改善；（3）**银保渠道**：价值延续高增，2023 年 NBV 36.4 亿元，同比+77.7%，银保渠道持续深化独立代理人模式。（3）**社区网格及其他**：2023 年末网格化模式经营专员人数超 1.5 万人，13 个月保单继续率同比+5.4pct（整体保单继续率同比+2.5pct）。“保险+服务”看，居家养老已覆盖全国 54 个城市，超 8 万人获得资格。

● **财险 COR 提升受保证险和自然灾害影响，打造独有“保险+服务”护城河**

（1）2023 年财险保险服务收入 3135 亿元、同比+6.5%，受出行率提升、自然灾害以及保证保险业务影响（剔除后为 98.4%），综合成本率同比上升 1.1pct 至 100.7%。车险服务收入同比+6.1%，综合成本率上升 1.1pct 至 97.7%，自然灾害影响剔除后为 96.6%。（3）保险资金年化净投资收益率 4.2%、同比下降 0.5pct，年化综合投资收益率 3.6%，同比提升 0.9pct。（3）综合金融维度看，公司个人客户数较年初提升 2.2%超 2.3 亿人，客均合同数为 2.95 个。（4）医疗健康生态不断完善，客均合同数 3.37 个、客均 AUM 5.59 万元，对寿险 NBV 贡献超 73%。

● **风险提示**：长端利率超预期下降；寿险改革进展慢于预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
保费业务收入(亿元)	5,519	5,364	5,519	5,829	6,120
YoY(%)		-2.8	2.9	5.6	5.0
内含价值(亿元)	14,238	13,901	14,506	15,075	15,220
YoY(%)		-2.4	4.3	3.9	1.0
新业务价值(亿元)	288	311	333	373	411
YoY(%)		7.8	7.2	12.0	10.1
归母净利润(亿元)	838	857	1,202	1,383	1,601
YOY (%)		2.3	40.3	15.0	15.8
P/B	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7
P/EV	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(亿元)						利润表(亿元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
保险业务投资资产	43,684	47,222	50,273	55,207	60,691	营业收入	11,106	9,138	9,937	10,758	11,594
其他资产	67,688	68,612	79,515	74,581	95,551	保费业务收入	5,519	5,364	5,519	5,829	6,120
<b>资产总计</b>	<b>111,372</b>	<b>115,834</b>	<b>129,788</b>	<b>129,788</b>	<b>156,243</b>	银行业务利息净收入	1,311	1,189	1,338	1,487	2,482
保险合同负债	36,712	41,598	42,789	45,605	47,758	投资收益	39,710	36,891	191,432	210,973	232,560
吸收存款	34,182	34,182	39,887	44,166	48,915	其他业务收入	-35,434	-34,307	-188,352	-207,531	-229,568
应付债券	9,640	9,640	10,748	11,718	12,790	营业支出	-10,042	-7,929	-8,345	-8,939	-9,494
其他负债	61,528	61,947	70,411	79,204	139,051	保险服务费用	-4,222	-4,402	-4,625	-4,870	-5,105
<b>负债总计</b>	<b>98,239</b>	<b>103,545</b>	<b>116,017</b>	<b>126,962</b>	<b>139,051</b>	承保财务损益	-1,240	-1,240	-1,606	-1,711	-1,793
股本	183	182	182	182	182	税金及附加	-51	-37	-36	-39	-42
一般风险准备	1,179	1,304	1,424	1,562	1,722	业务及管理费	-1,647	-802	-998	-1,039	-1,101
未分配利润	5,929	6,217	7,091	8,096	9,259	非银行业务利息支出	-229	-243	-186	-185	-187
归属于母公司所有者	8,692	8,990	10,043	11,186	12,510	信用减值损失	-806	-777	-1,030	-1,122	-1,226
权益合计						其他业务成本	-1,849	-428	135	28	-40
少数股东权益	3,168	3,300	3,728	4,176	4,682	营业利润	1,063	1,209	1,697	1,917	2,198
						营业外收入	4	8	6	7	8
						营业外支出	-9	-16	-8	-9	-11
						利润总额	1,058	1,201	1,696	1,915	2,196
						所得税	16	-108	-239	-254	-288
						净利润	1,074	1,093	1,457	1,661	1,908
						减：少数股东权益	237	236	255	279	307
						归母净利润	838	857	1,202	1,383	1,601
						<b>主要财务比率</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
						成长能力(%)					
						营业收入同比增长	-5.92%	-17.72%	8.75%	8.26%	7.76%
						保险服务收入同比增长		-2.80%	2.89%	5.61%	4.99%
						速					
						银行业务利息净收入	-99.39%	-9.27%	12.46%	11.19%	66.84%
						归母净利润同比增长	-17.56%	2.26%	40.34%	14.99%	15.82%
						归母净资产同比增长	6.99%	3.43%	11.71%	11.38%	11.83%
						获利能力(%)					
						ROE	9.96%	9.69%	12.63%	13.02%	13.51%
						ROA	0.79%	0.75%	0.98%	1.07%	1.12%
						ROEV	5.04%	0.96%	5.72%	5.47%	2.79%
						价值数据(亿元)					
						新业务价值	288	311	333	373	411
						寿险内含价值	8,748	8,310	8,299	8,161	7,486
						集团内含价值	14,238	13,901	14,506	15,075	15,220
						每股指标(元)					
						每股收益	4.80	4.70	6.60	7.59	8.79
						每股净资产	47.55	49.18	54.94	61.19	68.43
						每股内含价值	77.89	76.34	79.66	82.78	83.58
						估值比率					
						P/E	9.43	9.62	6.85	5.96	5.15
						P/B	1.02	0.96	0.84	0.74	0.65
						P/EV	0.59	0.58	0.53	0.48	0.44

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn