

2024年03月24日
中国平安(601318.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

保险 III

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

45.54元

股价(2024-03-22)

40.56元

交易数据

总市值(百万元) 738,607.12

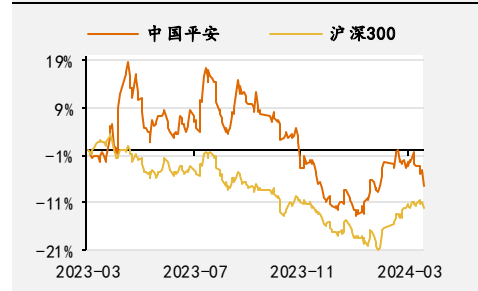
流通市值(百万元) 436,533.40

总股本(百万股) 18,210.23

流通股本(百万股) 10,762.66

12个月价格区间 37.82/54.92元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.9	-2.5	-1.4
绝对收益	-7.2	3.7	-12.8

张经纬

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518060002

zhangjw1@essence.com.cn

相关报告

核心业务稳健发展, 寿险改革成效渐显	2023-10-31
NBV 增长领跑同业, 分红提升彰显信心	2023-08-31
NBV 增长亮眼, 资产负债两端共振向好	2023-05-04
寿险改革趋势逐步向好, 信保短期拖累产险	2023-03-18
NBV 表现环比改善, 市场波动投资承压	2022-10-27

寿险表现显著改善, 资管亏损分红稳健

■事件: 公司披露 2023 年年报, 全年实现归母营运利润 1180 亿元 (YoY-19.7%), 归母净利润 857 亿元 (YoY-22.8%), 可比口径下新业务价值 393 亿元 (YoY+36.2%)。受长期投资假设回报率下调至 4.5%、风险贴现率下调至 9.5% 影响, 2023 年底寿险内含价值达 8310 亿元。2023 年全年拟发放每股股息 2.43 元 (YoY+0.4%), 分红总额连续 12 年增长。

■我们认为, 2023 年年报核心重点在于: 1) NBV 表现增速显著, 寿险改革效果显现。受储蓄型产品热销、个险和银保改革推动等因素影响, 用于计算 NBV 新单保费同比+38.9%, 拉动个险、银保 NBV 分别同比+40.3%、+77.7%, 进而带动整体 NBV+36.2%。2) 市场波动加剧, 资管亏损拖累利润。受资本市场大幅波动影响, 2023 年资管业务实现归母净利润-207 亿元, 显著拖累整体利润表现。3) 调整精算假设, 分红保持稳定。受精算假设调整影响, 调整后 NBV、EV 较调整前同期口径分别-20.8%、-10.7%。公司拟派发 2023 年末期每股分红 1.5 元, 全年每股分红为 2.43 元 (YoY+0.4%), 总额连续 12 年实现正增长。

■NBV 提升显著, 坚持高质量转型。2023 年公司寿险及健康险业务实现归母营运利润 1051 亿元 (YoY-3.2%), 可比口径 NBV 为 393 亿元 (YoY+36.2%), 主因受益于“4 渠道+3 产品”战略深化, 代理人人均 NBV 增长 89.5%。1) 代理人结构优化, 人均收入显著提升。截至 2023 年底个险渠道代理人规模降至 34.7 万人 (YoY-22.0%), 2023 年人均产能同比+89.5%至 90,285 元, 新增人力“优+”占比同比+25.2pct。2) 多渠道共同发力, 保单继续率提升。2023 年银保渠道、社区网格及其他等渠道贡献平安寿险 NBV 比重达 16.5%。其中, 银保渠道 NBV 同比+77.7%, 社区网格组建超 1.5 万人高素质专员队伍, 显著提升服务成效。2023 年公司寿险 13 个月、25 个月保单继续率分别+2.5pct、+6.8pct 至 92.8%、85.8%。

■财险综合成本率小幅提升, 保证险亏损影响有望逐步出清。2023 年公司财险实现保险服务收入 3135 亿元 (YoY+6.5%), 受保证险和责任险承保亏损影响, 财险业务实现营运利润 90 亿元 (YoY-11.4%), 综合成本率为 100.7% (YoY+1.1pct)。其中, 车险保险服务收入 2095 亿元 (YoY+6.1%), 车险综合成本率增长至 97.7%。

■投资表现仍承压, 总投资收益率为 3%。受市场利率波动、投资资产减值以及市场波动加剧影响, 2023 年实现总投资收益率 3.0% (YoY+0.6pct), 净投资收益率 4.2% (YoY-0.5pct)。从投资结构来看, 截至 2023 年末, 股票、基金占比分别为 6.2%、3.1%, 同比+0.9pct、-0.3pct; 债券投资占比同比+3.5pct 至 58.1%。

■ **精算假设调整提升 EV 可信度，分红保持稳健。** 2023 年末集团内含价值达 1.39 万亿元，寿险及健康险业务内含价值达 8310 亿元。基于对宏观环境和长期利率趋势的综合考量，公司于 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%，调整后 NBV、EV 较调整前同期口径分别-20.8%、-10.7%，将有助于提升公司 EV 可信度。此外，公司 2023 年拟发放每股股息 2.43 元 (YoY+0.4%)，持续通过提高分红、回购股票等方式回馈股东。

■ **投资建议：维持买入-A 投资评级。** 我们预计中国平安 2024-2026 年 EPS 分别为 6.06 元、7.09 元、8.15 元，给予 0.57x2024 年 P/EV，对应 6 个月目标价为 45.54 元。

■ **风险提示：权益市场大幅波动、监管政策不确定性、代理人规模持续下滑等。**

(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8,804	9,138	9,695	10,496	11,207
归母净利润	1,110	857	1,103	1,291	1,492
每股净资产(元)	46.97	49.37	52.75	56.46	60.49
每股收益(元)	6.07	4.70	6.06	7.09	8.15
每股内含价值(元)	77.89	78.89	79.89	80.89	81.89

估值水平	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
P/B	0.86	0.82	0.77	0.72	0.67
P/E	6.68	8.62	6.70	5.72	4.98
P/EVPS	0.52	0.51	0.51	0.50	0.50

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测

利润表 (亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8,804	9,138	9,695	10,496	11,207
保险服务收入	5,260	5,364	5,552	5,941	6,253
银行业务利息净收入	1,311	1,189	1,154	1,211	1,224
非保险业务手续费及佣金净收入	361	370	389	412	435
非银行业务利息收入	1,159	1,185	1,221	1,306	1,371
投资收益	386	369	424	467	513
公允价值变动损益	-369	-90	130	210	320
其他业务收入及收益	696	750	825	949	1,091
营业支出	7,375	7,929	8,220	8,771	9,215
保险服务费用	4,222	4,402	4,645	4,999	5,437
分出保费的分摊	149	142	189	184	194
承保财务损益	999	1,240	1,233	1,403	1,382
税金及附加	34	37	40	45	55
业务及管理费	764	802	822	1,053	1,198
非银行业务利息支出	227	243	255	263	276
信用减值损失	806	777	411	439	461
其他业务支出	174	287	626	385	212
营业利润	1,428	1,209	1,474	1,725	1,992
营业外收入及支出	-5	-7	-5	-5	-5
利润总额	1,423	1,201	1,469	1,720	1,987
所得税	75	108	133	155	179
净利润	1,348	1,093	1,337	1,565	1,808
归属于母公司股东的净利润	1,110	857	1,103	1,291	1,492
资产负债表 (亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,126	5,772	6,061	6,424	6,810
拆出资金	1,339	2,207	3,311	4,469	6,034
金融投资	53,581	59,483	65,431	70,011	74,912
交易性金融资产	16,314	18,030	16,562	19,822	23,457
债权投资	30,045	12,434	15,640	20,235	25,397
其他债权投资	4,670	26,370	29,007	26,837	24,221
其他权益工具投资	2,551	2,649	4,222	3,118	1,838
衍生金融资产	293	450	675	911	1,230
买入返售金融资产	913	1,677	2,515	3,395	4,583
长期股权投资	2,808	2,589	3,883	5,242	7,077
投资性房地产	1,367	1,438	2,156	2,911	3,930
定期存款	2,703	2,396	3,594	4,852	6,550
其他资产	42,242	39,823	34,695	32,056	26,963
资产总计	111,372	115,834	122,321	130,272	138,088
短期借款	1,219	933	847	890	934
卖出回购金融资产款	2,717	2,418	2,539	2,615	2,694
吸收存款	33,062	34,182	36,574	38,403	40,323
合同负债	36,712	41,598	45,758	50,334	55,367
长期借款	1,515	1,352	1,392	1,420	1,448
应付债券	9,311	9,640	10,122	10,325	10,531
其他负债	15,082	13,422	12,082	12,505	12,115
负债合计	99,619	103,545	109,314	116,491	123,412
股本	183	182	182	182	183
资本公积金	1,335	1,346	1,368	1,389	1,408
未分配利润	5,953	6,217	6,557	6,954	7,414
归属于母公司所有者权益合计	8,587	8,990	9,607	10,281	11,076
少数股东权益	3,166	3,300	3,400	3,500	3,600
所有者权益合计	11,753	12,290	13,007	13,781	14,676

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034