

中国平安 (601318)

2024 年中报点评: 新业务回暖带动价值与盈利指标全面改善

2024 年 08 月 22 日

买入 (维持)

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

证券分析师 武欣姝

执业证书: S0600524060001
wux@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

投资要点

■ 事件: 中国平安披露 1H24 业绩: 集团实现归母营运利润(OPAT)达 784.82 亿元, 同比小幅下降 0.6%, 年化营运 ROE16.4%; 实现归母净利润 746.19 亿元, 同比增长 6.8%, 与 OPAT 差异主要为短期投资波动 (基于 2023 年末的长期投资回报率假设 4.5%) 为 -40.78 亿元; 寿产银三大核心业务合计 OPAT 达 795.65 亿元, 同比增长 1.7%。具体来看, 寿险/产险/银行/资管/科技板块归母 OPAT 同比增速分别为 +0.7%、+7.2%、+1.9%、-8.2% 和 -83.2%, 其中受陆金所控股盈利拖累科技板块, 资管板块已扭转大幅亏损的泥潭。公司拟向股东派发中期股息每股现金 0.93 元, 略高于 OPAT 增速。业绩表现符合预期。

■ NBV 高基数下持续增长, CSM 余额扭转跌势企稳。1H24 实现 NBV 达 223.20 亿元, 同比增长 11.0%。归因来看: 1) NBV 新单同比下降 19.0%, 但 NBV Margin 同比上升 6.5 个至 24.2%, 得益于持续深化“4 渠道+3 产品”战略, 业务质量改善; 2.1H24 个险/银保渠道 NBV 同比增长 10.8%/17.3%, 其中个险人均 NBV 同比增长 36.0%, 2Q24 末个险代理人数量 34.0 万, 环比首现企稳实属不易, 1H24 代理人收入达 11,962 元/人均每月, 接近历史较好水平。银保外部渠道业绩及产能同比提升 87.6%, 优于总盘水平。1H24 末寿险及健康险 CSM 余额为 7743.99 亿元, 实现自披露该指标以来首次止跌, 得益于新业务贡献降幅收窄、估计调整的改善及 CSM 摊销的减少, 指向未来盈利释放动能的改善。

■ 保证保险逐步走出巨亏泥潭。1H24 产险 OPAT 同比增长 7.2%, 归因来看: 1.承保利润同比增长 15.7%, 得益于综合成本率 (COR) 同比下降 0.2 个 pct. 至 97.8% 且实现保险服务收入同比增长 3.9%; 2.总投资收益同比增长 6.7%; 3.1H24 车险/非车 (剔除保证保险)/保证保险 COR 分别为 98.1%/95.5%/106.8%, 同比+1.0/2.1/-10.9pct., 保证险似走出泥潭。

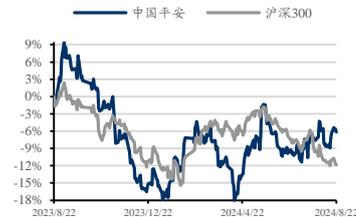
■ 年化综合投资收益率接近各类精算假设水平。1H24 保险资金投资组合实现年化净/总/综合投资收益率 3.3%/3.5%/4.2%, 同比下降 0.2/上升 0.1/上升 0.1 个百分点。净投资收益承压主要系存量资产到期和新增固定收益资产到期收益率下降影响。总/综合投资收益改善得益于证券投资差价收入及公允价值变动损益大幅改善及 FVOCI 类资产正向贡献所致, 期末公司 FVOCI 股票余额较年初增长 17.7% 至 2060.35 亿元。

■ 寿险及健康险年化 ROEV 达 15.4%。期末集团/寿险及健康险 EV 较年初增长 10.3% 和 6.2% 得益于 NBV 回暖、投资回报差异转正、债牛改善自由盈余市场价值调整以及营运经验差异及其他贡献, 期末每股内含价值为 81.06 元, 当前 A 股股价静态 PEV 仅为 0.51X, 处于历史较低水平。

■ 盈利预测与投资评级: 新业务回暖带动价值与盈利指标全面改善。维持盈利预测, 我们预计 2024-26 年归母净利润为 1204、1541 和 1622 亿元, 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, 资管业务板块扭亏不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	41.71
一年最低/最高价	37.62/51.90
市净率(倍)	0.84
流通 A 股市值(百万元)	448,910.45
总市值(百万元)	759,548.89

基础数据

每股净资产(元,LF)	49.70
资产负债率(%LF)	89.63
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): H 股可转债发行点评: 摊薄影响有限, 提升分红可消化负面影响》

2024-07-16

《中国平安(601318): 地产估值掣肘打开, 买入金融股的看涨期权》

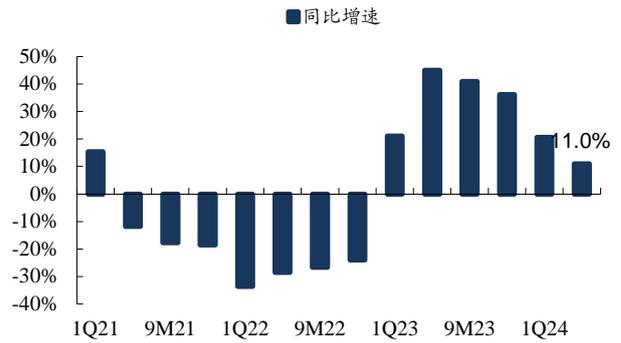
2024-05-19

图1: 1H24 中国平安分布归母营运利润构成及增速

(人民币百万元)	2024年1-6月	占比(%)	同比变动(%)
寿险及健康险业务 ⁽¹⁾	54,657	69.6	0.7
财产保险业务	9,909	12.6	7.2
银行业务	14,999	19.1	1.9
资产管理业务	1,296	1.7	(8.2)
科技业务 ⁽²⁾	291	0.4	(83.2)
其他业务及合并抵销	(2,670)	(3.4)	9.4
集团合并	78,482	100.0	(0.6)

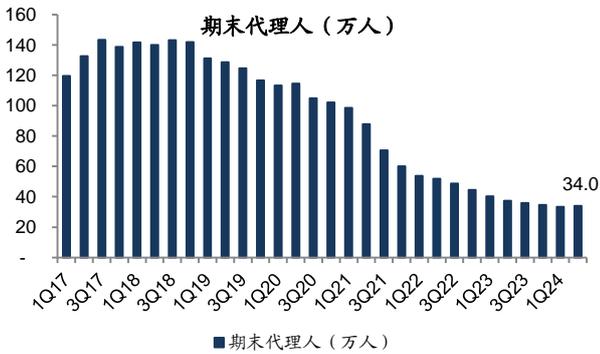
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图2: 累计NBV同比增速高基数上同比继续改善



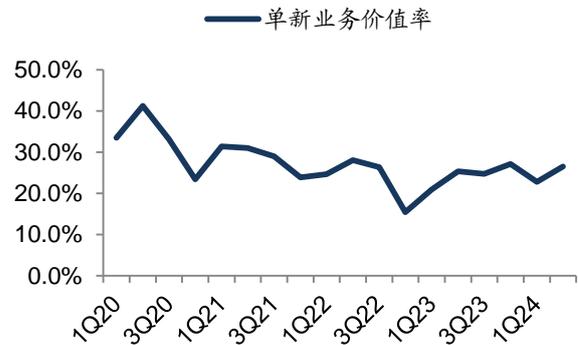
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 期末代理人首现环比企稳



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 单季度新业务价值率已企稳并逐步接近疫后平均



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

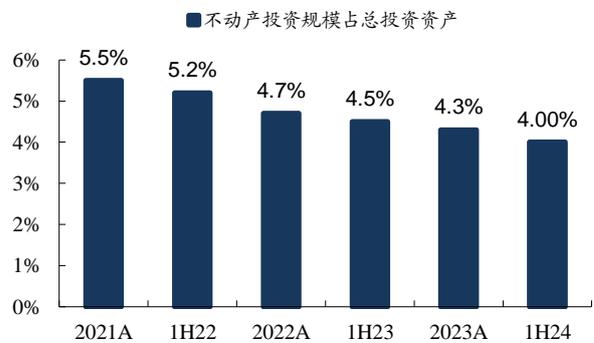
图5: 期末CSM止跌得益于新业务贡献降幅收窄、估计调整的改善及CSM摊销的减少

(人民币百万元)	2024年	2023年	变动(%)
期初合同服务边际	768,440	818,683	(6.1)
新业务贡献	23,737	27,157	(12.6)
新业务保费现值	229,530	257,100	(10.7)
新业务利润率(%)	10.3	10.6	下降0.2个百分点
预期利息增长	11,802	12,445	(5.2)
调整合同服务边际的估计变更 ⁽¹⁾	1,472	(7,840)	不适用
适用浮动收费法业务的保险合同金融风险变动	5,478	5,713	(4.1)
合同服务边际摊销基础	810,928	856,159	(5.3)
合同服务边际摊销	(36,529)	(38,665)	(5.5)
期末合同服务边际	774,399	817,494	(5.3)

注: (1) 该口径剔除了适用浮动收费法业务的保险合同金融风险变动。
(2) 因四舍五入, 直接计算未必相等。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 不动产投资规模占总投资资产4.0%, 较年初下降0.3pps



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>