

2023年05月04日  
中国平安(601318.SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

保险 III

## NBV 增长亮眼，资负两端共振向好

■事件：公司披露 2023 年一季报，23Q1 实现营业收入 2538 亿元（YoY+31%），归母净利润 384 亿元（YoY+49%），基本每股收益为 2.17 元（YoY+48%）；归母营运利润 414 亿元（YoY-3%），其中寿险、财险、银行、资管、科技业务分别贡献 68%、11%、20%、3%、2%。

■我们认为公司一季报重点包括：1) 一季报业绩亮眼，储蓄型产品有望保持向好：23Q1 公司实现新单保费同比+28%，带动 NBV 同比+9%（22Q1 同口径重述后，同比+21%），表现显著优于市场预期，主要受益于储蓄型产品的热销。2) 代理人人均产能提升，保障产品发力可期：公司 Q1 末个险渠道代理人数量较去年年底下滑 9.2%至 40.4 万人，但队伍升级逐步见效，个险渠道 NBV 实现正增长，预计人均产能明显提升。考虑去年同期低基数效应、经济消费预期改善、代理人展业提效等因素，我们预计公司重疾险销售的改善，有望提升公司 NBVM 和 NBV 表现，进一步提振市场信心。3) 投资收益率改善，资产端修复逻辑持续：受益于一季度权益市场回暖以及去年同期低基数，公司 23Q1 年化总投资收益率同比+1.0pct；此外，受益于经济持续改善，长端利率有望边际提升，房地产相关资产质量向好，资产端改善逻辑有望进一步强化。

■NBV 增速回正，银保渠道大幅增长。伴随展业环境转暖以及公司寿险“4 渠道+3 产品”战略持续推进，公司 23Q1 实现 NBV 同比+9%至 137 亿元（若 22Q1 数据重述，则为同比+21%），其中用于计算 NBV 的首年保费同比+28%，NBVM 同比-3.7pct 至 20.9%，预计 NBV 增长主要由储蓄型产品拉动。具体而言，1) 渠道端：公司 23Q1 代理人渠道、银保渠道等主要渠道 NBV 均实现正增长。其中，代理人队伍延续下滑趋势，个险队伍规模达 40.4 万人（较年初-9%）；银保渠道表现亮眼，同比大幅增长，截至 23Q1 新银保业务新队伍在职人数超 1700 人，Q1 银保、社区网格及其他等渠道实现 NBV 占比同比+5.4pct 至 16.9%。2) 产品端：公司新银保战略不断深化，形成终身寿险和年金险的“双引擎”产品体系。在市场理财产品收益率下滑、保本理财需求提升的大背景之下，公司有望发挥新银保渠道和代理人优势，使得储蓄型产品 Q2 销售维持向好趋势；同时，重疾险等产品销售利空已经逐步见底出清，我们预计公司重疾险销售有望迎来改善，提升 NBVM 和 NBV 表现，进一步提振市场信心。

投资评级	<b>买入-A</b> 维持评级
6 个月目标价	60 元
股价 (2023-05-04)	53.70 元

### 交易数据

总市值(百万元)	981,648.96
流通市值(百万元)	581,714.08
总股本(百万股)	18,280.24
流通股本(百万股)	10,832.66
12 个月价格区间	36.15/53.7 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	19.6	11.0	20.2
绝对收益	17.8	8.3	20.5

张经纬 分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060002

zhangjw1@essence.com.cn

### 相关报告

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

■产险业务整体相对稳健，信保赔付拖累 COR 上行。23Q1 公司实现产险原保险保费 770 亿元 (YoY+5.4%)，其中车险、非车险分别同比 +6%、+8%，意健险同比-7%，产险整体增速较去年同期有所放缓。公司 23Q1 产险整体综合成本率为 98.7% (YoY+2.0pct)，主因保证保险业务受市场环境变化影响，赔款支出上升。

■受益于权益市场回暖，Q1 年化总投资收益率为 3.3%。截至 23Q1，公司保险资金投资组合规模超 4.49 万亿元，较年初增长 3.1%。受益于资本市场整体回暖，公司 23Q1 实现年化净投资收益率为 3.1% (YoY-0.2pct)，年化总投资收益率为 3.3% (YoY+1.0pct)。

■投资建议：维持买入-A 投资评级。公司 23Q1 业绩增长亮眼，目前 P/EV 处于历史低位。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 6.3 元、7.6 元、8.1 元，6 个月目标价为 60 元，对应 2023 年 P/EV 为 0.72 倍。

■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。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,180,444	1,110,568	1,182,755	1,259,634	1,341,510
归母净利润	101,618	83,774	115,742	138,452	147,456
每股净资产(元)	44.44	46.97	49.54	53.91	58.56
每股收益(元)	5.56	4.58	6.33	7.57	8.07
每股内含价值(元)	76.30	77.89	83.73	91.27	99.48

估值水平	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
P/B	1.21	1.14	1.08	1.00	0.92
P/E	9.66	11.72	8.48	7.09	6.66
P/EVPS	0.70	0.69	0.64	0.59	0.54

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

### 财务报表预测和估值数据汇总

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	1,180,444	1,110,568	1,182,755	1,259,634	1,341,510	投资资产-定期存款	208,417	234,142	287,146	308,924	283,732
已赚保费	739,933	742,418	794,387	849,994	909,494	投资资产-债券	1,904,366	2,216,095	2,047,575	2,555,917	2,592,539
提取未到期责任准备金	-9,298	5,248	6,822	8,869	11,530	投资资产-其他	196,542	181,821	180,329	219,244	267,566
投资收益及公允价值变动	80,765	39,710	37,725	35,838	34,046	固定到期日投资	272,597	228,796	402,187	428,970	371,104
其他收入	369,044	323,192	343,821	364,932	386,440	投资资产-权益投资	1,095,440	76,269	76,269	1,420,280	1,491,294
<b>营业支出</b>	1,040,759	1,004,249	1,029,946	1,076,861	1,146,857	投资资产-基建投资	110,762	114,508	130,255	118,712	150,788
退保金	52,931	54,102	55,486	56,906	58,362	投资资产-现金及其他等价物	24,143	19,014	29,768	40,252	32,867
赔付支出	268,854	282,122	289,341	296,744	304,338	投资资产-其他资产	3,916,412	4,368,400	4,433,926	4,478,265	4,523,048
提取保险责任准备金	266,815	262,301	269,013	275,896	282,956	发放贷款及垫款	3,063,448	3,238,054	3,853,284	4,585,408	5,456,636
保单红利支出	19,405	19,599	20,100	20,615	21,142	其他资产	3,162,166	3,530,714	3,518,188	3,331,994	3,035,768
保险业务手续费及佣金支出	80,687	70,354	72,154	74,000	75,894	<b>资产合计</b>	10,142,026	11,137,168	11,805,398	12,395,668	13,015,451
业务及管理费	172,597	164,700	168,914	173,236	177,669	准备金	2,473,134	2,454,053	2,282,269	2,168,156	2,059,748
资产减值损失	14,548	3,096	3,175	3,256	3,340	保户储金及投资款	825,057	875,529	901,795	928,849	956,714
其他支出	164,922	147,975	151,761	155,645	159,627	其他负债	5,766,112	6,515,707	6,646,021	6,778,941	6,914,520
<b>营业利润</b>	139,685	106,319	152,809	182,773	194,653	<b>负债合计</b>	9,064,303	9,961,870	10,567,341	11,061,059	11,578,532
利润总额	139,580	105,815	152,709	182,673	194,553	归母公司所有者权益	812,405	858,675	905,603	985,532	1,070,389
所得税费用	17,778	-1,617	22,906	27,401	29,183	少数股东权益	265,318	316,623	332,454	349,077	366,531
<b>净利润</b>	121,802	107,432	129,803	155,272	165,370	<b>股东权益合计</b>	1,077,723	1,175,298	1,238,057	1,334,609	1,436,919
归母净利润	101,618	83,774	115,742	138,452	147,456						
<b>估值水平</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>每股数据</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
P/B	1.21	1.14	1.08	1.00	0.92	每股净资产	44.44	46.97	49.54	53.91	58.56
P/E	9.66	11.72	8.48	7.09	6.66	每股盈利	5.56	4.58	6.33	7.57	8.07
P/EVPS	0.70	0.69	0.64	0.59	0.54	每股内含价值	76.30	77.89	83.73	91.27	99.48

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 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 ■■■

安信证券股份有限公司 (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** ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信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。

安信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。

**安信证券研究中心**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

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