

中国平安(601318)

分红稳健增长略超预期

行业：非银金融/保险 II
 投资评级：买入(维持)
 当前价格：42.03元
 目标价格：60.70元

事件：

公司发布2023年年报，公司全年实现NBV 310.8亿，同比+7.8%。新准则下公司实现归母净利润856.65亿，同比-22.8%。

➤ 23年利润低于预期，分红略超预期

1) 新准则下公司实现归母净利润856.65亿，同比-22.8%，增速环比继续回落(前三季度累计增速为-5.6%)。其中Q1/Q2/Q3/Q4单季同比分别+48.9%/-30.0%/-19.6%/盈转亏。分业务来看，寿险及健康险、财险、银行、资管、科技业务分别实现归母净利润726、89、269、-207、21亿。资管业务利润承压是公司净利润略低于预期的主因。23年信用风险增加、资本市场波动导致部分资产承压，公司对部分项目重估使得资管业务盈利下降。

2) 新准则下公司实现归母营运利润1179.89亿，同比-19.7%。营运利润为近年来首次负增长，主要系精算假设调整导致寿险及健康险业务营运利润承压(同比-3%)、资管业务显著亏损。展望后续，短期在合同服务边际余额持续低迷的背景下，公司的归母营运利润增速或将维持在零附近。

3) 公司全年拟派发每股红利2.43元，同比+0.4%。分红比例为(分红总额/新准则归母净利润)51.4%。在营运利润下滑的背景下，公司仍保证了每股分红稳健增长，表明公司高度重视股东回报。

➤ NBV增速环比回落，主要系精算假设调整影响

1) 公司实现NBV 310.8亿，同比+7.8%，其中Q1/Q2/Q3/Q4单季同比分别+8.8%/+75.5%/+21.3%/盈转亏。公司NBV增速环比回落，主要系精算假设调整影响。假设调整前，公司NBV为392.62亿，同比+36.2%。假设调整对公司NBV的影响幅度为-20.8%。假设调整后，公司NBV的置信度有望提高。

2) 公司实现首年保费1657.84亿，同比+38.9%。NBV Margin为23.7%，同比-0.5pct，主要系储蓄型产品和银保渠道的NBV占比有所提升。

3) 年末公司代理人数为34.7万，环比23Q3减少1.3万。公司代理人数仍在下滑，但质态明显改善。23年代理人人均NBV/收入分别同比+90%/39%。

4) 年末公司EV为13901.26亿，较年初-2.4%，其中寿险及健康险EV为8309.74亿，较年初-5.0%。EV下滑主要系投资收益率和风险贴现率等经济假设调整(-5.4%)、投资收益低于假设(-2.0%)。

➤ 不动产投资占比下降，公司投资质量有望改善

公司年化净/总/综合投资收益率分别为4.2%/3.0%/3.6%，同比分别-0.5pct/+0.6pct/+0.9pct。截至2023年末，公司投资资产中不动产投资余额为2040亿，环比23H1减少54亿；占比为4.3%，环比23H1下滑0.2pct。

➤ 盈利预测、估值与评级

随着外部市场环境改善、内部资产质量不断夯实，公司投资收益和净利润有望迎来改善。我们预计公司2024-2026年保险业务收入分别为5523/5848/6201亿，对应增速分别为3%/6%/6%；归母净利润分别为1008/1154/1264亿，对应增速分别为18%/15%/10%。鉴于公司稳健的分红水平和综合金融生态圈优势，我们认为中长期视角下公司具备较高的投资价值，维持目标价60.7元，维持“买入”评级。

风险提示：经济复苏不及预期、资本市场波动加剧、管理层变动。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	18,210.23/18,210.23
流通A股市值(百万元)	452,354.50
每股净资产(元)	49.37
资产负债率(%)	89.39
一年内最高/最低(元)	56.00/37.62

股价相对走势



作者

分析师：曾广荣
 执业证书编号：S0590522100003
 邮箱：zenggr@glsc.com.cn
 分析师：刘雨辰
 执业证书编号：S0590522100001
 邮箱：liuyuch@glsc.com.cn

联系人：朱丽芳
 邮箱：zhulf@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
保险业务收入(百万)	525,981	536,440	552,338	584,765	620,101
同比增速(%)		2.0%	3.0%	5.9%	6.0%
归母净利润(百万)	111,008	85,665	100,772	115,408	126,362
同比增速(%)		-22.8%	17.6%	14.5%	9.5%
内含价值(百万)	1,423,763	1,390,126	1,458,446	1,544,112	1,638,648
同比增速(%)	2.0%	-2.4%	4.9%	5.9%	6.1%
PEV	0.54	0.55	0.52	0.50	0.47

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2024年03月21日收盘价

相关报告

1、《中国平安(601318)：提质增效注重回报，分红有望稳健增长》2024.03.06
 2、《中国平安(601318)：综合金融模式铸就公司坚固护城河》2023.11.06

财务预测摘要
资产负债表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产					
货币资金	613,737	577,212	548,351	520,934	494,887
结算备付金	16,846	19,387	22,101	25,416	29,229
拆出资金	133,921	220,707	264,848	304,576	350,262
买入返售金融资产	91,514	167,660	181,073	199,180	223,082
应收账款	36,118	35,636	34,567	33,876	33,876
衍生金融资产	29,278	44,978	47,227	49,588	52,068
分出再保险合同资产	20,615	22,215	23,548	25,196	26,960
长期应收款	186,858	180,674	173,447	164,775	154,888
发放贷款及垫款	3,238,054	3,318,122	3,384,484	3,452,174	3,624,783
定期存款	273,288	239,598	215,638	195,153	177,589
金融投资:					
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	1,640,519	1,803,047	2,073,504	2,322,325	2,601,003
债权投资	1,124,035	1,243,353	1,467,157	1,701,902	1,872,092
其他债权投资	2,500,790	2,637,008	2,689,748	2,743,543	2,798,414
其他权益工具投资	264,771	264,877	265,142	265,407	265,672
长期股权投资	280,793	258,877	279,587	296,362	311,181
商誉	44,060	44,116	44,160	44,204	44,248
存出资本保证金	14,444	14,903	15,201	15,505	15,815
投资性房地产	136,655	143,755	136,567	139,299	140,692
固定资产	49,941	47,412	44,567	41,893	39,380
无形资产	33,459	32,613	31,961	31,641	31,483
使用权资产	12,580	9,794	10,088	10,390	10,702
递延所得税资产	89,321	101,337	112,484	124,857	138,592
其他资产	178,343	156,133	145,204	148,108	152,551
资产总计	11,009,940	11,583,417	12,210,655	12,856,304	13,589,448
负债					
短期借款	121,945	93,322	79,324	71,391	64,252
向中央银行借款	191,916	208,783	221,310	235,695	252,194
银行同业及其他金融机构存放款项	385,092	449,850	503,832	564,292	632,007
拆入资金	72,596	76,602	80,432	86,867	93,816
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	84,659	48,619	36,464	40,111	41,715
衍生金融负债	39,738	44,531	50,320	56,358	62,558
卖出回购金融资产款	271,737	241,803	224,877	209,135	194,496
代理买卖证券款	125,828	116,384	112,892	110,635	108,422
应付账款	10,349	8,858	7,618	6,475	6,799
预收保费	29,785	16,854	19,382	21,708	23,879
应付职工薪酬	47,723	49,771	50,766	51,782	52,817
应交税费	25,962	15,688	16,943	18,298	19,762
吸收存款	3,306,171	3,418,155	3,657,426	3,840,297	4,032,312
保险合同负债	3,671,177	4,159,801	4,367,791	4,629,859	4,884,501
分出再保险合同负债	105	53	58	64	71
长期借款	151,539	135,161	140,567	146,190	152,038
应付债券	931,098	964,007	1,012,207	1,062,818	1,137,215
租赁负债	13,013	10,234	10,029	9,227	8,304
递延所得税负债	14,217	14,148	14,077	14,007	13,937
其他负债	329,294	281,829	262,101	267,343	275,363
负债合计	9,823,944	10,354,453	10,868,418	11,442,552	12,056,458
股东权益					
股本	18,280	18,210	18,210	18,210	18,210

资本公积	133,528	134,606	135,952	137,312	138,685
减：库存股	(10,996)	(5,001)	(3,751)	(3,188)	(2,551)
其他综合收益	5,491	(13,044)	6,522	6,848	7,191
盈余公积	12,164	12,164	12,164	12,164	12,164
一般风险准备	117,868	130,353	168,155	186,652	220,250
未分配利润	592,856	621,723	646,592	678,922	726,446
归属于母公司股东权益合计	869,191	899,011	983,845	1,036,920	1,120,395
少数股东权益	316,805	329,953	358,392	376,832	412,595
股东权益合计	1,185,996	1,228,964	1,342,237	1,413,752	1,532,990
负债和股东权益总计	11,009,940	11,583,417	12,210,655	12,856,304	13,589,448

利润表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
一、营业收入					
保险服务收入	525,981	536,440	552,338	584,765	620,101
银行业务利息净收入	131,096	118,947	126,337	133,917	141,952
银行业务利息收入	228,784	227,552	241,689	256,190	271,562
银行业务利息支出	(97,688)	(108,605)	(115,352)	(122,273)	(129,610)
非保险业务手续费及佣金净收入	36,054	37,033	37,082	38,936	40,883
非保险业务手续费及佣金收入	45,982	45,806	45,866	48,160	50,568
非保险业务手续费及佣金支出	(9,928)	(8,773)	(8,785)	(9,224)	(9,685)
非银行业务利息收入	115,933	118,503	121,514	128,648	136,422
投资收益	38,612	36,891	38,367	40,285	42,702
公允价值变动损益	(36,936)	(9,039)	15,000	15,750	16,695
汇兑损益	3,144	120	100	100	100
其他业务收入	63,166	71,771	73,924	76,142	78,426
资产处置损益	311	563	600	600	600
其他收益	2,994	2,560	2,560	2,560	2,560
营业收入合计	880,355	913,789	967,822	1,021,703	1,080,441
二、营业支出					
保险服务费用	(422,221)	(440,178)	(446,547)	(472,557)	(500,723)
分出保费的分摊	(14,919)	(14,179)	(14,384)	(15,222)	(16,129)
减：摊回保险服务费用	10,605	10,448	11,164	11,814	12,518
承保财务损益	(99,933)	(123,959)	(138,328)	(139,066)	(147,354)
减：分出再保险财务损益	564	542	692	695	737
税金及附加	(3,414)	(3,665)	(4,215)	(4,341)	(4,471)
业务及管理费	(76,401)	(80,212)	(88,233)	(89,998)	(91,798)
提取保费准备金	(78)	(230)	(253)	(266)	(279)
非银行业务利息支出	(22,698)	(24,346)	(27,511)	(28,336)	(29,186)
其他业务成本	(27,101)	(38,086)	(38,637)	(40,888)	(43,325)
其他资产减值损失	(1,367)	(1,327)	(1,300)	(1,300)	(1,300)
信用减值损失	(80,553)	(77,744)	(79,299)	(80,885)	(82,503)
营业支出合计	(737,516)	(792,936)	(826,851)	(860,349)	(903,813)
三、营业利润	142,839	120,853	140,971	161,353	176,627
加：营业外收入	359	816	864	912	965
减：营业外支出	(863)	(1,552)	(1,618)	(1,684)	(1,769)
四、利润总额	142,335	120,117	140,217	160,582	175,823
减：所得税	(7,518)	(10,843)	(12,657)	(14,496)	(15,872)
五、净利润	134,817	109,274	127,559	146,086	159,952
归属于母公司股东的净利润	111,008	85,665	100,772	115,408	126,362
少数股东损益	23,809	23,609	26,787	30,678	33,590

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测。股价为2024年03月21日收盘价。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼