

投资评级 优于大市 维持

NBV 略承压，2020 有望加速增长

股票数据

10月25日收盘价(元)	88.00
52周股价波动(元)	54.94-92.50

股本结构

总股本(百万股)	18280
流通A股(百万股)	10832.664498
B股/H股(百万股)	0/7448

相关研究

《净利润+68%，价值率大幅提升》 2019.08.17
《从“大”到“伟大”——再论中国平安投资价值》2019.06.22
《投资表现优异，新业务价值率显著提升》2019.04.30

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.9	-1.3	-0.7
相对涨幅(%)	-1.5	-3.3	-1.9

资料来源：海通证券研究所

投资要点：2019 前三季度归母净利润同比+63%，寿险、产险利润均实现高增速。前三季度 NBV 同比+4.5%，Q3 同比增速较 Q2 有所提升。科技板块 Q3 利润增速由负转正。维持“优于大市”评级。

- **平安 2019 年三季报业绩：**1) 归母净利润 1296 亿元，同比+63%，Q3 同比+50%；2) 归母营运利润同比+21.5%，Q3 同比+16%。净资产 6412 亿，较年初+15%，较中期+3%。
- **寿险、产险利润稳定高增速。**1) 前三季度寿险、产险、银行、资产管理业务、科技的归母净利润分别增长 101%、98%、15%、-32%、-24%。2) 受其他资管业务项目退出节奏差异、部分资产计提减值影响，资管业务 Q3 净利润大幅-55%。
- **寿险：前三季度 NBV 同比+4.5%，其中三季度同比+4.1%，增速较二季度的+3.2% 有所提升。**1) 2019 前三季度首年保费同比-7%，NBV margin 同比+5.3ppt 至 48.1%。2) 3 季末代理人数量 124.5 万人，较年初-12.1%，较中期-3.2%。前三季度人均保单件数 1.39 件/月，同比+9.4%。我们预计全年 NBV 增速 5%左右。
- **产险：产险综合成本率+0.2ppt 至 96.2%；车险增速放缓、非车险提速。**1) 受益于投资收益改善、手续费新规带来的所得税减少，前三季度净利润同比+98%，营运利润同比+75.5%；税前利润同比+29%。2) Q3 单季车险保费同比+1% (Q2 为 10%)；非车险同比+19% (Q2 为 7%)、意健险+35% (Q2 为 33%)。我们预计公司 Q3 已赚保费形成率已有明显提升，有助于全年综合成本率的改善。
- **投资：投资收益率较上半年进一步提升。**1) 截止三季末，投资管理规模近 3.03 万亿，较年初增长 8.6%。2) 前三季度年化净投资收益率 4.9%，同比+0.2ppt；总投资收益率 6.0%，同比+2ppt；二者分别较上半年+0.4ppt、0.5ppt。3) 公司严控信用风险，公司债、债权计划及理财产品的占比分别较年初下降 1.7ppt、0.8ppt 至 4.1%、15%，债券计划未出现违约。

分析师:孙婷

Tel:(010)50949926

Email:st9998@htsec.com

证书:S0850515040002

分析师:李芳洲

Tel:(021)23154127

Email:lfz11585@htsec.com

证书:S0850519060002

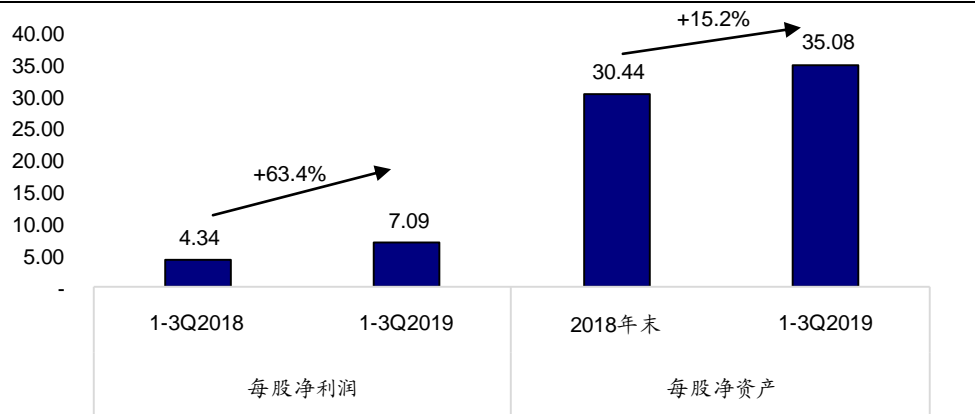
主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	890882.00	976832.00	1130275.70	1265872.66	1440640.12
(+/-)YoY(%)	25.04%	9.65%	15.71%	12.00%	13.81%
净利润(百万元)	89088.00	107404.00	167693.32	182327.10	203631.47
(+/-)YoY(%)	42.78%	20.56%	56.13%	8.73%	11.68%
EPS(元)	4.87	5.88	9.17	9.97	11.14
BVPS(元)	25.89	30.44	37.22	43.97	51.45
EV(元)	45.14	54.84	65.88	79.39	94.93
1YrVNB(元)	3.68	3.95	4.15	4.48	4.98

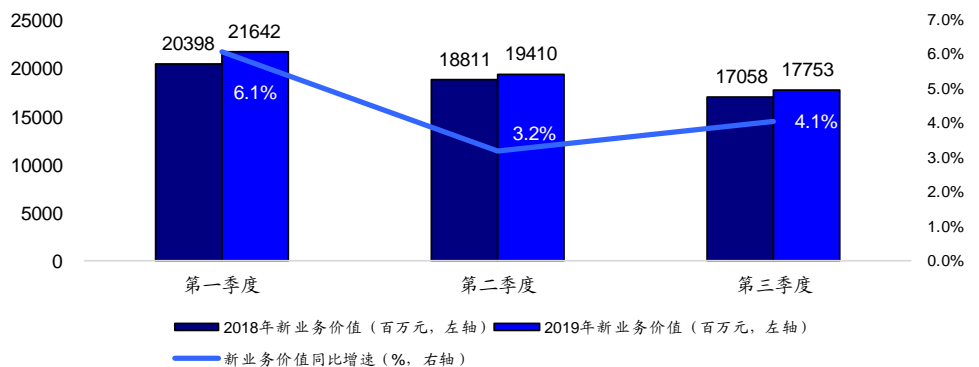
资料来源：公司年报(2017-2018)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

- **科技：科技业务收入稳健增长，Q3单季利润增速由负转正。** 1) 前三季度科技总收入 600 亿，同比+33%。2) Q1、Q2、Q3 科技净利润同比-24%、-41%、+9%，前三季度共实现 41 亿利润。3) 陆金所受网贷业务受限影响，资产规模较年初-5%，但个人端贷款余额+17.7%至 4412 亿。
- **EV 稳定高增长，估值仍有提升空间。** 我们预计公司健康险仍保持高速增长；公司在“金融+科技”战略下，积极建设医疗服务板块，可类比联合健康的“保险+服务”模式，健康产业的领先布局有望为公司带来新的利润增长点。我们认为中国平安应该享有“公司治理溢价+寿险龙头溢价+金融集团溢价+科技溢价”，由于 2019 年利润与 EV 受 2018 年税收调减转回影响较大，我们给予 1.4-1.5 倍 2020 年 PEV，对应合理估值区间 111.15-119.09 元，2019 年 10 月 25 日股价对应 2020E PEV 仅为 1.11x，“优于大市”评级。
- **风险提示：利率趋势性下行；股票市场大幅波动；保障型增长不及预期。**

图 1 每股净利润与每股净资产变动图（单位：元）


资料来源：中国平安 2018 年报，中国平安 2019 年三季报，海通证券研究所

图 2 2019 年前三季度 NBV 单季增速


资料来源：中国平安 2019 年中报，中国平安 2018-2019 年一季报、三季报，海通证券研究所

表 1 上市保险公司估值及盈利预测

证券简称		价格 (元)		EV (元)				1YrVNB (元)			
A 股	人民币	2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E		
中国平安-A	88.00	45.14	54.84	65.88	79.39	3.68	3.95	4.15	4.48		
中国人寿-A	30.50	25.97	28.13	32.80	36.79	2.13	1.75	2.07	2.32		
新华保险-A	49.85	49.19	55.50	64.81	74.39	3.87	3.91	4.09	4.47		
中国太保-A	35.11	31.58	37.09	42.89	49.66	2.95	2.99	3.14	3.49		

证券简称		价格		P/EV (倍)				VNBX (倍)			
A 股	人民币	2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E		
中国平安-A	88.00	1.95	1.60	1.34	1.11	11.63	8.38	5.33	1.92		
中国人寿-A	30.50	1.17	1.08	0.93	0.83	2.13	1.35	-1.11	-2.72		
新华保险-A	49.85	1.01	0.90	0.77	0.67	0.17	-1.44	-3.66	-5.49		
中国太保-A	35.11	1.11	0.95	0.82	0.71	1.20	-0.66	-2.48	-4.17		

证券简称		价格		EPS (元)				BVPS (元)			
A 股	人民币	2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E		
中国平安-A	88.00	4.87	5.88	9.17	9.97	25.89	30.44	37.22	43.97		
中国人寿-A	30.50	1.14	0.40	1.72	2.18	11.35	11.26	13.86	15.60		
新华保险-A	49.85	1.73	2.54	4.71	5.26	20.42	21.02	22.86	24.44		
中国太保-A	35.11	1.62	1.99	3.10	3.22	15.17	16.51	18.31	19.68		

证券简称		价格		P/E (倍)				P/B (倍)			
A 股	人民币	2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E		
中国平安-A	88.00	18.07	14.97	9.60	8.83	3.40	2.89	2.36	2.00		
中国人寿-A	30.50	26.73	75.65	17.78	13.98	2.69	2.71	2.20	1.96		
新华保险-A	49.85	28.89	19.63	10.59	9.48	2.44	2.37	2.18	2.04		
中国太保-A	35.11	21.70	17.66	11.33	10.90	2.31	2.13	1.92	1.78		

资料来源: 保险公司历年财报, WIND, 海通证券研究所 (基于 2019 年 10 月 25 日收盘价)

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					寿险保费	475895	685330	842671	1041802
每股收益	5.88	9.17	9.97	11.14	非寿险保费	216393	254867	277805	319476
每股净资产	30.44	37.22	43.97	51.45	总保费及管理费收入	692288	940198	1120476	1361278
每股内含价值	54.84	65.88	79.39	94.93	减: 分出保费	19417	23324	28679	35456
每股新业务价值	3.95	4.15	4.48	4.98	净保费收入	672871	916873	1091797	1325822
价值评估 (倍)					减: 净提取未到期责任准备金	22436	228	5945	2909
P/E	14.97	9.59	8.82	7.90	已赚净保费	650435	916645	1085852	1322913
P/B	2.89	2.36	2.00	1.71	投资收益	74589	149178	208849	229734
P/EV	1.60	1.34	1.11	0.93	营业收入	976832	1130276	1265873	1440640
VNBX	8.38	5.33	1.92	-1.39	赔付及保户利益	415852	426332	569566	701856
盈利能力指标 (%)					保险业务综合费用	412983	466446	421723	412659
净投资收益率	5.20%	5.31%	5.61%	5.71%	营业费用	828835	892778	991290	1114516
总投资收益率	3.70%	4.20%	4.46%	4.77%	营业利润	163338	237498	274583	326124
净资产收益率	20.90%	24.64%	22.68%	21.65%	税前利润	163151	237498	274583	326124
总资产收益率	1.50%	2.02%	2.19%	2.17%	所得税	42699	36875	57662	75009
财险综合成本率	96.00%	96.10%	95.90%	95.90%	归属于母公司股东的净利润	107404	167693	182327	203631
财险赔付率	54.90%	56.00%	56.20%	56.40%	少数股东损益	13048	32930	34594	47484
财险费用率	41.10%	40.10%	39.70%	39.50%					
盈利增长 (%)					资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润增长率	20.56%	56.13%	8.73%	11.68%	现金及存款投资	687077	799922	926949	1092891
内含价值增长率	21.48%	20.14%	20.50%	19.57%	债权投资	1535820	1788062	2072004	2442932
新业务价值增长率	7.33%	5.00%	8.00%	11.00%	股权投资	404163	470543	545264	642877
偿付能力充足率 (%)					其他投资	24669	78424	90877	107146
偿付能力充足率(集团)	216%	220%	225%	230%	总投资资产	2794620	3136950	3635095	4285845
偿付能力充足率(寿险)	219%	230%	235%	240%	分保资产	25354	26875	28488	30197
偿付能力充足率(产险)	224%	242%	246%	250%	其他资产	4322986	5144216	4671043	5087292
内含价值 (百万元)					资产总计	7142960	8308041	8334626	9403334
调整后净资产	602155	692478	796350	915802	保险合同负债	1605411	1778865	2078655	2457719
有效业务价值	400301	511888	654921	819483	投资合同负债	622915	751912	954153	1245857
内含价值	1002456	1204366	1451271	1735286	次级债	556875	556875	556875	556875
一年新业务价值	72294	75909	81981	90999	其他负债	3674116	4379361	3745442	3958759
核心内含价值回报率 (%)	24%	26%	26%	26%	负债总计	6459317	7467013	7335125	8219211
寿险新业务保费 (百万元)					实收资本	18280	18280	18280	18280
趸缴新单保费					归属于母公司股东权益	556508	680464	803843	940480
期缴新单保费					少数股东权益	127135	160565	195658	243643
新业务合计	178,506	184,642	202,863	223,799	负债和所有者权益合计	7142960	8308041	8334626	9403334
新业务保费增长率 (%)	-1.2%	3.4%	9.9%	10.3%					
标准保费									
标准保费增长率 (%)									

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 25 日
资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

孙婷 银行行业, 非银行金融行业
李芳洲 非银行金融行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解, 清晰准确地反映了作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 中信银行, 第一创业, 兴业银行, 杭州银行, 中国太保, 国金证券, 光大证券, 中国人寿, 国泰君安, 东吴证券, 东方财富, 汇丰控股, 华安证券, 中国银河, 兴业证券, 招商证券, 中国银行, 华泰证券, 中原证券, 中国平安, 中国财险, 中金公司, 众安在线, 中信建投, 安信信托, 中国太平, 东方证券, 南京银行, 广发证券, 国元证券

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。