

证券研究报告| 非银金融

报告日期：2020年9月17日

中国平安 (601318.SH)

好行业，好公司，低估值

郑积沙

zhengjisha@cmschina.com.cn

S1090516020001

刘雨辰

liuyuchen3@cmschina.com.cn

S1090518100002

曾广荣

zengguangrong@cmschina.com.cn

S1090520040001

CMS  招商证券

目录

● 行业：负债迎拐点+资产端向好，有望戴维斯双击

1. 负债端：宏观大周期迎向上拐点；微观各公司主动发力
2. 资产端：经济向好、货币供需趋紧刺激利率向上；权益市场向上且将迎风格切换

● 公司：NBV市占率能提升就是好公司，就会有好估值

1. 2021年NBV：平安2021开门红和全年NBV增速预计均高达20%，**同业最高**；
2. 开门红策略：态度和策略从过去两年的保守转向积极；
3. 产品策略：年金与保障并重，重视年金需求，保障聚焦高端；
4. 渠道策略：人力策略坚持短期扩量、长期提质；
5. 费用政策：新基本法下发，扩大渠道投入；

● 关注焦点：改革回顾与展望、20&21年业绩分析、投资建议

1. 该如何看待寿险改革？持续三年打基础，蓄势待发可期待；
2. 21年发展前瞻：贯穿全年的NBV增速领跑同业，EV&营运利润稳健增长；
3. 投资建议：未来6个月空间40%+。为什么是6个月？为什么是40%+？
4. 风险提示：改革效果不及预期、疫情反复、居民需求复苏不及预期

1. 行业观点：负债迎拐点+资产端向好，再一次戴维斯双击

□ 负债端超预期复苏的确定性极高；资产端利率走高权益向好助攻投资和估值

- **行业观点：** 资产端决定行业投资机会，负债端决定个股投资机会。 当前行业负债端处于20年维度的7年周期起点前夜，开门红将实现穿越疫情的跨年高增长；利率上行对保险股估值提升作用明显，股市稳中向好和风格切换利好保险股投资收益和估值修复。
- **负债端：** 长周期维度复盘过去20年负债端表现，呈现7年周期（4红3黑）特征；各公司明确**积极备战2021年开门红**，均有提前抢跑思路。年金险需求景气度持续提升，行业在供给方面态度也较为积极。后续如果人力质态回升、开门红节奏积极，则2021年财务周期将看到负债端的实质性增长，开启新一轮增长周期。
- **资产端：** 经济持续复苏预期渐强，货币政策轻微调整。未来6个月或将看到**十年期国债收益率向上突破3.5%**，利率上行促进保险股估值提升；权益市场向好且风格切换利好保险股投资收益率和利润表现，同时保险股作为金融股也有估值修复的强化效果。
- **估值：** 个股业绩分化导致估值分化，纯寿险拔高估值，产寿险负债低迷拖累股价。

1.1 行业负债端：宏观20年保费复盘呈现“7年周期”特征

过去20年销售复盘来看，存在典型“四红三黑”的现象。2018-2020由于政策和行业发展阶段使得增长趋缓，2021年有望重回周期增长通道。

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2020 ⁷
10.8%	51.3%	61.1%	28.7%	6.8%	13.8%	10.7%	24.2%	49.2%	12.0%	29.8%	-10.2%	2.4%	5.8%	15.7%	21.5%	31.7%	23.0%	-3.4%	9.8%	4.6%	

寿险保费年度累计增速



资料来源：wind，招商证券

1.1 行业负债端：2020年难有逆转，积极布局2021

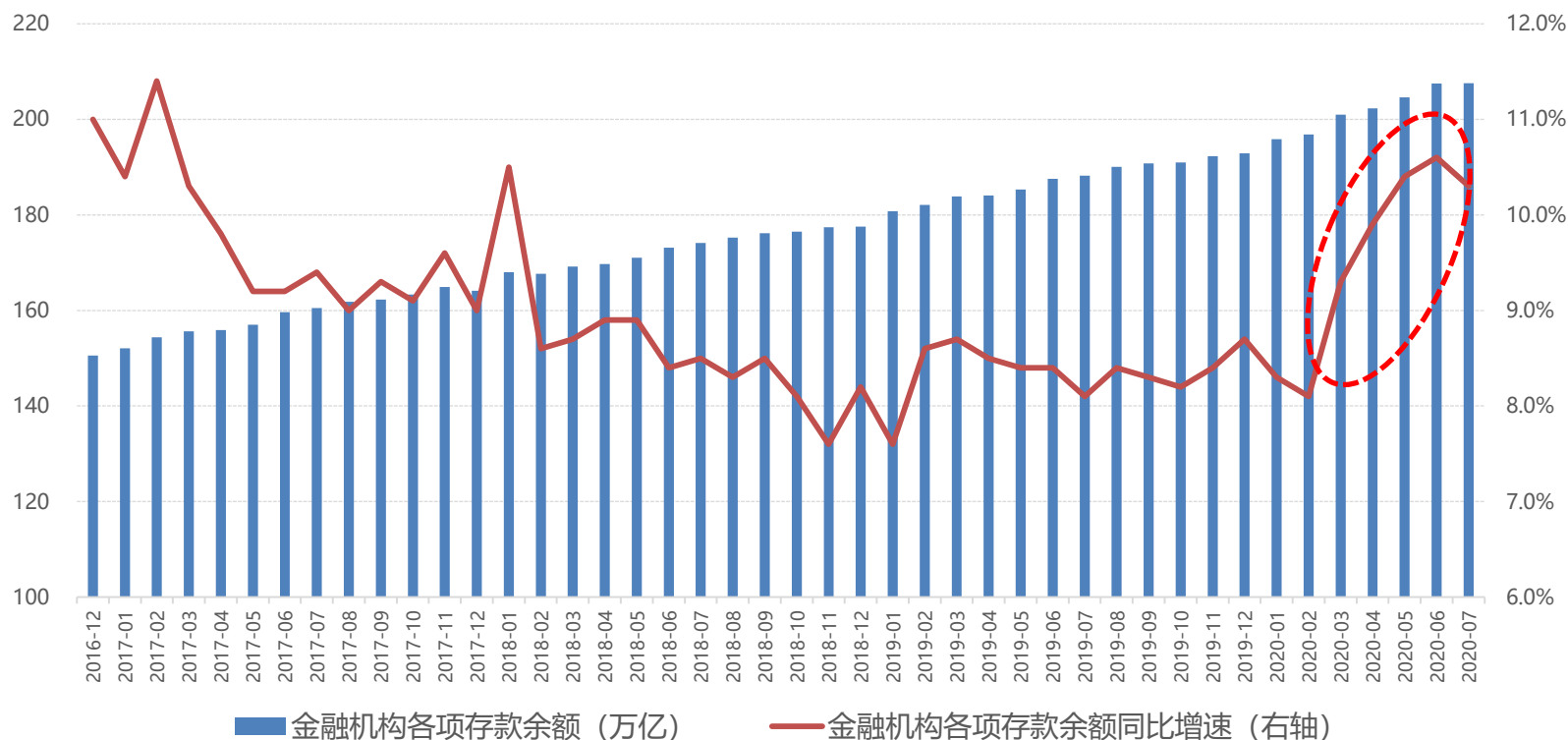
□ 供给端：各公司均积极重视2021年开门红。

- **客观来看，20年目标达成难度较大：**上半年各公司NBV增速远低于此前预算目标，下半年随着疫情的深远影响，改善时间不足，完成年初目标的可能性降低。
- **战略性放弃2020年不失为一种选择：**下半年各公司逐渐恢复代理人队伍的管理制度，积极帮助代理人留存、开单，更多的是为了激活代理人而不是冲业绩，我们预计多数公司将“战略性放弃”2020年。深蹲是为了跳的更高，避免疫情冲击蔓延至2021年才是更务实的经营决策。
- **预计上市险企整体将积极备战2021开门红：**中国人寿已发布2021年开门红的主力产品，预售开始日期预计将早于去年；新华保险则预计仍将力争实现年初目标；平安和太保则预计20年初始目标难以实现，更积极的备战来年业务不失为一种更好的选择。

1.1行业负债端：年金险迎加速发展周期

□ 需求端：居民理财需求依旧旺盛。

- **理财需求旺盛：**在疫情的冲击下，上半年宽松的货币政策给企业和居民提供了充足的资金，同时居民当前“只想存钱不敢花钱”的做法更为普遍，对于储蓄和理财的需求愈加强烈；



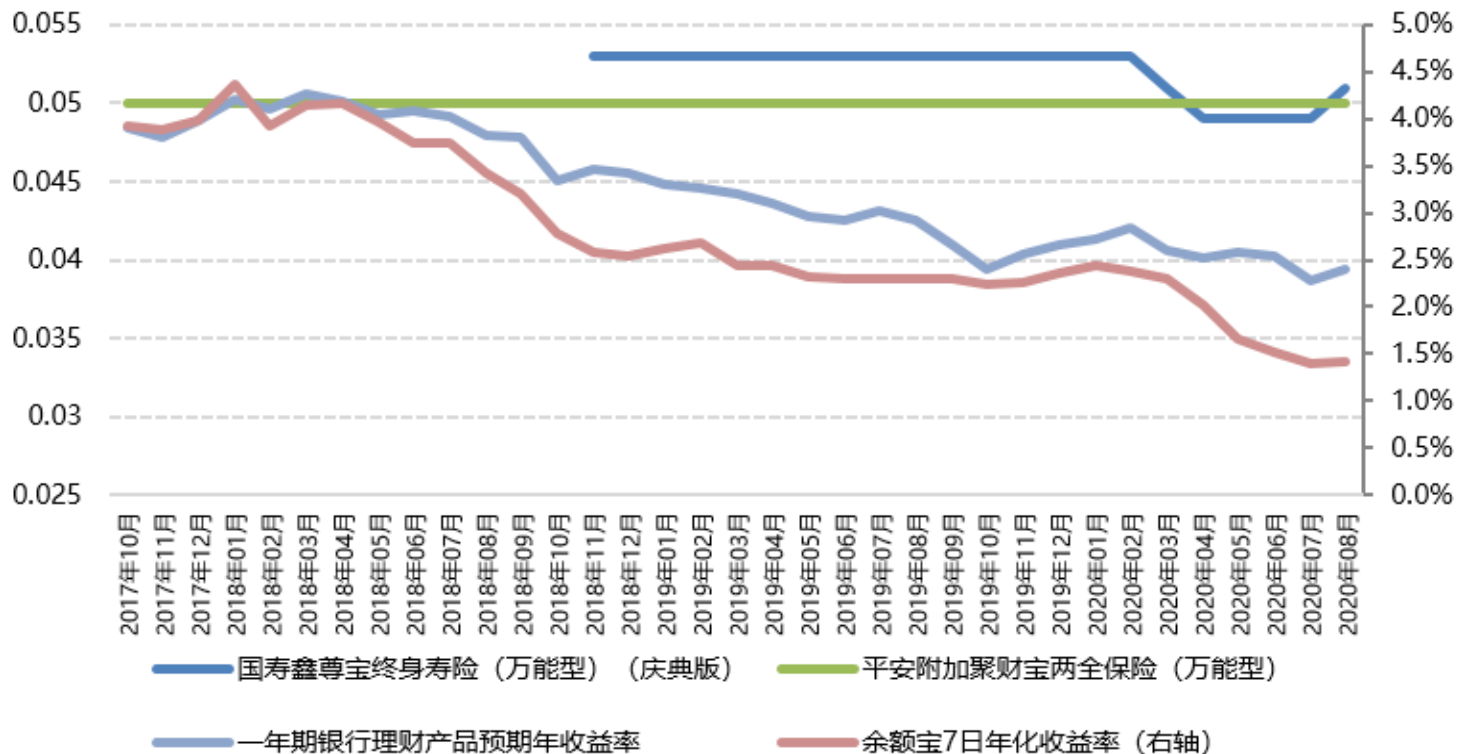
资料来源：wind，招商证券

1.1行业负债端：年金险迎加速发展周期

□ 需求端：年金险吸引力提升。

- **万能险是最佳供给：**竞品收益率下滑以及资管新规的实施，年金险吸引力将大幅提升。

万能险结算利率与竞品收益率对比



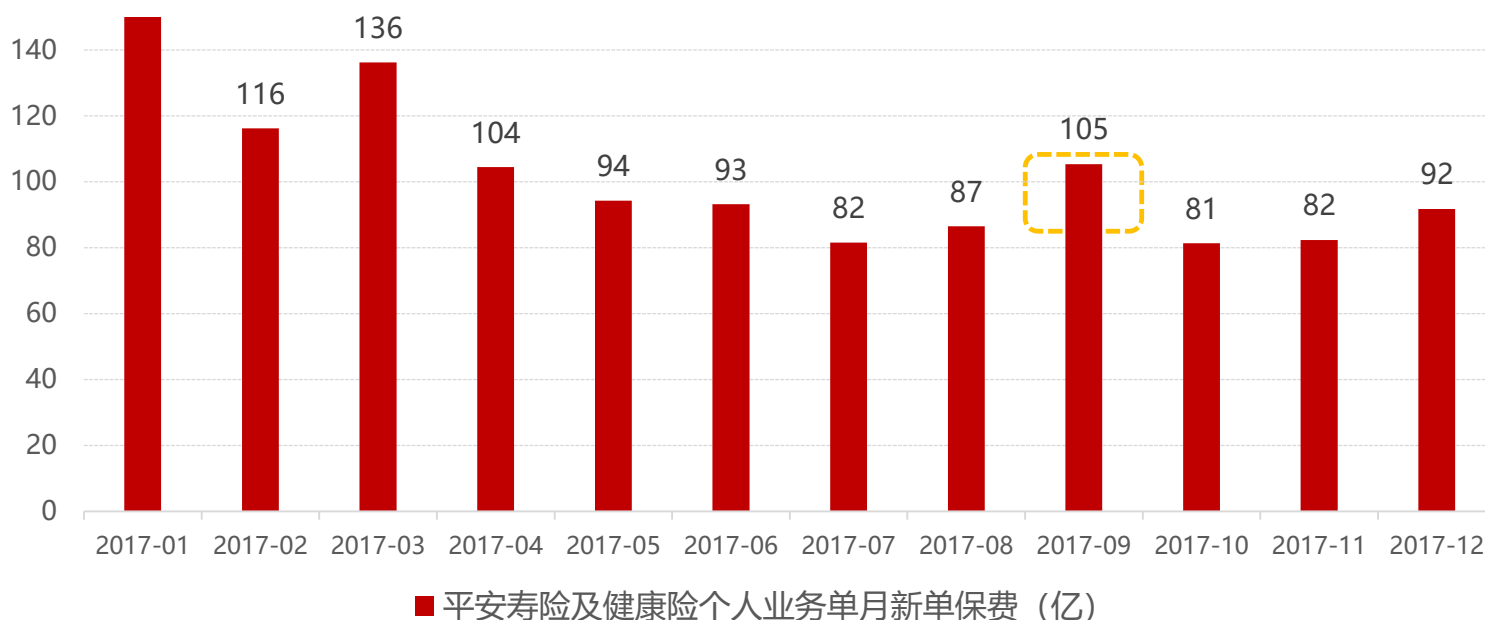
资料来源：wind，招商证券

1.1 行业负债端：健康险受政策加持

□ 短期催化十足：新版重疾定义有望在Q4为开门红助力。

- **新重疾定义：**预计9月底/10月初正式发布，正式实施日期将大概率在2021年1月1日，这也就意味着四季度是“炒旧促新”的窗口期。新产品的价格大概率会有所下降，将持续刺激后续新产品的销售，提升销售效率。
- **对代理人队伍留存和展业带来极大的正面促进：**正值开门红期间，产品的推陈出新将给代理人提供很好的拜访客户机会，将大大提高开门红销售效率。

134号文于2017年10月执行，9月份有一波剧烈炒停，保费弹性20%

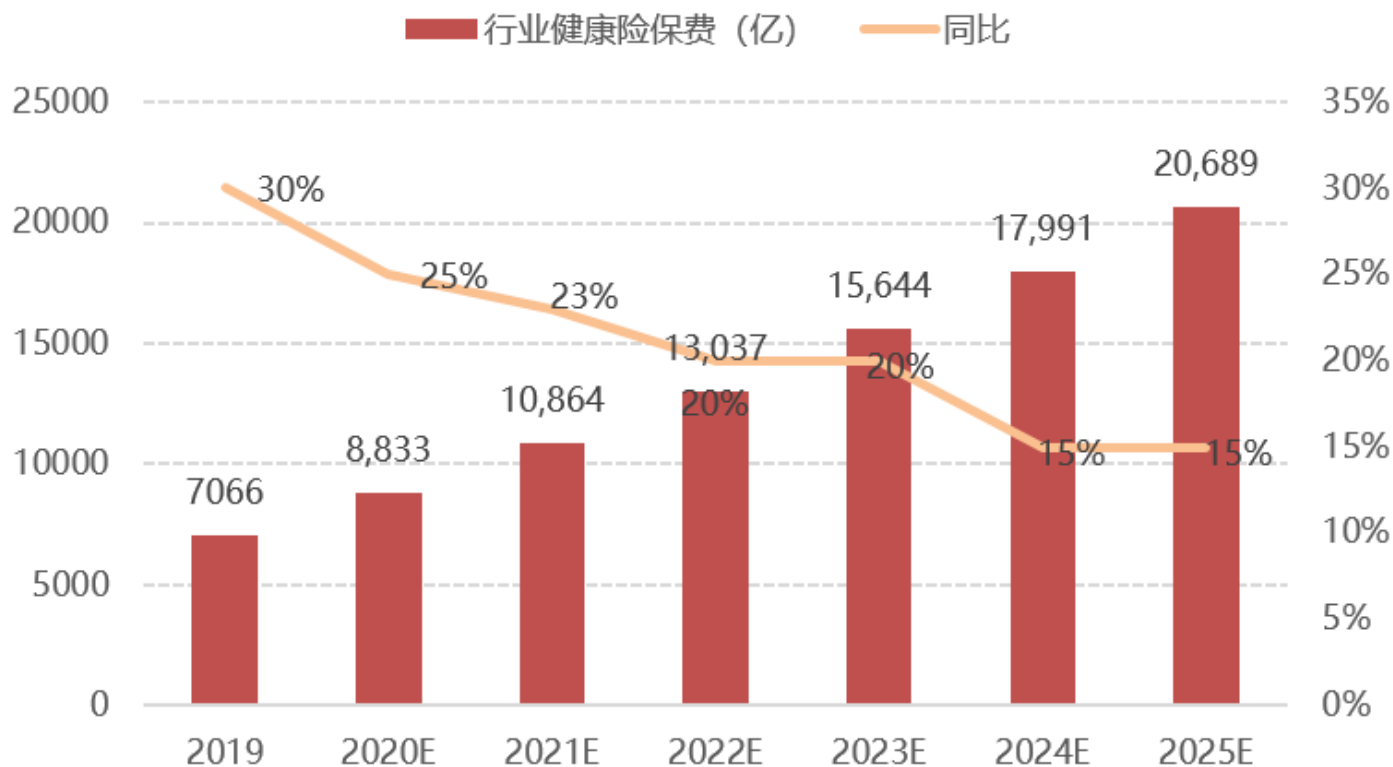


资料来源：公司公告，招商证券

1.1 行业负债端：健康险受政策加持

□ 中期加速发展：政策推动叠加疫情激发居民意识，健康险稳健高速增长。

- **健康险6年3倍**：2019年12月30日国务院常务会议审议通过《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》，提出力争到2025年，健康险市场规模超过2万亿元。



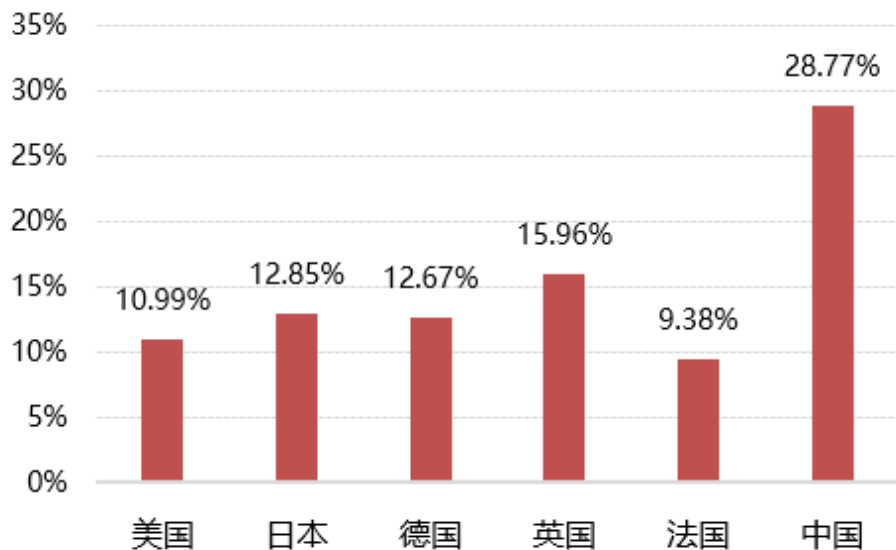
资料来源：银保监会官网，招商证券

1.1 行业负债端：健康险受政策加持

□ 长期发展空间巨大：人口老龄化和医疗支出现状倒逼商业健康险发展

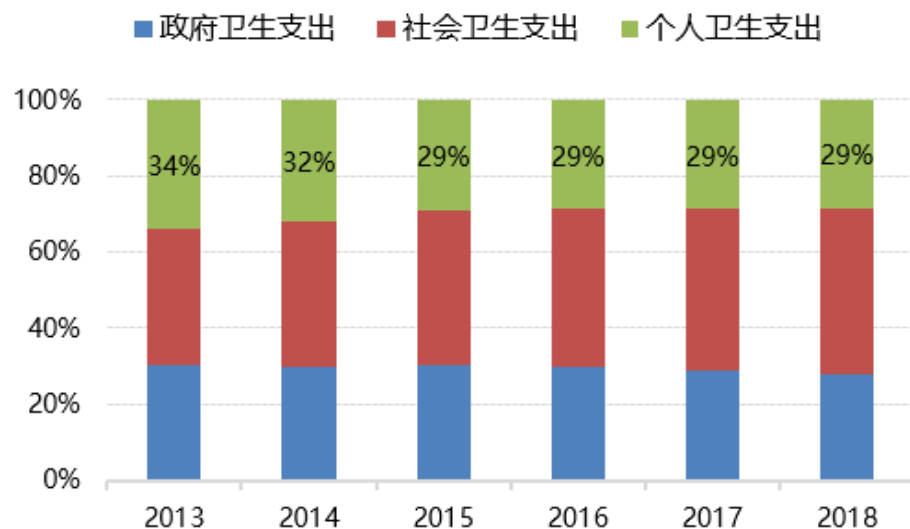
- 从我国人口结构、医疗保障缺口等长期的社会因素来看，商业健康险作为社会保障体系第三支柱可以发挥的空间非常大，通过**加大商业健康险的发展来有效缓解我国养老和医疗支出压力**是我国社会保障体系发展的长期必然趋势。

各国个人医疗自费支出比例（2017年）



资料来源：WHO，招商证券

我国卫生费用中自费支出比例多年居高不下



资料来源：卫计委，招商证券

1.2行业资产端：利率上行买保险，股市向好买保险

□ 资产端利率上行买保险；权益市场向好买保险

利率上行，保险股有超额收益：上市险企投资资产中6-7成的债券配置占比，在险资以“持有至到期”为主要持有目的（吃票息）的背景下，长端债券的收益率水平代表了险企当期配置债券在长期的收益率水平，整体收益率则边际上与当前市场债券收益率正相关。

股市涨，保险涨的更多：资产端大量权益资产带来极高的Beta属性，上市险企权益乘数均在10倍左右，投资资产中股票和权益型基金近10%的占比，使得权益类资产规模约等于净资产，意味着**权益市场上行10%将会带来ROE的显著提升**。同时随着后续市场风格切换，低估值板块迎来机会，更应顺势而为！

1.2行业资产端：经济向好、货币供需趋紧刺激利率向上

□ 利率：已经回到疫情前的水平，往后看，在名义增速上行、信用扩张放缓的背景下，货币供需关系将趋紧，本轮利率上行过程还未结束。预计可触达3.5%。

- 名义增速（货币需求）上行还有“下半场”：按照一轮复苏通常持续一年时间推算，名义增速上行过程尚未结束，年底之前利率仍有上行动力。
- 货币政策（货币供给）保持“三个不变”：总量宽松的空间不大，继续引导市场利率围绕政策利率平稳运行，大概率是未来货币政策操作的主要思路。
- 在“需求向上、供给向下”的组合下，利率上行过程可能尚未结束。



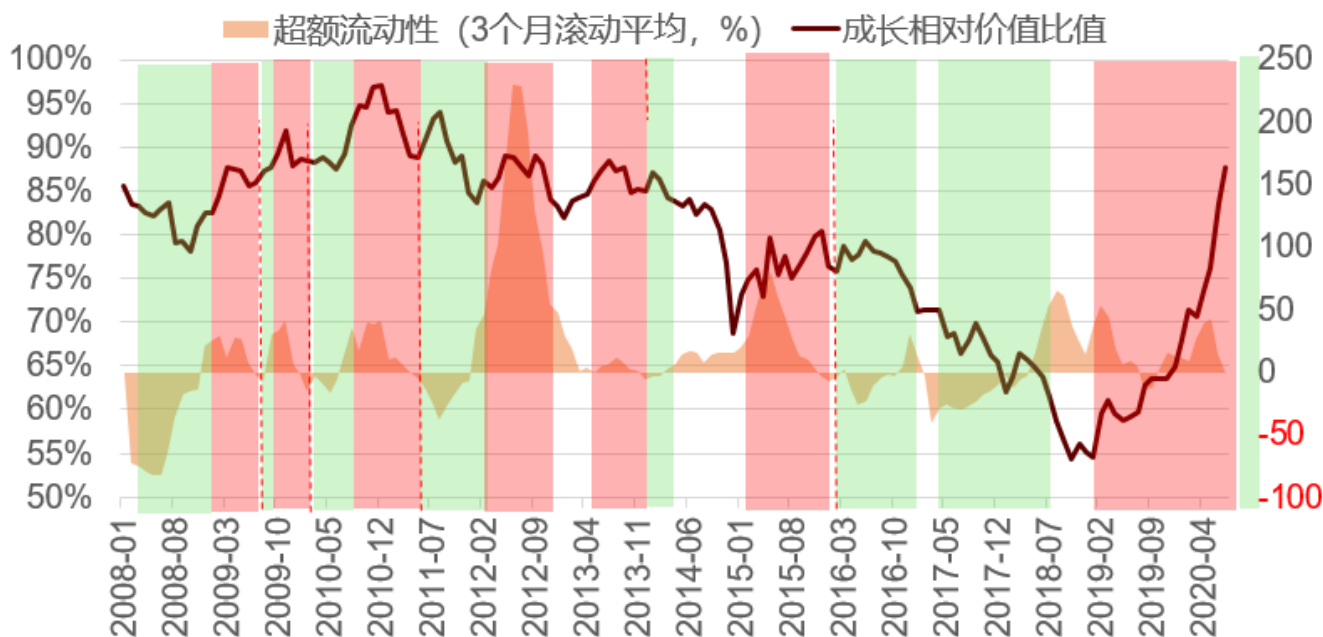
资料来源：wind，招商证券

1.2 行业资产端：权益市场趋势向上且将迎风格切换

□ 股市：我们预计市场仍保持震荡上行的趋势，由于企业盈利加速改善，后续基本面驱动的特征更加明显。

- 超额流动性较好、利率较低是比较有利于成长风格或者远期增长确定的板块。流动性的边际变化以及工业企业盈利的边际改善，有望推动风格偏向价值风格（保险银行在内）。

超额流动性与成长价值风格（红线向上为成长风格，反之为价值风格）



资料来源：wind，招商证券

2. 中国平安：NBV增速反转，市占率提升，估值有望提升

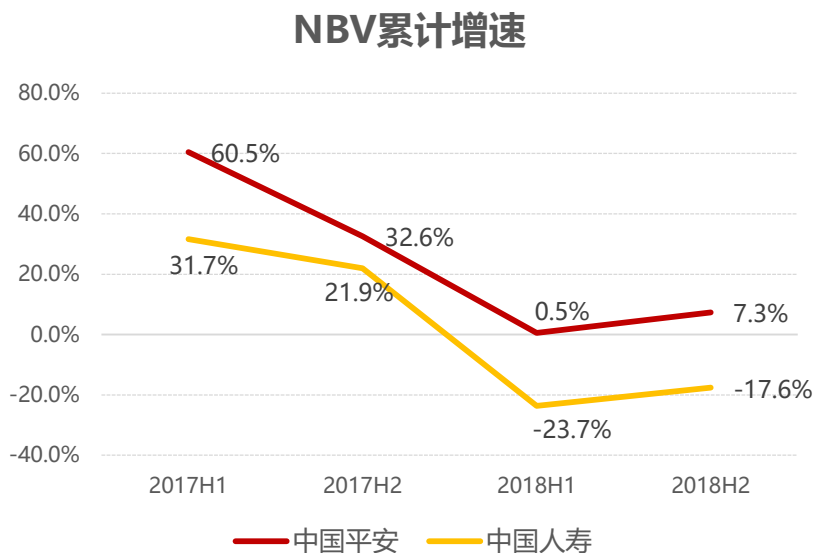
□ 核心指标市占率提升（增速最高）就是好公司，好公司就会有好股价。

- **股价超额收益的本源是核心指标持续增长，行业最佳：**中国平安在2017-2018年以及中国人寿2019-2020年的NBV增速超越市场带来股价超额收益；招商银行持续的股价超额收益来自于其远超同业的ROE；东方财富股价的超额收益取决于其市占率持续提升的逻辑。
- **20年受到疫情叠加改革的阵痛NBV表现不佳，21年将释放改革红利，有望实现同业最佳NBV增速：**我们预计平安21Q1 FYP同比增长35%、NBV同比增长20%；21年全年FYP同比增长25%、NBV同比增长20%，增速行业第一，市占率迎来提升拐点。
- **高增速源于低基数和改革红利释放：**1) **低基数：**公司20Q1受到**业务节奏调整**和**疫情影响**，同比下滑24%，这两项因素的消除将贡献可观增速；2) **改革显效：**公司20年改革收尾，21年人力重回增长、产能稳步提升、产品更加开放。

2.1 平安2021年开门红及全年有望实现行业最高NBV增速

□ NBV增速的领先构成股价超额收益的支撑（中国平安2017-2018）

■ **中国平安**：2017-2018年股价的超额收益来自于NBV持续的跑赢同业。



资料来源：公司公告，招商证券

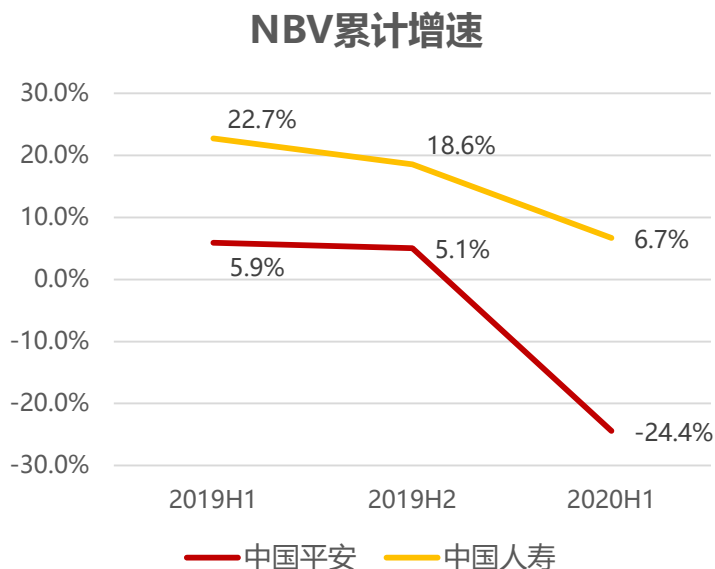


资料来源：wind，招商证券

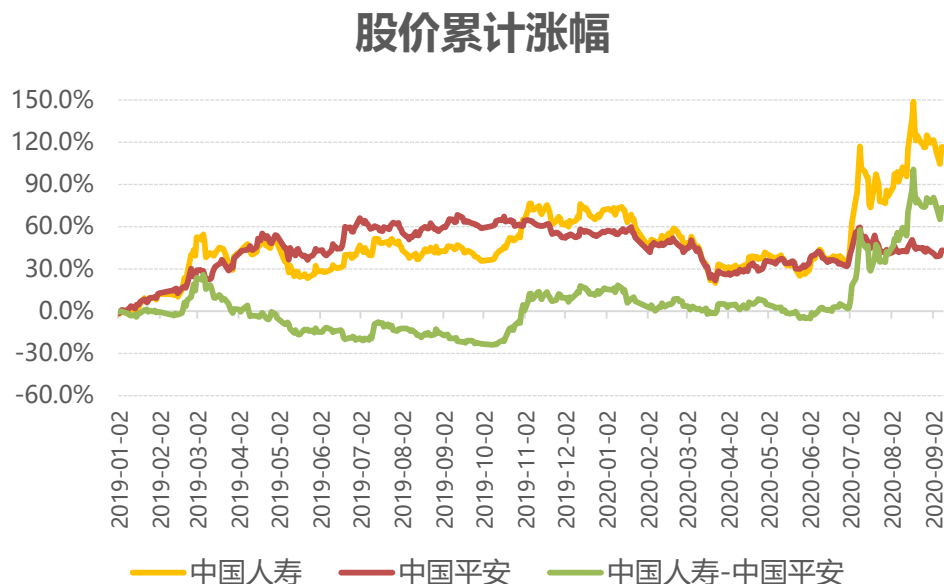
2.1 平安2021年开门红及全年有望实现行业最高NBV增速

□ NBV增速的领先构成股价超额收益的支撑（中国人寿2019-2020）

■ **中国人寿**：2019-2020年股价的超额收益同样来自于NBV持续的跑赢同业。



资料来源：公司公告，招商证券



资料来源：wind，招商证券

2.1 平安2021年开门红及全年有望实现行业最高NBV增速

□ 2021年公司有望实现行业最高NBV增速，从而带来股价的超额收益

- 公司重新审视了开门红的重要性，将对21年开门红进行更为积极的运作，已于2020Q3进行人力发展和开门红产品研发，同时2020M1由于出现了切单现象，使得基数极低，我们预计**2021Q1和2021A均将实现行业最高的NBV增速。**

指标	数据来源	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险
新单保费增速	2020一季报	16.5%	-16.3%	-31.0%	174.3%
NBV增速	2020一季报&预测	+8.3%	-24.0%	约-30%	约-30%
	2021Q1E	+10%	+20%	+15%	+15%

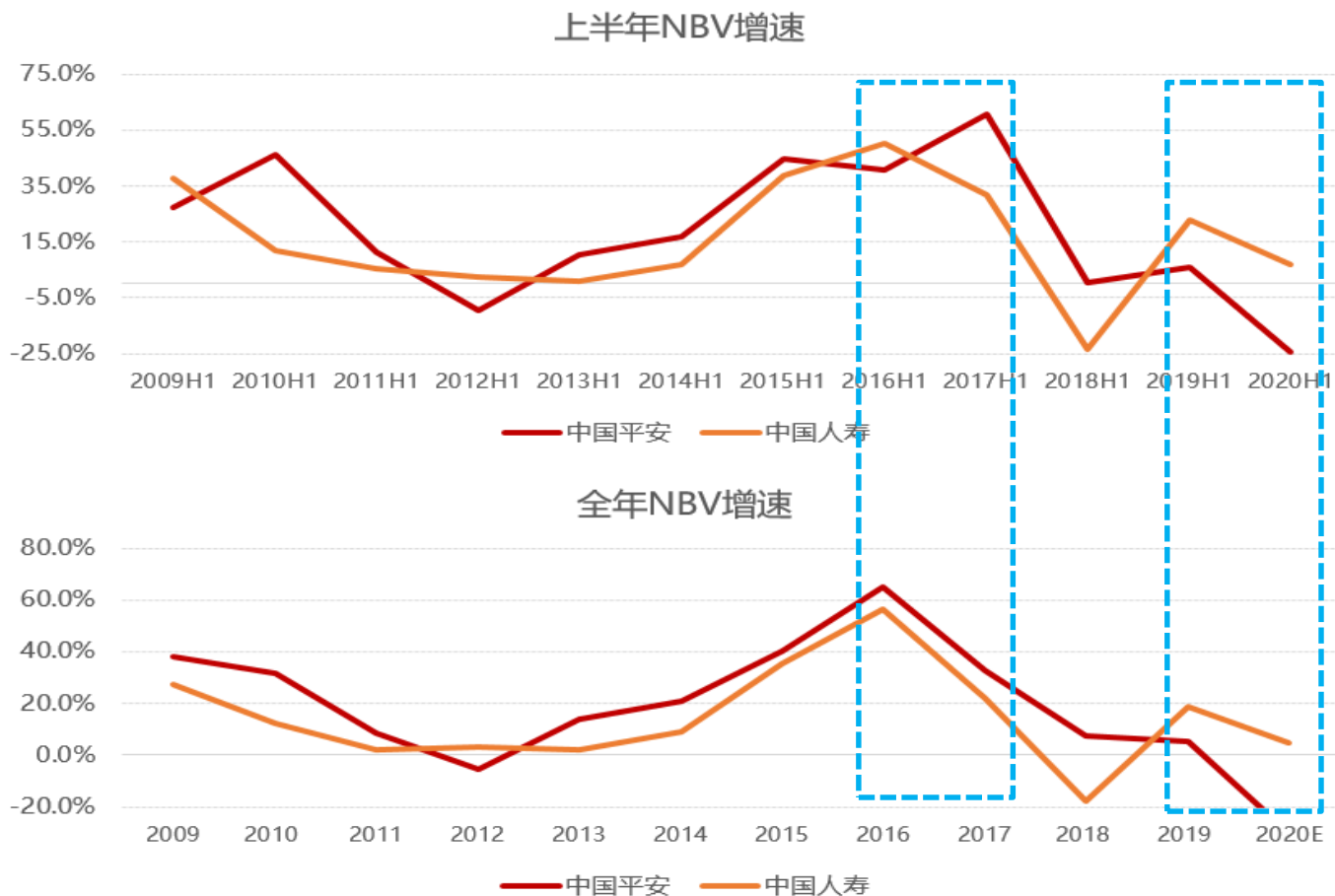
资料来源：公司公告，招商证券

	NBV增速						
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2019-2021跨 年复合年增速	2021-2023三年 复合年增速
中国平安	5.1%	-26.9%	20.0%	19.8%	13.6%	-6.3%	17.7%
新华保险	-19.9%	1.4%	10.4%	11.6%	10.9%	5.8%	11.0%
中国太保	-9.3%	-22.6%	10.6%	10.1%	9.5%	-7.5%	10.1%
中国人寿	18.6%	4.9%	6.3%	-1.4%	-5.8%	5.6%	-0.4%

资料来源：公司公告，招商证券

2.2 公司对开门红态度转为积极

□ 开门红的有效性被反复验证：“开门红全年红”，平安2016-2017积极运作开门红、国寿2019-2020提前抢跑，均实现了整年的良好业绩。



2.2 公司对开门红态度转为积极

□ 2020年业绩目标预计将适当下调，积极筹备2021年业务发展

■ 2020年业绩目标不做过高的要求，实事求是，保住底线平稳过渡即可：

- 中期业绩发布会上公司高管明确表示：15个寿险改革项目，当前绝大部分项目已经完成顶层设计，近一半的项目已经在分支机构试点，个别项目已经开始全面推广落地。在改革耗时方面，公司预计年底前所有改革措施将全面落地，改革成效会在明年显现，**明年会迎来业务的高速增长**，兑现改革红利。而根据开门红基本决定全年业绩表现的历史规律来看，**开门红是一场必须要打好的战役。**

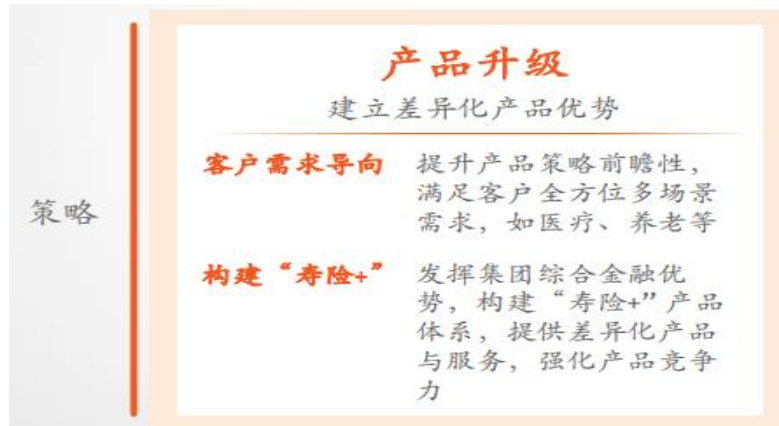
■ 20Q3积极做好基础管理和基本法升级，为Q4的开门红工作奠定基础：

- **基本法升级**：8月份公司推出了新版基本法，升级体现在三大维度，包括待遇升级、关怀升级、管理升级，提出“薪无止境”的口号，激发代理人活力。
- **聚焦队伍经营**：下半年推动代理人获客和培训，抓绩优以及活动量管理，更多的是在打基础。

2.3 产品策略更加多元，拒绝只看价值率

□ 过去“一款产品打天下”，现在以客户需求为中心

- **产品策略：从客户出发，改革产品，满足需求，增加互动**
- **马明哲董事长指出：**要以客户需求为导向，提升产品策略前瞻性，打破“网红爆款”套路，发挥综合金融优势，构建“寿险+”产品生态，形成差异化竞争优势。



资料来源：公司公告，招商证券

- **过往产品销量过于集中在高价值的平安福：**2013年10月推出主打产品“平安福”（margin90%），大致测算出平安福上市7年来为平安寿险创造了高达1400亿的NBV，是公司NBV最核心的贡献来源（大致可估算出平安福7年来对公司NBV贡献的占比超过40%），凸显出公司NBV对平安福系列产品的依赖度太高。

2.3 产品策略更加多元，拒绝只看价值率

□ 20H1年金类险种保费下滑幅度好于保障类，表明公司依旧在满足客户需

- 上半年在开门红不佳的背景下，疫情冲击使得保障性产品销售遇阻，但储蓄类险种（尤其是长交储蓄类）实现了相对更好的表现，表明公司对于储蓄类险种规模投放更为积极。

(人民币百万元)	用来计算新业务价值的首年保费		
	2020年1-6月	2019年1-6月	同比
个人业务	63,760	73,692	-13.5%
代理人渠道	50,229	61,472	-18.3%
长期保障型	16,281	25,419	-35.9%
长交保障储蓄混合型	7,387	5,109	44.6%
短交保障储蓄混合型	23,756	27,593	-13.9%
短期险	2,805	3,351	-16.3%
电销、互联网及其他渠道	7,967	8,307	-4.1%
银保渠道	5,564	3,913	42.2%
团险业务	20,788	18,217	14.1%
合计	84,548	91,908	-8.0%

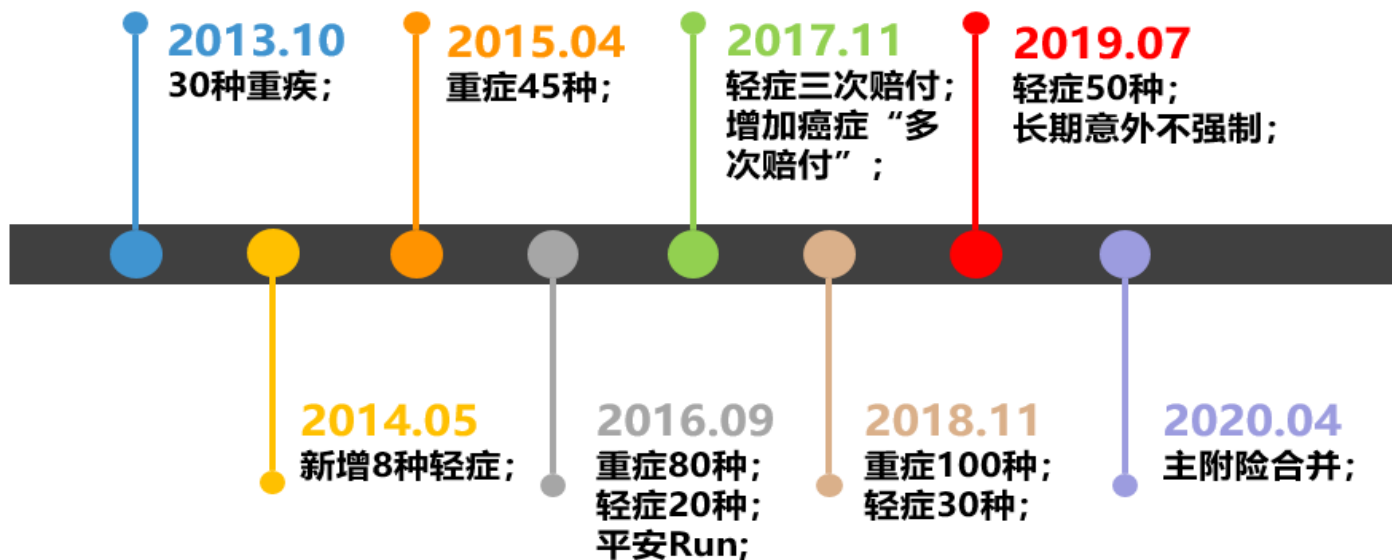
资料来源：公司公告，招商证券

2.3 产品策略更加多元，拒绝只看价值率

□ 保障类险种：差异化竞争，聚焦为中高端客户提供优质的服务

- **构建“寿险+”产品体系，形成差异化竞争优势：**发挥集团综合金融优势，围绕客户的生活场景营造生态概念，打造平安的“+医疗健康、养生养老、教育服务”等场景，更好地满足客户的全方位、多场景的生活需求，提高客户粘性和服务体验。

平安福升级时间轴

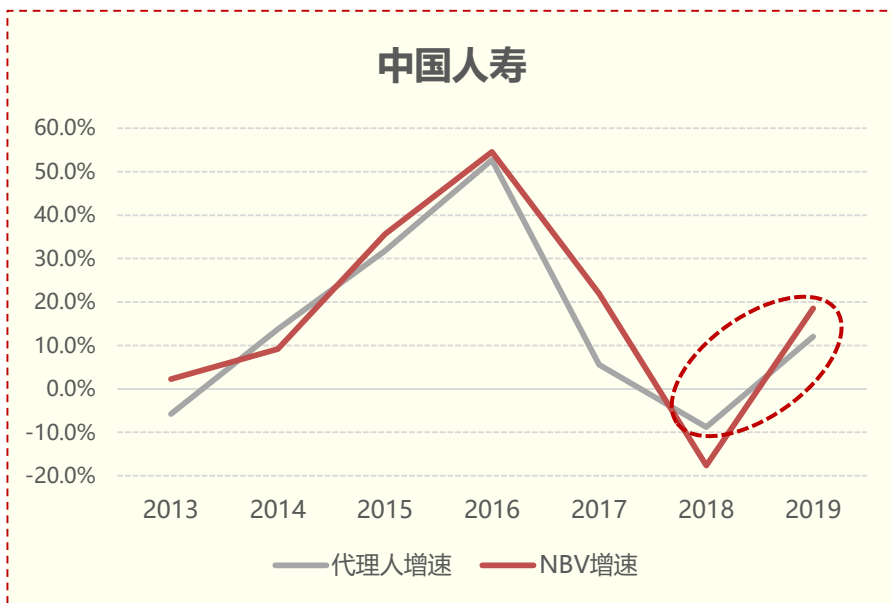


资料来源：公开资料整理，招商证券

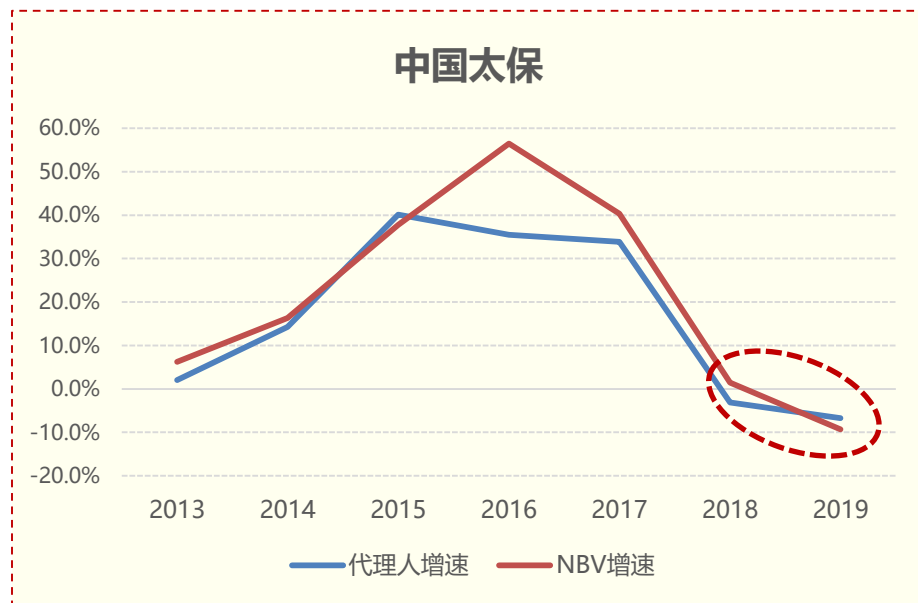
2.4 人力策略转向数量与质量并重

□ 人力数量的有效性：行业长期的发展也充分证明了人力对新单保费的有效性

- **中国人寿**：2019年公司逆势增员扩量，带来NBV的强势增长。
- **中国太保**：2019年开始对于代理人队伍数量放松要求，带来NBV的低迷。



资料来源：公司公告，招商证券

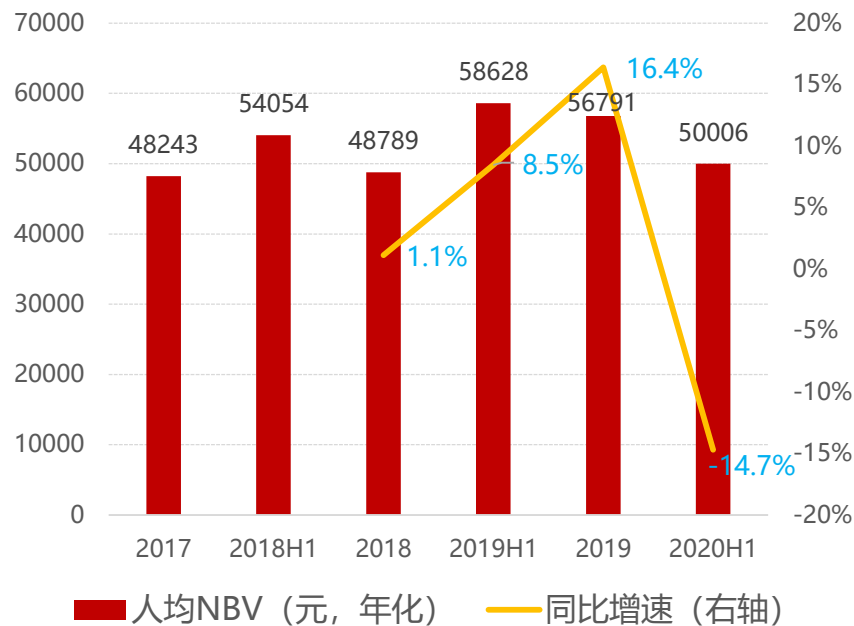
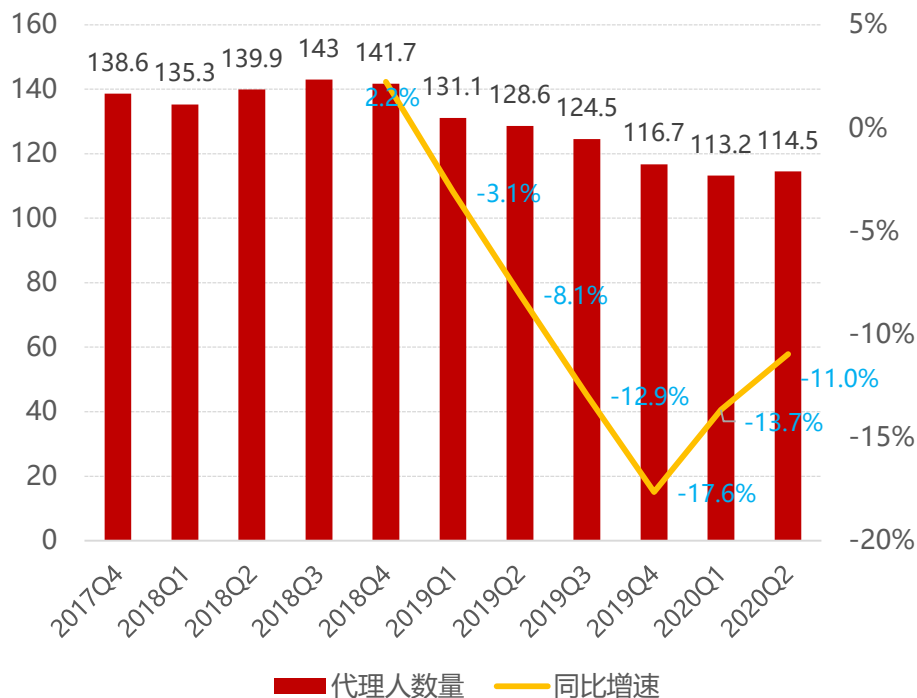


资料来源：公司公告，招商证券

2.4 人力策略转向数量与质量并重

□ 公司人力发展回顾：18-19紧抓质量，数量下滑，20H1存量人力降幅收窄

- **产能和数量双升 (2018)**：公司积极应对渠道转型，数量、质量双双略增
- **量降质升 (2019)**：开门红不佳以及产品竞争力下滑带来数量下滑，优才促质量
- **量质齐降 (2020H1)**：疫情冲击使得代理人留存和展业压力骤增，量质齐降



资料来源：公司公告，招商证券

资料来源：公司公告，招商证券

2.4 人力策略转向数量与质量并重

□ 20H2制定新一轮渠道发展目标：借助新基本法的推动，追求量质齐升

■ 新基本法发布之后，增员激励加大，公司9月进行大量创说会，现场火爆

下图为9月份平安深分某创说会现场，座无虚席



资料来源：招商证券

2.5 费用政策重回扩张态势

□ 公司对代理人发展态度积极辅助以积极的费用投放政策

- **2019年之前：**公司考核的高要求与费用的低投放之间的矛盾。在行业景气度下降背景下，公司为控制投产比，费用投放力度低于同业，产生一定副作用。
- **2020H1：**为了应对疫情冲击，20H1积极采用加佣、延长新人津贴发放等方式来帮助代理人留存和出单，费用投放更为积极。**预计2020-2021年公司将持续加大费用投放。**

手续费及佣金支出 增速-NBV增速	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1	2020E	2021E
中国人寿	-2.0%	-9.7%	-3.5%	-4.6%	-10.1%	2.6%	14.4%	11.3%	17.2%	15.0%	10.0%
平安人寿	17.1%	10.5%	23.4%	12.4%	-3.2%	5.7%	0.9%	-9.9%	9.5%	12.0%	15.0%
太平洋人寿	0.2%	-1.2%	-1.4%	2.0%	-4.8%	-5.4%	7.5%	-2.8%	-3.5%	0.0%	5.0%
新华人寿	0.1%	-12.5%	6.9%	5.3%	-31.0%	2.1%	3.8%	20.9%	18.9%	18.0%	10.0%

资料来源：公司公告，招商证券

2.5 费用政策重回扩张态势

□ 从费用投产比来看，平安依旧保持相对高效，领先行业

- **中国平安：**公司过往借助区域优势和集团优势实现了投产比的较高水平，远高于同业平均水平，体现出公司卓越的运营效率。

手续费及佣金支出 / 新业务价值 (越低越好)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
中国人寿	1.33	1.21	1.17	1.13	1.05	1.08	1.27	1.39	1.53
平安人寿	0.80	0.87	1.04	1.13	1.11	1.15	1.16	1.05	1.22
太平洋人寿	1.22	1.21	1.19	1.21	1.17	1.13	1.21	1.17	1.16
新华人寿	1.67	1.46	1.55	1.61	1.29	1.32	1.37	1.73	1.84
国寿太保新华 平均	1.41	1.29	1.30	1.32	1.17	1.17	1.28	1.43	1.51

资料来源：公司公告，招商证券

3. 焦点问答：寿险改革进展？20年有多差？21年有多好？

- **寿险改革到了什么阶段？** 改革进程接近尾声，21年效果渐显，22年全面绽放。此轮改革始于2018H2，历时2年半，多数项目完成顶层设计，近半项目实际试点，个别项目已在全国推广。21年改革成果逐步兑现（低基数下的增长会更容易），22年的可持续发展才是改革的最好试金石。
- **20年下半年会改善吗？** 预计下半年依旧承压，主要是疫情+改革双杀业绩。改革推进导致部分区域短期经营有所混乱，当期业绩逐季下滑；反观全行业代理人在疫情之下其实展业均困难，销售难度更大，开门红便业绩不佳的平安当期压力更大。
- **21年有多好？为何一定会好？** 我们预计公司21年开门红将恢复同业最佳业绩，贯穿全年。公司寿险改革逐步落地、成果渐显；战略明确、考核清晰、蓄客时间长；产品策略顺应市场，高端年金产品登堂入室；代理人数量重回增长，核心队伍增速更高；费用刺激更为积极，展业效率明显改善。

3.1 资本市场该如何看待平安寿险改革？

□ 寿险改革的背景：以时间换空间。

- **改革背景：**人海战术不可持续、消费群体年轻化、互联网入局。
- 寿险传统模式的健康可持续发展面临巨大挑战，宏观环境、消费者需求、人口红利以及科技应用的飞跃都对保险行业的发展提出了更新、更高的要求。

寿险改革：面对新挑战，举全集团优势资源积极应对



资料来源：公司公告，招商证券

3.1 资本市场该如何看待平安寿险改革？

□ 公司对寿险改革的诠释

- **一是发展模式改革**，从“规模”转向“规模+质量”；
- **二是营销体制改革**，从“人管人”转向“数字化管理”；
- **三是产品策略改革**，从“综合金融+”转向“寿险服务+”；
- **四是渠道改革**，从“线上和线下”转向“线上与线下相融合”。



资料来源：公司公告，招商证券

3.2 疫情后为何公司新单没出现复苏？

□ **疫情影响是客观因素：**疫情对代理人展业冲击较大，代理人活动率较为低迷

展业&管理	疫情前	疫情后	
		方式	弊端
获客	转介绍、线下拜访	赠险、直播、线上产说会	获取的客户转化率低
展业	线下洽谈	微信、电话营销	出单难度加大
代理人增员	创说会（大型酒店）	线上创说会	转化率低
代理人管理	晨会、夕会、小组讨论	线上管理、降低考核标准、暂停清虚	新人技能提升不足、活动率下滑

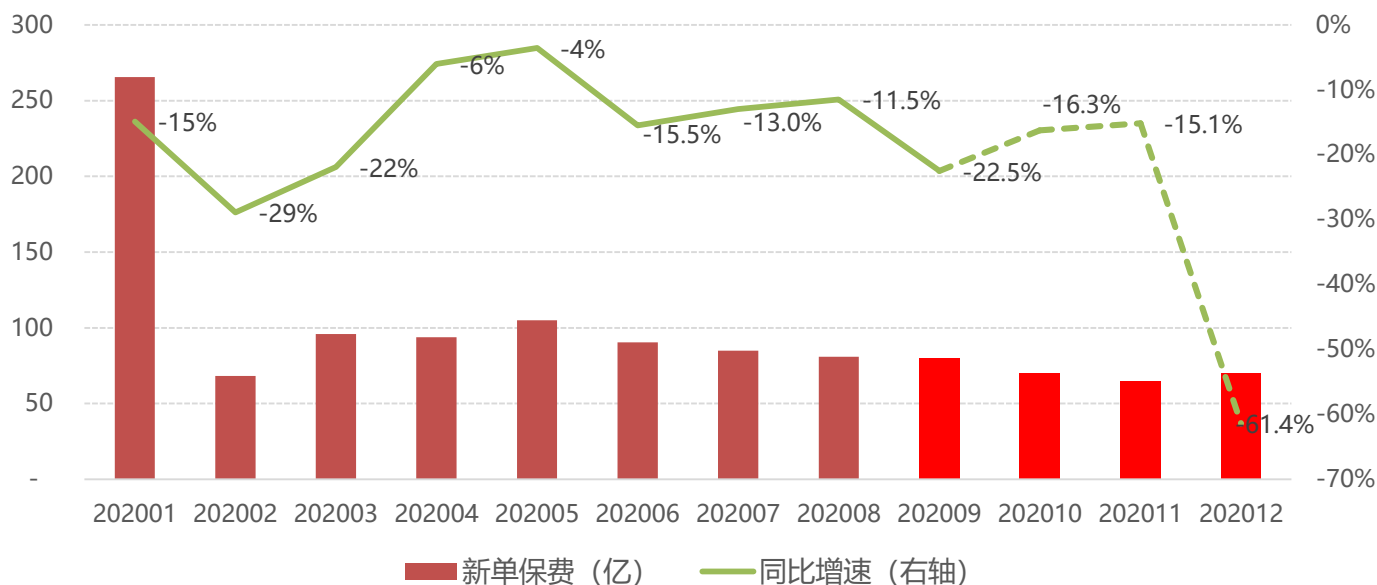
资料来源：招商证券

3.2 疫情后为何公司新单没出现复苏？

□ 20Q4新单展望：难以扭转败局，蓄势待发更为明智

- **Q3延续上半年趋势：**7-8月单月经营仍显乏力，预计三季度财务数据仍难言改善；同时经营上公司侧重增员和培训，预计会影响即期销售作业。
- **Q4重点放在开门红上：**预计19Q4相对高基数导致难以最终扭转今年局面；预计2021年开门红是当务之急，不排除提早启动。

中国平安2020年月度新单保费及增速预测



资料来源：公司公告，招商证券。
备注：2020年9-12月为预测值

3.3 21年发展展望

□ 我们预计公司21Q1NBV增速20%，FYP增速35%，同业最佳：

- **2020M1经营节奏影响：**为了达成2019年目标，开门红期间仍在冲刺当年保费目标，导致2020年1月开门红销售规模较低；
- **2020M2-3：**疫情影响几乎无法展业，21年该负面因素消除。

中国平安2021Q1新单保费及NBV预测				
	时间	2020	2021	同比增速
寿险及健康险个人新业务保费（亿）	1月	312	396	27.0%
	2月	96	154	60.0%
	3月	123	166	35.0%
	Q1合计	531	715	34.8%
新业务价值（亿）	Q1合计	165	197	20.0%

资料来源：公司公告，招商证券

3.3 21年发展展望

□ 21年NBV增速20%，**同业最佳**，主要依靠**新单保费**的复苏，新单增长基于：

- 1) 工作时间的增长（20H1大部分时间无法展业）；
- 2) 管理层调整和改革阵痛消除；
- 3) 积极增员带动有效人力增长从而带来保费增量。

中国平安NBV预测 (百万)	2021E			
	FYP 同比增速	Margin	FYP	NBV
个人业务			127832	63790
代理人渠道			106891	58487
长期保障型	20.0%	93.0%	33,173	30,851
短交储蓄型	25.0%	15.0%	10,364	1,555
长交储蓄型	30.0%	40.0%	55,949	22,380
短期险	5.0%	50.0%	7,405	3,702
电网销	20.0%	30.0%	11,143	3,343
银保渠道	40.0%	20.0%	9,798	1,960
团险业务	5.0%	1.4%	17,916	251
新单保费合计		43.9%	145748	64041
同比增速			22.1%	20.3%

资料来源：招商证券

3.3 21年发展展望

□ 拉长视角看，平安还能持续恢复增长吗？

- **NBV**：未来三年复合增速行业第一，驱动力为公司改革红利的释放（参考国寿2019-2021）
- **EV**：存量庞大且优质的存量业务以及公司优秀的经营管理将保证公司未来三年EV增速行业第一。

	NBV增速					
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2021-2023三年复合年增速
中国平安	5.1%	-26.9%	20.0%	19.8%	13.6%	17.7%
新华保险	-19.9%	1.4%	10.4%	11.6%	10.9%	11.0%
中国太保	-9.3%	-22.6%	10.6%	10.1%	9.5%	10.1%
中国人寿	18.6%	4.9%	6.3%	-1.4%	-5.8%	-0.4%
	EV增速					
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2021-2023三年复合年增速
中国平安	19.8%	13.3%	14.1%	14.8%	15.2%	14.7%
新华保险	18.4%	16.4%	14.2%	13.2%	13.1%	13.5%
中国太保	17.8%	13.6%	13.3%	14.0%	13.7%	13.7%
中国人寿	18.5%	14.3%	13.8%	12.9%	11.9%	12.8%

资料来源：公司公告，招商证券

4 投资建议：强烈推荐，未来6个月空间42%

□ 估值：当前估值处于过去四年来低位，未来6个月空间42%

- **为何是6个月？** 开门红预期在20Q4体现，真实业绩会在21Q1兑现，有望超预期从而持续带动股价走高，20Q4-21Q1将是数据预期走向数据兑现（且有望超预期）的收获季节。
- **为何是42%？** 19Q3公司处于景气度低位，但股价对应的估值处于为1.3-1.4倍当年年底EV的区间。考虑到年底估值切换，当前股价对应21年EV估值为0.93倍，目标估值21年底EV 1.32X，空间42%。
- **风险提示：** 改革效果不及预期、疫情反复、居民需求复苏不及预期

中国平安动态PEV估值走势



资料来源：wind，招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑积沙，非银金融行业首席分析师，美国纽约大学硕士。7年证券从业经历。2015年获得金牛奖第5名（团队），2017年新财富第7名，2018年金牛奖第3名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。





感谢聆听
Thank You