

2018年11月6日

廖晨凯

C0069@capital.com.tw

目标价(元) 3.58-4.15

公司基本资讯

| | |
|-----------------|---------|
| 产业别 | 保险 |
| 上证综指(2018/11/5) | 2664.52 |
| 拟发行股数(百万) | 1800 |
| 发行价(元/股) | 3.34 |
| 主要股东 | 财政部 |

产品组合

| | |
|--------|-----|
| 产险 | 68% |
| 寿险与健康险 | 31% |
| 其他 | 1% |

中国人保(601319.SH)

新股报告

历史悠久、当之无愧的财险龙头

结论与建议:

人保集团为中国历史悠久的财险龙头，与新中国同年诞生，被誉为共和国保险业长子。财险方面，公司曾占据市场的半壁江山，即使现在随着各类新竞争者涌入，目前依旧占据三分之一的市场份额。公司财险保费增长稳健，且成本控制优于行业。寿险方面，历史较短，不过发展很快，目前占据约5%的市场份额。投资方面，整体来看好于同业，且更稳健。

中国保险深度和保险密度依旧在世界上处于较低水平，依旧有很大的提升空间。另外随着城镇人均居民收入水平的不断提升，相信保费将稳健增长，作为保险市场的主要玩家，中国人保理应受益。

- **本次A股IPO情况：**发行不超过18亿股，发行价3.34元，筹资金额60亿左右，其中有43.82%为初始战略配售。
- **公司基本情况：**人保集团最早可追溯至新中国成立的1949年。1996年，中国人民保险公司改组为中国人民保险(集团)公司，并设三家子公司，分别为：中保财产保险有限公司、中保人寿保险责任有限公司，中保再保险有限责任公司。其中中保财险就是现在人保集团的前身。
- **财险龙头稳固，增长稳健：**作为历史悠久的财险龙头，人保财险目前依旧占据中国财险市场1/3的份额，且从近几年市占率情况来看，基本已经表现稳定。人保财险市占率超过第二名平安财险和第三名太保财险的总和。从整体费用控制方面来看，人保财险在规模效应等优势的影响下，综合成本率一直处于低于较低水平。从历史数据来看，人保财险几乎每年均处于承保盈利状态，且与同业比较，综合成本率相对较低。
- **寿险发展较晚，正处不断优化阶段：**人保寿险业务相对财险而言比较年轻。公司恢复寿险业务在2005年，在人保集团品牌、渠道等优势带动下，寿险业务发展迅猛，短短5年就占据了近9%的寿险市场份额。之后市占率有所回落，目前保持在5%左右的水平。随着规模冲量之后的调整，近几年增速减缓，增长平稳。
- **投资稳健，优于同业：**从资产配置的情况来看，人保整体以固收类资产为主，且近几年固收类资产比例有所提升，权益类资产近几年整体有所下降。在投资收益率方面，人保整体好于同业，且其收益率波动性相对更小，表现更稳定。
- **投资建议：**公司保费稳健增长，且IPO新获取资金对公司现有业务有一定的推动作用。目前财险龙头地位稳固，寿险也不断完善。我们看好公司未来发展，预计公司2018、2019年分别实现净利153亿、192亿，以整体估值法来看，对应PE9.33X、7.43X，PB0.93X、0.83X，估值较低，给予“买入”的投资建议。
- **风险提示：**宏观经济超预期下行。

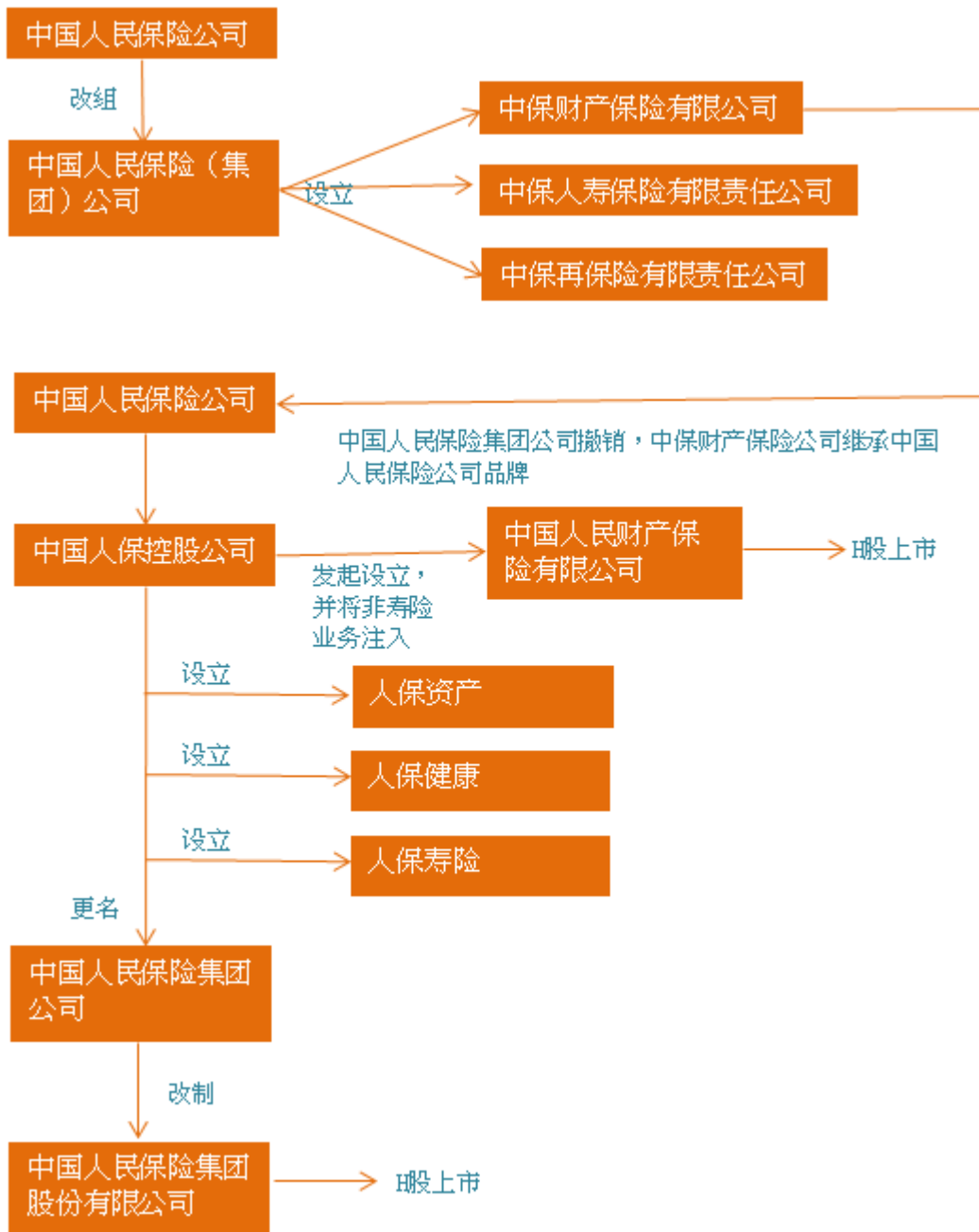
..... 接续下页

| 年度截止12月31日 | | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
|----------------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 纯利(Net profit) | RMB 百万元 | 19,176 | 14,334 | 16,646 | 15,285 | 19,183 |
| 同比增减 | % | 49.60% | -25.25% | 16.13% | -8.18% | 25.50% |
| 每股盈余(EPS) | RMB 元 | 0.45 | 0.34 | 0.39 | 0.36 | 0.45 |
| 市盈率(P/E) | X | 7.42 | 9.82 | 8.56 | 9.33 | 7.43 |
| 每股净资产(EVPS) | RMB 元 | 2.72 | 2.96 | 3.23 | 3.58 | 4.01 |
| 市净率(P/B) | X | 1.23 | 1.13 | 1.03 | 0.93 | 0.83 |

与中国人寿，中国再保险有历史渊源，目前主营业务为财险经营

中国人民保险集团股份有限公司最早可追溯至 70 年前：1949 年，中国人民保险公司成立。1996 年，中国人民保险公司改组为中国人民保险（集团）公司，并设三家子公司，分别为：中保财产保险有限公司、中保人寿保险责任有限公司，中保再保险有限责任公司。

图：中国人保历史沿革



资料来源：招股书，群益金鼎证券整理

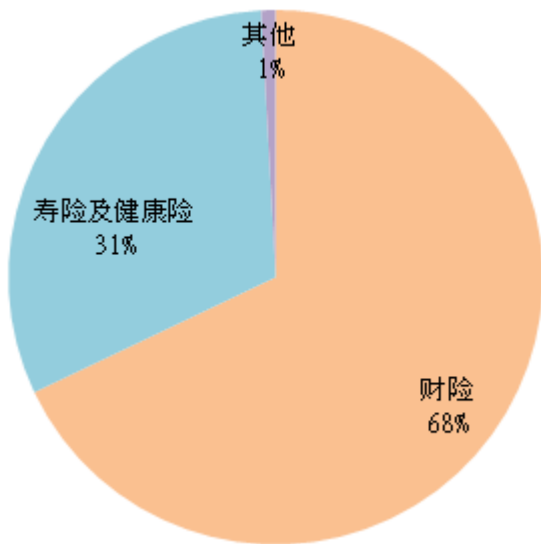
（对于中保财产保险有限公司，在 1998 年中国人民保险（集团）撤销之后，其继承中国人民保险公司品牌，并继承中国人民保险公司的名称。2003 年，中国人民保险公司发起设立中国人民财产保险股份有限公司，将非寿险注入，自身变更为中国人保控股有限公司。在之后的 2003 年，中国财险在 H 股上市。2005 年，中国人保控股有限公司恢复寿险业务。2007 年，中保控股有限公司复名为中国人民保险集团公司。2009 年，改制为股份有限公司。2012 年，中国人民保险集团股份有限公司 H 股上市。

对于中保人寿保险有限责任公司，其为现在中国人寿保险（集团）公司的前身。

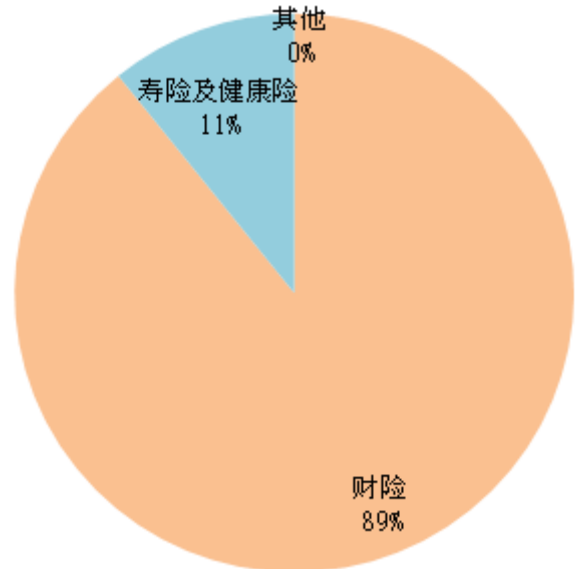
对于中保再保险有限责任公司，其为现在中国再保险（集团）股份有限公司的前身。）

由于各种历史原因，中国人保主要业务依旧为财险。2018 年上半年，财险贡献公司 68% 的营收和 89% 的净利润。寿险及健康险部分，贡献 31% 的营收，这块业务相对来说比较年轻，盈利水平也相对较弱，仅贡献 11% 的净利润。

图：1H2018 各项业务营业收入贡献（%）



图：1H2018 年各项业务净利润贡献（%）



资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

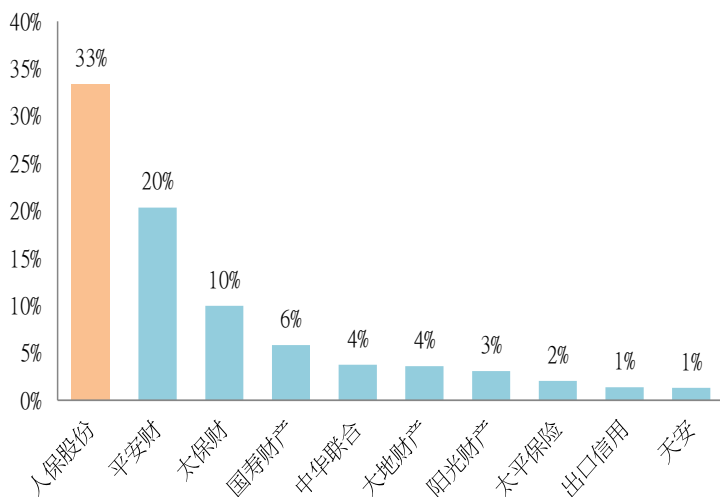
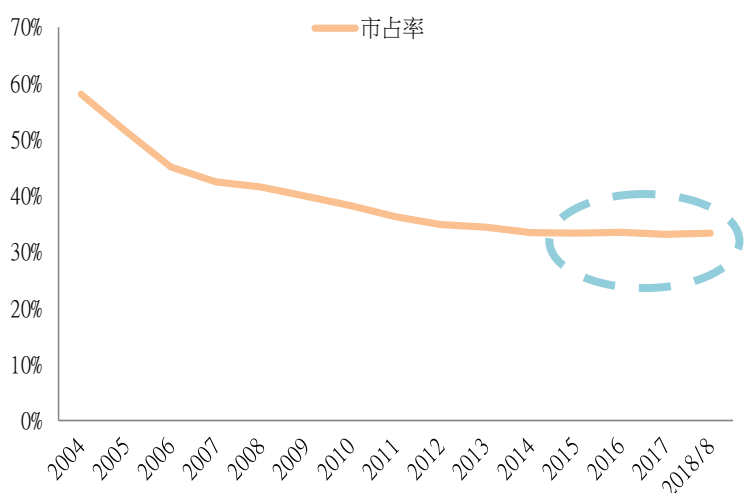
资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

财险：占据 1/3 市场份额，增长稳健

中国人保作为历史悠久的财险龙头，目前依旧占据中国财险市场 1/3 的份额，且从近几年市占率情况来看，基本已经表现稳定。根据银保监会公布的 2018 年前 8 月财险行业保费数据，中国人保雄踞行业第一位置，市占率达到 33%，超过第二名平安财险和第三名太保财险的总和。

图：中国人保占据中国财险市场 1/3 的市场份额（%）

图：人保财险市场份额超过平安财险和太保财险总和（%）

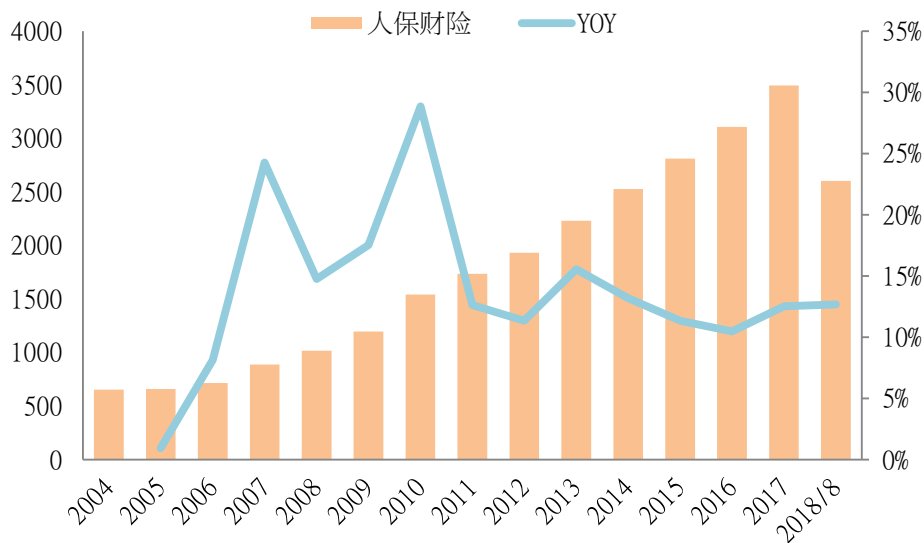


资料来源：银保监会，群益金鼎证券整理

资料来源：银保监会，群益金鼎证券整理

人保财险 2004 年至 2017 年保费复合增长率达到 13.8%，整体实现较快增长。2018 年前 8 月累计实现保费 2603 亿，YOY 增 12.7%。

图：历年人保财险保费及增长（亿元，%）

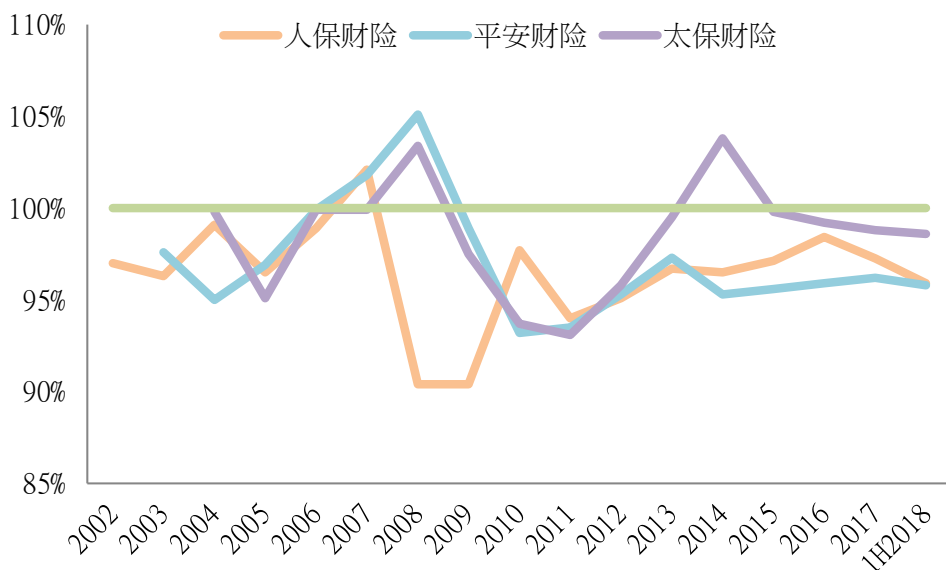


资料来源：银保监会，群益金鼎证券整理

从整体费用控制方面来看，人保财险在**规模效应**等优势的影响下，综合成本率一直处于低于较低水平。从历史数据来看，人保财险几乎每年均处于承保盈利状态，且与同业比较，综合成本率相对较低。

（财险行业头部效应明显，龙头企业基本囊括了行业所有利润，尾部企业大部分亏损。从 2017 年财险企业公布的利润数据来看，行业共实现利润 400 亿，其中人保股份净利占据一半。）

图：各财险公司综合成本率（%）

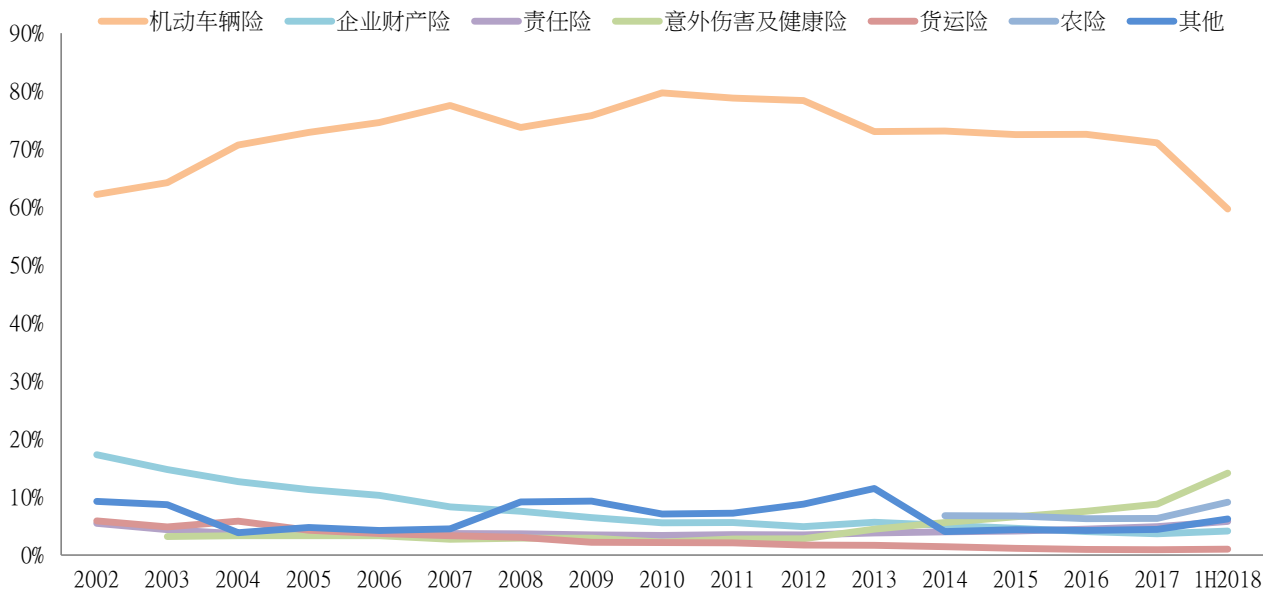


资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

分险种看，非车险近几年发展不错，从整体财险中占比不断提高，成为拉动人保财险增长的主要动力。今年以来责任险、意外伤害与健康险、货运险、农险、信用保证保险均实现较快增长。

车险方面，从 2018 上半年数据来看，占据财险收入的六成左右。受今年以来汽车销量下滑等因素影响，车险占比有所下滑。

图：人保财险中各险种占比 (%)



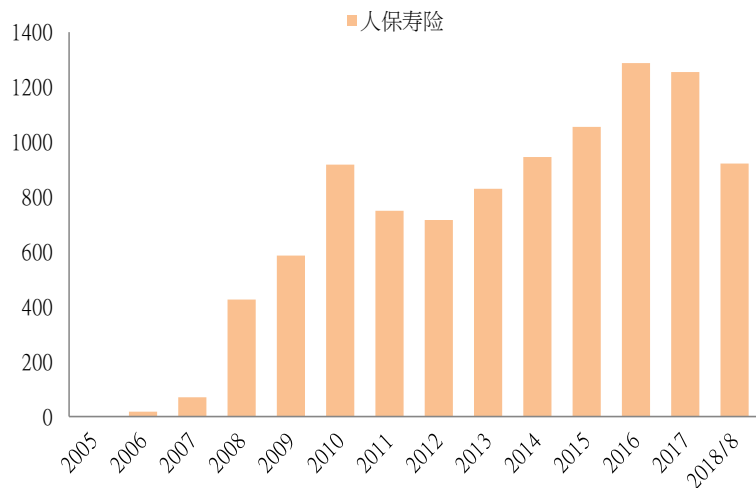
资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

寿险业务发展较晚，保费结构亟待优化

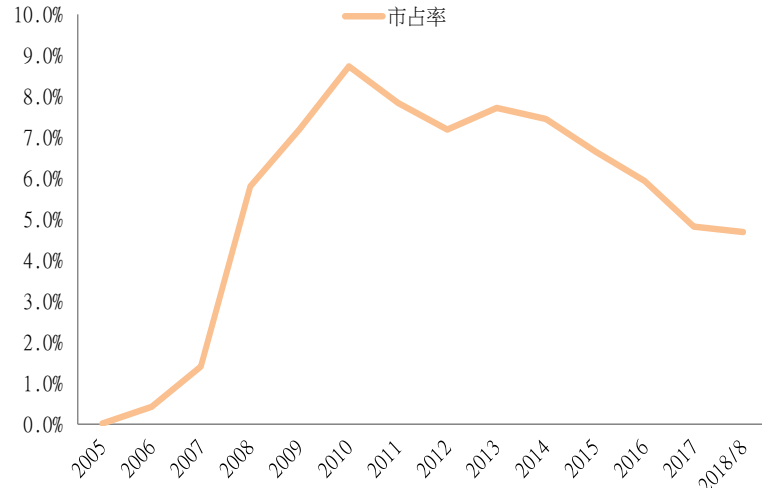
人保寿险业务相对财险而言比较年轻。公司恢复寿险业务在 2005 年，在人保集团品牌、渠道等优势的带领下，寿险业务发展迅猛，短短 5 年时间左右就占据了近 9% 的寿险市场份额。之后市占率有所回落，目前保持在 5% 左右的水平。从寿

险历年的增速来看，成立以来 CAGR 达 90.5%。随着规模冲量之后的调整，近几年增速减缓，增长平稳，11-17 年复合增长率为 9.0% 左右。

图：人保寿险历年保费（亿元）



图：人保寿险历年市占率情况（%）

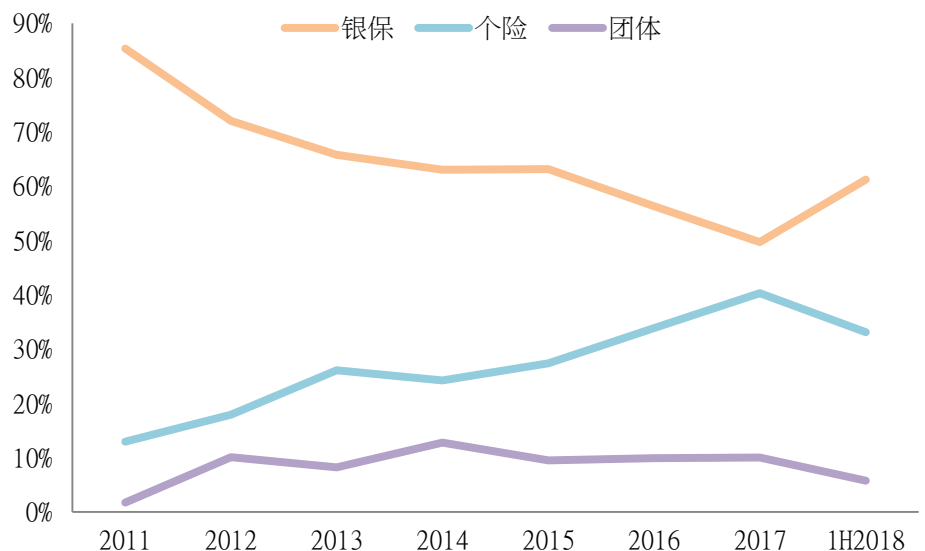


资料来源：银保监会，群益金鼎证券整理

资料来源：银保监会，群益金鼎证券整理

从人保寿险的渠道结构来看，这几年正逐步提升其个险渠道占比，并缩减其银保渠道。不过整体来看，对银保渠道的以来程度依旧较高，超过 50%。不可否认的是，银保渠道有利于保费冲量，在历史上对人保寿险保费快速增长有较大的推动作用。

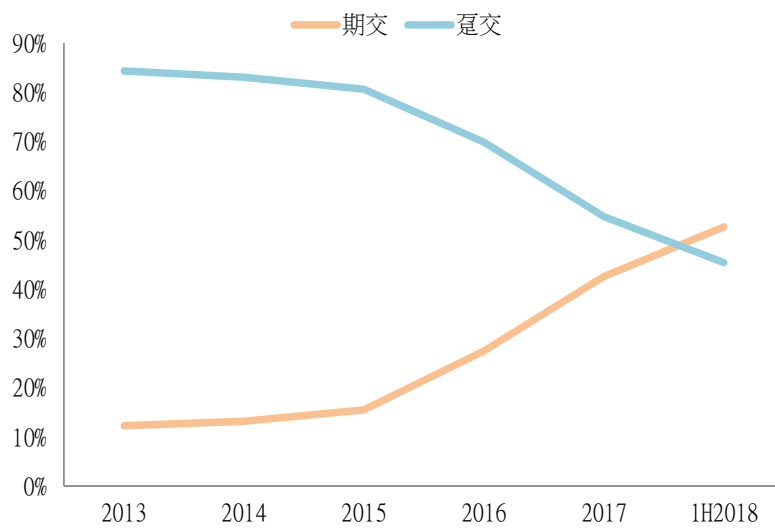
图：人保寿险期限结构（%）



资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

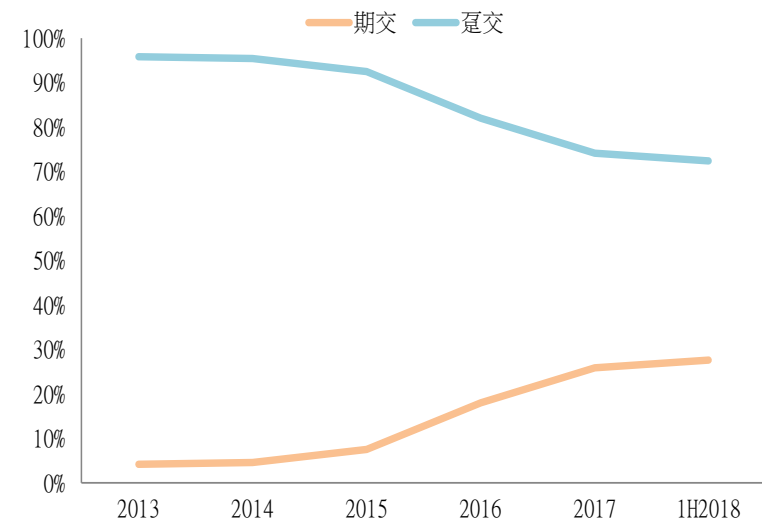
从人保寿险的期限结构来看，这几年正逐步提升其期交保费占比，缩减的趸交占比，保费期限结构同样呈改善趋势。不过目前来看趸交比例依旧较高，占比一半左右，这或与人保寿险对银保渠道比较依赖，销售较多理财型保险产品有关。

图：总保费中期交和趸交占比（%）



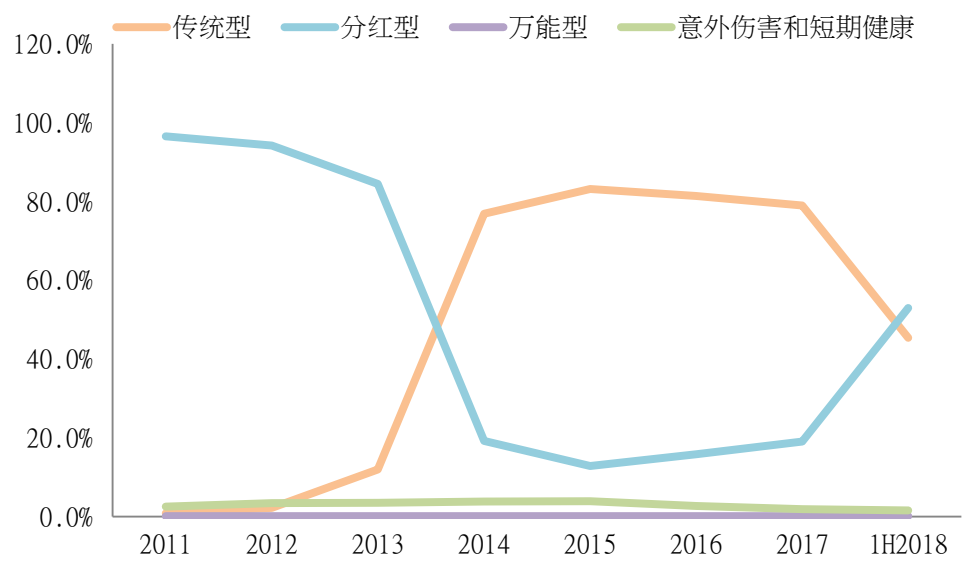
资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

图：新单保费中期交和趸交占比（%）



资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

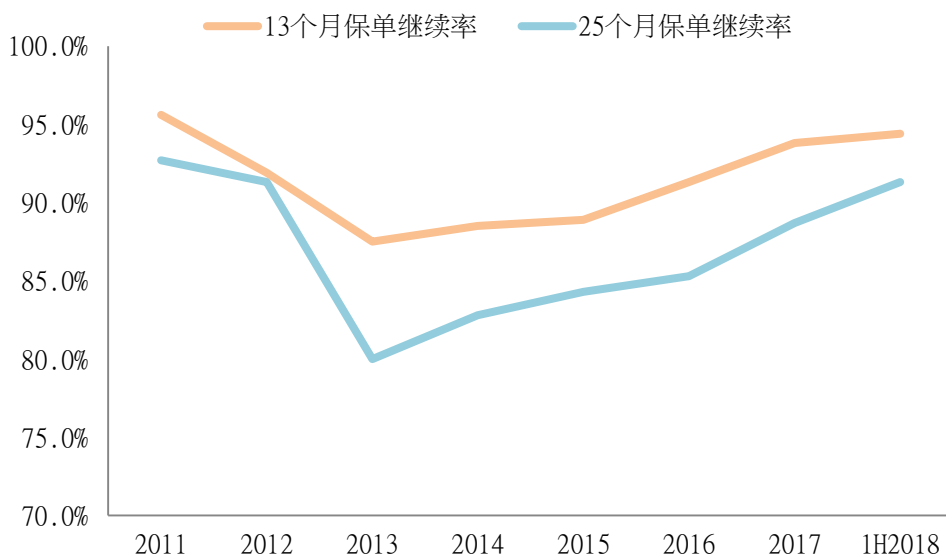
图：人保寿险产品结构（%）



资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

从公司经营情况来看，呈整体向好态势。13、26个月保单继续率不断提升，显示公司退保率不断下降。

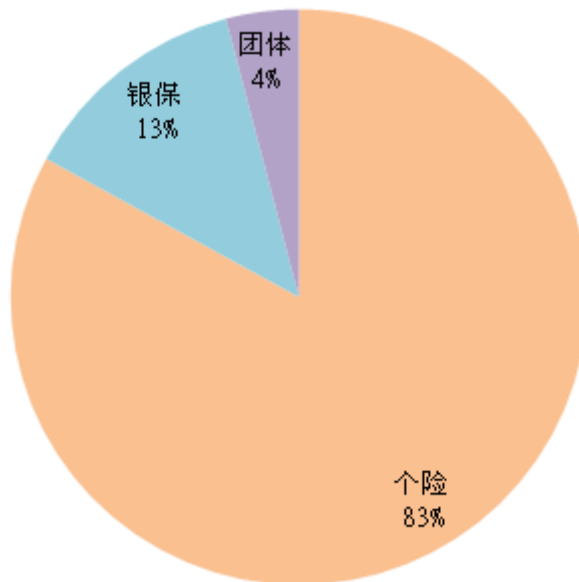
图：人保寿险历年保单继续率情况（%）



资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

银保渠道更适合销售投资型保险产品，相对来说新业务价值率较低，而个险渠道更适合销售较为复杂的保障型保险产品，新业务价值率相对较高。反映到对寿险的新业务价值贡献上，个险渠道贡献了绝大部分，超过了80%，而银保渠道虽然在规模上占据优势，不过新业务价值贡献仅13%。（2018年上半年数据）

图：各渠道新业务价值贡献 (%)

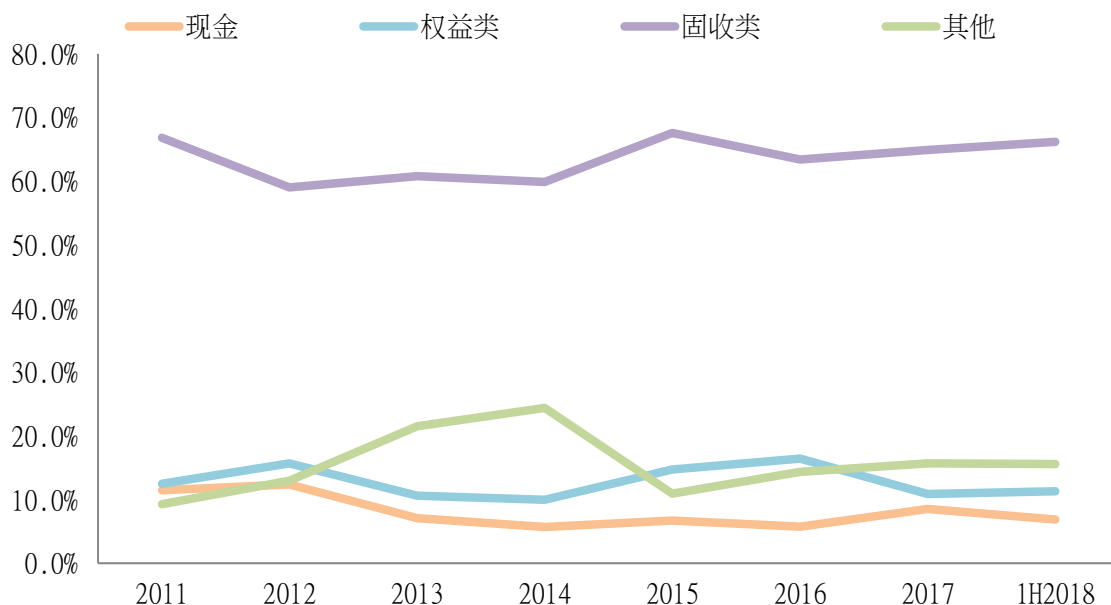


资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

投资收益率表现好于同业，且波动较小

从资产配置的情况来看，人保整体以固收类资产为主，且近几年固收类资产比例有所提升。权益类资产近几年整体有所下降。其他类资产包括长期股权投资、投资性房地产等，在未来在新国际会计准则的实施预期下，为减少收益波动，预计公司将加大长期股权投资的配置，其他类资产比例预计将提升。

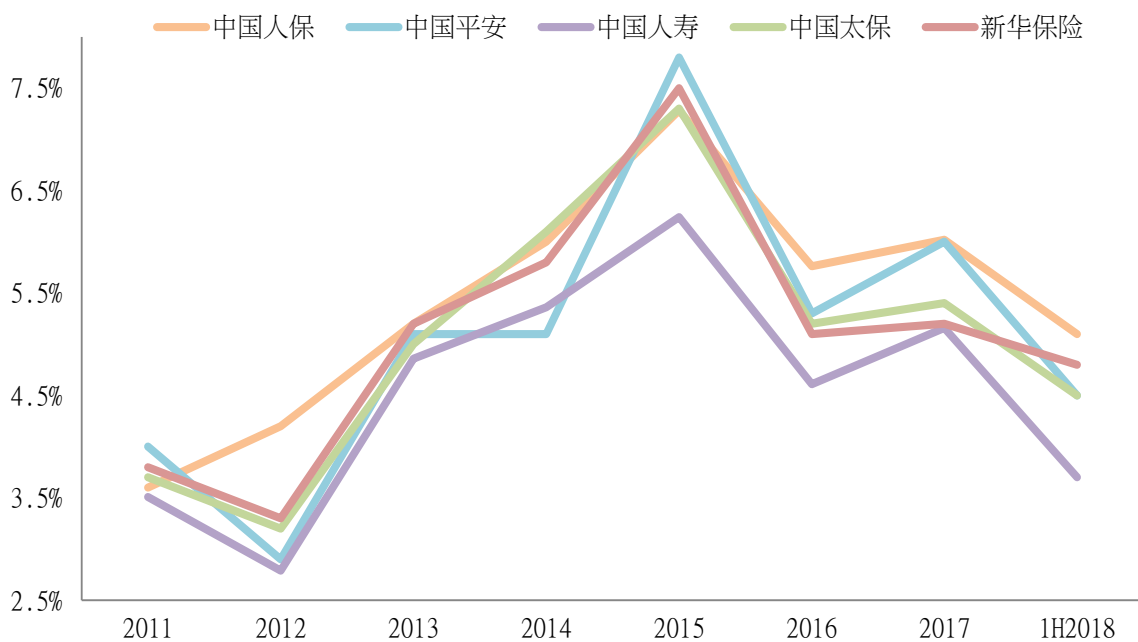
图：人保历年资产配置比例（%）



资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

在投资收益率方面，人保整体好于同业，且其收益率波动性相对更小，表现更稳定。今年上半年人保总投资收益率为 5.1%，好于平安（4.5%）、国寿（3.7%）、太保（4.5%）、新华（4.8%）。

图：人保集团历年投资收益率及与同业对比（%）

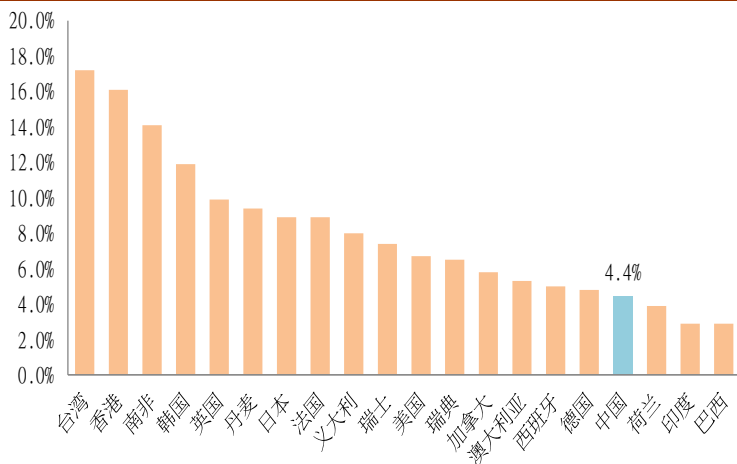


资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

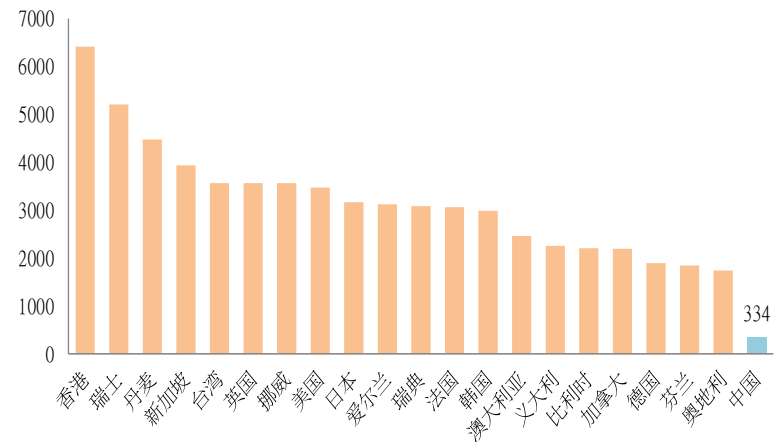
展望未来：保险行业发展潜力巨大

展望未来，行业景气度向上确定性强，且发展空间大：一、从保险深度和保险密度指标上来看，目前依旧在世界上处于较低水准，依旧有很大的提升空间。二、随着城镇人均居民收入水准的提升的趋势延续，保险越来越成为一种刚性需求。

图：保险深度（%）



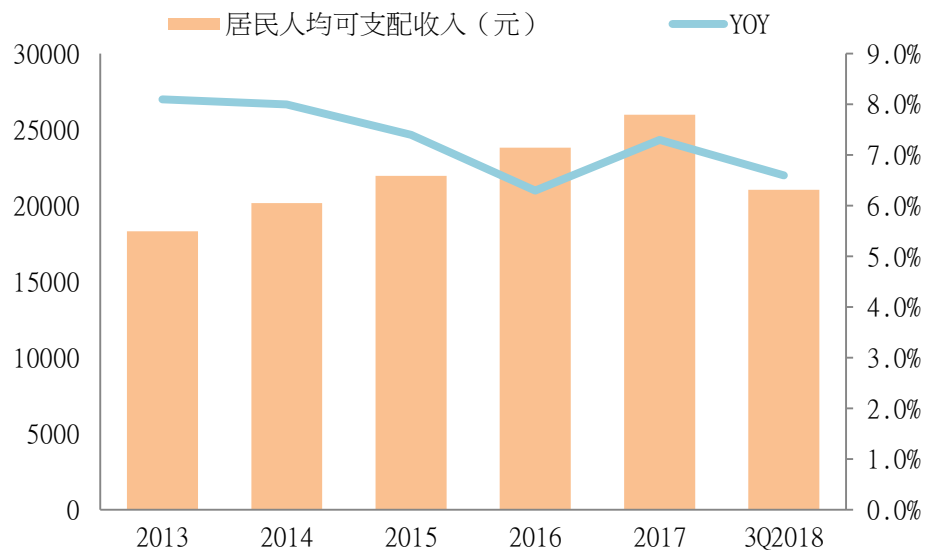
图：保险密度（欧元/人）



资料来源：德国安联集团，群益金鼎证券整理

资料来源：德国安联集团，群益金鼎证券整理

图：居民人均可支配收入（元）



资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

结论与投资建议

人保集团为中国历史悠久的财险龙头。财险方面，公司曾占据市场的半壁江山，即使现在随着各类新竞争者涌入，依旧占据三分之一的市场份额。公司财险保费增长稳健，且成本控制优于行业。寿险方面，历史较短，不过发展很快，目前占据约 5% 的市场份额。投资方面，整体来看好于同业，且更稳健。

估值方面，我们采用两种方法，分别为

- 1、将集团视为整体，按 PB 估值

2、将集团拆分成财险、寿险及资管，分部估值

方法 1：由于公司主营业务为财险经营，寿险相对份额较小，我们使用集团整体用相对估值法 PB 进行估值。我们认为，PB 在 1 左右为比较合理且安全的水平，对应公司 2018 年市值 1582 亿，对应目标价 3.58 元。

方法 2：采用分部估值法，将集团拆成财险、寿险及资管业务。其中财险采用 PB 估值，寿险及健康险采用 PEV 估值，资管采用 PB 估值。分部计算如下表，另外加上 IPO 新进资金，对应 2018 年市值 1837 亿，对应目标价 4.15 元。（与方法 1 的差距主要在于对寿险部分的估值上）

| 单位： 亿元 | 2018 年末（预测值，财险及 资管为净资产，寿险及健康 险为内含价值，不考虑 IPO 新进资金） | 对应市值 | 持股比例 | 属于集团的 相应市值 |
|-----------|--|------|--------|---------------|
| 财险 | 1518 | 1518 | 68.98% | 1047 |
| 寿险 | 708 | 708 | 80% | 567 |
| 健康险 | 83 | 83 | 95.45% | 79 |
| 资管 | 84 | 84 | 100% | 84 |

投资建议：公司保费稳健增长，且 IPO 新获取资金对公司现有业务有一定的推动作用。目前财险龙头稳固，寿险也不断完善。我们看好公司未来发展，目前估值较低，给予“买入”的投资建议。

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

表 1: 合并损益表

| (百万元) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 402,736 | 444,672 | 488,141 | 508,690 | 575,545 |
| 已赚保费 | 348,785 | 396,780 | 435,624 | 459,317 | 519,735 |
| 投资收益 | 50,443 | 44,149 | 49,354 | 43,948 | 50,385 |
| 营业支出 | 369,625 | 418,950 | 456,495 | 475,650 | 538,349 |
| 退保金 | 51,901 | 63,925 | 72,116 | 79,921 | 90,434 |
| 赔付支出 | 208,676 | 238,661 | 256,290 | 255,380 | 296,249 |
| 提取保险责任准备金 | 22,167 | 19,521 | 6,733 | 2,297 | 5,197 |
| 保单红利 | 4,100 | 3,502 | 2,616 | 2,297 | 2,599 |
| 保险手续费及佣金支出 | 35,963 | 53,664 | 68,094 | 84,974 | 85,756 |
| 业务及管理费 | 55,513 | 59,541 | 64,966 | 60,534 | 68,490 |
| 净利润 | 19,176 | 14,334 | 16,646 | 15,285 | 19,183 |

表 2: 合并资产负债表

| (百万元) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
|------------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 总投资资产 | 742,860 | 807,830 | 853,537 | 884,264 | 916,098 |
| 资产合计 | 782,053 | 843,464 | 932,182 | 965,741 | 1,000,507 |
| 未到期责任准备金 | 104,284 | 115,541 | 127,013 | 119,994 | 121,384 |
| 未决赔款准备金 | 116,796 | 130,611 | 142,736 | 134,848 | 136,410 |
| 寿险责任准备金 | 267,057 | 263,842 | 257,771 | 243,525 | 246,347 |
| 长期健康险责任准备金 | 16,481 | 25,402 | 26,081 | 24,640 | 24,925 |
| 卖出回购金融资产款 | 28,231 | 33,066 | 41,226 | 38,948 | 39,399 |
| 应付债券 | 39,210 | 46,084 | 49,801 | 47,049 | 47,594 |
| 负债合计 | 687,236 | 762,030 | 802,014 | 757,691 | 766,469 |
| 股本 | 42,424 | 42,424 | 42,424 | 44,224 | 44,224 |
| 股东权益总额 | 156,228 | 170,152 | 185,959 | 208,049 | 234,038 |
| 负债和所有者权益总计 | 843,464 | 932,182 | 987,973 | 965,741 | 1,000,507 |

表 3: 合并现金流量表

| (百万元) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
|---------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 20,441 | 23,831 | -2,025 | 14,082 | 11,963 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 10,902 | -32,683 | 23,270 | 496 | -9,137 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -20,914 | 5,447 | 5,041 | 2,689 | 2,338 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 10,577 | -3,155 | 26,090 | 11,171 | 11,369 |

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。