

费用支出增长拖累业绩表现，寿险价值转型效果显现

中国人保 (601319.SH)

谨慎推荐 首次评级

核心观点:

1、事件

近期，公司发布了2018年年度报告。

2、我们的分析与判断

1) 手续费及佣金支出增加压制财险业绩表现，公司净利润下滑19.2%

2018年公司实现营业收入5037.99亿元，同比增加3.2%；归母净利润134.50亿元，同比减少19.2%；基本EPS 0.32元，同比减少19.5%；ROE（加权平均）9.4%，同比减少3.3个百分点。2018年公司实现保费收入4986.11亿元，同比增长4.7%。2018年人保财险手续费及佣金支出同比增加24%，抬升营业成本，导致财险利润下滑17.3%；叠加市场波动导致的投资收益缩减，公司整体业绩表现承压。

2) 财险龙头地位稳固，承保端维持盈利，业务结构优化

财险保费收入稳健增长，龙头地位依然稳固。2018年人保财险实现保费收入3887.69亿元，同比增长11%；市占率高达33%，维持行业第一。承保端继续维持盈利，实现承保利润54.1亿元。2018年人保财险综合成本率同比上升1.2个百分点至98.5%，其中，赔付率为62%，同比下滑0.4个百分点；费用率36.5%，同比上升1.6个百分点，主要系手续费及佣金支出由上年的597亿增加24%至740亿导致。公司财险业务结构优化，非车收入占比提升。2018年车险业务实现收入2589.04亿元，同比增长3.9%，占比减少4.55个百分点到66.6%；非车险业务收入1298.65亿元，同比增长28.47%，占比提升4.55个百分点到33.4%。

3) 人身险转型成效显著，结构优化助力新业务价值正增长

2018年人保人身险实现保费收入937.17亿元，同比下滑11.78%，主要系公司主动压缩中短期存续业务规模所致。其中，寿险、健康险和意外险分别实现保费收入759.95亿元、157.62亿元和19.6亿元，同比分别下滑14%、0.4%和3.35%。公司聚焦价值期交，业务结构改善，助力价值增长。2018年人保寿险长险首年期交保费收入168.36亿元；期交保费（含续期）占比60.0%，同比提升17.4个百分点；十年期及以上首年期交保费收入44.90亿元，同比增长3.5%。受益业务结构调整，公司价值创造能力持续提升。2018年公司人身险实现新业务价值62.42亿元，同比增长1.4%；内含价值793.21亿元，同比增长13.7%。其中，人保寿险实现新业务价值57.35亿元，同比增长0.8%，内含价值706.32亿元，同比增长14.1%。

2018年人保健康实现保费收入147.98亿元，同比减少23.13%，主要由于公司主动开展业务结构调整，停售中短期护理保险存续业务，导致护理险保费

分析师

武平平

☎: 010-66568224

✉: wupingping@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130516020001

张一纬

☎: 010-66568668

✉: zhangyiwei_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130519010001

特此鸣谢

杨策

☎: 010-66568643

✉: yangce_yj@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2019.3.28

A股收盘价(元)	8.99
A股一年内最高价(元)	12.89
A股一年内最低价(元)	4.01
上证指数	2,994.94
市净率	2.61
总股本(亿股)	442.24
实际流通A股(亿股)	10.11
限售的流通A股(亿股)	344.87
流通A股市值(亿元)	3,439.07

收入由 2017 年的 88 亿元下滑 86.6%至 11.8 亿元,拖累人保健康保费收入增长。公司主动调整优化业务结构,助力价值增长。2018 年人保健康长险期交首年保费 20.76 亿元,同比增长 152.2%。2018 年人保健康实现新业务价值 5.07 亿元,同比增长 8.3%,内含价值 86.89 亿元,同比增长 11%。

4) 受权益市场震荡下行影响,投资收益有所下滑

截至 2018 年末,公司投资资产 8954.62 亿元,较 2017 年末增长 4.93%。受权益市场下行影响,公司的投资收益率有所下滑。2018 年公司总投资收益率为 4.9%,同比下滑 1.1 个百分点;净投资收益率 5.5%,与上年持平。资产配置方面,公司把握年初利率高点的配置窗口,加大久期债券和债券型非标产品配置力度,合理控制股票和股票型基金占比。截至 2018 年末,公司固定收益投资占比 66.4%,同比上升 1.5 个百分点;股票基金投资占比 10.8%,同比下降 0.1 个百分点;其他投资占比 15.8%,同比增加 0.1 个百分点;现金及等价物占比 6.9%,同比减少 1.6 个百分点。

3.投资建议

公司财险龙头地位稳固,承保端维持盈利,业务结构持续优化。寿险及健康险加大保障型业务开展力度,聚焦价值期交,夯实高质量发展转型基础。结合公司基本面和股价弹性,并且考虑公司当前的估值水平,我们给予“谨慎推荐”评级,预计 2019-2020 年 EPS 0.37/0.41 元,对应 2019-2020 年 PE 为 24.30X/21.93X。

4. 风险提示

保险产品销售不及预期;产险承保端盈利持续下滑。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

武平平，张一纬，金融行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 caixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn