

# 寿险业务贡献提升

华泰研究

2021年3月17日 | 中国内地

更新报告

金融/保险

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

6.50

研究员

SAC No. S0570521010001  
SFC No. AWF297

李健, PhD

lijian@htsc.com  
00852-36586112

研究员

SAC No. S0570514040002  
SFC No. BPN843

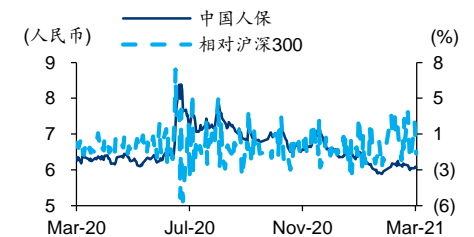
沈娟

shenjuan@htsc.com  
+86-755-23952763

## 基本数据

目标价(人民币)	6.50
收盘价(人民币 截至3月17日)	6.06
市值(人民币百万)	267,997
6个月平均日成交额(人民币百万)	397.53
52周价格范围(人民币)	5.88-8.39
BVPS(人民币)	4.47

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 业务构成正在变化

虽然人保集团的产险业务贡献了大部分保费和净利润,其寿险健康险(寿健险)的占比在不断提升。寿健险对集团净利润的贡献从2018年的4%上升到1H20的22%。原因在于寿健险业务的持续增长、长期寿险业务利润的释放、以及产险业务近年来相对较大的发展阻力。人保集团的寿健险业务规模和利润率相较于主要同业仍有差距,但近些年的进步有目共睹。财产险业务处于业内龙头地位,近年受车险增速放缓和信用险风险出清的影响较大。我们更新模型,将2020E/2021E/2022E EPS预测调至0.45/0.50/0.53元,基于分部估值法的目标价下调至6.50元,维持增持评级。

## 产险业务受到车险改革冲击

2020年9月落地的车险改革对整个车险市场带来冲击。公司在三季报业绩会上表示,车均保费自车险改革以来有20%以上的下降。今年一月份,人保财险的车险保费同比下滑了11.4%,平安的车险保费下滑了18.6%,显现出车险价格下降对2021年的车险保费增长带来的压力。非车险在过往几年曾呈现出高增长势头,但人保的信用险在2020年因为风险暴露导致赔付率恶化,公司收紧了高速增长信用险业务。我们预计未来农业保险、责任保险仍将保持较快增速,在一定程度上对冲车险保费下滑的影响。

## 寿险健康险业务不断进化

人保的寿险健康险业务在过去几年取得了稳健发展,新单保费维持在700亿元上下,总保费则从2018年的1080亿预计上升到2020年的1260亿元。于此同时,利润从2018年的7.5亿元预计上升到2020年的56亿元。这与公司不断加大销售利润率较高的代理人渠道业务有关。但相比主要同业,人保的寿险健康险业务质量仍有差距。其代理人年均产能在1H20只有1.76万元,低于主要同业的2-5万元。其1H20产品新业务价值利润率(以首年标准保费为基础)为20%,低于主要同业的34%-66%。我们认为人保集团会持续改进其寿险健康险业务,并提升该业务在集团内的利润贡献。

## 下调盈利预测和目标价

我们下调2020E/2021E/2022E EPS预测10%/10.7%/15.9%,反映产险更大的经营压力;预计2020E/2021E寿险新业务价值增速为7.5%/13%,产险综合成本率为99.5%/98.8%。我们预测2020E/2021E/2022E营运ROE/ROEV为10.7%/10.6%/11.0%及10.8%/10.9%/10.6%,基于SOTP估值法的目标价从7.55元下调至6.50元。

风险提示:寿险产品利润率或新业务增长大幅恶化;财险业务遭遇大幅承保亏损;重大投资亏损。

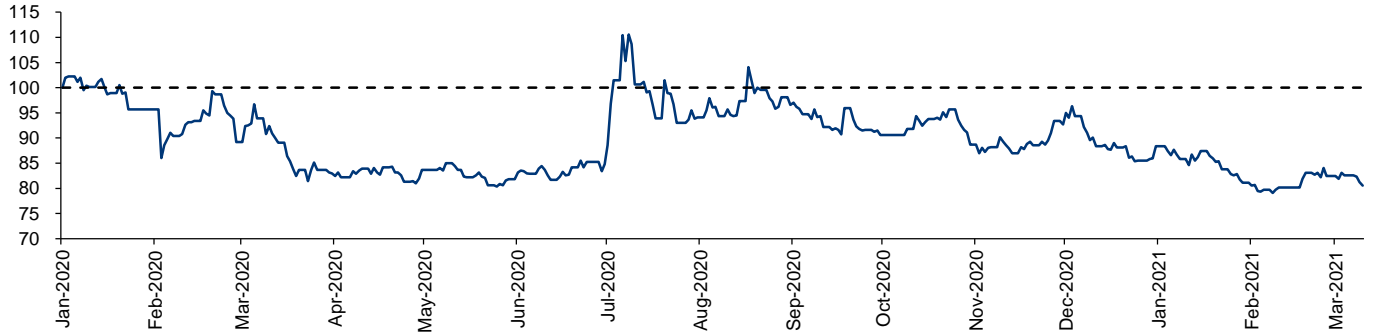
## 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛保费收入(人民币百万)	498,608	555,251	577,466	576,193	636,618
+/-%	4.65	11.36	4.00	(0.22)	10.49
总投资收益(人民币百万)	31,612	37,856	43,397	42,589	45,334
+/-%	(11.95)	19.75	14.64	(1.86)	6.45
归母净利润(人民币百万)	13,450	22,401	19,937	22,057	23,613
+/-%	(19.20)	66.55	(11.00)	10.63	7.06
EPS(人民币)	0.30	0.51	0.45	0.50	0.53
DPS(人民币)	0.05	0.12	0.12	0.15	0.16
PB(倍)	1.75	1.46	1.33	1.19	1.09
PE(倍)	19.93	11.96	13.44	12.15	11.35
PEV(倍)	1.47	1.21	1.10	0.99	0.91
股息率(%)	1.66	4.00	5.62	7.17	7.67

资料来源:公司公告、华泰研究预测

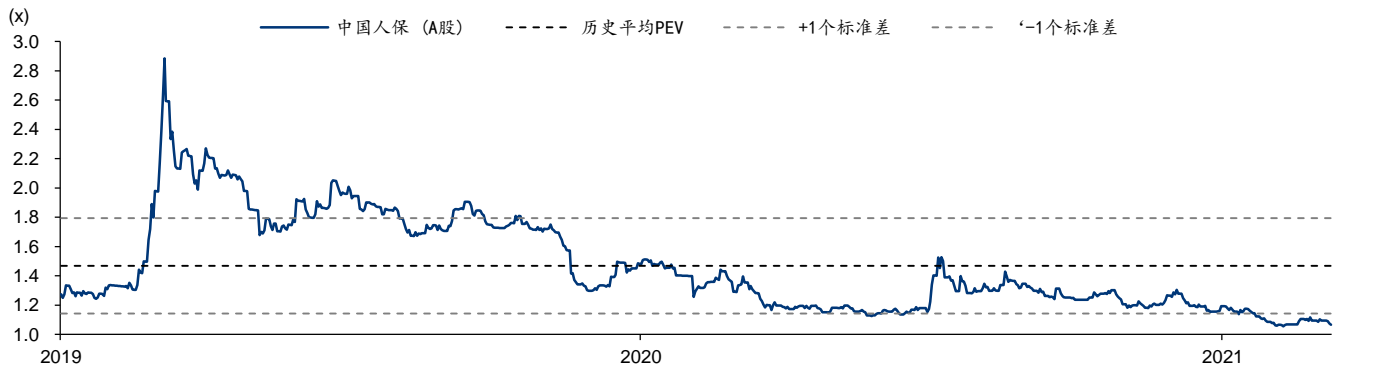
## 估值及预测调整

图表1: 中国人保: 股价表现



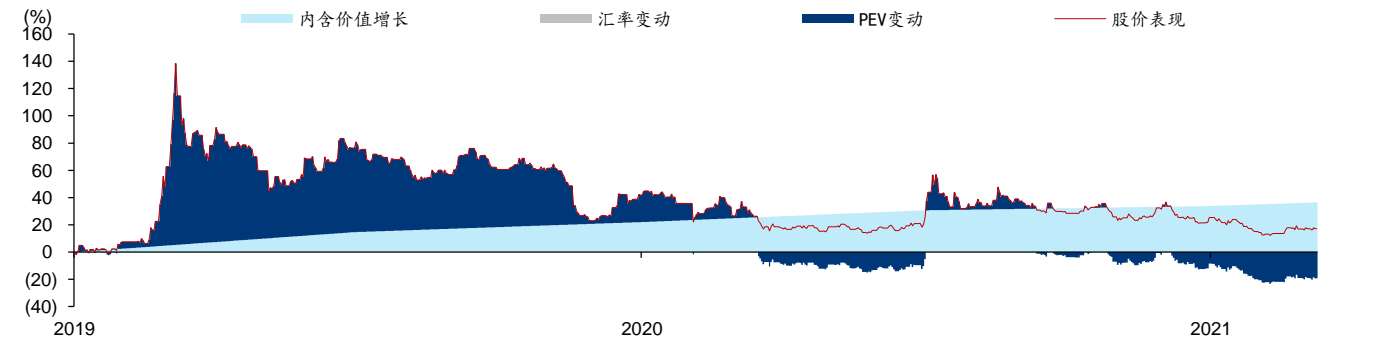
资料来源: 彭博, 华泰研究预测

图表2: 中国人保: 历史 PEV



资料来源: 彭博, 公司数据, 华泰研究预测

图表3: 中国人保: 股价表现分解



资料来源: 彭博, 公司数据, 华泰研究预测

图表4: 中国人保: 预测更新

	此前预测			更新预测			预测变动(%)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
EPS (人民币)	0.50	0.56	0.63	0.45	0.50	0.53	(10.0)	(10.7)	(15.9)
净利润同比增速 (%)	(0.5)	10.1	12.8	(11.0)	10.6	7.1	(10.5pp)	0.5pp	(5.7pp)
EPS 同比增速 (%)	(0.5)	10.1	12.8	(11.0)	10.6	7.1	(10.5pp)	0.5pp	(5.7pp)
新单保费同比增速 (%)	7.5	9.4	10.0	(4.5)	8.9	6.3	(12.0pp)	(0.5pp)	(3.7pp)
新业务价值同比增速 (%)	6.0	9.5	9.5	7.5	13.0	10.8	1.5pp	3.5pp	1.3pp

注: pp 为百分点

资料来源: 华泰研究预测

## 估值方法

我们使用 SOTP (分部加总) 估值法, 基于会计指标和内含价值指标对中国人保进行估值。对于各个业务板块, 我们使用三阶段 DCF 法来估算其价值。

- 1) 阶段一: 前 3 年, 我们的模型给出明确的预测。
- 2) 阶段二: 接下来的 10 年视为防御期。我们做出资本回报和资本增长假设。
- 3) 阶段三: 接下来的 37 年视为长期阶段。我们假设资本回报逐渐稳定。终值基于我们资本回报的假设进行估计。对于阶段三 (50 年) 之后的企业价值, 我们在模型中不予以预测。

我们将这三个阶段的现金流按相应的资本成本进行贴现到今年年底, 并加入了终值的估算和股息支付, 计算出账面价值和内含价值两种方法下的估值。我们使用资本资产定价模型 (CAPM) 推导出资本成本, 基于 2.7% 的长期无风险利率假设, 1.5 的 beta 和 6.1% 的风险溢价。我们 6.5 元的目标价是基于内含价值 (人民币 7.2 元) 和账面价值 (人民币 5.8 元) 估值的平均值。

图表5: 中国人保: 主要假设

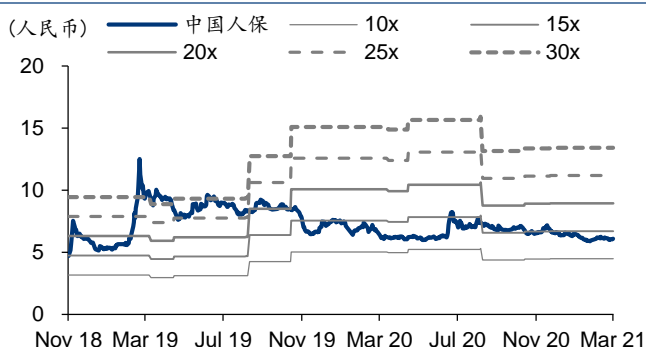
资本成本	营运资本回报 (50 年)						
	2022E	阶段一 2023E	2024E	阶段二 2025E	2034E	阶段三 2071E	
<b>内含价值分部加总法</b>							
寿险	13.0	10.8	10.7	11.0	12.0	12.0	11.0
财产险	11.4	营运	13.3	13.7	13.0	13.0	13.0
其他	14.5	ROEV	3.1	4.9	5.0	5.0	5.0
集团	11.7	10.6	11.0	12.0	13.0	13.0	12.0
<b>会计指标分部加总法</b>							
寿险	13.0	10.4	6.3	7.0	9.0	10.0	9.0
财产险	11.4	营运	13.3	13.7	13.0	13.0	13.0
其他	14.5	ROE	3.1	4.9	5.0	5.0	5.0
集团	11.7	11.6	11.2	12.0	13.0	13.0	12.0

资料来源: 华泰研究预测

## 风险提示

下行风险: 寿险产品利润率或新业务增长大幅恶化; 财险业务遭遇大幅承保亏损; 重大投资亏损。

图表6: 中国人保 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表7: 中国人保 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

## 盈利预测

### 损益表

会计年度 (人民币十亿)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛保费收入	499	555	577	576	637
分出保费	(30)	(35)	(40)	(34)	(37)
未到期责任准备金提转差	(14)	(18)	(12)	(29)	(38)
<b>已赚净保费</b>	<b>455</b>	<b>502</b>	<b>526</b>	<b>514</b>	<b>562</b>
总投资收益	32	38	43	43	45
其他收益	5	4	3	4	4
<b>总收入</b>	<b>492</b>	<b>543</b>	<b>572</b>	<b>560</b>	<b>611</b>
保险给付及赔付	(319)	(365)	(386)	(411)	(449)
成本及其他费用	(158)	(162)	(164)	(123)	(134)
<b>总给付、赔付及费用合计</b>	<b>(477)</b>	<b>(526)</b>	<b>(550)</b>	<b>(534)</b>	<b>(583)</b>
联营企业利润份额	13	13	12	12	13
<b>税前利润</b>	<b>28</b>	<b>30</b>	<b>34</b>	<b>38</b>	<b>41</b>
所得税	(8)	2	(6)	(8)	(8)
<b>净利润</b>	<b>19</b>	<b>32</b>	<b>28</b>	<b>31</b>	<b>33</b>
归母净利润	13	22	20	22	24
少数股东权益	6	9	8	9	9

### 估值与盈利水平

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE (倍)	19.93	11.96	13.44	12.15	11.35
PEV (倍)	1.47	1.21	1.10	0.99	0.91
PB (倍)	1.75	1.46	1.33	1.19	1.09
PTNAV (倍)	1.82	1.48	1.34	1.21	1.10
ROE	8.89	13.16	10.23	10.22	9.90
ROA	1.85	2.89	2.36	2.42	2.43
股息率	1.66	4.00	5.62	7.17	7.67
派息率	15.03	22.90	25.69	29.64	29.64

### 每股数据

会计年度 (人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS	0.30	0.51	0.45	0.50	0.53
DPS	0.05	0.12	0.12	0.15	0.16
BVPS	3.46	4.15	4.56	5.08	5.57
每股有形净资产	3.33	4.09	4.51	5.02	5.52
每股内含价值	4.11	5.02	5.51	6.10	6.68

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币十亿)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>资产</b>					
现金及存款	174	177	179	190	204
债券	484	521	545	576	619
股票	224	268	265	281	302
其他投资资产	24	22	24	25	27
<b>总投资资产</b>	<b>906</b>	<b>988</b>	<b>1,013</b>	<b>1,072</b>	<b>1,152</b>
其他资产	125	145	196	208	224
<b>总资产</b>	<b>1,032</b>	<b>1,133</b>	<b>1,210</b>	<b>1,280</b>	<b>1,376</b>
<b>负债</b>					
保险合同负债	559	619	642	665	709
投资合同负债	42	40	39	43	47
计息应付	113	107	140	148	158
其他负债	113	120	117	122	131
<b>总负债</b>	<b>826</b>	<b>886</b>	<b>938</b>	<b>978</b>	<b>1,044</b>
<b>权益</b>					
股本	44	44	44	44	44
储备	108	139	157	180	202
其他	-	-	-	-	-
<b>股东权益</b>	<b>152</b>	<b>183</b>	<b>201</b>	<b>224</b>	<b>246</b>
少数股东权益	53	64	70	78	87
<b>权益合计</b>	<b>205</b>	<b>247</b>	<b>272</b>	<b>302</b>	<b>333</b>

### 增长与盈利水平

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛保费收入增长	4.65	11.36	4.00	(0.22)	10.49
总投资收益增长	(11.95)	19.75	14.64	(1.86)	6.45
归母净利润增长	(19.20)	66.55	(11.00)	10.63	7.06
每股盈利增长	(22.49)	66.55	(11.00)	10.63	7.06
总资产增长	4.42	9.80	6.80	5.82	7.52
股东权益增长	11.36	20.11	10.00	11.35	9.67
新业务价值增长	1.41	8.80	7.51	13.05	10.80
集团内含价值增长	14.52	22.09	9.67	10.76	9.52

## 免责声明

### 分析师声明

本人,李健、沈娟,兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见;彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格,以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制,但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期,华泰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。同时,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。以往表现并不能指引未来,未来回报并不能得到保证,并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员,其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正,但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考,不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现,过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现,分析中所做的预测可能是基于相应的假设,任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内,与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下,华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员,也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可,任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并需在使用前获取独立的法律意见,以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求,同时注明出处为“华泰证券研究所”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。



### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师李健、沈娟本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司