

中国人保 (601319)

综改下维持龙头优势，价值转型持续推进

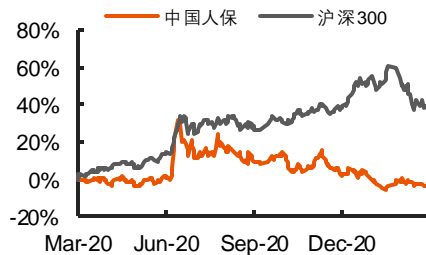
中性 (维持)

现价: 5.99 元

主要数据

行业	保险
公司网址	www.picc.com
大股东/持股	财政部/60.84%
实际控制人	中华人民共和国财政部
总股本(百万股)	44,224
流通 A 股(百万股)	5,602
流通 B/H 股(百万股)	8,726
总市值 (亿元)	2,308.28
流通 A 股市值(亿元)	335.53
每股净资产(元)	4.57
资产负债率(%)	78.2

行情走势图



相关研究报告

《中国人保“601319”产险承保利润回升，人身险价值转型持续》 2020-08-23

证券分析师

王维逸 投资咨询资格编号
S1060520040001
wangweiyi059@pingan.com.cn

李冰婷 投资咨询资格编号
S1060520040002
libingting419@pingan.com.cn

研究助理

郝博韬 一般从业资格编号
S1060120010015
haobotao973@pingan.com.cn



投资要点

事项:

公司发布2020年年报和利润分配方案，全年实现保险业务收入5636亿元 (YoY+1.5%)，归母净利润201亿元 (YoY-10%)，扣非归母净利润同比+3.6%。公司拟每10股派发现金红利1.20元人民币 (含税)，合计拟派发现金红利53.07亿元人民币 (含税)；加上已派发的2020年半年度股息，2020年全年股息为每10股现金股利1.56元，年度现金分红比例34.4% (YoY+11.5pct)。

平安观点:

■ **产险：承保利润回升，车险综合成本率下行。**2020年产险保费4320亿元 (YoY+0.1%)，市场份额31.8% (YoY-1.4pct)；净利润208亿元 (YoY-16%)、承保利润41亿元 (YoY+2.4%)，盈利能力大幅优于同业。根据中国人保 (601319.SH)，产险费用率32.7% (YoY-0.3pct)、赔付率66.2% (YoY+0.3pct)，费用率降幅与赔付率增幅持平，综合成本率98.9% (同比持平)。

1) **车险业务结构优化，数字化转型降本增效。**2020年车险保费2657亿元 (YoY+1%)，综合成本率96.5% (YoY-0.2pct)、承保利润88亿元 (YoY+7%)。根据中国财险 (2328.HK)，2020年车险赔付率58.0% (YoY-1.8pct)、费用率38.5% (YoY+1.6pct)，赔付率降幅大于费用率增幅，车险承保盈利能力大幅优于行业。具体来看：①疫情减少上路时长、出险率下降；②科技理赔、降本增效，家庭自用客户线上化率89% (YoY+29.5pct)、家庭自用客户理赔线上化率93.2% (YoY+26.5pct)；“驾乘”降赔减损14亿元 (YoY+83%)。

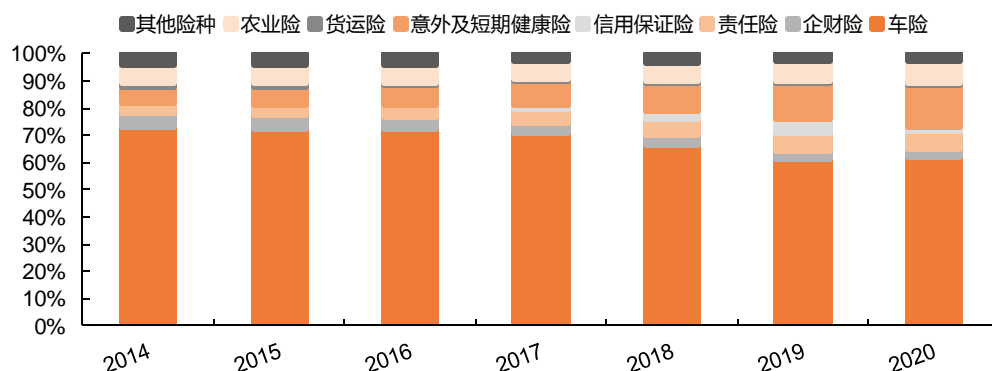
2) **非车险占比略降，保证险赔付拖累非车险承保利润。**2020年非车险保费1664亿元 (YoY-1%)，在产险总保费中占比39% (YoY-0.6pct)；综合成本率103.7% (YoY+0.2pct)，承保利润-47亿元 (YoY-11%)，主要由于①疫情导致社会信用风险水平提升，业务逾期率上升，信用保证险综合成本率144.8% (YoY+23.1pct)、承保利润-51亿元 (YoY-77%)，

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	555,515	583,696	601,744	654,999	707,169
YoY(%)	10%	5%	3%	9%	8%
净利润(百万元)	22,401	20,069	29,492	36,136	42,320
YoY(%)	67%	-10%	47%	23%	17%
EVPS(元)	3.92	4.62	5.45	6.03	6.66
P/EV(倍)	1.53	1.30	1.10	0.99	0.90

公司已收紧保证险业务，持续出清风险。②农险保费 358 亿元（YoY+17%），保持高速增长。根据中国人保（601319.SH），2020 年农险综合成本率 99.8%（YoY-1.9pct），主要由于分保条件变化，摊回分保费用同比减少、农险已赚形成率下降，导致费用率提升；但大灾理赔响应能力进一步提升，赔付率下降。

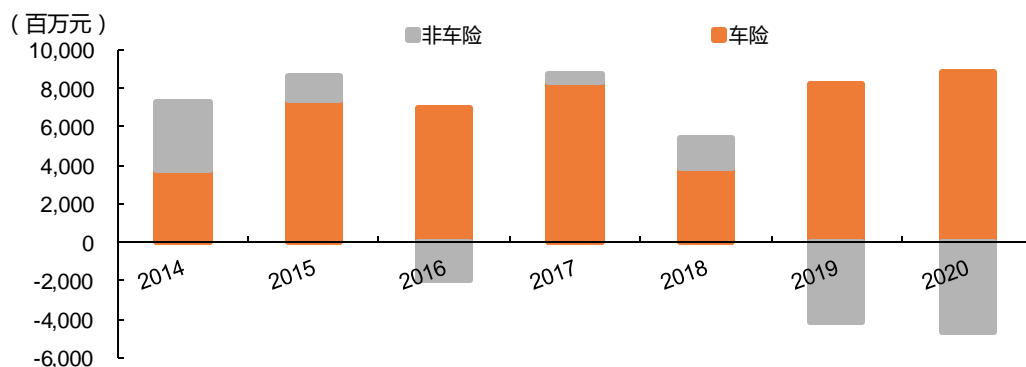
- **人身险：积极增员发展“大个险”，期限结构改善推动价值提升。**2020 年新单保费 732 亿元（YoY-0.5%），主要系团险新单影响。公司持续推进“大个险”战略，代理人队伍增量提质，人身险队伍数量已达 43 万人（YoY+59%）、寿险月均有效人力 10 万人（YoY+9%）。代理人质态持续改善，拉动长期期交新单 268 亿元（YoY+2%）、占比达 37%（YoY+0.8pct），助人身险 NBVM 提升至 8.4%（YoY+0.8pct）、NBV 增至 61 亿元（YoY+10%），EV 达 1172 亿元（较上年末+22%）。
- **互联网业务快速发展。**2020 年全集团互联网保险业务保费 345 亿元（YoY+25%），其中互联网健康险规模保费 127 亿元（YoY+77%）。
- **权益市场回暖助投资端改善。**2020 年总投资收益率 5.8%（YoY+0.4pct）、净投资收益率 5.0%（YoY-0.3pct），测算综合投资收益率 6.3%（YoY-0.2pct），预计全年股票+基金投资收益率约 20%。
- **投资建议：**寿险聚焦“大个险”、坚持价值转型，拉动 NBV 提升。产险业务需求刚性，保证险逐渐出清，投资端稳健，车险综合改革下，产险未来竞争聚焦赔付端，利好龙头险企。基于此，我们上调产险赔付率和人身险新单增速假设，2021 年预测 EVPS 从 4.61 元调升至 5.45 元，公司目前股价对应 2021 年 PEV 约 1.1 倍，估值显著高于主要同业，维持“中性”评级。
- **风险提示：**权益市场大幅波动，信用风险集中暴露。客户转化与代理人产能释放不及预期，新单保费修复不及预期。车均保费超预期下滑、赔付率超预期提升，车险承保利润承压。

图表1 人保财险分险种保费收入占比



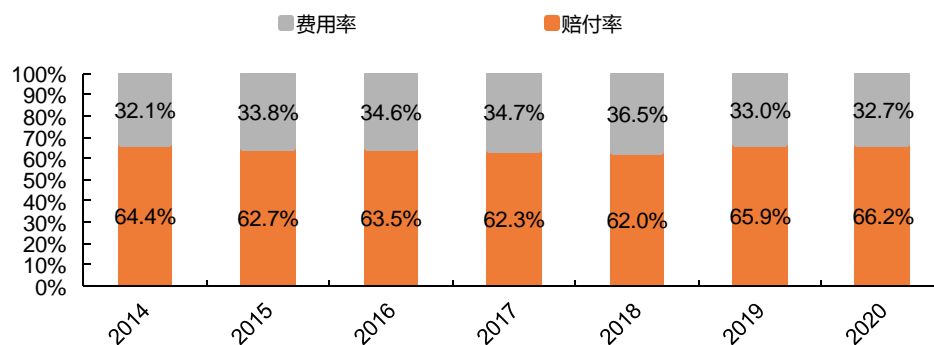
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表2 人保财险分险种承保利润



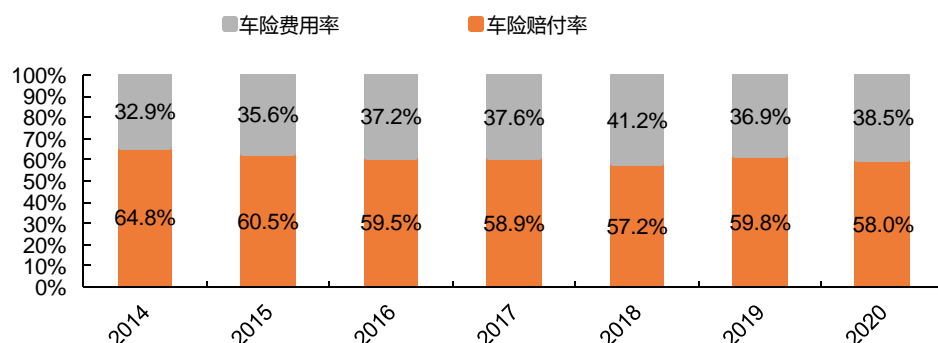
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表3 人保财险综合成本率



资料来源：公司公告、平安证券研究所

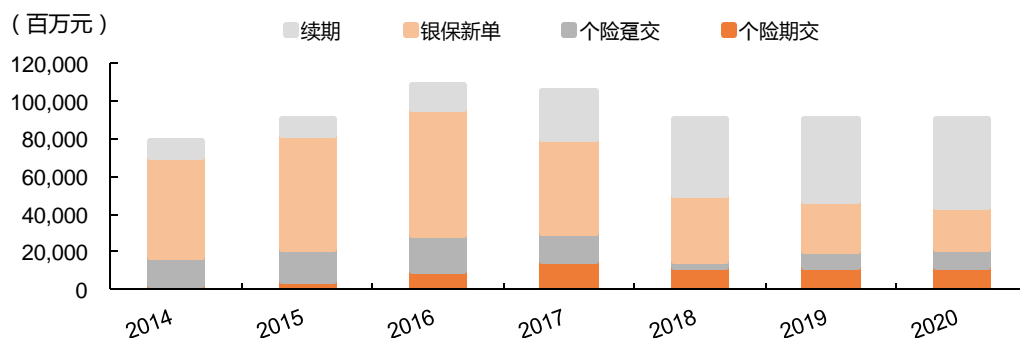
图表4 人保财险车险综合成本率



资料来源：公司公告、平安证券研究所

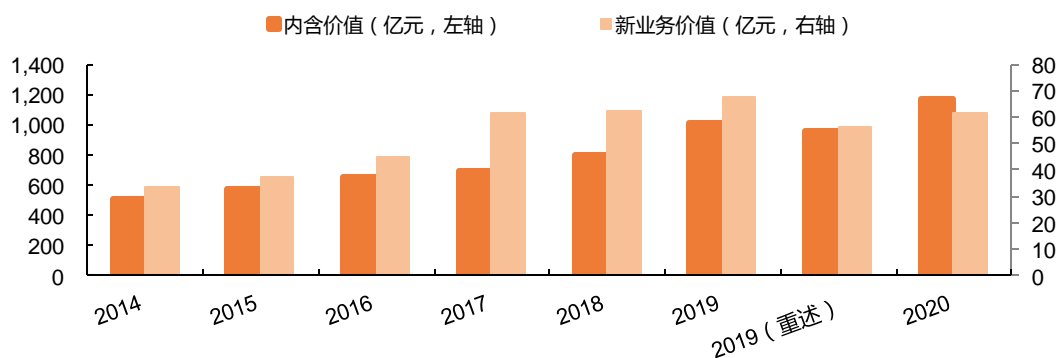
注：数据源于中国财险(2328.HK)

图表5 人身险业务分险种保费



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表6 人身险 EV 与 NBV



资料来源：公司公告、平安证券研究所

利润表

单位：百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	583,696	601,744	654,999	707,169
保费收入	563,606	584,241	639,387	692,936
投资净收益	59,866	61,339	64,375	67,612
其他业务收入	3,589	2,849	3,071	3,297
营业支出	552,251	563,125	608,984	654,846
赔款及保户利益	382,942	386,054	413,672	441,479
手续费及佣金支出	62,489	68,613	76,322	84,210
管理费用	103,689	105,279	115,502	125,371
其他支出	3,131	3,179	3,488	3,786
营业利润	31,445	38,619	46,015	52,324
营业外收支净额	199	-10	-14	-22
利润总额	31,644	38,609	46,002	52,302
减：所得税	3,370	-2,940	-4,908	-7,320
净利润	28,274	41,549	50,910	59,622
归属母公司净利润	20,069	29,492	36,136	42,320
关键指标增速				
营业收入	5%	3%	9%	8%
投资净收益	20%	2%	5%	5%
赔款及保户利益	5%	1%	7%	7%
手续费及佣金支出	-6%	10%	11%	10%
管理费用	12%	2%	10%	9%
营业利润	6%	23%	19%	14%
所得税	276%	-187%	67%	49%
归属母公司净利润	-10%	47%	23%	17%
关键指标在保费占比				
赔款及保户利益/已赚	68%	66%	65%	64%
手续费及佣金支出	11%	12%	12%	12%
管理费用	18%	18%	18%	18%

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	24,104	35,339	33,027	36,691
交易性金融资产	33,433	31,928	36,778	40,745
买入返售金融资产	55,081	51,256	431,465	478,116
应收保费	36,775	42,031	198,451	222,487
可供出售金融资产	379,312	388,828	63,833	67,773
持有至到期投资	181,199	177,978	47,176	50,044
长期股权投资	124,840	139,199	151,720	165,407
定期存款	89,016	110,337	113,781	124,428
资产总计	1,255,461	1,360,307	1,491,711	1,635,124
保户储金及投资款	39,338	48,493	50,318	53,845
未到期责任准备金	160,862	180,951	196,446	209,988
未决赔款准备金	162,022	178,545	193,158	208,339
寿险责任准备金	303,046	321,158	349,192	380,267
长期健康险责任准备金	45,031	38,180	44,364	50,028
负债合计	982,325	1,051,499	1,139,627	1,239,547
股本	44,224	44,224	44,224	44,224
未分配利润	105,073	19,658	23,075	25,422
所有者权益合计	273,136	308,808	352,084	395,577
负债和股东权益总计	1,255,461	1,360,307	1,491,711	1,635,124

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
价值指标（百万元）				
人身险新业务价值	7,237	8,140	8,624	9,064
集团内含价值	204,285	240,918	266,688	294,574
每股指标（元）				
每股收益	0.51	0.67	0.82	0.96
每股新业务价值	0.16	0.18	0.20	0.20
每股内含价值	4.62	5.45	6.03	6.66
估值指标				
P/E	11.75	8.98	7.33	6.26
P/EV	1.30	1.10	0.99	0.90

主要指标增速

归母净利润增速	-10%	47%	23%	17%
新业务价值增速	-4%	12%	6%	5%
集团内含价值增速	18%	18%	11%	10%

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：（021）33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033