

中国人保 (601319.SH)

车险综合成本率保持稳定 寿险业务增速领先同业

事件: 公司发布 2020 年年报, 全年公司实现营业收入 5836.96 亿元, 同比增长 5.1%; 实现归母净利润 200.69 亿元, 同比-10.4%; 全年拟每 10 股派发现金股利 1.56 元。

费改下车险综合成本率保持稳定, 信保业务关注后期风险出清与追偿情况: 车险业务实现保费收入 2656.51 亿元, YoY+1.0%; 车险在包括疫情、新车销量下滑以及车险综合改革的影响下, 仍实现综合成本率 96.5%, 较 20Q3 仅提升 0.1pt, 同比下降 0.2pt, 有所超预期; 其中赔付率同比下降 1.8pt。此外车险方面加大科技运用, 家自车客户线上化率 89%, 车险理赔线上化率 93.2%。信保业务方面, 全年实现保费收入 52.83 亿元, YoY-76.8%, 其中 Q4 单季度保费收入仅 0.8 亿元, 业务结构不断调整, 加速出清存量业务风险, 但由于赔付增加以及保费收入大幅下降, 赔付率较 20H 提升 4.7pt, 费用率提升 1.5pt, 使得整体综合成本率提升 6.2pt 至 144.8%。整体财险业务净利润 208.34 亿元, 剔除去年同期手续费税收政策影响后 YoY+0.6%。

人身险业务表现亮眼, NBV 及 EV 增速领先上市同业: 人身险业务板块实现 NBV61.32 亿元, YoY+9.7% (数据经重述), 预计位列主要上市险企首位, 银保继续优化结构, 压缩趸交产品占比; 个险重述口径下测算 margin 同比小幅提升 0.8pt 至 24.6%。人保寿险期末代理人规模 41.43 万人, 较 20H 下滑 19.1%, 但月均有效人力 10.2 万人, YoY+8.8%; 实现净利润 45.25 亿元, YoY+42.7%; 期末剩余边际 757.58 亿元, YoY+18.2%。人保健康积极加速市场开拓, 互联网保费规模突破百亿达到 126.78 亿元, YoY+77.1%。公司寿险及健康险 EV 分别为 1022.97 亿元、149.47 亿元, 重述数据下 YoY+20.8%、34.7%, 同样领先上市同业, 其中投资偏差分别贡献 7.6%、6.8% 的 EV 增长, 数据重述主要系公司将投资收益率假设由 5.25% 下调至 5.0%。

全年投资收益达 5.8%, 委托管理规模快速增长: 公司积极把握权益市场投资机会, 全年实现总投资收益率 5.8%, 同比提升 0.4pt, 净投资收益率 5.0%; 公司第三方资管规模达到 8541 亿元, YoY+22.8%, 其中养老管理资产规模 2491 亿元, YoY+107%。

投资建议: 公司在财险领域维持较好的业绩表现, 车险在综合费改下综合成本率保持稳定, 信用风险有望未来延续出清态势; 寿险方面继续推动价值发展, 核心业务指标增速领先上市同业, 此外投资板块表现亦可圈可点。依据公司实际业务发展情况, 预计公司 21E-23E 归母净利润分别为 230.71 亿元、289.07 亿元、358.28 亿元, 增速分别为+15.0%、+25.3%、+23.9%, 对应 PB 分别为 1.34 倍、1.19 倍、1.05 倍, 维持“增持”评级。

风险提示: 行业竞争恶化风险; 信保业务风险出清不及预期风险; 赔付不确定风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	555,515	583,696	638,055	692,735	751,256
YoY(%)	10.3	5.1	9.3	8.6	8.4
归母净利润(百万元)	22,401	20,069	23,071	28,907	35,828
YoY(%)	66.6	-10.4	15.0	25.3	23.9
每股净资产	4.14	4.57	5.10	5.74	6.51
ROE(%)	12.84	10.35	10.81	12.21	13.55
EPS(摊薄/元)	0.51	0.51	0.52	0.65	0.81
P/B(倍)	1.64	1.49	1.34	1.19	1.05

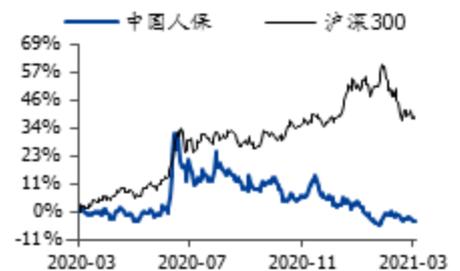
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

增持 (维持)

股票信息

行业	保险
前次评级	增持
最新收盘价	5.99
总市值(百万元)	264,901.70
总股本(百万股)	44,223.99
其中自由流通股(%)	12.67
30 日日均成交量(百万股)	33.93

股价走势



作者

分析师 马婷婷

执业证书编号: S0680519040001

邮箱: mattingting@gszq.com

分析师 赵耀

执业证书编号: S0680519090002

邮箱: zhaoyao@gszq.com

相关研究

- 《中国人保 (601319.SH): 业务经营稳健综合成本率略上升 信保业务占比继续下降》2020-10-29
- 《中国人保 (601319.SH): 财险承保延续改善, 寿险业务结构加速优化》2020-08-22
- 《中国人保 (601319.SH): 财险龙头地位稳固, 转型推动新发展》2020-06-07



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	24,064	24,104	26,514	29,166	32,082
交易性金融资产	27,032	33,433	36,776	40,454	44,499
买入返售金融资产	53,038	55,081	60,589	66,648	73,313
可供出售金融资产	316,901	379,312	417,243	458,968	504,864
持有至到期投资	140,398	181,199	199,319	219,251	241,176
长期股权投资	117,083	124,840	137,324	151,056	166,162
投资性房地产	12,445	13,246	14,571	16,028	17,630
定期存款	87,009	89,016	97,918	107,709	118,480
分类为贷款及应收款的投资	182,858	171,307	188,438	207,281	228,010
固定资产	25,636	33,183	36,501	40,151	44,167
其他资产	146,307	150,740	155,838	169,176	183,481
资产总计	1,132,771	1,255,461	1,371,031	1,505,888	1,653,864
卖出回购金融资产	58,263	85,826	94,409	103,849	114,234
应付债券	48,780	56,960	66,512	77,665	90,689
应付赔付款	10,272	12,493	15,140	17,784	20,890
应付保单红利	3,816	4,096	3,762	4,063	4,388
保户储金及投资款	41,014	39,338	136,228	153,257	172,138
责任准备金	618,074	673,555	619,509	659,892	698,937
其他负债	105,713	110,057	134,868	155,945	180,039
负债	885,932	982,325	1,070,428	1,172,456	1,281,315
股本	44,224	44,224	44,224	44,224	44,224
资本公积	7,516	7,545	7,922	8,318	8,734
未分配利润	93,939	105,073	121,222	141,457	166,537
其他综合收益等	37,454	45,352	52,036	59,722	68,562
少数股东权益	63,706	70,942	75,199	79,710	84,493
所有者权益合计	246,839	273,136	300,603	333,433	372,550

盈利指标

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
ROA	2.80	2.25	2.37	2.70	3.05
ROE	12.84	10.35	10.81	12.21	13.55
EPS	0.51	0.51	0.52	0.65	0.81
BVPS	4.14	4.57	5.10	5.74	6.51
P/E(倍)	13.35	13.35	13.05	10.42	8.41
P/B(倍)	1.64	1.49	1.34	1.19	1.05

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	555,515	583,696	638,055	692,735	751,256
已赚保费	501,423	520,751	567,619	613,028	662,070
投资收益	49,722	59,866	67,050	75,766	84,858
公允价值变动收益	527	-150	-165	33	30
其他业务收入	3,843	3,229	3,552	3,907	4,298
营业支出	525,719	552,251	599,973	645,028	692,128
退保金	49,345	45,321	40,869	42,912	45,021
赔款支出(减摊回)	274,427	285,303	320,137	348,200	378,704
提取保险责任准备金	39,006	49,022	54,491	55,173	57,600
保单红利支出	1,975	3,090	2,838	3,065	3,310
营业税金及附加	2,117	1,987	2,838	3,065	3,310
手续费及佣金支出	66,448	62,489	74,926	81,533	88,717
业务及管理费用	82,584	91,768	89,116	95,632	99,311
其他业务支出	7,749	9,432	11,352	12,261	13,241
资产减值损失	2,068	3,839	3,406	3,188	2,913
营业利润	29,796	31,445	38,083	47,706	59,128
利润总额	29,780	31,644	38,239	47,912	59,384
所得税	-1,915	3,370	5,736	7,187	8,908
净利润	31,695	28,274	32,503	40,726	50,476
减: 少数股东损益	9,294	8,205	9,432	11,818	14,648
归母净利润	22,401	20,069	23,071	28,907	35,828

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
归母净利润增速	66.6%	-10.4%	15.0%	25.3%	23.9%
已赚保费增长率	10.1%	3.9%	9.0%	8.0%	8.0%
综合成本率	98.9%	98.4%	97.8%	97.5%	97.5%
综合赔付率	66.2%	65.8%	66.4%	66.7%	66.7%
综合费用率	32.7%	32.6%	31.4%	30.8%	30.8%
新业务价值(亿)	67.91	61.32	71.13	81.80	94.07
新业务价值增速	8.8%	9.7%	16.0%	15.0%	15.0%
内含价值(亿)	1,005	1,172	1,383	1,633	1,926
内含价值增速	26.7%	22.3%	18.0%	18.0%	18.0%
总投资资产(亿)	10,029	11,159	12,275	13,502	14,852
总投资资产增速	8.9%	11.3%	10.0%	10.0%	10.0%
净投资收益率(%)	5.4	5.0	4.9	4.8	4.8
总投资收益率(%)	5.3	5.8	5.2	5.0	5.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

图表 1: 集团核心业务指标数据

集团核心指标 (亿元)	2017	2018	2019	2020H	2020Q3	2020
保费收入	4764.44	4986.11	5552.71	3368.41	4561.31	5636.06
YoY	8.3%	4.7%	11.4%	4.3%	3.6%	1.5%
投资净收益	493.54	442.63	497.22	280.64	448.90	598.66
YoY	11.8%	-10.3%	12.3%	16.1%	21.6%	20.4%
公允价值变动损益	-1.10	-5.36	5.27	0.58	-2.73	-1.50
归母净利润	166.46	134.50	224.01	126.02	187.36	200.69
YoY	16.1%	-19.2%	66.6%	-18.8%	-12.3%	-10.4%
总资产	9879.73	10316.90	11327.71	12658.34	12577.04	12554.61
较年初	6.0%	4.4%	9.8%	11.7%	11.0%	10.8%
归母净资产	1369.19	1524.68	1831.33	1922.44	1977.90	2021.94
较年初	9.1%	11.4%	20.1%	5.0%	8.0%	10.4%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 财险核心业务指标数据

财险核心指标 (亿元)	2017	2018	2019	2020H	2020Q3	2020
综合成本率 (%)	97.3%	98.5%	99.2%	97.3%	98.4%	98.9%
赔付率	62.4%	62.0%	66.2%	65.4%	-	66.2%
费用率	34.8%	36.5%	33.0%	31.9%	-	32.7%
财险保费收入	3503.14	3887.69	4331.75	2456.39	3441.73	4320.19
YoY	12.5%	11.0%	11.4%	4.1%	3.7%	0.1%
车险保费收入	2492.32	2589.04	2629.27	1310.19	1992.84	2656.51
YoY	10.3%	3.9%	1.6%	2.8%	5.3%	1.0%
非车险保费收入	1010.82	1298.65	1702.48	1146.20	1448.89	1663.68
YoY	18.3%	28.5%	31.1%	5.6%	1.6%	-2.3%
车险综合成本率	96.0%	98.4%	96.7%	94.8%	96.4%	96.5%
赔付率	59.1%	57.2%	59.8%	57.6%	-	58.0%
费用率	36.9%	41.2%	36.9%	37.2%	-	38.5%
信用保证险成本率	-	96.9%	121.7%	138.6%	139.8%	144.8%
赔付率	-	60.2%	78.1%	120.0%	-	124.7%
费用率	-	36.7%	43.6%	18.6%	-	20.1%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 健康险核心业务指标数据

健康险核心指标 (亿元)	2017	2018	2019	2020H	2020Q3	2020
总保费收入	192.50	147.98	224.20	221.73	273.27	322.57
YoY	-16.4%	-23.1%	51.5%	45.7%	45.4%	43.9%
长险首年保费	85.69	22.59	74.84	82.79	100.05	119.01
YoY	-37.0%	-73.6%	231.3%	128.6%	81.2%	59.0%
期缴新单保费	8.23	20.76	67.96	43.26	60.42	77.20
YoY	94.1%	152.2%	227.4%	31.4%	19.3%	13.6%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 寿险核心业务指标数据

寿险核心指标 (亿元)	2017	2018	2019	2020H	2020Q3	2020	
总保费收入	1062.38	937.14	981.15	672.33	821.17	961.84	
YoY		1.1%	-11.8%	4.7%	-5.1%	-5.3%	-2.0%
长险首年保费	7.84	4.66	4.67	3.23	377.01	432.74	
YoY		-12.4%	-40.6%	0.2%	-14.6%	-17.2%	-7.3%
期缴新单保费	2.03	1.68	1.96	1.50	174.02	191.18	
YoY		26.0%	-17.0%	16.3%	2.3%	0.3%	-2.3%
寿险代理人数量	25.59	24.56	39.11	51.23	-	41.43	
较年初		35.2%	-4.0%	59.3%	31.0%	-	5.9%
代理人月均新单 (元)	4,728	2,679	2,742	2,968	-	2,198	
寿险NBV	56.87	57.35	61.88	40.76	-	54.29	
NBV YoY		37.7%	0.8%	7.9%	19.3%	-	5.6%
寿险EV	619.09	706.32	890.86	1009.66	-	1022.97	
EV较年初		7.6%	14.1%	26.1%	13.3%	-	20.8%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 部分数据 20 年增速对 19 年数据进行重述

图表 5: 财险保费细项数据

财险保费细项 (亿元)	2019			2020		
	保费收入	占比	同比增速	保费收入	占比	同比增速
机动车辆险	2629.27	60.9%	1.6%	2656.51	61.5%	1.0%
意外伤害及健康险	576.33	13.3%	42.5%	661.87	15.3%	14.8%
农险	304.54	7.1%	15.2%	357.54	8.3%	17.4%
责任险	272.20	6.3%	25.4%	284.67	6.6%	4.6%
企业财产险	142.27	3.3%	13.1%	142.58	3.3%	0.2%
信用保证险	227.63	5.3%	96.7%	52.83	1.2%	-76.8%
货运险	39.70	0.9%	2.8%	38.07	0.9%	-4.1%
其他险种	125.30	2.9%	4.7%	126.12	2.9%	0.7%
总保费收入	4317.24	100.0%	11.4%	4320.19	100.0%	0.1%

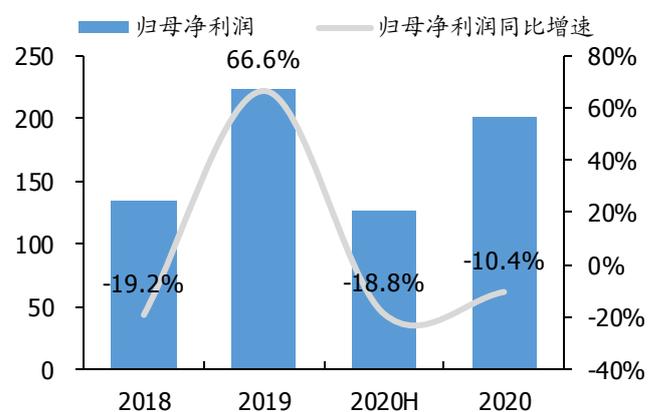
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 2020 年公司保费收入同比增长 1.5% (亿元)



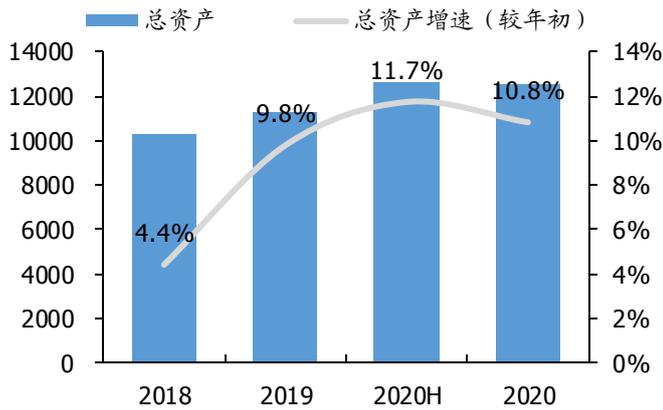
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 7: 2020 年公司归母净利润同比-10.4% (亿元)



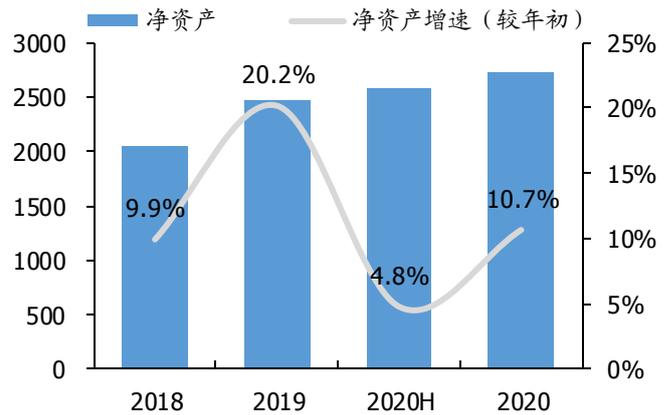
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 8: 2020 年公司总资产增速 10.8% (亿元)



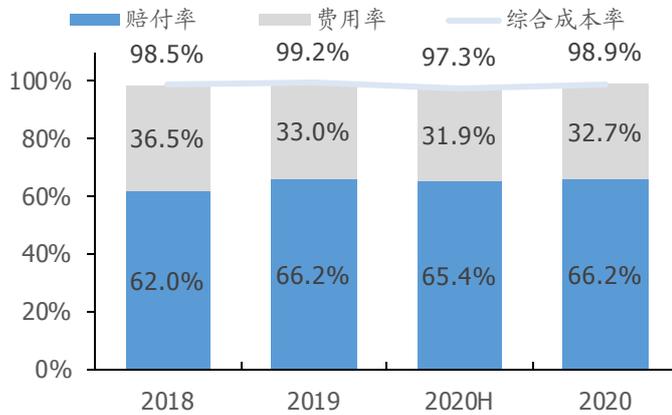
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 2020 年公司净资产增速 10.7% (亿元)



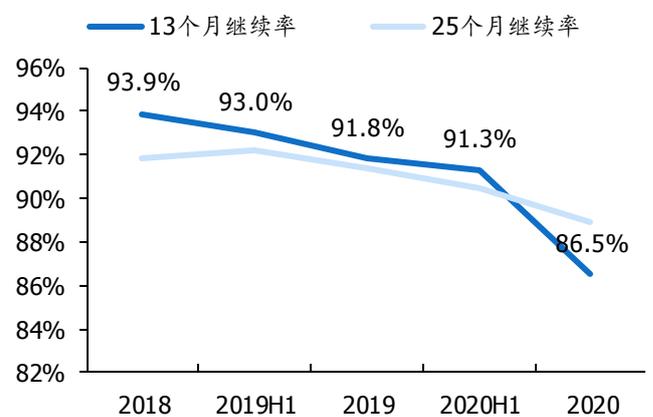
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 2020 年公司财险业务综合成本率 98.9%



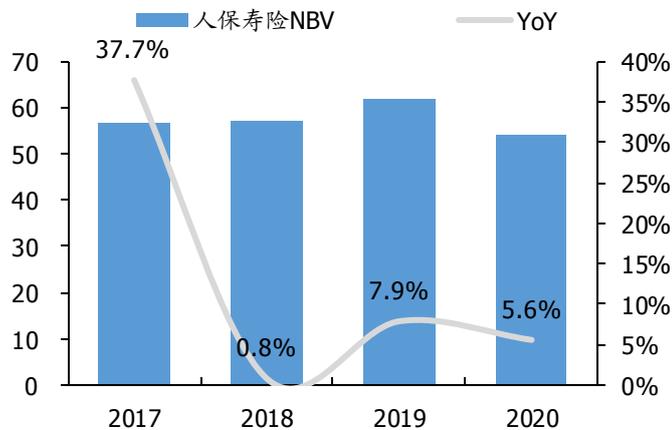
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 2020 年公司保单继续率有所下滑



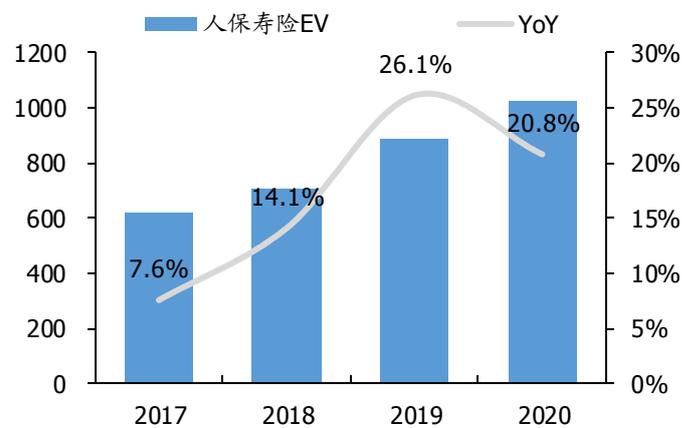
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 2020 年公司寿险 NBV 增速 5.6% (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 20 年增速对 19 年数据进行重述

图表 13: 2020 年公司寿险 EV 增速 20.8% (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com