

证券研究报告

公司研究

点评报告

中国人保 (601319. SH)

投资评级 无评级

上次评级 无评级

王舫朝 非银行金融行业首席分析师

执业编号: S1500519120002

联系电话: (010) 83326877

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

朱丁宁 研究助理

邮箱: zhudingning@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

车险盈利能力领先行业，寿险持续价值转型

2021年03月24日

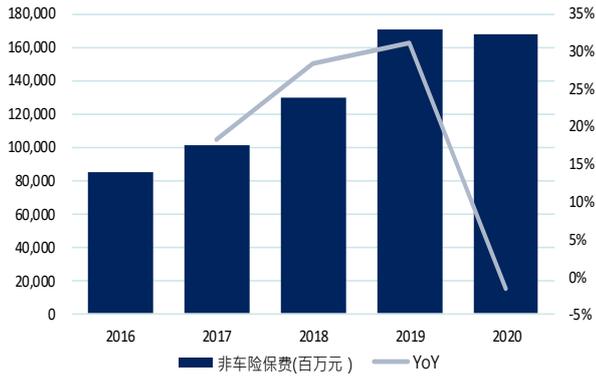
事件: 中国人保公布 2020 年年报, 实现营业收入 5636.1 亿元, 同比+1.5%, 实现归母净利润 200.7 亿元, 同比-10.4%。扣非后净利润 198.2 亿元, 同比+3.6%。每股收益 0.45 元, 同比-10.4%。加权平均净资产收益率 10.3%, 同比-1.1ppts。董事会建议每 10 股分红 1.2 元, 分红比例 34.4%, 首次突破 30%。

点评:

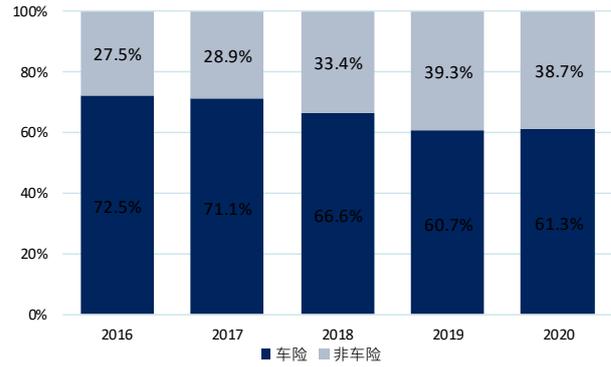
- **2020 年归母净利润同比-10.4%。** 中国人保实现实现归母净利润 200.7 亿元, 同比-10.4%, 主要因为 2019 年手续费税收政策影响以及准备金计提增加导致税前利润减少 8186 亿元。扣非后净利润同比+3.6%。Q4 净利润 13.3 亿元, 同比+29.04%。
- **财险原保费增速持平, 信用保证保险拖累非车险增速。** 财险保费收入 4320.2 亿元, 同比持平, 其中车险业务同比+1%至 2656.5 亿元, 非车险业务同比-1.6%至 1675.4 亿元, 占比-0.6ppts 至 38.7%, 源于信用保证险保费同比-76.8%。而意健险、农险取得快速增长, 同比分别+14.8%和 17.4%。
- **车险盈利能力优于行业, 信用保证险拖累综合成本率。** 产险业务综合成本率 98.9%, 同比-0.3ppts, 持续保持业内领先水平, 其中赔付率同比持平, 为 66.2%, 费用率同比-0.3ppts 至 32.7%。车险业务盈利能力优于行业, 承保利润同比+7.4%, 综合成本率下降 0.2ppts 至 96.5%, 其中车险赔付率同比-1.8ppts 至 58%, 主要因为通过驾安配、科技减损等减损手段持续降本增效以及出险率下降。非车险方面, 综合成本率 103.3%, 承保亏损 46.61 亿元, 主要因为信用保证险综合成本率提升 23.1ppts 至 144.7%, 导致承保亏损 51.04 亿元, 其中信用风险水平提升以及业务规模收紧导致信用保证险赔付率提升 46.6ppts 至 124.7%。随着风险加速出清, 预计非车业务盈利能力有望改善。
- **寿险结构进一步改善, NBV 增速领先同业。** 寿险业务聚焦价值转型, 实施大个险战略, 大力发展期交业务。受疫情影响, 首年期交同比 YoY-2%至 191.2 亿元, 而续期业务 474 亿元, 同比+8%, 期交(含续期)占总保费收入提升 4.4ppts 至 69.1%。趸交业务持续压缩 (YoY -14%)。2020 年寿险新业务价值同比+5.6%至 54.3 亿元, 增速领先行业, 其中新单保费 488.3 亿元, YoY-10%, 而 NBVM+1.6ppts 至 11.1%。内含价值同比+20.8%至 1023 亿元, 增速放缓, 主要因为增长新业务价值、投资回报差异分别下降 2.9ppts、6.6ppts。此外, 模型与假设变动和市场价格调整贡献下降 1.2ppts 和 0.9ts。渠道来看, 银保渠道压缩中短存续期等趸交业

务（同比-24%），首年期交占长险首年保费比重提升 7.5ppts 至 32.8%；个险渠道方面，个险渠道保费占比+4.8ppts 至 57%。随着大个险战略和磐石计划的推进，人力质态提升，月均有效人力 10.2 万人（YoY+8.8%）。

- **投资收益稳健增长，收益率优于行业。**公司抓住地方债发行高峰和利率回升窗口，在利率相对高点加大对长久期债券的配置来拉长资产久期，稳定收益率，债券投资占比 36.6%，同比+4.2ppts。公司坚持长期投资和价值投资理念，把握结构性和阶段性机会，股票和基金投资占比同比+1.7ppts 至 13%。净投资收益率同比-0.3ppts 至 5%，总投资收益率同比+0.4ppts 至 5.8%，优于同业平均。另外，第三方管理资产规模同比+46.1%，其中人保养老年金和养老金规模同比+106.9%至 2491.5 亿元。
- **投资建议：**车险业务盈利能力改善，综合成本率下降 0.2ppts，盈利能力领先行业。随着商车费改的深化，公司车险龙头地位有望进一步巩固。而非车业务因信用保证保险赔付率攀升导致承保仍然亏损。考虑到信用保证保险结构调整已逐渐接近尾声，存量风险出清，我们预计未来盈利能力将逐步改善。寿险业务方面，寿险价值转型深化，期交和个险渠道占比提升，代理人质态提升，NBV 增长领先行业。目前股价位于历史低位，估值有提升空间，建议关注。
- **风险因素：**车险综改负面影响持续；疫情以及自然灾害造成赔付率上升；代理人产能下滑导致人员脱落；权益市场大幅波动带来投资收益下降；利率下行将缩窄固定利率工具利差空间，并影响会计利润。

图 1：非车险保费（百万元）及增速


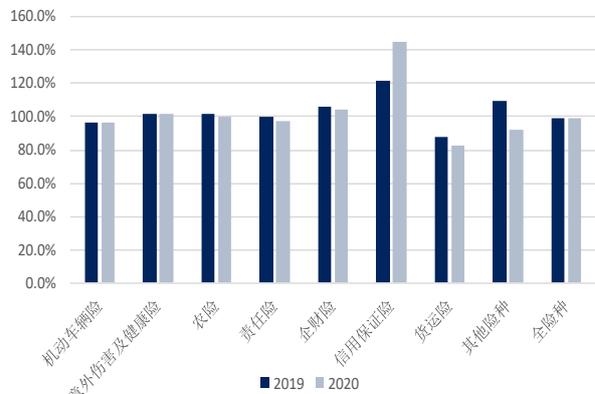
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 2：车险和非车险占比


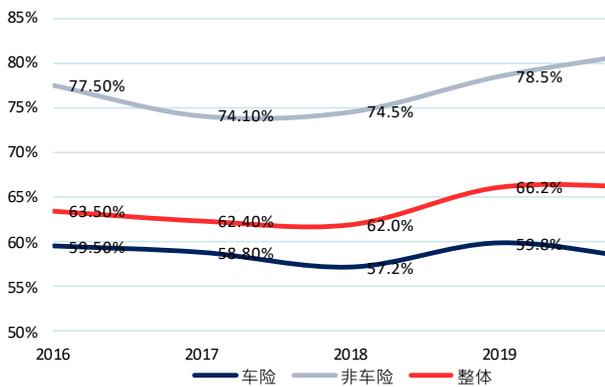
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 3：产险各项业务保费（百万元）及增速

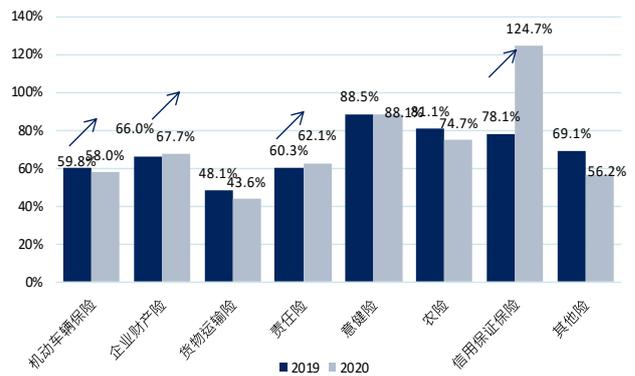

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 4：各险种综合成本率


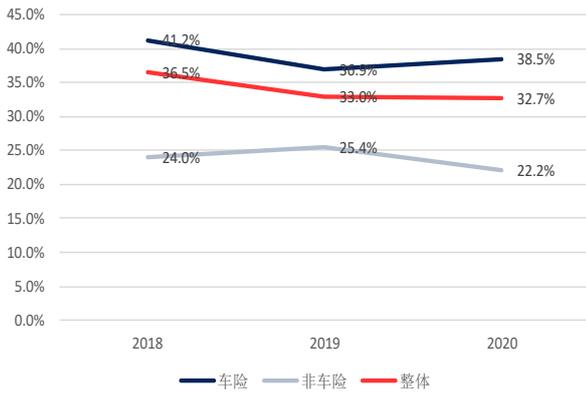
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 5：赔付率


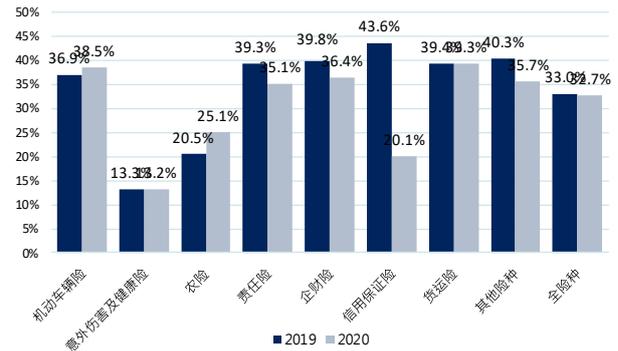
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 6：各险种赔付率变化


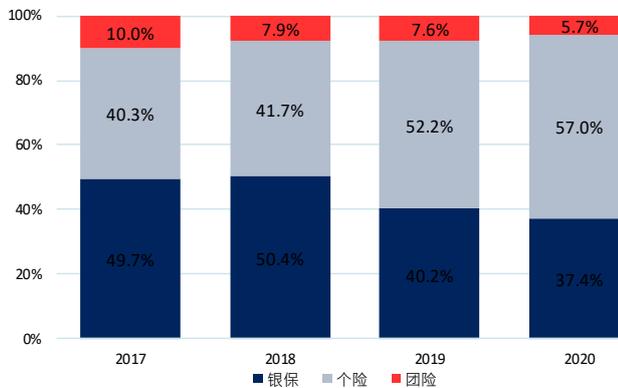
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 7: 费用率同业比较


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 8: 各险种费用率变化


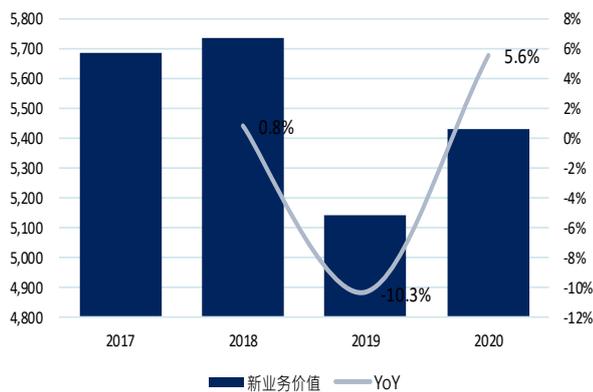
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 9: 渠道保费结构变动


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 10: 期交(含续期)占比提升


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 11: 寿险新业务价值(百万元)及增速


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 12: 寿险内含价值(百万元)及增速


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 13: 新业务价值率



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于2020年4月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019年11月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。