

寿险转型成效凸显，财险业务稳健增长

——中国人保（601319）2020 年年报点评

增持（维持）

日期：2021 年 03 月 24 日

事件：

中国人保发布 2020 年年报，保费业务收入 5636.1 亿元，同比增长 1.5%，归母净利润 200.7 亿元，同比-10.4%，扣非归母净利润 198.2 亿元，同比+3.6%；总投资收益率 5.8%，同比上升 0.4ppts；全年每 10 股分红 1.56 元，年度分红比例达 34.4%。

投资要点：

- **归母净利率负增长，长端利率下行和税收政策为主因。**人保集团 2020 年归母净利润 200.7 亿元，同比-10.4%，负增长的原因有：一是长端利率下行导致准备金折现率继续向下，未到期责任准备金增提使税前利润减少 81.86 亿元；二是受税收政策影响所得税大幅增加。
- **车险盈利能力领先行业，非车压力随存量风险出清有待释放。**人保财险保费收入 4320.2 亿元，同比增长 0.1%，综合成本率 98.9%，与去年持平。车险保费收入 2656.5 亿元，同比+1.0%，承保利润 88.1 亿元，同比增长 7.4%，综合成本率下降 0.2 个百分点至 96.5%，车险业务结构和成本结构优化成效显著。信用保证保险拖累财险业务整体表现，保费规模同比下降 76.8%，存量业务逾期率上升叠加新业务收紧导致赔付率上升 46.6 个百分点，拉高综合成本率。我们认为，随着信用保证保险业务的出清，财险综合成本率有望向下，非车业务盈利能力将进一步提升。
- **寿险业务结构不断优化，个险带动新业务价值实现稳健增长。**人保寿险保费收入 961.8 亿元，同比下滑 2.0%，规模负增长主要是由公司价值转型过程中主动压缩银保低价值业务所致。期交业务占比 69.1%，同比+4.4ppts，十年期及以上首年期交保费 67.2 亿元，同比下滑 2.3%，主要由于疫情影响下客户对高价值长期保障产品的需求减弱，续期保费 473.5 亿元，同比增长 7.8%，续期业务快速积累，公司业务结构持续优化。“大个险”营销员数量同比-14.4%，月均有效人力同比提升 8.8%，低产能人力逐渐淘汰，人力质态持续改善。寿险新业务价值 54.3 亿元，同比增长 5.6%，增长主要由个险新业务价值同比增长 10.1% 至 52.9 亿元所带动，个险新业务价值率同比+0.9ppts 至 21.8%。

基础数据

| | |
|------------|-----------|
| 行业 | 非银金融 |
| 公司网址 | |
| 大股东/持股 | 财政部/67.6% |
| 实际控制人/持股 | |
| 总股本(百万股) | 44,223.99 |
| 流通股A股(百万股) | 5,601.57 |
| 收盘价(元) | 5.96 |
| 总市值(亿元) | 2,635.75 |
| 流通A股市值(亿元) | 333.85 |

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2021 年 03 月 24 日

相关研究

万联证券研究所 20200430_公司季报点评
_AAA_中国人保 2020 年一季报点评
万联证券研究所 20181120_公司首次覆盖
_AAA_中国人保(601319)首次覆盖报告
万联证券研究所 20190815_公司半年报点
评_AAA_中国平安 2019 年中报点评

分析师：徐飞

执业证书编号：S0270520010001

电话：021-60883488

邮箱：xufei@wlzq.com.cn

| | 2020 年 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(亿元) | 5,836.96 | 6,149.43 | 6,824.06 | 7,580.86 |
| 增长比率(%) | 5.07 | 5.35 | 10.97 | 11.09 |
| 净利润(亿元) | 200.69 | 214.44 | 245.00 | 301.10 |
| 增长比率(%) | -10.41 | 6.85 | 14.25 | 22.89 |
| 每股收益(元) | 0.45 | 0.48 | 0.55 | 0.68 |
| 市盈率(倍) | 13.24 | 12.29 | 10.76 | 8.75 |

数据来源：WIND，万联证券研究所

- **健康险规模与价值双双高增，互联网人身险表现尤为亮眼。**人保健康保费收入322.6亿元，同比大幅增长43.9%，新业务价值7.0亿元，同比+56.6%，规模与价值齐头并进。其中，医疗险、重疾险、护理险分别同比+26.4%、70.3%、11.5%。互联网业务保费收入126.8亿元，同比+77.1%，以过百亿规模保费领跑人身险公司，从保费构成来看，医疗险业务占比86.6%，是互联网业务高增长的主要驱动因素。
- **盈利预测与投资建议：**5%投资收益率假设下，预测2021-2023年EPS为0.48/0.55/0.68元，对应PE为12.3/10.8/8.8倍，BVPS为4.94/5.35/5.86元，对应PB为1.21/1.11/1.02倍，当前估值仍存在较大上升空间。考虑到公司寿险转型成效逐渐释放，财险业务盈利能力有望进一步向上，维持公司“增持”评级。
- **风险因素：**寿险转型成效不及预期，综合成本率超预期上行，长端利率下行。

万联证券

利润表

单位：百万元

| 至 12 月 31 日 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 583,696 | 614,943 | 682,406 | 758,086 |
| 保费业务收入 | 563,606 | 605,759 | 672,459 | 747,347 |
| 投资净收益 | 59,866 | 51,479 | 56,899 | 62,920 |
| 营业支出 | 552,251 | 581,345 | 644,012 | 710,874 |
| 退保金 | 45,321 | 51,271 | 55,495 | 62,465 |
| 赔付支出 | 308,809 | 330,139 | 363,128 | 399,831 |
| 提取保险责任准备金 | 52,704 | 50,450 | 59,444 | 64,153 |
| 保户红利支出 | 3,090 | 3,321 | 3,687 | 4,097 |
| 手续费及佣金支出 | 62,489 | 60,576 | 67,246 | 74,735 |
| 管理费用 | 103,689 | 111,444 | 123,715 | 137,493 |
| 利润总额 | 31,644 | 33,812 | 38,631 | 47,475 |
| 所得税 | 3,370 | 3,601 | 4,114 | 5,056 |
| 净利润 | 28,274 | 30,211 | 34,517 | 42,419 |
| 归母净利润 | 20,069 | 21,444 | 24,500 | 30,110 |
| 每股收益 | 0.45 | 0.48 | 0.55 | 0.68 |

资产负债表

单位：百万元

| 至 12 月 31 日 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 | 33,433 | 35,026 | 39,782 | 43,415 |
| 可供出售金融资产 | 379,312 | 403,634 | 454,802 | 498,301 |
| 持有至到期投资 | 181,199 | 186,090 | 213,542 | 231,870 |
| 长期股权投资 | 124,840 | 140,673 | 154,013 | 171,181 |
| 投资性房地产 | 13,246 | 14,939 | 16,349 | 18,175 |
| 定期存款 | 89,016 | 102,464 | 111,010 | 124,038 |
| 总资产 | 1,255,461 | 1,387,327 | 1,533,713 | 1,696,402 |
| 保户储金及投资款 | 39,338 | 47,158 | 50,524 | 57,061 |
| 未到期责任准备金 | 160,862 | 188,457 | 204,167 | 229,287 |
| 未决赔款准备金 | 162,022 | 184,979 | 202,951 | 226,470 |
| 寿险责任准备金 | 303,046 | 331,616 | 364,781 | 401,626 |
| 长期健康险责任准备金 | 45,031 | 43,954 | 52,262 | 56,051 |
| 总负债 | 982,325 | 1,092,369 | 1,214,277 | 1,346,131 |
| 归母所有者权益 | 202,194 | 218,349 | 236,469 | 259,294 |
| 所有者权益合计 | 273,136 | 294,959 | 319,436 | 350,270 |

资料来源：Wind，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场