

中国人保 (601319)

车险低谷渐远，关注下半年农险赔付

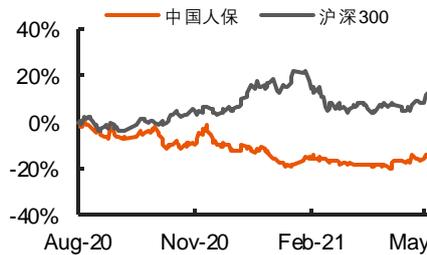
中性 (维持)

现价: 5.11 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)	2,260
流通 A 股市值(亿元)	286
每股净资产(元)	4.8
资产负债率(%)	79

行情走势图



相关研究报告

- 《中国人保*601319*综合成本率持续改善，龙头强者恒强》 2021-04-29
- 《中国人保*601319*综改下维持龙头优势，价值转型持续推进》 2021-03-24
- 《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

陈相合 一般从业资格编号
S1060121020034
chenxianghe935@pingan.com.cn

投资要点

事项:

公司发布2021年半年度报告和利润分配方案，21H1实现保险业务收入3441亿元 (YoY+2%)、归母净利润169亿元 (YoY+34%)。公司拟每10股派发现金红利0.17元人民币 (含税)，合计拟派发现金红利7.52亿元人民币 (含税)。

平安观点:

■ **产险：承保利润微升，车险赔付率大幅抬升。**21H1 产险原保费收入 2518 亿元 (YoY+3%)，市场份额 34.3% (YoY+0.3pct)；净利润 165 亿元 (YoY+26%)、承保利润 54 亿元 (YoY+2.4%)，仍实现承保盈利。具体来看，产险费用率 25.4% (YoY-6.5pct)、赔付率 71.8% (YoY+6.4pct)，费用率降幅大于赔付率增幅，综合成本率 97.2% (YoY-0.1pct)。

1) 车险综改成效明显，已赚保费和费用支出下降、赔付支出增加，综合成本率有所提升。21H1 车险保费 1208 亿元 (YoY-8%)，综合成本率 96.7% (YoY+1.9pct)、承保利润 39 亿元 (YoY-41%)。具体来看，①21H1 车险赔付率 70.3% (YoY+12.7pct)、费用率 26.4% (YoY-10.8pct)，赔付率增幅大于费用率降幅，车险承保盈利能力减弱。②上半年保费下滑主要由于费率下降致使车均保费减少，公司大力发展家用车业务，汽车续保率同比+2.1pct、承保车辆数同比+11.1%。进入下半年后，随着相关系数和车均保费基数的变化，预计车险保费和综合成本率或略有修复。

2) 信用保证保险低谷已过，非车险承保扭亏。21H1 非车险保费 1311 亿元 (YoY+14%)，在产险总保费中占比 52% (YoY+5pct)；承保利润 15 亿元 (扭亏为盈)，主要由于①加强风险管控、调整信用保证保险业务结构，持续出清存量业务风险，融资性业务规模同比大幅减少、扭亏为盈，非融资性业务继续保持较好的承保盈利水平。21H1 信用保证保险综合成本率 89.6% (YoY-49.0pct)、承保利润 3 亿元 (20H1 亏损 29.5 元)，其中追偿收入 13 亿元助赔付率 61.5% (YoY-58.5pct)，有望持续在存量业务风

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	555,515	583,696	596,081	634,882	673,861
YoY(%)	10%	5%	2%	7%	6%
净利润(百万元)	22,401	20,069	24,673	36,628	44,054
YoY(%)	67%	-10%	23%	48%	20%
EVPS(元)	4.33	4.75	5.34	5.78	6.35
P/EV(倍)	1.18	1.08	0.96	0.88	0.80

险不断出清下，保持相对稳健运营。②农险传统业务提标、扩面，新兴业务试点扩大，保费高速增长：21H1 农险保费 296 亿元（YoY+16%），综合成本率 97.0%（YoY-1.5pct），承保利润 4 亿元（YoY+135%）。上半年自然灾害相对较少，进入下半年后，多地自然灾害频发，赔付支出和承保盈利水平或将明显承压。

- **人身险：继续调整业务结构、主动压缩中短存续期规模，互联网业务发展稳定。**21H1 互联网保险业务规模保费 75 亿元（YoY+25%），保持稳健增长。新旧重疾切换、行业性困局之下，公司 21H1 新单保费 481 亿元（YoY-9%），其中长期期交新单 178 亿元（YoY-8%）。新重疾销售承压，新单结构预计有所回调，经测算，人身险 NBVM 仅 6.5%（YoY-0.3pct）、NBV 约 31 亿元（YoY-12%），EV 约 1255 亿元（较上年末+7%）。
- **队伍规模下滑明显。**公司持续推进“大个险”战略、加快“磐石计划”落地，但新单下滑大概率影响代理人收入，导致队伍收缩明显——21H1 人保寿险营销员已不足 25 万人（YoY-52%）、寿险月均有效人力 6.1 万人（YoY-51%）。
- **加强资产配置动态调整、严控风险，投资端稳中向好。**21H1 总投资收益率 6.7%（YoY+1.2pct）、测算综合投资收益率 6.8%（YoY+1.3pct），主要系把握结构性机会和阶段性机会，积极优化持仓结构；净投资收益率 4.8%（YoY-0.1pct），大概率由于公司严控非标金融产品信用评级准入标准，到期规模大于新增配置规模、且新增非标收益率低于原到期产品所致。
- **投资建议：**寿险聚焦“大个险”、坚持价值转型，但行业性困局仍存；产险业务需求刚性，保证险基本出清，车险赔付率下半年或有改善，但自然灾害致使农险赔付有较大的不确定性。基于此，我们上调产险赔付率假设、下调人身险新单增速假设，2021 年预测 EVPS 从 5.65 元调降至 5.34 元，公司目前股价对应 2021 年 PEV 约 1.0 倍，估值高于主要同业，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。

利润表

单位：百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	583,696	596,081	634,882	673,861
保费收入	563,606	570,052	609,570	648,863
投资净收益	59,866	69,024	71,997	75,125
其他业务收入	3,589	2,725	2,863	3,019
营业支出	552,251	552,520	563,250	587,297
赔款及保户利益	382,942	389,796	377,279	387,665
手续费及佣金支出	62,489	56,713	72,283	78,423
管理费用	103,689	102,904	110,355	117,656
其他支出	3,131	3,107	3,332	3,553
营业利润	31,445	43,561	71,632	86,564
营业外收支净额	199	-10	-14	-22
利润总额	31,644	43,551	71,619	86,542
减：所得税	3,370	8,791	20,015	24,477
净利润	28,274	34,760	51,603	62,065
归属母公司净利润	20,069	24,673	36,628	44,054
关键指标增速				
营业收入	5%	2%	7%	6%
投资净收益	20%	15%	4%	4%
赔款及保户利益	5%	2%	-3%	3%
手续费及佣金支出	-6%	-9%	27%	8%
管理费用	12%	-1%	7%	7%
营业利润	6%	39%	64%	21%
所得税	276%	161%	128%	22%
归属母公司净利润	-10%	23%	48%	20%
关键指标在保费占比				
赔款及保户利益/已赚	68%	68%	62%	60%
手续费及佣金支出	11%	10%	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	16,446	23,389	26,464
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	6,281	7,089	7,595
集团内含价值	210,033	236,369	255,515	280,894
每股指标（元）				
每股收益	0.45	0.56	0.83	1.00
每股新业务价值	0.16	0.14	0.16	0.17
每股内含价值	4.75	5.34	5.78	6.35
估值指标				
P/E	11.36	9.16	6.17	5.13
P/EV	1.08	0.96	0.88	0.80

主要指标增速

归母净利润增速	-10%	23%	48%	20%
新业务价值增速	-4%	-13%	13%	7%
集团内含价值增速	10%	13%	8%	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±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±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 16 层
邮编：100033