

中国人保 (601319.SH)

财险高品质经营龙头地位稳固 投资贡献利润增长

事件: 公司发布 2021 年中报, 上半年公司实现保费收入 3441.29 亿元, YoY+2.2%; 实现归母净利润 168.84 亿元, YoY+34.0%, 拟每 10 股发放股利 0.17 元 (含税), YoY-52.8%。

财险业务发展稳定, 行业龙头地位稳固: 在车险综改背景下, 公司财险业务稳定发展, 效益进一步提升, 实现总保费收入 2526.26 亿元, YoY+2.6%, 市占率 34.3% 维持行业首位。公司上半年财险综合成本率 97.2%, 同比下降 0.1pc, 环比 Q1 提升 1.5pc; 其中赔付率 71.8%, 环比提升 1.5pc; 费用率 25.4%, 环比持平, 整体成本结构延续优化态势。

- 1) 车险业务方面优化经营模式, 汽车续保率 YoY+2.1pc, 家用车承保数量占比 80.6%, YoY+1.3pt; 而综改下车均保费下降叠加赔付责任的提升, 带动车险赔付率同比提升 12.7pc 至 70.3%。**
- 2) 非车业务方面, 公司大力拓展非车业务发展空间, 非车业务实现保费收入 1310.70 亿元, YoY+13.7%, 如剔除信保业务则增速达 17.1%, 在总财险保费中占比过半, 其中意外健康险、货运险、责任险等均实现 18% 以上的增速。**
- 3) 信保业务敞口继续缩减, 盈利显著改善。** 公司上半年信保业务保费收入 11.63 亿元, YoY-73.1%, 综合成本率达到了 89.6%, 赔付率大幅下降至 61.5%, 融资性信保业务扭亏为盈, 非融资性业务保持较好的承保利益水平, 整体实现承保盈利 3.04 亿元, 此外上半年追偿收入 13.28 亿元。

人保寿业务整体承压, 但结构延续优化, 人保健康整体业务平稳增长:

- 1) 行业低迷下人保寿价值增长承压, 但加速业务结构优化, 上半年寿险总保费收入 641.33 亿元, YoY-4.6%, 其中长险首年保费 274.34 亿元, YoY-15.1%, 但期趸交结构明显优化, 低价值中短存续产品持续压缩, 上半年实现期缴新单 146.69 亿元, YoY-1.9%, 趸交新单 127.67 亿元, YoY-24.6%; 互联网保险业务收入 75.04 亿元, YoY+25.0%。但由于整体行业低迷, 寿险业务 NBV24.12 亿元, YoY-25.2%。**
- 2) 代理人层面, 数量显著下降但产能明显提升:** 公司加快“磐石计划”落地, 期末大个险营销员 24.90 万人, 较年初下降 33.6%, 月均新单保费 4062 元, YoY+36.9%
- 3) 人保健康仍维持较好的增长趋势:** 人保健康上半年保费收入 255.70 亿元, YoY+15.3%; 其中新单保费基本平稳, 前期业绩持续高增长带动实现续期保费 65.64 亿元, YoY+76.9%。好医保产品迭代升级, 实现保费收入 64.86 亿元, 惠及客户 4597 万。寿险及健康险 EV 分别较年初增长 6.6%、9.6%。

总投资收益有所提升, 积极把握第三方资管机会扩大规模: 集团第三方资管规模 5250.51 亿元, 较年初增长 13.0%, 其中年金养老业务方面积极把握机会, 资管规模较年初增长 29.1%; 上半年公司实现总投资收益 353.62 亿元, YoY+34.9%, 其中处置金融工具损益达到 104.12 亿元, YoY+137.4%, 预计公司及时兑现股票浮盈, 致使总投资收益率提升 1.2pc 至 6.7%, 净投资收益率 4.8%, 同比小幅下降 0.1pc。

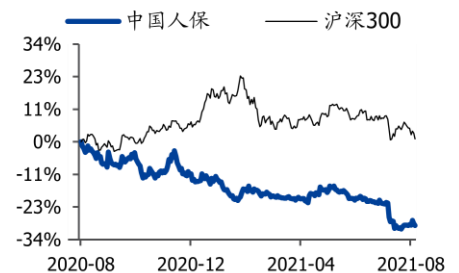
投资建议: 公司上半年整体经营稳定, 投资收益增长带动净利润增长及 ROE 提升, 费改背景下财险业务方面行业龙头地位稳固, 综合成本率稳定, 信保

增持 (维持)

股票信息

行业	保险
前次评级	增持
8月20日收盘价(元)	5.11
总市值(百万元)	225,984.59
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)	35.09

股价走势



作者

分析师 赵耀

执业证书编号: S0680519090002

邮箱: zhaoyao@gszq.com

分析师 马婷婷

执业证书编号: S0680519040001

邮箱: mattingting@gszq.com

相关研究

- 《中国人保 (601319.SH): 车险业务高质量发展 信保业务成本率显著优化》2021-04-29
- 《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》2021-03-24
- 《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



业务盈利显著改善，寿险业务虽然整体承压，但结构优化、代理人质量有所改善，此外投资端积极把握权益市场机会以及第三方资管契机。预计公司21E-23E净利润增速分别为+21.0%、+15.3%、+22.8%，对应21E-23E公司PB分别为1.33倍、1.19倍、1.05倍，维持公司“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	622,433	675,862	733,034
增长率 yoy (%)	10.3	5.1	6.6	8.6	8.5
归母净利润（百万元）	22,401	20,069	24,274	28,000	34,385
增长率 yoy (%)	66.6	-10.4	21.0	15.3	22.8
每股净资产	4.14	4.57	5.12	5.74	6.50
ROE(%)	12.84	10.35	11.34	11.82	13.03
EPS(摊薄/元)	0.51	0.51	0.55	0.63	0.78
P/B(倍)	1.64	1.49	1.33	1.19	1.05

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2021年8月20日收盘价

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	154,267	167,479	181,649
资产总计	1,132,771	1,255,461	1,369,460	1,504,192	1,652,033
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	16,759	19,792	23,156
应付保单红利	3,816	4,096	3,659	3,951	4,267
保户储金及投资款	41,014	39,338	132,479	149,039	167,401
责任准备金	618,074	673,555	619,509	659,892	698,937
其他负债	105,713	110,057	129,255	149,677	172,952
负债	885,932	982,325	1,062,582	1,163,865	1,271,636
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	122,065	141,665	165,734
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	301,445	333,640	371,747

盈利指标

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
ROA	2.80	2.25	2.50	2.62	2.93
ROE	12.84	10.35	11.34	11.82	13.03
EPS	0.51	0.51	0.55	0.63	0.78
BVPS	4.14	4.57	5.12	5.74	6.50
P/E(倍)	13.35	13.35	12.41	10.76	8.76
P/B(倍)	1.64	1.49	1.33	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	622,433	675,862	733,034
已赚保费	501,423	520,751	551,996	596,156	643,848
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	582,356	629,660	676,298
退保金	49,345	45,321	39,744	41,731	43,782
赔款支出(减摊回)	274,427	285,303	354,381	387,501	419,789
提取保险责任准备金	39,006	49,022	52,992	53,654	56,015
保单红利支出	1,975	3,090	2,760	2,981	3,219
营业税金及附加	2,117	1,987	2,760	2,981	3,219
手续费及佣金支出	66,448	62,489	56,304	62,000	67,604
业务及管理费用	82,584	91,768	59,064	63,789	66,960
其他业务支出	7,749	9,432	11,040	11,923	12,877
资产减值损失	2,068	3,839	3,312	3,100	2,833
营业利润	29,796	31,445	40,077	46,203	56,736
利润总额	29,780	31,644	40,233	46,409	56,992
所得税	-1,915	3,370	6,035	6,961	8,549
净利润	31,695	28,274	34,198	39,447	48,443
减: 少数股东损益	9,294	8,205	9,924	11,447	14,058
归母净利润	22,401	20,069	24,274	28,000	34,385

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%	21.0%	15.3%	22.8%
已赚保费增长率	10.1%	3.9%	6.0%	8.0%	8.0%
综合成本率	98.9%	98.4%	98.8%	97.8%	97.5%
综合赔付率	66.2%	65.8%	71.4%	70.7%	70.5%
综合费用率	32.7%	32.6%	27.4%	27.1%	27.0%
新业务价值(亿)	67.91	61.32	41.70	47.95	55.15
新业务价值增速	8.8%	9.7%	-32.0%	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	5.4	5.2	5.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 20 日收盘价

图表 1: 集团核心业务指标情况

集团核心指标 (亿元)	2018	2019	2020H	2020	2021Q1	2021H
保费收入	4986.11	5552.71	3368.41	5636.06	2047.54	3441.29
YoY	4.7%	11.4%	4.3%	1.5%	5.4%	2.2%
投资净收益	442.63	497.22	280.64	598.66	179.95	358.95
YoY	-10.3%	12.3%	16.1%	20.4%	36.7%	27.9%
公允价值变动损益	-5.36	5.27	0.58	-1.50	-3.87	-1.19
归母净利润	134.50	224.01	126.02	200.69	100.34	168.84
YoY	-19.2%	66.6%	-18.8%	-10.4%	42.1%	34.0%
总资产	10316.90	11327.71	12658.34	12554.61	13391.81	13411.83
较年初	4.4%	9.8%	11.7%	10.8%	6.7%	6.8%
归母净资产	1524.68	1831.33	1922.44	2021.94	2077.58	2117.46
较年初	11.4%	20.1%	5.0%	10.4%	2.8%	4.7%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 财险核心业务指标情况

财险核心指标 (亿元)	2018	2019	2020H	2020	2021Q1	2021H
综合成本率 (%)	98.5%	99.2%	97.3%	98.9%	95.7%	97.2%
赔付率	62.0%	66.2%	65.4%	66.2%	70.3%	71.8%
费用率	36.5%	33.0%	31.9%	32.7%	25.4%	25.4%
财险保费收入	3887.69	4331.75	2456.39	4320.19	1355.52	2518.52
YoY	11.0%	11.4%	4.1%	0.1%	6.2%	2.5%
车险保费收入	2589.04	2629.27	1310.19	2656.51	575.03	1207.55
YoY	3.9%	1.6%	2.8%	1.0%	-6.7%	-7.8%
非车保费收入	1298.65	1702.48	1146.20	1663.68	780.49	1310.97
YoY	28.5%	31.1%	5.6%	-2.3%	18.3%	14.4%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 寿险核心业务指标情况

寿险核心指标 (亿元)	2018	2019	2020H	2020	2021Q1	2021H
总保费收入	937.14	981.15	672.33	961.84	506.60	641.33
YoY	-11.8%	4.7%	-5.1%	-2.0%	5.4%	-4.6%
长险首年保费	465.80	466.79	323.00	432.74	215.27	274.34
YoY	-40.6%	0.2%	-14.6%	-7.3%	-17.6%	-15.1%
期缴新单保费	168.36	195.74	149.51	191.18	126.59	146.69
YoY	-17.0%	16.3%	2.3%	-2.3%	7.3%	-1.9%
寿险代理人数量	24.56	39.11	51.23	41.43	-	24.90
较年初	-4.0%	59.3%	31.0%	5.9%	-	-39.9%
代理人月均新单 (元)	2679	2679	2679	2679	-	4062
寿险NBV	57.35	61.88	40.76	54.29	-	24.12
NBV YoY	0.8%	7.9%	19.3%	5.6%	-	-40.8%
寿险EV	706.32	890.86	1009.66	1022.97	-	1090.78
EV较年初	14.1%	26.1%	13.3%	20.8%	-	6.6%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 健康险核心业务指标情况

健康险核心指标 (亿元)	2018	2019	2020H	2020	2021Q1	2021H
总保费收入	147.98	224.20	221.73	322.57	171.90	255.70
YoY	-23.1%	51.5%	45.7%	43.9%	37.0%	15.3%
长险首年保费	22.59	74.84	82.79	119.01	70.40	82.76
YoY	-73.6%	231.3%	128.6%	59.0%	94.1%	0.0%
期缴新单保费	20.76	67.96	43.26	77.20	19.18	31.12
YoY	152.2%	227.4%	31.4%	13.6%	-19.6%	-28.1%

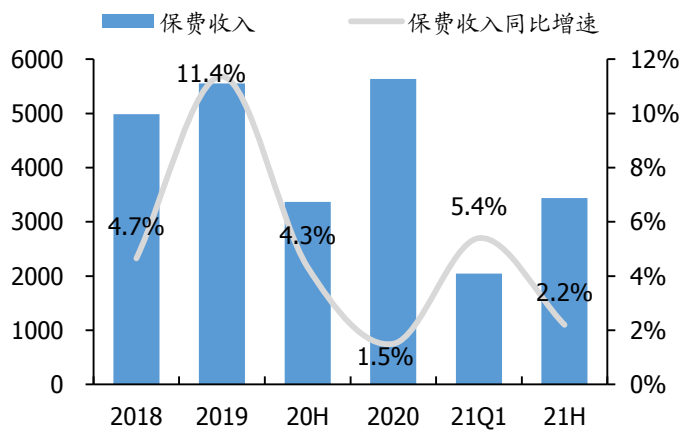
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 财险保费细项情况

财险保费细项 (亿元)	2020H			2021H		
	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	1310.19	53.2%	2.8%	1207.55	48.0%	-7.8%
意外伤害及健康险	496.91	20.2%	21.4%	600.36	23.8%	20.8%
农险	256.95	10.4%	16.6%	295.65	11.7%	15.1%
责任险	159.34	6.5%	1.8%	188.75	7.5%	18.5%
企业财产险	94.11	3.8%	0.2%	94.37	3.7%	0.3%
信用保证险	43.18	1.8%	-58.6%	11.63	0.5%	-73.1%
货运险	20.20	0.8%	-5.6%	25.29	1.0%	25.2%
其他险种	82.16	3.3%	3.1%	94.65	3.8%	15.2%
总保费收入	2463.04		4.4%	2518.25		2.2%

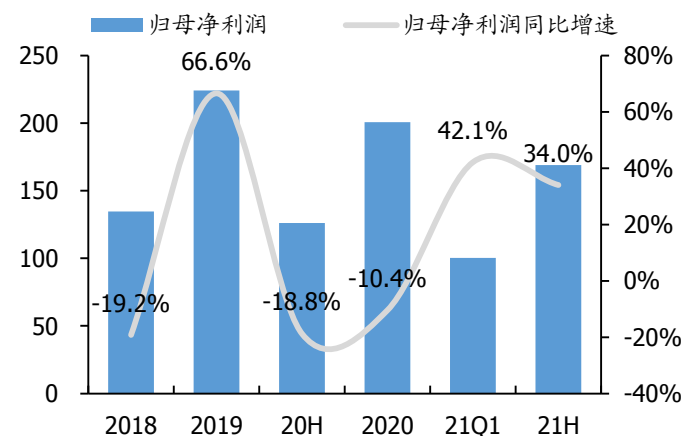
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 2021H 公司保费收入同比增长 2.2% (亿元)



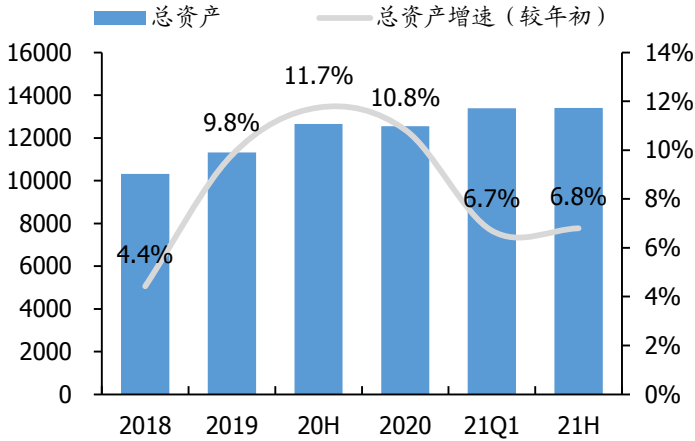
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 7: 2021H 公司归母净利润同比增长 34.0% (亿元)



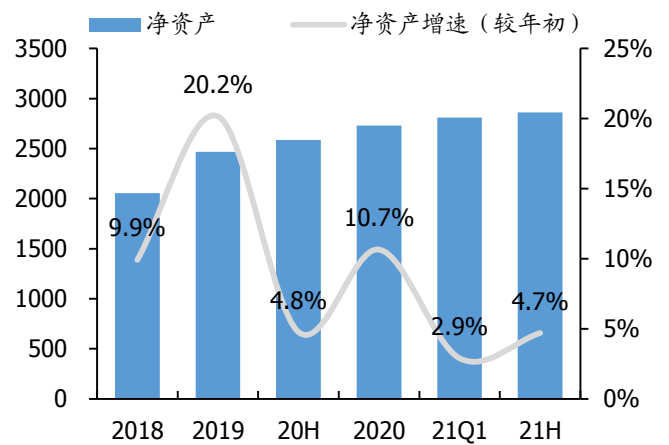
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 8: 2021H 公司总资产增速 6.8% (亿元)



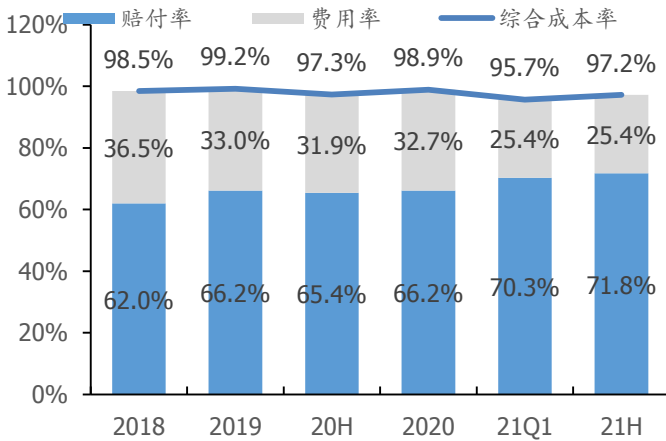
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 2021H 公司净资产增速 4.7% (亿元)



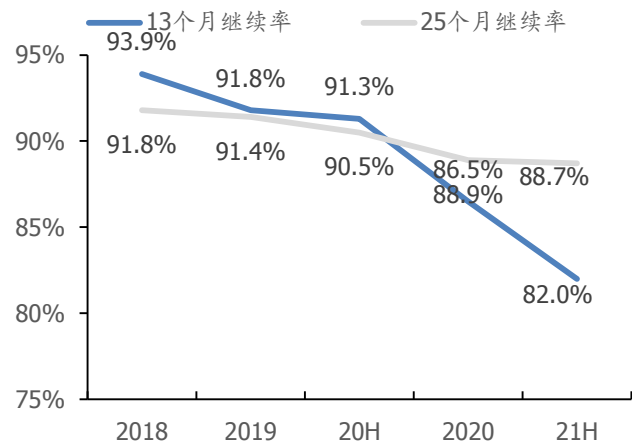
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 2021H 公司财险业务综合成本率 97.2%



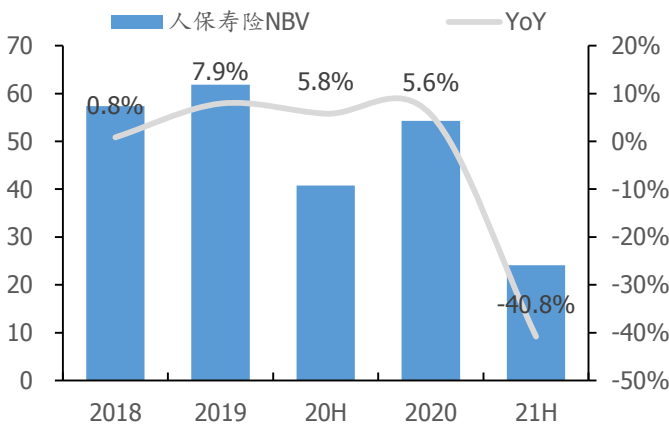
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 2021 年上半年公司保单继续率下滑



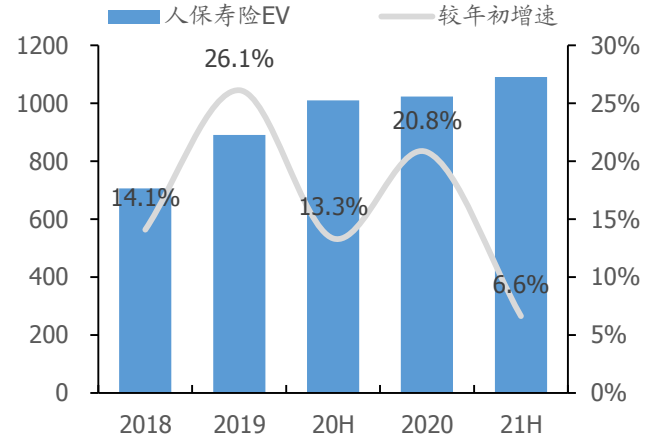
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 2021H 年公司寿险 NBV 增速 -40.8% (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 2021 年上半年公司寿险 EV 增速 6.6% (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：021-38124100

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