

非银金融 公司研究

2022年7月13日

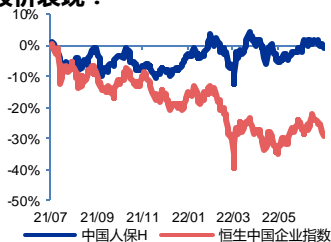
增持

首次覆盖

市场数据：2022年7月12日

收盘价(港币)	2.36
恒生国企指数	7,192
52周最高/最低价(港币)	2.47/2.08
H股市值(亿港元)	1044
流通H股(百万股)	44,224
汇率(人民币/港币)	1.17

股价表现：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

许旖珊
A0230520080002
xuys@swsresearch.com

研究支持

李天奇
A0230120070006
litq@swsresearch.com

联系人

李天奇
(8621)23297818×转
litq@swsresearch.com

财险业务蓬勃发展，寿险业务稳步提升

中国人民保险集团 (01339:HK)

卓越保险战略+“三湾改编”，推动公司高质量发展转型。2020年11月，中国人保集团确立了卓越保险战略，财险坚持“三湾改编”，重构业务条线和组织架构，提升综合服务能力和风险把控水平，2021年财险保费市占率提升0.31pct至32.8%，市场份额稳居第一；寿险推进磐石计划2.0，通过客户经营和专业化销售驱动健康人力发展，代理人队伍质态得到改善，2021年人身险业务保费同比+3.3%，月人均首年期交保费同比+20.8%。

财险稳健增长，承保利润将稳步提升。保费收入方面，2021年公司财险保费收入4,495亿元，同比+3.8%，其中车险业务占财险总保费收入为57%。车险综改后公司积极推动直销直控渠道建设，拓展优质业务，提升线上化率，客户黏性和续保率持续提高（家用续保率75.9%，yoy+2.8pct）。当前随着复工复产有序推进，新车销售回暖，车险1-6月保费同比增长6.7%（4、5、6月同比增速分别为-1.9%、1%、8.8%），预计全年车险保费有望维持高个位数增长，推动财险业务稳定增长。风险控制方面，公司充分利用数据优势提升风控水平，1Q22财险综合成本率95.6%/yoy-0.1pct。其中，车险综合成本率96%，承保利润24.9亿，预计随后续车险综合成本率将趋于稳定，叠加车险增速回暖，承保利润将稳步提升。1Q22非车险综合成本率95%，yoy-2.8pct，同比持续优化。得益于公司推动“三湾改编”，销售渠道的重构基本完成，承保端和理赔端进一步优化，2021全年非车险综合成本率为99.6%，预计2022全年非车险综合成本率有望进一步收窄。

人身险业务规模提升，代理人持续清虚，公司人身险业务经营稳中向好。公司近年来寿险业务规模稳中有升，2021年实现人身险业务保费收入1327亿元，yoy+3.3%，实现利润总额52.62亿元，yoy+68.4%。受疫情影响，1Q22寿险行业展业和销售持续受挫，人保寿险NBV有所承压。但公司已于2021年启动寿险改革，坚持高质量队伍建设，强化科技赋能，发挥银保、团险和电网销互补优势，代理人队伍质态得以改善，2021年月人均首年期交保费同比+20.8%。预计未来随着改革成效逐渐显现，代理人队伍有望进一步稳量提质，预计2022年NBV有望实现同比正增长。

投资端配置稳健，投资收益好于同业。公司加强资产负债匹配，优化大类资产配置，2021年实现净投资收益率4.8%，同比-0.2pct，总投资收益率5.8%，与2020年持平，整体表现平稳。在一季度市场大幅下跌情况下，人保集团总投资收益（投资净收益+公允价值变动）159亿元/yoy-10%，表现显著好于同业，在大幅波动市场里依然可以保持投资收益相对稳定，波动性小于其他险企。

投资分析意见：首次覆盖中国人保，给予增持评级。公司综合实力稳健，车险综改后行业加速出清，我们看好公司更加突出财险主业、围绕财险主业做大做强保险生态，同时随着代理人队伍质态改善，人身险业务规模将稳步提升。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为232、267和311亿元，NBV同比分别+5.2%、+13.7%、+16.1%；当前股价对应1.4倍22年P/EV。

风险提示：自然灾害冲击赔付率表现，权益市场大幅波动，寿险销售不及预期。

财务数据及盈利预测

人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
财险保费收入(百万元)	432,019	452,228	501,733	550,896	601,366
同比增长率	-0.3%	4.7%	10.9%	9.8%	9.2%
寿险及健康险保费收入(百万元)	128,441	132,663	147,732	159,360	174,052
同比增长率	6.5%	3.3%	11.4%	7.9%	9.2%
净利润(百万元)	20,069	21,638	23,231	26,657	31,108
同比增长率	-10.4%	7.8%	7.4%	14.8%	16.7%
每股收益(元)	0.45	0.49	0.53	0.60	0.70
综合成本率	98.9%	99.5%	97.8%	98.2%	98.1%
新业务价值	6,132	3,992	4,198	4,773	5,541
新业务价值增长率(%)	-7.6%	-34.9%	5.2%	13.7%	16.1%
P/EV	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

Investment highlight:

Insurance Excellence Strategy + "Three Bays Reformation" to promote the transformation of the company's high-quality development. In November 2020, under the leadership of the new Board of Directors, PICC Group defined its insurance excellence strategy, the core of which is the "1+7" strategic framework. Under the guidance of the Group's Insurance Excellence Strategy, PICC, as the number one property and casualty insurer in Asia, will adhere to the "three bays reorganisation", restructure its business lines and organisational structure, enhance its comprehensive service capabilities and risk control level, and firmly control its competitive position as the number one insurer in the market. The market share of property and casualty insurance will increase by 0.31 pct to 32.8% in 2021. PICC Life Insurance further implemented the Group's insurance excellence strategy and promoted the Rock Plan 2.0, driving the development of healthy manpower through customer management and professional sales, and improving the quality of the agent force.

Property and casualty insurance is growing steadily and underwriting profits will improve steadily. In terms of premium income, the company's property and casualty insurance premium income in 2021 was RMB 449.5 billion, +3.8% year-on-year, of which motor insurance business accounted for 57% of total property and casualty insurance premium income. After the comprehensive reform of auto insurance, the company actively promoted the construction of direct sales and direct control channels, expanded quality business, and improved the online rate, with customer stickiness and renewal rate continuing to improve (75.9% renewal rate for domestic vehicles, yoy+2.8pct). With the orderly advancement of the resumption of work and production, new car sales have picked up, and the growth rate of auto insurance premiums in May has turned from negative to positive (-1.9% in April), and the growth rate of premiums in June continues to be high (yoy+8.8%), which is expected to maintain high single-digit growth in auto insurance premiums throughout the year, driving a steady increase in property and casualty insurance business. In terms of risk control, the company made full use of its data advantage to improve risk control, with the comprehensive cost ratio of property and casualty insurance at 95.6%/yoy-0.1pct in 1Q22. The comprehensive cost ratio of motor insurance at 96% and underwriting profit at 2.49bn/yoy-21% were mainly affected by the comprehensive reform of motor insurance, which is expected to stabilise in the coming years. Non-vehicle insurance comprehensive cost ratio of 95%, yoy-2.8pct, continued to optimize year-on-year. Thanks to the company's promotion of the "three bay reformation", the restructuring of the sales channel is basically completed and the underwriting and claims end is further optimised, the non-vehicle insurance comprehensive cost ratio is expected to narrow to less than 100% for the year.

The size of the personal insurance business increased as agents continued to clear the void. The scale of the company's life insurance business has been steadily increasing in recent years, achieving a life insurance business premium income of RMB 132.7 billion in 2021, yoy+3.3%, and a total profit of RMB 5.262 billion, yoy+68.4%. Due to the impact of the epidemic, 1Q22 life insurance industry exhibition and sales continued to suffer, and PICC life insurance NBV continued to be under pressure. The company launched a new round of life insurance reform in 2021, insisting on high-quality team building, strengthening technology empowerment, and leveraging the complementary advantages of bancassurance, group insurance and grid sales, which improved the quality of the agent team and resulted in a yoy+20.8% monthly per capita first-time premium in 2021. It is expected that with the gradual emergence of the reform effect, the agent force is expected to further stabilize the quantity and improve the quality, and NBV is expected to rebound.

Investment income outperformed the industry with a solid allocation on the investment side. The company strengthened the matching of capital and liabilities and optimised the allocation of major asset classes, achieving a net investment return of 4.8% in 2021, -0.2 pct yoy, and a total

investment return of 5.8%, unchanged from 2020, with an overall stable performance. In the first quarter, despite the sharp market decline, PICC's total investment income (net investment income + fair value change) was RMB15.9 billion /yoy-10%, a significantly better performance than its peers, mainly due to the company's adherence to a prudent and prudent investment philosophy and the principle of long-term investment in value investment, which has kept investment income relatively stable and less volatile than other insurers in a highly volatile market.

Investment Analyst Opinion: Over-weight Rating. The company's comprehensive strength is solid, and the industry is accelerating after the comprehensive reform of auto insurance. We are optimistic that the company will highlight the main business of property and casualty insurance and make the insurance ecology stronger around the main business of property and casualty insurance. We expect the company's 2022-2024 net profit to be RMB23.2 billion, RMB26.7 billion and RMB31.1 billion respectively, +7%, +15% and +17% year-on-year respectively; NBV +5.2%, +13.7% and +16.1% year-on-year respectively, with the current share price corresponding to 1.4 times 22 years P/EV.

Risk: Natural disasters hit claims performance, equity markets fluctuated significantly and life insurance sales fell short of expectations.

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖给予增持评级。公司综合实力稳健，车险综改后行业加速出清，我们看好公司更加突出财险主业、围绕财险主业做大做强保险生态，同时随着代理人队伍质态改善，预计人身险业务规模将稳步提升。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 232、267 和 311 亿元，同比分别+7%、+15%、+17%；NBV 同比分别+5.2%、+13.7%、+16.1%，当前股价对应 1.4 倍 22 年 P/EV。

关键假设点

预计 2022-2024 公司财险综合成本率为 97.8%、98.2%、98.1%，考虑公司积极推动直销直控渠道，积极拓展优质业务，提升线上化率，预计车险综合成本率将趋于稳定，承保利润或将稳步提升。同时得益于公司推动“三湾改编”，销售渠道的重构基本完成，承保端和理赔端进一步优化，预计全年非车险综合成本率有望收窄至 100%以内。

预计 2022-2024 公司寿险新业务价值增长率为 5.2%、13.7%、16.1%，得益于公司深入贯彻集团卓越保险战略，推进磐石计划 2.0，通过客户经营和专业化销售驱动健康人力发展，代理人队伍质态得到改善，业务规模稳中有升。预计未来随着改革成效逐步显现，代理人队伍有望稳量提质，NBV 有望回升。

有别于大众的认识

我们认为公司除了经营稳健、综合实力突出以外，还存在三大看点：1) 卓越保险战略+“三湾改编”，推动公司高质量发展转型。公司以“三湾改编”为名，启动实施全面的体制机制变革工程，以业绩为导向，将组织架构和业务条线进行拆分，业务部分按照个人事业群、法人事业群、政府事业群划分。根据“承保+减损+赋能+理赔”的保险逻辑，打造了风险减量管理运作平台，有望在未来持续提升公司的风险定价能力和防灾防损能力。**2) 财险业务有望获得突破：**公司利用规模地位全方位巩固优势。数据是车险定价的基础，公司拥有中国最大、历史最久的车险数据，公司在从人、从车、从用途等方面建立起了领先的数据模型。车险综改后，渠道费用减少挤压了第三方中介和中小保险公司的生存空间，公司积极推动直销直控渠道，积极拓展优质业务，提升线上化率，客户黏性和续保率持续提高（家用车续保率 75.9%，同比提高 2.8 个 pct.）。**3) 寿险业务将稳步增长：**公司积极探索高质量发展新路径，聚焦打造客户、人力和产品“铁三角”，为普通大众客群提供以重疾险为代表的基础产品，为中等收入客群提供以年金险为代表的储蓄类产品，为高端客群提供终身寿险和高端医疗险产品。预计未来随着改革成效逐步显现，代理人队伍质态进一步改善，NBV 有望实现回升。

股价表现的催化剂

权益市场回暖使投资收益回升；车险业务发展超预期；非车险业务开展超预期。

核心假设风险

自然灾害冲击赔付率表现，权益市场大幅波动，寿险销售不及预期。

公司战略转型成效显著，历史经营水平较好

图 1：人保集团卓越保险战略促进降本增效

1、推进采购、审计和数据三个集中

2、推进子公司运营管理流程优化

3、加大渠道间互动

降成本

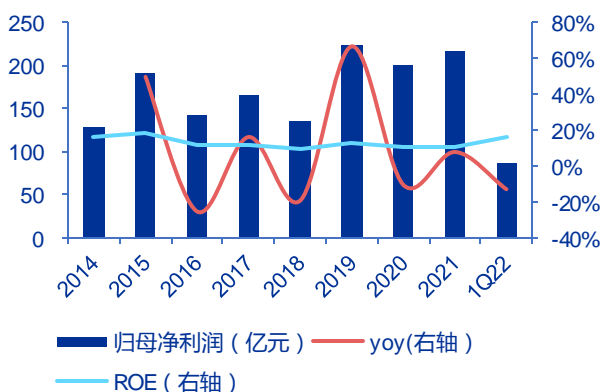
- 集团业务及管理费-16.7%
- 集团大额采购成本-14%
- 人保财险运营费用率-5.2%

增效率

- 人保财险运营管理能力提升，人均保费282万元，+8.4%
- 人保寿险代理人质态改善，月人均首年期交保费+20.8%
- 业务协同保费收入200亿元，+20.8%

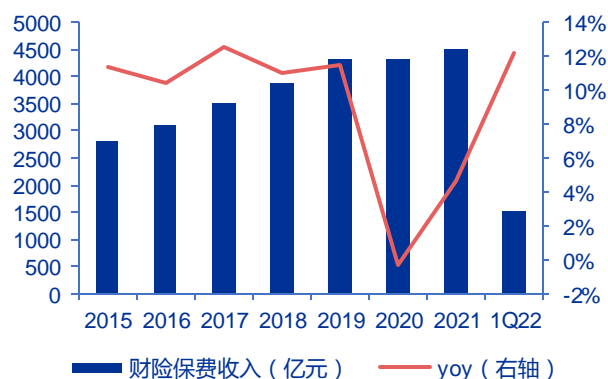
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：公司经营业绩情况（亿元）



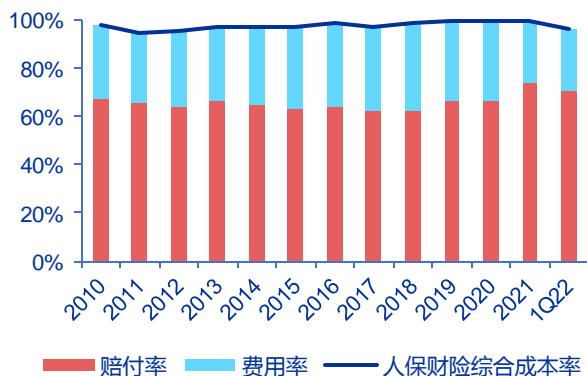
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 3：公司财险保费收入情况（亿元）



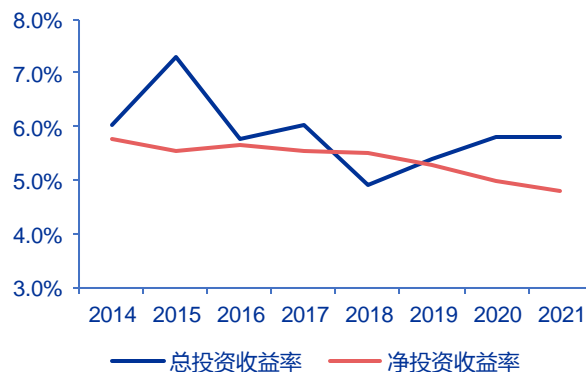
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 4：公司财险综合成本率情况



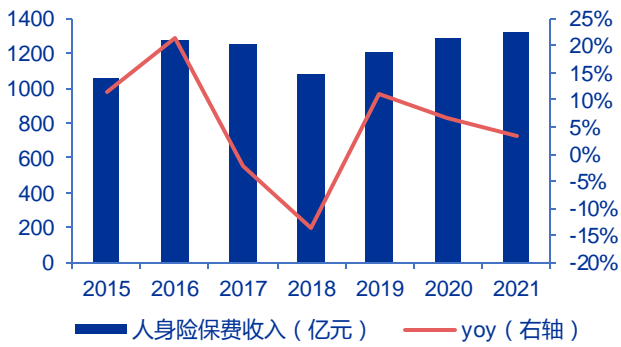
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 5：公司投资收益率情况



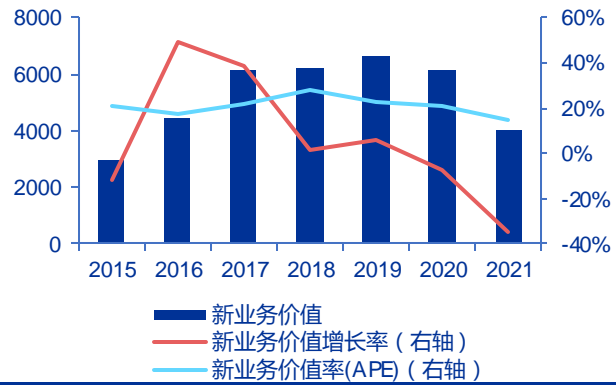
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 6：公司人身险业务情况（亿元）



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 7：公司新业务价值情况



资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 1：中国人保投资收益率波动性小于其他上市险企

总投资收益率	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	标准差
中国人寿	2.79%	4.86%	5.36%	6.24%	4.56%	5.16%	3.28%	5.23%	5.30%	4.98%	0.010
中国太保	3.20%	5.00%	6.10%	7.30%	5.20%	5.40%	4.60%	5.40%	5.90%	5.70%	0.010
新华保险	3.20%	4.80%	5.80%	7.50%	5.10%	5.20%	4.60%	4.90%	5.50%	5.90%	0.010
中国人保	3.70%	4.20%	5.20%	6.70%	5.20%	5.30%	4.50%	4.90%	4.80%	5.00%	0.008

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 2：中国人保 H 股重点财务指标预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					
每股收益	0.45	0.49	0.53	0.6	0.7
每股净资产	4.57	4.96	5.36	5.83	6.38
每股 EV(寿险)	2.31	2.52	2.74	2.99	3.28
每股 NBV(寿险)	0.14	0.09	0.09	0.11	0.13
每股 EV(集团)	2.65	2.89	3.17	3.49	3.87
关键运营指标 (%)					
ROE	10%	10%	10%	10%	11%
收入同比增长率	2%	4%	13%	12%	12%
净利润同比增长率	-10%	8%	7%	15%	17%
综合成本率	98.9%	99.5%	97.8%	98.2%	98.1%
自控渠道占比	26%	29%	30%	32%	34%
内含价值增长率	17%	9%	10%	10%	11%
新业务价值增长率	-8%	-35%	5%	14%	16%
估值水平					
P/E	10.2	9.4	8.7	7.6	6.5
P/B	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
P/EV	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：估值指标根据 2022/7/12 收盘价计算

公司财务数据预测及风险提示

表 3：预测中国人保 H 股合并利润表

人民币：百万	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	555,515	583,696	597,691	660,319	739,241	822,469
保费收入	555,271	563,606	585,423	662,739	741,683	827,492
减：分出保费	35,342	44,436	47,058	55,761	62,605	69,960
提取未到期责任准备金	18,506	-1,581	8,351	10,033	11,380	12,802
已实现净保费收入	501,423	520,751	530,014	596,944	667,698	744,730
投资收益	49,722	59,866	62,835	59,070	67,163	73,197
营业支出	525,719	552,251	561,863	620,631	693,140	768,371
退保金	49,345	45,321	24,906	27,976	30,410	33,399
保单红利支出	1,975	3,090	3,684	2,800	3,100	3,600
保险业务手续费及佣金支出	66,448	62,489	50,939	61,141	67,117	72,854
业务及管理费	92,455	103,689	86,388	101,267	113,740	126,792
营业利润	29,796	31,445	35,828	39,688	46,100	54,098
加：营业外收入	372	443	353	450	450	450
减：营业外支出	-388	-244	-288	-270	-270	-310
利润总额	29,780	31,644	35,893	39,868	46,280	54,238
减：所得税费用	1,915	-3,370	-5,291	-5,005	-5,279	-6,100
净利润	31,695	28,274	30,602	34,863	41,001	48,139
归属于母公司股东的净利润	22,401	20,069	21,638	23,231	26,657	31,108

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 4：预测中国人保 H 股合并资产负债表

人民币：百万	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	24,064	24,104	22,398	25,000	26,500	28,090
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	27,032	33,433	57,459	61,900	69,437	76,914
可供出售金融资产	316,901	379,312	502,102	548,885	603,384	663,580
持有至到期投资	140,398	181,199	197,346	211,554	232,034	254,270
长期股权投资	117,083	124,840	135,570	147,903	161,588	176,778
其他业务资产	11,734	26,051	26,210	26,300	26,300	26,300
资产总计	1,132,771	1,255,461	1,376,402	1,490,694	1,615,891	1,750,888
卖出回购金融资产款	58,263	85,826	77,598	84,032	91,005	98,344
预收保费	26,798	24,048	27,390	29,661	32,122	34,713
应付保单红利	3,816	4,096	5,342	5,785	6,265	6,770
保户储金及投资款	41,014	39,338	44,855	48,574	52,605	56,847
未到期责任准备金	160,608	160,862	170,602	184,747	200,078	216,213
未决赔款准备金	153,920	162,022	179,153	194,007	210,106	227,050
寿险责任准备金	270,475	303,046	364,646	394,880	427,647	462,136
长期健康险责任准备金	30,683	45,031	55,555	60,161	65,153	70,408
应付债券	48,780	56,960	43,804	47,436	51,372	55,515
负债合计	885,932	982,325	1,079,697	1,169,218	1,266,240	1,368,359
股本	44,224	44,224	44,224	44,224	44,224	44,224
归属于母公司股东权益合计	183,133	202,194	219,132	237,252	258,045	282,309
少数股东权益	63,706	70,942	77,573	84,224	91,606	100,220
股东权益合计	246,839	273,136	296,705	321,476	349,650	382,528
负债和股东权益总计	1,132,771	1,255,461	1,376,402	1,490,694	1,615,891	1,750,888

资料来源：Wind，申万宏源研究

风险提示：自然灾害冲击赔付率表现，权益市场大幅波动，寿险销售不及预期。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20% 以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在 -10% 和 +10% 之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20% 以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

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。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。