

审慎增持 (维持)

1339.HK 中国人民保险集团

港股通 (沪、深)

目标价: 2.94 (港元)

现价: 2.34 (港元)

财险综合成本率提升, 人身险续期拉动效应加强

2020年10月29日

预期升幅: 25.8%

主要财务指标

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	5,512	5,888	6,637	7,398
同比增长(%)	10.6	6.8	12.7	11.5
归母净利润(亿元)	221	198	220	243
同比增长(%)	71.4	-10.7	11.0	10.8
集团新业务价值(亿元)	68	80	96	111
同比增长(%)	8.8	17.7	20.0	15.6
集团内涵价值(亿元)	1,005	1,164	1,385	1,643
同比增长(%)	26.7	15.8	19.0	18.6
每股收益(元)	0.50	0.46	0.52	0.57
每股派息(分)	11.60	10.22	11.35	12.57

数据来源: 中国人民保险集团财报, 兴业证券经济与金融研究院整理及预测

市场数据

数据日期	2020.10.28
收盘价(港元)	2.34
总股本(亿股)	442.2
港股股本(亿股)	87.3
总市值(亿港元)	3,008.7
港股市值(亿港元)	204.2
净资产(亿元)	2,659.8
总资产(亿元)	12,577.0
每股净资产(元)	4.47

数据来源: Wind

相关报告

《财险综合成本率下降, 寿险健康险 NBV 增长》20200823 海外跟踪报告

《港股 2020 年海外保险行业中期投资策略: 把握负债端改善带来的估值修复》20200601 海外行业策略报告

《财险业务龙头地位稳固, “大个险” 战略转型成果初显》20200420 海外公司深度研究报告

海外金融研究

分析师:

张博

zhangboyjs@xyzq.com.cn

SFC:BMM189

SAC: S0190519060002

联系人:

张忠业

zhangzhongye@xyzq.com.cn

SAC: S0190120070060

投资要点

- **我们的观点:** 人保集团控股人保财险、人保寿险、人保健康等子公司, 公司财险龙头地位稳固, 寿险健康险业务边际改善, 长期发展向好。我们维持公司“审慎增持”评级, 维持目标价 2.94 港元。2020-2022 年, 目标价对应的集团每股净资产各为 0.55、0.50 及 0.46 倍, 建议投资者关注。
- **税收因素致使归母净利润同比下滑:** 2020Q1-3, 人保集团营业收入同比增长 6.9% 至 4,531 亿元 (人民币, 下同); 税前利润同比增长 7.8%, 但归母净利润同比下降 12.3% 至 187.4 亿元。主要是 2019 年执行手续费税务新规的一次性影响所致 (新政对 2018 年所得税费用的影响金额一次性确认在 2019 年, 2020Q1-3 所得税费用低基数高增长)。
- **财险承保利润下滑, 但融资性信保业务逐渐出清:** 2020Q1-3, 人保财险原保费同比增长 3.7% 至 3,442 亿元, 其中车险、非车险原保费增速各为 5.3%、1.6%。2020Q1-3, 公司的车险、融资性信保业务、政策性业务、商业非车险业务的综合成本率分别为 96.4%、139.8%、99.7%、96.4%, 承保利润分别为 70.0、-38.1、1.4、15.5 亿元。融资性信保业务大幅亏损, 致使人保财险全口径综合成本率同比提升 0.5pcts 至 98.4%, 承保利润同比下降 15.5% 至 48.8 亿元。公司主动压缩低价值率的信用保证保险, Q1-3 该险种累计保费同比下降 71.2% 至 52.0 亿元, 占财险保费之比降至 1.5%。
- **寿险续期拉动效应加强, 健康险保费大幅增长:** 1)、子公司人保寿险“大个险”战略持续推进, 2020Q1-3 原保费同比下降 5.3% 至 821.2 亿元。其中, 期交续期原保费同比增长 8.5% 至 417.5 亿元, 占比达 50.8%, 续期拉动效应显著加强。2)、2020Q1-3, 子公司人保健康实现原保费 273.3 亿元, 同比增长 45.4%; 其中, 期交首年及期交续期保费分别同比增长 19.3%、166.3%。
- **投资风格稳健, 偿付能力充足:** 2019Q1-3, 人保资管积极把握债券配置机会, 在年内相对收益高点加大了长期债券配置力度, 拉长资产久期。截至 2020 年 9 月 30 日, 人保集团、人保财险、人保寿险、人保健康的综合偿付能力充足率分别为 320%、299%、266% 和 216%, 满足监管要求。

风险提示: 资本市场波动, 保费增速不达预期, 公司经营风险, 保险行业政策改变。

报告正文

- **税收因素致使归母净利润同比下滑:** 2020Q1-3, 人保集团保险业务收入同比增长 3.6% 至 4,561 亿元(人民币, 下同); 其中财险、寿险、健康险子公司的保费占比各为 75.9%、18.1%、6.0%。同期, 公司营业收入同比增长 6.9% 至 4,531 亿元, 税前利润同比增长 7.8% 至 308.9 亿元。2020Q1-3, 公司的所得税费用同比大幅增加, 主要是 2019 年执行手续费税务新规的一次性影响所致(新政对 2018 年所得税费用的影响金额一次性确认在 2019 年)。由此, 人保集团归属股东净利润同比下降 12.3% 至 187.4 亿元, 基本每股收益同比下降 12.3% 至 0.42 元。同期, 财险、寿险、健康险子公司分别实现净利润 173.4、67.0、1.4 亿元, 占比各为 66.7%、25.8%、0.6%。

图1、人保集团历年营业收入及同比增速

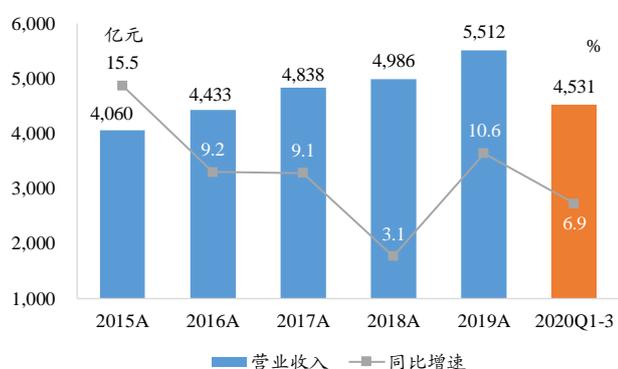
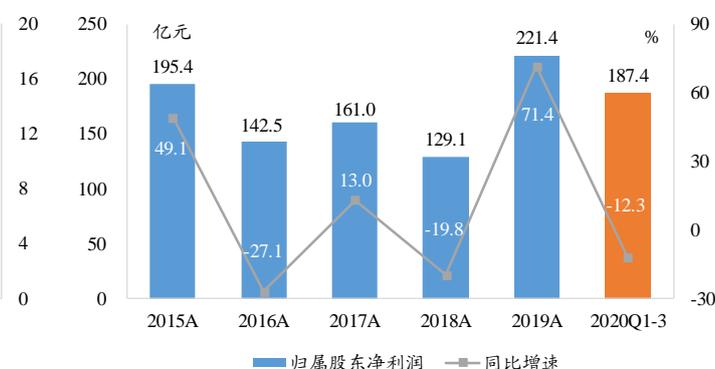


图2、人保集团归母净利润及同比增速

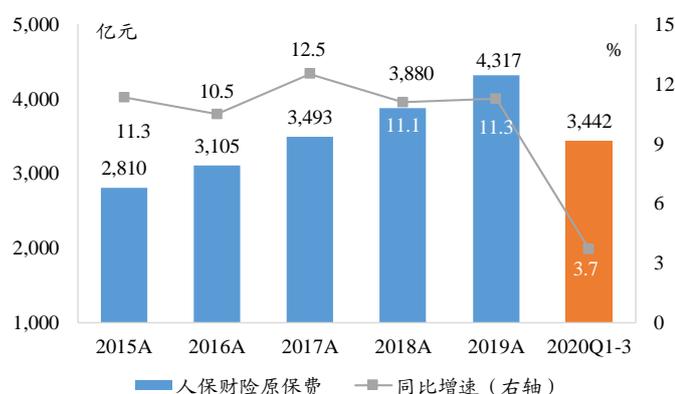


资料来源：人保集团财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：人保集团财报，兴业证券经济与金融研究院整理

- **财险龙头，承保利润下滑，但融资性信保业务逐渐出清:** 人保财险市占率稳定在 30% 以上, 龙头地位稳固。2020Q1-3, 公司的财险原保费同比增长 3.7% 至 3,442 亿元; 其中车险原保费同比增长 5.3% 至 1,993 亿元, 非车险原保费同比增长 1.6% 至 1,449 亿元。2020Q1-3, 公司的车险、融资性信保业务、政策性业务(意外健康险中的社会保障类业务、农险中的政府补贴型业务)、商业非车险业务的综合成本率分别为 96.4%、139.8%、99.7%、96.4%, 承保利润分别为 70.0、-38.1、1.4、15.5 亿元。融资性信保业务大幅亏损, 致使公司全口径综合成本率同比提升 0.5pcts 至 98.4%, 承保利润同比下降 15.5% 至 48.8 亿元。从综合成本率内部结构来看, 赔付率同比下降 1.2pcts 至 65.2%, 费用率同比提升 1.7% 至 33.2%。2020Q1-3, 公司持续加强业务风险管控, 主动压缩低价值率的信用保证保险。公司的信用保证险 9 月单月保费同比下降 99.6% 至 0.1 亿元; 信用保证险 1 至 9 月累计保费同比下降 71.2% 至 52.0 亿元, 占总保费之比降至 1.5%。

图3、人保财险历年原保费收入及同比增速



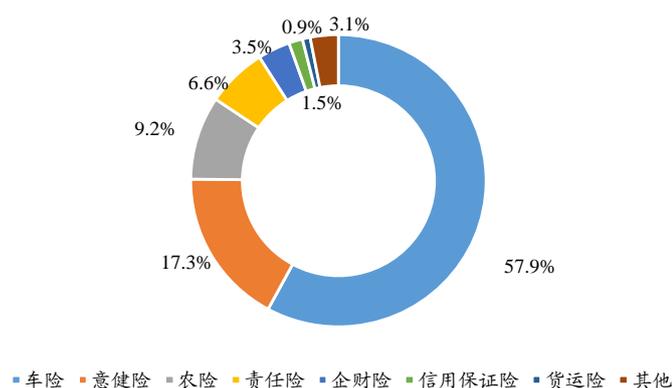
资料来源：人保集团财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、人保财险历年市占率



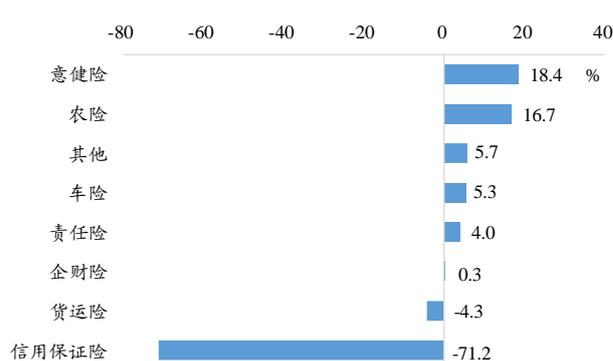
资料来源：人保集团财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、2020Q1-3人保财险保费收入结构按险种



资料来源：人保集团财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、2020Q1-3人保财险保费增速按险种



资料来源：人保集团财报，兴业证券经济与金融研究院整理

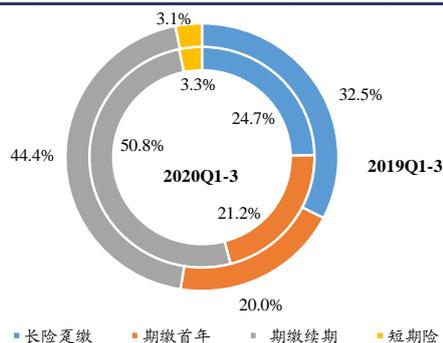
- 寿险续期拉动效应加强，健康险保费大幅增长：**1)、子公司人保寿险“大个险”战略持续推进。2020Q1-3，公司坚持向高质量发展转型，主动停售团体补充医疗类产品，大力推进队伍建设和价值期交业务发展。同期，人保寿险原保费收入同比下降5.3%至821.2亿元。其中，期交首年原保费收入同比增长0.3%至174.0亿元；期交续期原保费同比增长8.5%至417.5亿元，占比达50.8%，续期拉动效应显著加强。2)、2020Q1-3，子公司人保健康实现原保费273.3亿元，同比增长45.4%；其中，短期业务占比下滑16.7pcts至42.5%，长险趸交业务占比提升12.1pcts至14.5%，期交首年及期交续期保费分别同比增长19.3%、166.3%。

图7、人保寿险历年保费收入及同比增速



资料来源：人保集团财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、2019Q1-3、2020Q1-3人保寿险原保费缴费结构



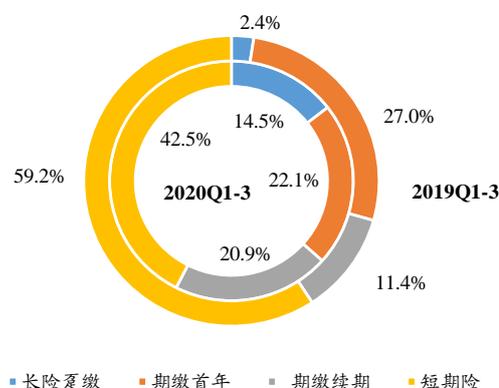
资料来源：人保集团财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、人保健康险历年保费收入及同比增速



资料来源：人保集团财报，兴业证券经济与金融研究院整理

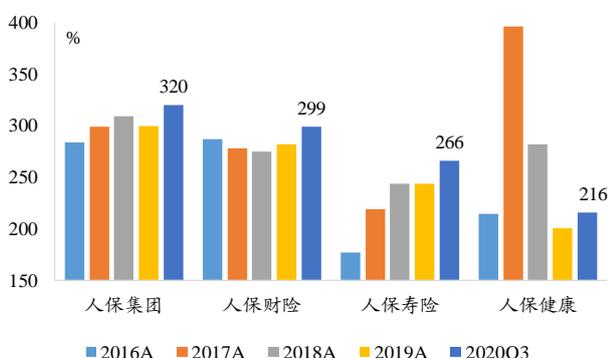
图10、2019Q1-3、2020Q1-3人保健康原保费缴费结构



资料来源：人保集团财报，兴业证券经济与金融研究院整理

- **投资风格稳健，偿付能力充足：**2019Q1-3，人保资管积极把握债券配置机会，在年内相对收益高点加大了长期债券配置力度，拉长资产久期；公司亦不断优化权益投资持仓结构，并积极配置优质非标资产。截至2020年9月30日，人保集团、人保财险、人保寿险、人保健康的综合偿付能力充足率分别为320%、299%、266%和216%，满足监管要求。截至同期，人保的资产负债率为78.9%，相对稳定。

图11、人保集团及子公司历年综合偿付能力充足率



资料来源：人保集团财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、人保集团历年资产负债率



资料来源：人保集团财报，兴业证券经济与金融研究院整理

- **我们的观点:** 中国人民保险集团成立于 1949 年, 旗下包括人保财险(中国财险)、人保香港、人保寿险、人保健康、人保资产、人保投控、人保资本、人保香港资产等 10 多家专业子公司, 实现全保险产业链和银行、信托等非保险金融领域战略布局。公司财险龙头地位稳固, 2020 年前三季度, 信用保证险大幅亏损致使公司综合成本率同比提升 0.5pcts。我们预期车险综合改革的落地为公司保费及承保利润带来短期压力, 但车险的市场化定价在长期内利好龙头公司。此外, 人保寿险健康险业务边际改善, 长期发展向好。我们维持公司“审慎增持”评级, 维持公司目标价 2.94 港元。2020-2022 年, 人保集团目标价对应的集团每股净资产分别为 0.55、0.50 及 0.46 倍, 建议投资者关注。
- **风险提示:** 资本市场波动, 保费增速不达预期, 公司经营风险, 保险行业政策改变。

附表

资产负债表		单位:亿元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
资产	11,332	12,685	13,731	14,987	
现金及现金等价物	770	1,187	1,232	1,375	
债权类证券	3,336	3,913	4,115	4,504	
权益类证券、基金及信托	1,507	1,598	1,684	1,904	
保险业务应收款净额	558	606	666	746	
再保险资产	295	285	275	273	
定期存款	870	947	945	934	
联营企业和合营企业投资	1,171	1,264	1,366	1,475	
分类为贷款及应收款	1,829	1,780	2,255	2,489	
房屋及设备	263	305	338	375	
投资物业	124	127	129	131	
总负债	8,859	9,973	10,753	11,715	
保险合同负债	6,190	7,010	7,808	8,627	
保单持有人的投资合同负债	400	409	387	374	
应付债券	488	536	585	639	
应付分保账款	190	219	208	233	
卖出回购金融资产款	583	783	753	839	
递延所得税负债	15	19	23	26	
股本	442	442	442	442	
储备	1,392	1,547	1,718	1,908	
少数股东权益	638	724	818	922	
总权益	2,473	2,713	2,979	3,272	
负债及权益合计	11,332	12,685	13,731	14,987	

现金流量表		单位:亿元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
经营活动产生现金流量	368	542	449	482	
投资活动所产生的现金净额	-63	-272	-312	-351	
融资活动所产生的现金流净额	-152	150	-88	16	
现金及现金等价物增加净额	153	420	49	146	
年初现金及现金等价物	616	770	1,187	1,232	
年末现金及现金等价物	770	1,187	1,232	1,375	

利润表		单位:亿元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业收入	5,512	5,888	6,637	7,398	
保险业务收入	5,553	5,862	6,648	7,444	
分出保费	-353	-417	-445	-503	
投资收益	366	441	454	487	
死亡给付和其他给付	-670	-633	-725	-819	
已发生赔款	-2,915	-3,150	-3,602	-3,982	
长期寿险合同负债变动	-275	-365	-383	-434	
手续费及佣金支出	-664	-698	-791	-886	
财务费用	58	54	60	70	
税前溢利	291	337	381	420	
税项支出	21.3	-53.9	-66.7	-73.5	
年度溢利	313	283	314	347	
非控股股东应占溢利	91	85	95	103	
归属公司股东年度溢利	221	198	220	243	

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长性(%)				
保险业务收入同比增速	11.4	5.6	13.4	12.0
投资收益同比增速	24.1	20.3	3.0	7.3
手续费及佣金收入同比增速	-18.7	5.0	13.4	12.0
归属股东净利润同比增速	71.4	-10.7	11.0	10.8
人保寿险内涵价值增长率	26.1	15.5	18.7	18.4
人保寿险新业务价值增长率	7.9	14.6	18.2	13.9
人保健康内涵价值增长率	26.1	10.0	31.6	18.1
人保健康新业务价值增长率	18.9	49.2	34.1	27.4
偿债能力(%)				
资产负债率	78.2	78.6	78.2	78.6
营运能力(%)				
ROE	9.0	7.3	7.4	7.4
每股资料(元)				
每股收益(EPS)	0.50	0.46	0.52	0.57
每股净资产	4.1	4.7	5.1	5.5
估值比率(倍)				
PB	0.49	0.43	0.40	0.37

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照港裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。