

中国人保 (601319.SH)

财险龙头地位稳固，转型推动新发展

本报告与市场的不同之处：本报告在财险行业研究框架的基础上，聚焦对于车险费改和信保风险的分析：①车险综合改革 4 月以来逐步启动，增加交强险改革、降低基准保费、优化市场机制，短期行业及保费利润或有波动，但长期仍利好头部公司；②2019 年以来信保业务行业赔付有所恶化，疫情加剧风险暴露。人保财险虽受到较为明显影响，但风险敞口逐步收窄，预计未来一年左右风险逐步出清，综合成本率有望逐步回落，带动盈利改善。

综合保险金融集团，转型高质量发展。中国人保是新中国第一家全国性保险公司，目前已成长为国内领先的大型综合性保险金融集团。2018 年中公司对外提出转型高质量发展的“3411”工程，鉴于①此工程是对三家主要保险子公司全面且彻底的转型；②转型路径清晰且细致，各细项均有明确计划及详细方案措施；③从当前时点跟进看，转型进程完成良好；我们认为“3411”工程是一场能够给公司全面注入增长新动能的转型工程，财险业务在保持行业绝对龙头地位及核心竞争力的同时，寿险及健康险业务将逐步比肩行业第一梯队，成为估值提升的一大驱动力。

财险业务龙头地位优势牢不可破：人保财险主要有四大核心优势：①**规模：**规模雄踞亚洲首位，国内市占率大于行业二、三位之和且保费增速稳定维持在两位数。②**盈利：**ROE 长期基本保持 15%以上，盈利能力行业领先。③**结构：**险种结构持续优化，非车占比领先其他行业龙头，享有更快的保费增速以及风险的分散。④**网点：**完善的服务网点布局形成了公司在财险领域的长期壁垒。公司车险业务在费改及竞争和监管加强的背景下积极应对；非车业务在政策支持及先发优势下维持较快增长及良好的盈利能力。

寿险转型聚焦价值，健康险专业性领先：寿险及健康险业务当前虽并非公司强项，但转型之下聚焦价值方向明确，预计公司 NBV 增速领先同业，疫情下十年期及以上长缴新单仍实现正增长；健康险子公司集中资源进行专业化建设。公司整体寿险及健康险板块将有望逐步对标优质上市同业，成为未来阶段集团估值的提振因素。

投资收益同业领先，长股投优势明显：受益较大规模的长期股权投资，公司投资收益率长期位居同业前列，同时带来业务层面协同，并预计未来公司在投资收益率上的优势仍然能够维持。

投资建议：公司财险业务行业龙头地位稳固，具备规模与盈利的显著优势，成本控制能力及险种结构布局使得优势保持，全面覆盖的机构网络也树立较高竞争壁垒；寿险业务在转型下加速发展，有望逐步对标行业第一梯队公司，成为估值的溢价项；此外公司长期保持优于同业的收益率水平，依当前公司基本面在分部估值下（财险 1.3 倍 PB、寿险及健康险 0.6 倍 P/EV、资管等其他 0.8 倍 PB 估值），我们认为公司的合理市值为 3160 亿元，给予 2020 年公司目标价 7.15 元，较当前仍有 14%的空间，首次覆盖予以“增持”评级。

风险提示：行业竞争加强风险；赔付不确定性风险；投资收益下降风险；信保业务风险出清不及预期。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	503,799	555,515	598,606	655,304	710,988
YoY(%)	3.2	10.3	7.8	9.5	8.5
净利润(百万元)	13,450	22,401	22,449	26,889	31,694
YoY(%)	-19.2	66.6	0.2	19.8	17.9
每股净资产	3.45	4.14	4.34	4.73	5.17
ROE(%)	9.49	12.84	12.11	13.43	14.58
EPS(摊薄/元)	0.32	0.51	0.51	0.61	0.72
P/B(倍)	1.82	1.52	1.45	1.33	1.22

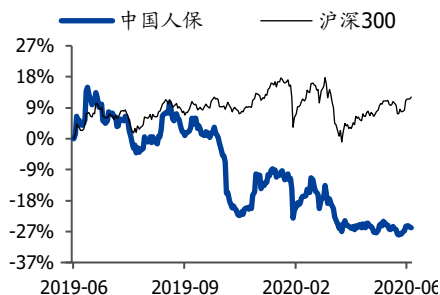
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（首次）

股票信息

行业	保险
最新收盘价	6.29
总市值(百万元)	278,168.90
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)	21.26

股价走势



作者

分析师 马婷婷

执业证书编号：S0680519040001

邮箱：matingting@gszq.com

分析师 赵耀

执业证书编号：S0680519090002

邮箱：zhaoyao@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	38,681	24,064	25,989	27,548	29,201
交易性金融资产	20,551	27,032	29,195	30,946	32,803
买入返售金融资产	23,053	53,038	57,281	60,718	64,361
可供出售金融资产	284,363	316,901	342,253	362,788	384,556
持有至到期投资	128,177	140,398	151,630	160,728	170,371
长期股权投资	107,492	117,083	126,450	134,037	142,079
投资性房地产	12,782	12,445	13,441	14,247	15,102
定期存款	98,653	87,009	93,970	99,608	105,584
分类为贷款及应收款的投资	164,512	182,858	197,487	209,336	221,896
固定资产	25,245	25,636	27,687	29,348	31,109
其他资产	128,181	146,307	150,333	160,371	170,072
资产总计	1,031,690	1,132,771	1,215,714	1,289,675	1,367,134
卖出回购金融资产	54,889	58,263	62,924	66,699	70,701
应付债券	57,732	48,780	41,216	34,825	29,425
应付赔付款	10,994	10,272	11,985	14,468	16,995
应付保单红利	3,632	3,816	4,687	5,676	6,130
保户储金及投资款	42,977	41,014	123,977	141,010	158,636
责任准备金	559,319	618,074	585,827	604,525	614,754
其他负债	96,721	105,713	122,872	139,138	163,002
负债	826,264	885,932	953,487	1,006,341	1,059,644
股本	44,224	44,224	44,224	44,224	44,224
资本公积	7,571	7,516	7,892	8,286	8,701
未分配利润	77,092	93,939	109,653	123,098	138,945
其他综合收益等	-40	11,783	3,535	3,888	4,277
少数股东权益	52,958	63,706	70,077	74,281	78,738
所有者权益合计	205,426	246,839	262,227	283,334	307,490

盈利指标

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
ROA	1.89	2.80	2.61	2.95	3.28
ROE	9.49	12.84	12.11	13.43	14.58
EPS	0.32	0.51	0.51	0.61	0.72
BVPS	3.45	4.14	4.34	4.73	5.17
P/E(倍)	19.7	12.3	12.4	10.3	8.8
P/B(倍)	1.82	1.52	1.45	1.33	1.22

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	503,799	555,515	598,606	655,304	710,988
已赚保费	455,627	501,423	539,030	587,542	634,546
投资收益	44,263	49,722	55,689	63,485	71,738
公允价值变动收益	-536	527	237	261	287
其他业务收入	4,445	3,843	3,651	4,016	4,418
营业支出	476,334	525,719	561,130	610,457	657,516
退保金	67,859	49,345	48,513	42,303	44,418
赔款支出(减摊回)	258,312	274,427	296,466	331,374	360,422
提取保险责任准备金	-9,813	39,006	51,747	52,879	53,936
保单红利支出	2,116	1,975	2,426	2,938	3,173
营业税金及附加	2,275	2,117	2,695	2,938	3,173
手续费及佣金支出	81,728	66,448	70,074	77,556	84,395
业务及管理费用	62,147	82,584	78,159	85,194	92,009
其他业务支出	9,702	7,749	8,085	11,751	12,691
资产减值损失	2,008	2,068	2,965	3,525	3,300
营业利润	27,465	29,796	37,476	44,848	53,472
利润总额	27,868	29,780	37,368	44,760	53,385
所得税	8,369	-1,915	5,605	6,714	8,542
净利润	19,499	31,695	31,763	38,046	44,843
减：少数股东损益	6,049	9,294	9,314	11,156	13,150
归母净利润	13,450	22,401	22,449	26,889	31,694

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
归母净利润增速	-19.2%	66.6%	0.2%	19.8%	17.9%
已赚保费增长率	4.6%	10.1%	7.5%	9.0%	8.0%
综合成本率	98.5%	98.9%	98.6%	98.2%	98.0%
综合赔付率	62.0%	66.2%	65.8%	66.4%	66.7%
综合费用率	36.5%	32.7%	32.8%	31.8%	31.3%
新业务价值(亿)	62.42	67.91	76.06	91.27	107.70
新业务价值增速	1.4%	8.8%	12.0%	20.0%	18.0%
内含价值(亿)	793	1,005	1,226	1,521	1,855
内含价值增速	13.7%	26.7%	22.0%	24.0%	22.0%
总投资资产(亿)	9,206	10,029	10,831	11,481	12,170
总投资资产增速	6.0%	8.9%	8.0%	6.0%	6.0%
净投资收益率(%)	5.5	5.4	5.2	5.1	5.0
总投资收益率(%)	4.9	5.3	4.8	5.2	5.0

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

一、财险行业研究框架及行业分析	5
二、财险行业的两个重要关注点：车险费改及信保风险	7
2.1 行业重要关注点一：车险综合改革推进影响几何？	8
2.2 行业核心关注点二：信保业务风险几何？	12
三、转型高质量发展，打造卓越的保险金融集团	16
3.1 保险主业突出，多元业务协同	16
3.2 坚定推进“3411”工程，转型提供增长新动能	18
四、财险业务龙头地位优势牢不可破	19
4.1 财险业务雄踞亚洲第一，国内龙头地位稳固	19
4.2 车险费改持续深化，公司积极应对	21
4.3 非车险种提升盈利能力，提供保费增长空间	22
五、寿险转型聚焦价值，健康险专业性领先	25
5.1 寿险业务逐步追赶同业，边际改善明显加速	25
5.2 寿险做强期缴及个险，转型发展方向明确	26
5.3 健康险集中资源进行专业化建设	27
六、投资收益同业领先，长股投优势明显	28
七、盈利预测及投资建议	30
风险提示	33

图表目录

图表 1：产寿险公司主要差异点情况	5
图表 2：财险公司的研究框架	6
图表 3：我国财险行业保费及增速情况（亿元）	6
图表 4：我国财险行业综合成本率情况	6
图表 5：我国财险行业保费结构分布情况	7
图表 6：我国产寿险公司保费 CR3 情况	7
图表 7：不同保费规模公司综合成本率情况	7
图表 8：中国汽车年销量进入负增长（万辆）	8
图表 9：中国汽车保有量增速放缓（亿辆）	8
图表 10：我国乘用车月度销量情况及同比（百万辆）	8
图表 11：车险行业商车费改推进历程情况	9
图表 12：商车费改及车险监管文件情况	10
图表 13：我国交强险行业成本率情况	11
图表 14：我国交强险行业经营情况（亿元）	11
图表 15：商业车险保费定价公式情况	12
图表 16：信用保险和保证保险定义情况	12
图表 17：信用保证保险的主要分类情况	13
图表 18：保证保险及信用保险保费收入及占比情况（亿元）	13
图表 19：我国信用保险主要政策情况	14
图表 20：我国保证保险各公司市占率情况	15
图表 21：主要公司保证保险综合成本率情况	15
图表 22：中国人保发展历程	16
图表 23：中国人保资产情况（亿元）	17

图表 24: 中国人保利润情况 (亿元)	17
图表 25: 中国人保股权结构	17
图表 26: 中国人保保费收入及构成情况 (亿元)	18
图表 27: 中国人保分板块资产构成情况	18
图表 28: 中国人保"3411"工程概况	18
图表 29: 财险公司原保费市场份额情况	19
图表 30: 三大财险公司保费收入及同比增速情况 (亿元)	19
图表 31: 三大财产保险公司 ROE 情况	20
图表 32: 人保财险综合成本率持续优于行业	20
图表 33: 三大财产保险公司费用率情况	20
图表 34: 三大财产保险公司赔付率情况	20
图表 35: 人保财非车险业务占比领先	21
图表 36: 美国 2018 年财险业务结构	21
图表 37: 车险保费收入及同比增速 (亿元)	21
图表 38: 财险公司车险综合成本率情况	21
图表 39: 中国人保积极加强车主生态圈布局	22
图表 40: 人保非车险保费收入的险种构成	23
图表 41: 人保分险种承保利润率情况	23
图表 42: 《关于加快农业保险高质量发展的指导意见》重要内容	23
图表 43: 人保集团大病保险服务人力情况 (亿人次)	24
图表 44: 人保责任险保费占比及综合成本率情况	24
图表 45: 我国责任保险法律框架	25
图表 46: 2019 年中国人身险原保险保费收入市场结构	26
图表 47: 人保及上市同业整体价值率情况	26
图表 48: 人保寿险 13 个月保单继续率与同业比较	26
图表 49: 人保寿险 25 个月保单继续率与同业比较	26
图表 50: 人保寿险年期缴及续期占比持续提升	27
图表 51: 人保寿险分渠道保费占比情况	27
图表 52: 人保 NBV 与上市险企同业增速情况 (亿元)	27
图表 53: 人保 EV 与上市险企同业增速情况 (亿元)	27
图表 54: 人保健康专业化发展的主要目标	28
图表 55: 上市险企总投资收益率情况	29
图表 56: 上市险企净投资收益率情况	29
图表 57: 人保大类资产收益率情况 (当期投资收益/平均账面价值)	29
图表 58: 人保长期股权投资比重高于其他高投资收益险企	29
图表 59: 中国人保投资资产配置情况	30
图表 60: 中国人保盈利预测分拆表 (百万元)	31
图表 61: 全球主要上市财险公司估值情况	32
图表 62: 中国人保估值测算 (亿元)	32

一、财险行业研究框架及行业分析

寿险业务由于期限不等且收入在前、成本在后使得需要引入精算概念解释利润的构成：我们在前期专题中拆分过寿险公司的盈利模式，寿险和产险最主要的区别在于期限不等：寿险业务通常为一年期以上业务，本期收缴的保费往往对应未来较长时间的责任，且期缴产品的缴费期限往往也有数年或者数十年。由于期限不等且难以对收入与当期费用进行明确划分，因此传统会计准则权责发生制下“当期收入-综合费用=利润”不适用于保险公司利润的解释，所以寿险设计各类精算假设并引入剩余边际的概念，以“剩余边际摊销+投资及经营偏差+净资产投资收益+会计估计变更”来解释寿险业务的利润构成。

财险业务的期限结构差异使其核心关注点为利润体系下的综合成本率及投资收益率：财险业务模式相对更为简单，由于财险业务基本为一年期业务，因此营运利润包括承保利润和投资收益两部分，承保利润以剔除分出业务和未到期责任准备金的已赚保费为基础，而投资收益以自有资金和承保产生的“浮存金”为基础。简单来说寿险公司相当于以打平收益率（内地上市险企预计在1.5%-3.0%之间）为成本的投资公司，而我国大型产险公司相当于资金成本为-2%左右的投资公司：

- 1) 财险公司主要关注基于会计体系的综合成本率，即承保利润，以及投资收益率，两者结合即重点关注 ROE 情况；
- 2) 没有隐含收益率给付使得优秀的财险公司负债成本可以小于 0；
- 3) 核心风险在于短期的巨灾风险以及长期由于通胀使导致的赔付提升风险；
- 4) 在投资端由于负债期限整体较短，一方面对资产流动性要求较高，另一方面由于大量准备金的存在且不必过于担心长期利率风险，因此可以形成相对独立的投资风格。

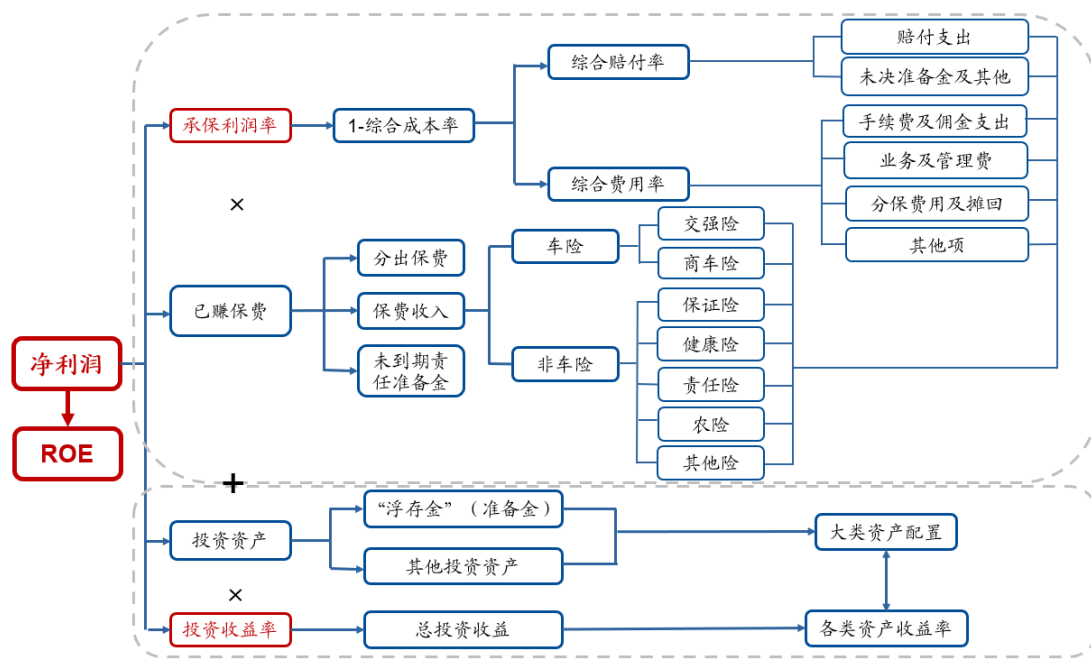
图表 1：产寿险公司主要差异点情况

产寿险业务差异情况	财险业务	寿险业务
保单期限	以一年期为主	通常期限较长，部分可到终身
资产要求	对资产流动性要求更高，久期短且利率敞口较小，可建立独立的投资风格	对资产流动性要求较低，通常偏向长久期、较低风险的资产
准备金计提	不确定性较低	较高的不确定性
主要风险	巨灾风险、通胀风险	利率风险
资金成本	优秀公司可以做到负资金成本	通常为正资金成本
核心关注	核心为 ROE，主要关注基于会计体系的综合成本率和投资收益率	核心为 EV，主要关注基于精算体系的新业务价值和投资收益等项目

资料来源：国盛证券研究所

财险公司分析基于： $\text{净利润} = \text{承保利润率} \times \text{已赚保费} + \text{投资收益率} \times \text{投资资产}$ ，其中承保端主要关注分险种及整体的综合成本率，投资端关注长期投资收益率水平，核心仍然需要关注到公司 ROE 情况。

图表2: 财险公司的研究框架

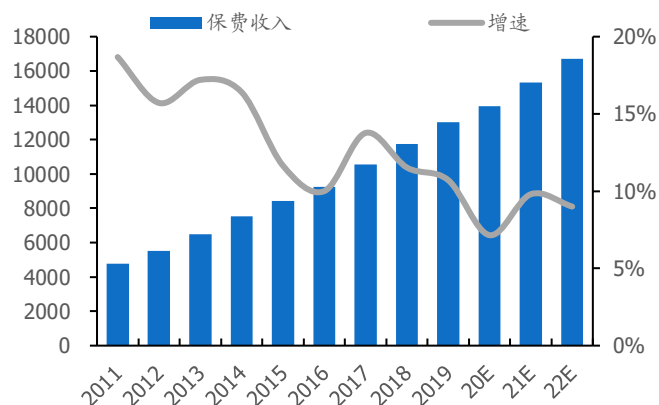


资料来源: 国盛证券研究所

当前我国财险市场主要呈现三大特征:

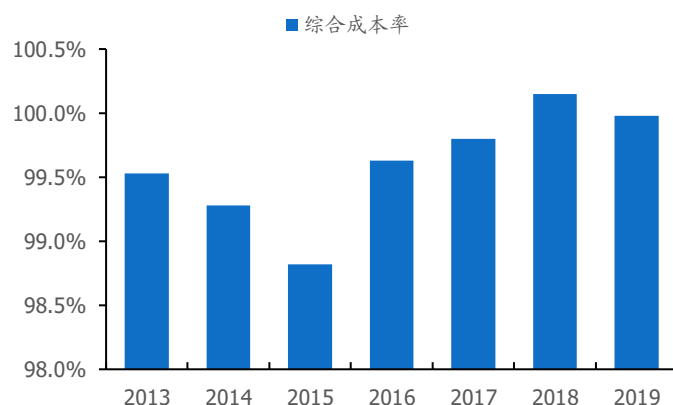
1)、行业保费增速预计整体呈现稳步下行态势, 车险保费拖累行业增速, 非车占比提升:
2019年我国财险公司总保费收入1.30万亿元, 同比增速小幅下滑至10.7%, 主要受到第一大险种车险4.5%增速的拖累, 但整体非车险仍然保持20%以上的较快增速。险种占比方面车险占比下滑至62.9%, 非车险占比明显提升, 其中农险、健康险、责任险、保证险等近年来占比提升明显。预计2020-2022年财险保费收入增速分别为7.1%、9.8%、9.0%, 但非车险仍然能整体保持20%左右的增速。

图表3: 我国财险行业保费及增速情况 (亿元)



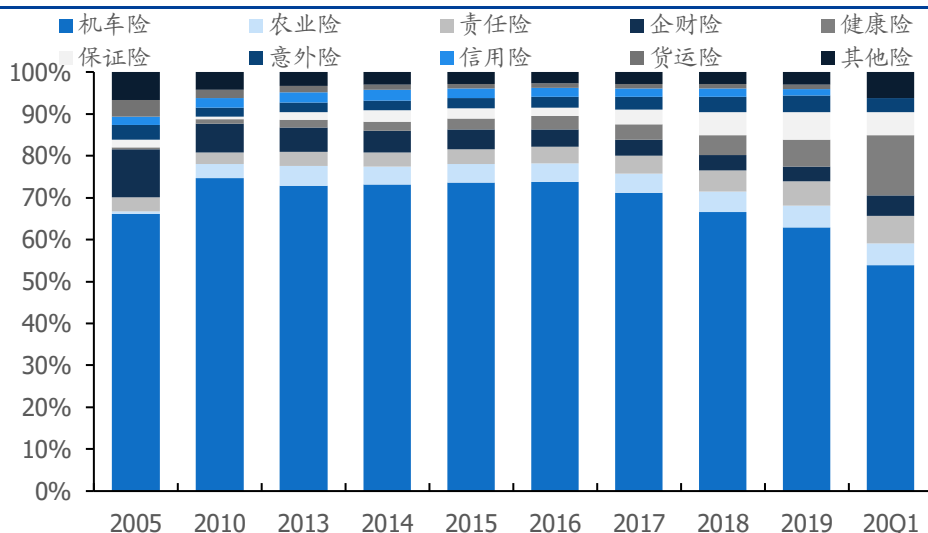
资料来源: 银保监会, 国盛证券研究所

图表4: 我国财险行业综合成本率情况



资料来源: 银保监会, 国盛证券研究所

图表 5: 我国财险行业保费结构分布情况

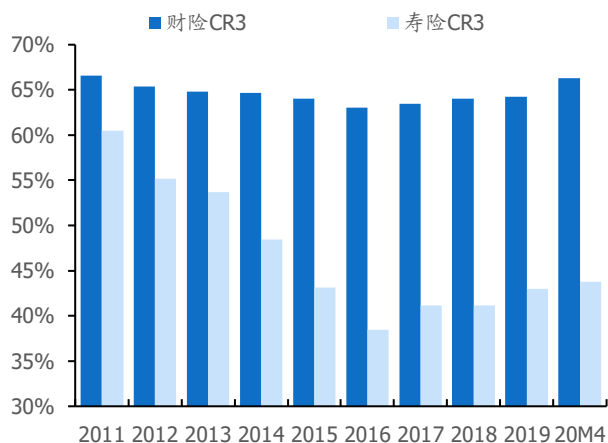


资料来源: 银保监会, 国盛证券研究所 注: 20Q1 信用险及货运险数据归入其他险中;

2)、行业整体盈利状况: 行业承保基本盈亏平衡, 利润主要依赖投资。财险行业整体承保端盈利情况并不理想, 行业综合成本率大多数年份在 99.5%以上, 即承保利润仅为不到 0.5%, 整体利润主要依赖投资端。

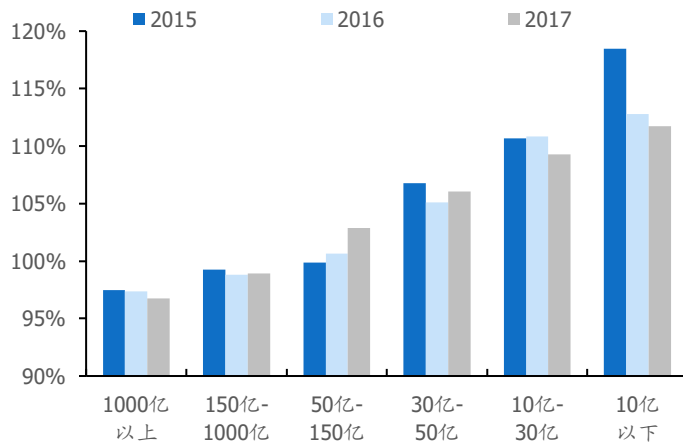
3)、规模效应显著, 大型财险公司在规模及盈利均占据明显优势:财险行业规模效应明显, 行业 CR3 稳定在 60%以上, 且大型财险公司在盈利方面同样具备显著优势, 基本能实现承保盈利, 而中小财险公司整体综合成本率在 105%以上, 只能依靠投资端实现盈利。

图表 6: 我国产寿险公司保费 CR3 情况



资料来源: 银保监会, 国盛证券研究所

图表 7: 不同保费规模公司综合成本率情况



资料来源: 银保监会, 国盛证券研究所

二、财险行业的两个重要关注点: 车险费改及信保风险

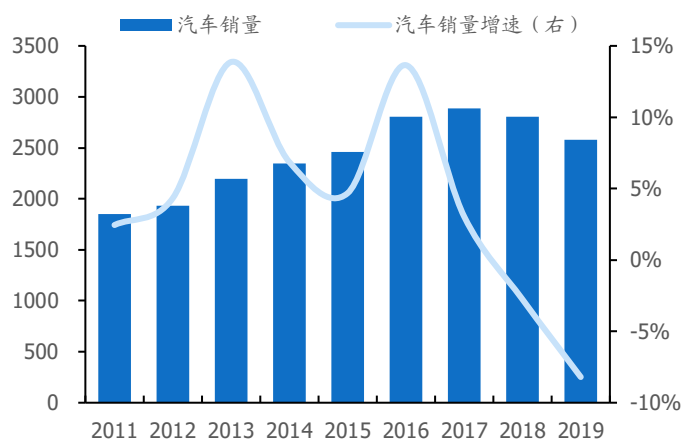
对于人保财险业务部分的行业分析, 我们在 2.1 及 2.2 部分聚焦两个细分行业: 车险行

业及信用保证保险行业。车险作为行业及公司最为主力的险种，保费占比最高且盈利性较为稳定，从前期商车费改到近期车险综合改革征求意见的出台，车险行业一直存在持续的调整与变化；而信用保证保险在19年出现了风险的明显增加导致的赔付快速上升，人保财险综合成本率已突破120%，20Q1仍呈持续上升的态势，未来如果随着风险的逐步消除，将推动公司综合成本率的改善。因此后面两节我们重点聚焦这两个子行业的长期影响。

2.1 行业重要注点一：车险综合改革推进影响几何？

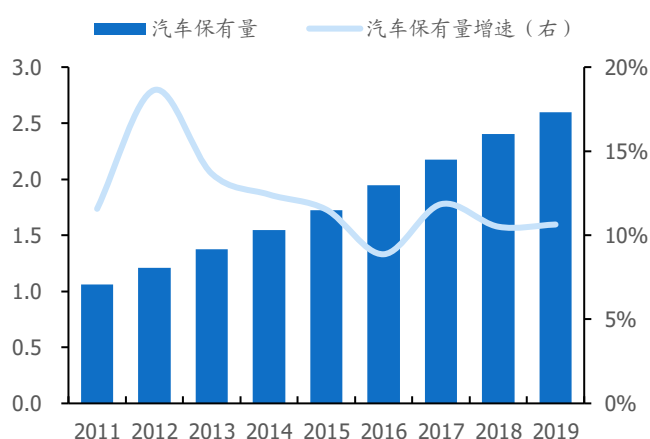
汽车保有量增速下滑+费改推进使得车险保费增速呈持续下滑态势。2019年全年我国车险保费收入8818亿元，同比增速仅为4.5%，一方面我国汽车新车销量进入负增长，疫情影响下短期缺口加剧，同时汽车保有量同比增速持续放缓；另一方面在商车费改的背景下，车险件均保费呈小幅下降趋势，两者相叠加之下预计未来车险行业保费增速仍然维持在5%左右。

图表8：中国汽车年销量进入负增长（万辆）



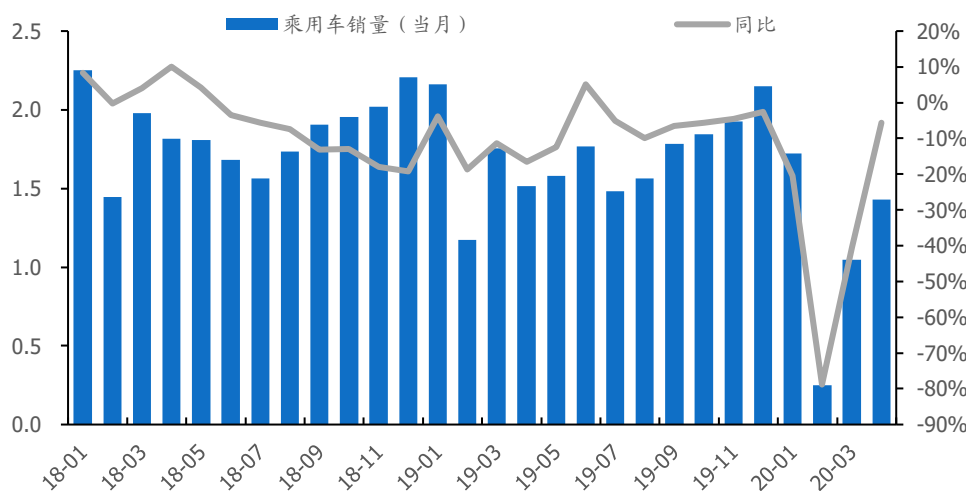
资料来源：中国汽车工业协会，国盛证券研究所

图表9：中国汽车保有量增速放缓（亿辆）



资料来源：公安部，国盛证券研究所

图表10：我国乘用车月度销量情况及同比（百万辆）

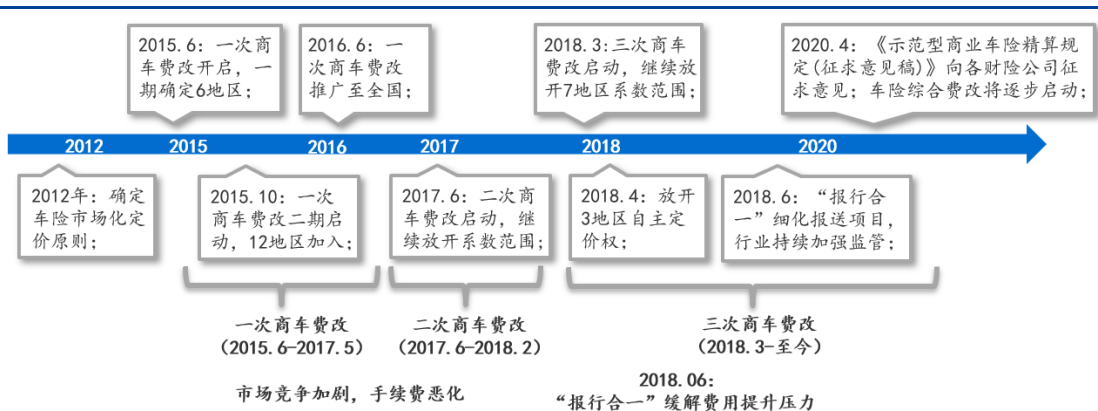


资料来源：Wind，国盛证券研究所

商车费改加剧行业竞争，可能推升车险综合成本率，短期压缩车险承保盈利空间。2015年开始行业启动商车费改，并随着保费计算系数的增加、系数范围的扩大以及地区的不断推广，费改持续深化，也对商业车险市场造成了直接影响：

- 无赔款优待系数（NCD系数）全面应用及费率浮动范围的扩大，推动商业车险出险率下降，客观上推动了一段时期内市场商业车险综合赔付率下降。
- 优质客户投保费率下降，推动投保深度持续提升。
- 引发商业车险市场对精算定价体系的重视，加强以大数据为支撑的定价体系建设，逐步开发精细化商业车险核保引擎。
- 阈值监管、费率回溯和现场检查相结合的监管体系，确保商业车险市场平稳过渡。

图表 11：车险行业商车费改推进历程情况



资料来源：银保监会，国盛证券研究所

“报行合一”细化报送项目，车险行业持续严监管：长期以来，车险市场主体为了抢占市场，不断推高手续费。保险公司为了规避监管，通过返现、虚列管理费用、费用延迟入账、不合理的理赔利益输送等行为，变相突破报批手续费率水平。2018年6月起监管明确“报行合一”，即保险公司报送的手续费取值范围和使用规则与实际一致，“报行合一”+严格监管将使得行业整体费用水平上行趋势得到缓解。

图表 12: 商车费改及车险监管文件情况

时间	银保监会发文	内容
2015/2/3	《关于深化商业车险条款费率管理制度改革的意见》	赋予财产保险公司一定的商业车险费率厘定自主权，在不同试点省份分三批次试行
2016/6/27	《中国保监会关于商业车险条款费率管理制度改革试点全国推广有关问题的通知》	将商车费改试点推广到全国范围
2017/6/8	《关于商业车险费率调整及管理等有关问题的通知》	宣布在全国范围内扩大财产保险公司定价自主权，下调商业车险费率浮动系数下限
2018/3/8	《关于调整部分地区商业车险自主定价范围的通知》	决定进一步放宽四川、山西、山东、福建等七个省市的商业车险自主定价范围
2018/6/29	《关于商业车险费率监管有关要求的通知》	“报行合一”细化报送项目：新车业务费率折扣系数的平均使用情况；“手续费”的取值范围和使用规则
2019/01/21	《关于进一步加强车险监管有关事项的通知》	问题：未按照规定使用车险条款费率；业务财务数据不真实 措施：派出机构依法查处辖区内车险违法经营行为；行业协会对投诉进行受理、核查并报送银保监会；“中国保信”数据监测
2019/02/26	中国银保监会办公厅关于加强保险公司中介渠道业务管理的通知》	强化对保险公司中介渠道业务合规的全流程监管
2019/04/30	《关于继续加大车险市场乱象整治力度有关事项的函》	本年 11 地银保监局先后对 32 个地市级保险机构采取停止商业车险条款和费率的监管措施，共涉及 12 家财险公司
2019/07/18	《关于加大车险违法违规行为处理力度有关事项的函》	重点打击 2019 年 7 月 1 日后财险机构仍通过虚列业务及管理费违规支付手续费、给予保险合同外其他利益等违法违规行为

资料来源：银保监会、国盛证券研究所

前期商车费改取得一定效果，但仍有较多问题未能解决：整体看前期商业车险的三次改革仍然取得了一定的效果，保费定价实现了相对的市场化。从三个放开自主定价权的地区情况看，总车险保费有不同程度下滑，但同时赔付提升、费用空间压缩，整体仍然实现了较好的综合成本率，但这同样与试点地区竞争的激烈程度并不高有关。全国看费改下并未实现完全的市场化，仍然保留了部分行政化的内容，包括“报行合一”对费率的要求、车险市场化定价仍然是停留在限定区间的系数调整层面等，而并未真正实现市场化、精细化的定价；此外行业的部分问题，包括高定价、高手续费、粗放经营、无序竞争、数据失真的问题仍然存在。

新一轮车险综合改革逐步启动，与前期商车费改有所差异：

1) 增加交强险改革：

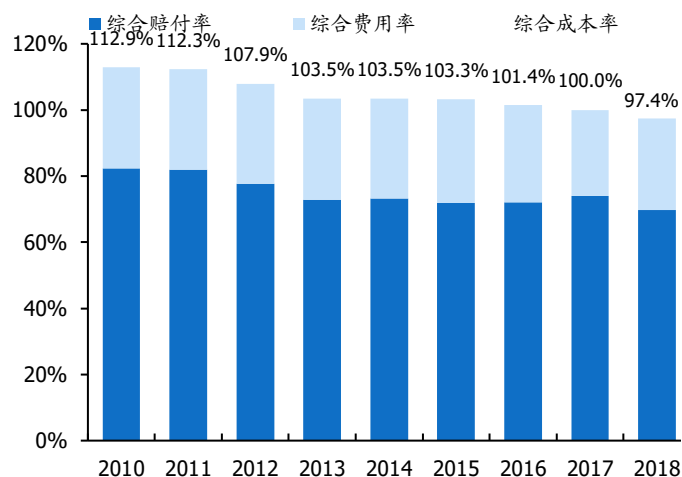
前期费改仅针对商业车险，而交强险未有调整。而近年来交强险市场出现较为明显变化：

- **赔付限额明显不足：**当前交强险包括费率方案、责任限额等均为 2008 版数据，至今未作调整，死亡伤残、医疗费用、财产损失等赔付限额不足，其中死亡伤残+医疗+财产损失的合计赔偿限额仅为 12.2 万元；
- **行业实现明显盈利：**交强险作为政策性险种，经营原则为保本微利，2012 年以前行业持续经营亏损，而 2017 年以后承保及投资均实现持续盈利，至 2018 年交强险自开办以来行业累计盈利超过 50 亿元，需进行调整；

- **定价不平衡现象较为严重：**不同地区、不同车型之间较为不平衡，当前呈现持续的家用车补贴其他车型、经济欠发达地区补贴经济发达地区的趋势。

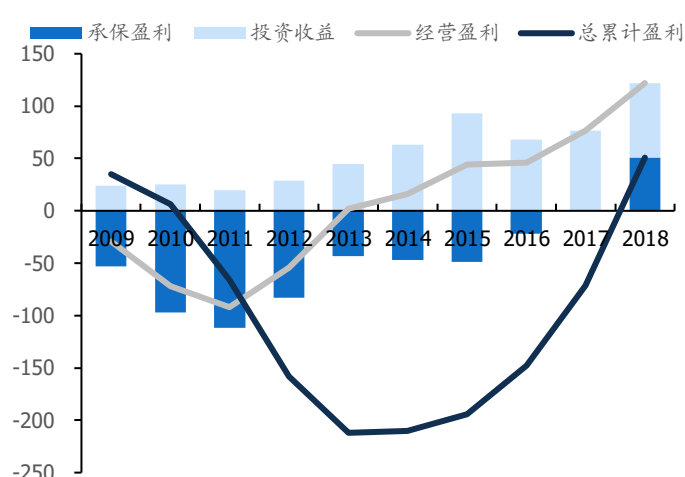
因此本轮交强险改革方面预计围绕上述三个方面进行展开，预计综合改革将使得交强险保额有明显提升，进而提升交强险保费收入，但盈利性仍将维持微利；此外不同地、不同车型的费率将实行差异化调整，对部分盈利较高的地区降低费率、对亏损较重的地区提升费率。

图表 13：我国交强险行业成本率情况



资料来源：银保监会，国盛证券研究所

图表 14：我国交强险行业经营情况（亿元）

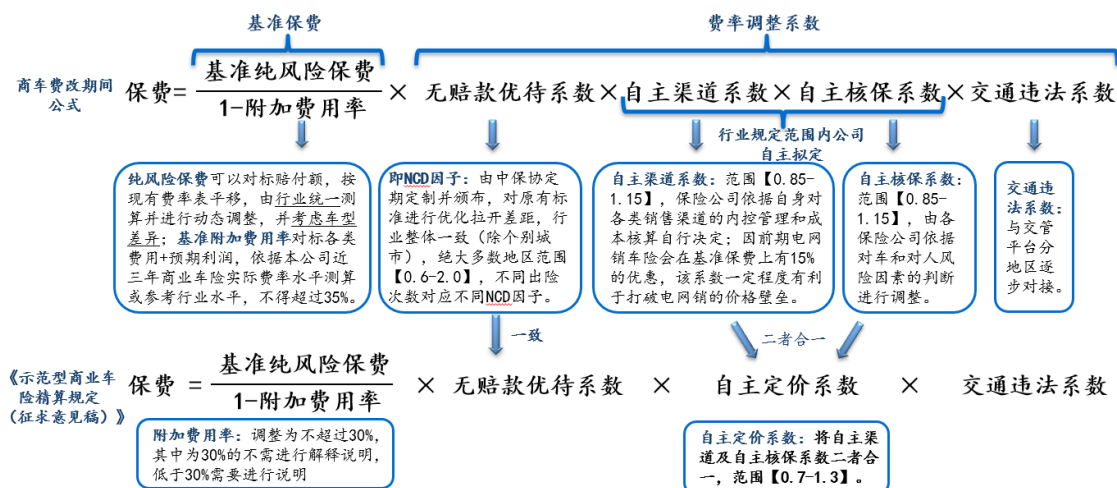


资料来源：银保监会，国盛证券研究所

2) 商车综合改革：降低基准保费，优化市场机制

- **下调附加费用率，降低纯风险保费：**新一轮综合改革意见中，附加费用率由不超过35%下调为不超过30%，即目标赔付率（1-附加费用率）提升，从而降低车险纯风险保费，延续前期压缩费用、推升赔付的改革目标。
- **合并自主渠道及自主核保系数：**将自主渠道系数及自主核保系数二者合为自主定价系数，定价范围为【0.7-1.3】，其他各系数进行保留。在修正基准保费的基础上，合并后的系数也基本能够反映实际风险情况。
- **建立费率回溯和产品纠偏机制：**保险公司应建立费率回溯和产品纠偏机制，根据公司实际经营情况的偏离度，及时对商业车险费率进行调整，不高于3个月一次且调整不能过于频繁，并重新向银保监会报备，维护市场的合理秩序，以实现更加理性经营及竞争。
- **加强附加险与主险整合，扩大主险保障范围：**当前车险条款带有大量的附加险，且附加险条款内容较为复杂，预计后期部分附加险责任将整合进主险，这样会使得保险公司潜在的赔付提升，进一步压缩费用。

图表 15: 商业车险保费定价公式情况



资料来源：银保监会，国盛证券研究所

行业短期保费及利润或有波动，但长期仍然对头部公司利好：交强险方面虽然因为保额提升使得保费提升，但近年全面盈利的格局预计难以维系。商业险方面基准保费降低叠加新车销量的持续负增长，规模保费将有持续的压力，盈利方面可能短期受不同公司策略等的影响有所波动，但长期市场化之下，头部公司在渠道把控、精准定价、费用控制、理赔服务及科技运用方面仍然具备明显的优势，市占率有望稳步提升，向精细化方向发展，长期看盈利预计不会有显著影响。中小公司难以平衡短期策略及长期经营，可能逐步由于较难持续盈利而压缩份额。

2.2 行业核心关注点二：信保业务风险几何？

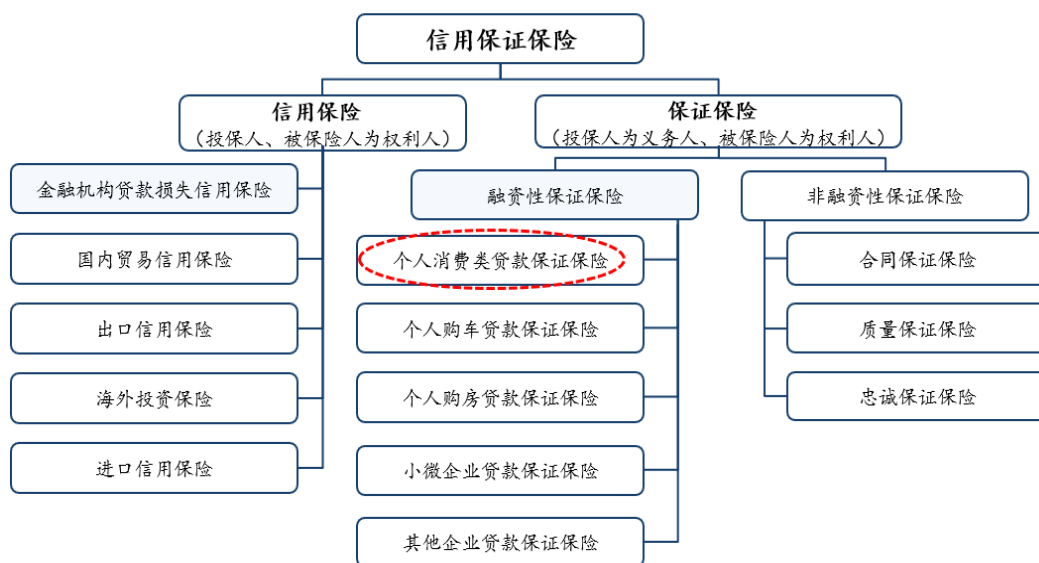
信用保证保险以履约信用风险为保险标的，包括信用保险和保证保险，两者差异点在于权利人和履约义务人之间的差异：信用保险的投保人、被保险人为权利人；保证保险的投保人为义务人、被保险人为权利人。

图表 16: 信用保险和保证保险定义情况

项目	信用保险	保证保险
履约义务人	风险主体	投保人
权利人	投保人、被保险人	被保险人
代表性产品	贷款损失信用保险	个人消费贷保证险
举例	银行作为投保人投保，同时为被保险人；保险公司对借款方无法履约偿还进行赔付。	借款人为投保人向保险公司投保，放贷机构为被保险人，如借款人违约则保险公司向放贷机构进行赔付。

资料来源：银保监会，国盛证券研究所

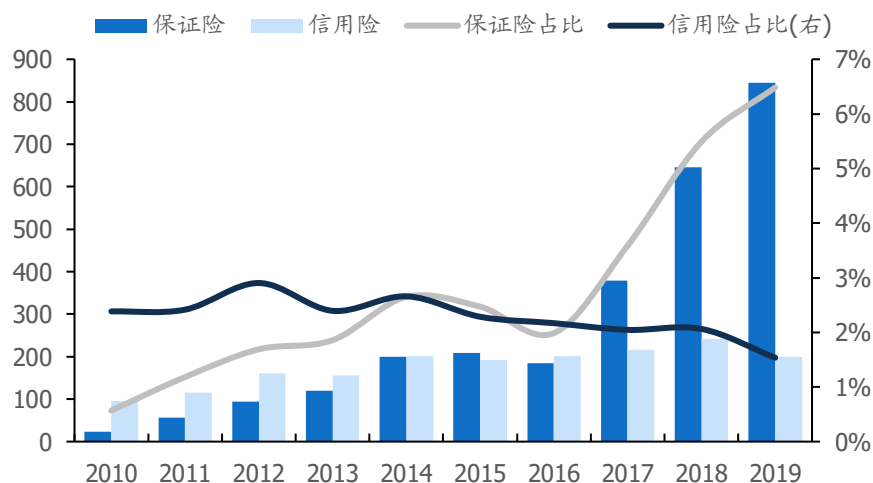
图表 17: 信用保证保险的主要分类情况



资料来源: 银保监会, 国盛证券研究所

信用险发展平稳, 政策+需求使得保证保险 17 年起快速增长: 2016 年以前我国信保业务整体发展相对稳定, 随着消费金融市场的快速崛起, 融资性信保业务快速增长。16 年 P2P 平台的爆发增长以及 17 年开始对“现金贷”等业务加强监管并提出增信的需求, 保证保险得到更快发展, 保费占比由 2016 年行业的 2% 提升至 2019 年的 6.5%, 其中基本是融资性保证保险, 尤其以个人消费类贷款保证保险为主。

图表 18: 保证保险及信用保险保费收入及占比情况 (亿元)



资料来源: 银保监会, 国盛证券研究所

信保业务对风控提出更高要求, 监管政策鼓励+规范业务发展: 从发展情况看, 信保业务在推动普惠金融、助力实体经济发展方面起到很大的作用, 既降低了投资者的信用风险, 又降低了从业者的资金成本。但在经营风险方面较传统财险更高, 因此对前端的获客与运营、后端的风控及催收均提出了极高的要求。国家政策一方面鼓励信保作为增信手段为消费金融和小微企业融资助力; 另一方面出于风险防范的目的对信保业务进行规范, 尤其在 19 年底及 20 年 5 月的《信用保险和保证保险业务监管办法》征求意见稿及正式稿中对经营主体的资质、规则、内控等方面提出更高要求, 强化风险防范。

图表 19: 我国信用保险主要政策情况

时间	政策	要点	发布机构
2006.6	《国务院关于保险业改革发展的若干意见》	稳步发展 <u>住房、汽车</u> 等消费信贷保证保险,促进消费增长。积极推进 <u>建筑工程、项目融资</u> 等领域的保险业务。	国务院
2009.6	《促进汽车消费贷款保证保险业务稳步发展的通知》	要求各财险公司在风险可控的前提下,积极稳妥发展 <u>汽车消费贷款保证保险</u> 业务。	原保监会
2013.7	《国务院办公厅关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》	试点推广 <u>小额信贷保证保险</u> ,推动发展 <u>国内贸易信用保险</u> 。	国务院办公厅
2013.8	《国务院办公厅关于金融支持小微企业发展的实施意见》	大力发展 <u>贷款保证保险和信用保险</u> 业务,稳步扩大出口信用保险对 <u>小微企业</u> 的服务范围。	国务院办公厅
2014.8	《国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见》	加快发展 <u>小微企业信用保险和贷款保证保险</u> ,增强小微企业融资能力。积极发展 <u>个人消费贷款保证保险</u> ,释放居民消费潜力。加快完善保险市场体系,支持设立区域性和专业性保险公司,发展信用保险专业机构。	国务院
2015.6	《大力发展信用保证保险服务和支撑小微企业的指导意见》	发挥信用保证保险的融资增信功能,缓解 <u>小微企业</u> 融资难、融资贵问题。	原保监会
2016.1	《中国保监会关于加强互联网平台保证保险业务管理的通知》	保险公司开展该类业务应当遵守 <u>偿付能力监管要求</u> ; <u>严格选择互联网平台</u> ,不得与存在提供增信服务、设立资金池、非法集资等损害国家利益和社会公众利益行为的平台合作; <u>严格审核投保人资质</u> ,了解投保人的资金流向、财务状况、历史信用记录、还款来源、偿债能力等信息。	原保监会
2016.4	《互联网保险风险专项整治工作实施方案》	重点查处和纠正保险公司以下问题:一是与 <u>不具备经营资质的</u> 第三方网络平台合作开展互联网保险业务的行为。二是与存在 <u>提供增信服务、设立资金池、非法集资</u> 等行为的互联网信贷平台合作,引发风险向保险领域传递。三是存在 <u>风控手段不完善、内控管理不到位</u> 等情况。	原保监会
2017.7	《信用保证保险业务监管 <u>暂行</u> 管理办法》(期限3年)	<u>禁止</u> 保险公司:为部分融资行为提供信保产品和服务,承保违反保险原理、超过国家规定贷款利率上限等信保业务,与不符合互金相关规定的网贷平台合作以及超额承保网贷平台信保业务。 <u>内控管理</u> 方面:鼓励保险公司设立专门的信保部门和管理团队,实行保前、保中、保后风险隔离的管理原则;开办信保业务应当逐步介入 <u>中国人民银行征信系统</u> ,鼓励保险公司与 <u>第三方征信机构</u> 、各类 <u>大数据机构</u> 进行信息对接。	原保监会
2018.6	《关于进一步深化小微企业金融服务的意见》	发挥保险增信分险功能。进一步总结完善“ <u>政府+银行+保险</u> ”模式的试点经验,因地制宜推广成熟做法。	央行、银保监会、等五部门
2018.7	《中国银保监会办公厅关于开展信用保证保险业务专项自查工作的通知》	重点整治保险公司未严格执行《办法》要求、规避监管等违法违规行为,包括 <u>承保限额、禁止业务、禁止的经营行为</u> 等方面。	银保监会
2018.9	《国务院关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费消费潜力的若干意见》	进一步提升金融对促进消费的支持作用,鼓励消费金融创新,规范发展消费信贷,把握好保持居民合理杠杆水平与消费信贷合理增长的关系。鼓励保险公司在风险可控的前提下,为 <u>消费信贷提供融资增信支持</u> 。	国务院
2019.2	《关于进一步加强金融服务民营企业有关工作的通知》	保险机构要不断提升综合服务水平,在风险可控情况下提供更灵活的民营企业贷款保证保险服务,为 <u>民营企业</u> 获得融资提供增信支持。	银保监会
2019.11	《信用保险和保证保险业务监管办	单独列出 <u>融资性信保业务</u> ,提出了更高的 <u>经营资质及承保限额</u> 要求。	银保监会

法（征求意见稿）》

2020.5

《信用保险和保证保险业务监管办法》

扩大信保业务的经营主体，财产保险公司之外加入只经营信保业务的专属性保险公司。助贷、催收等合作机构被纳入监管范围，鼓励保险公司与第三方征信、大数据机构合作。规定不得承保被保险人为自然人的融资性信保业务，防止 P2P 退出背景下行业风险向信保行业蔓延。鼓励保险公司与作为被保险人的资金提供方建立风险分担机制。进一步明确融资性信保业务的经营要求，进一步压缩整体和单个履约义务人的承保限额；强化保护保险消费者权益；通过制度引导保险公司服务实体经济。

银保监会

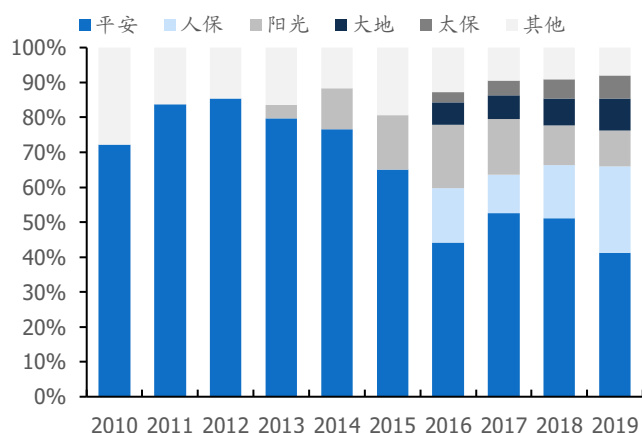
资料来源：公开资料、国盛证券研究所

市场竞争格局：平安一家独大且保持成本优势，19 年行业整体赔付明显恶化。

- 平安财险 2005 年便成立保证保险事业部，且依托集团资源和管理优势，首创“信用险+银行贷款”的业务模式，推广发展个人小额无抵押消费贷款业务，11 年左右市场占有率一度达到 80%以上，15 年以后随着其他主体的加入及业务范围逐步限定为集团内部业务，因此占比呈下降趋势，但保持持续优于行业的盈利水平。
- 阳光保险在 2015 年获批筹建国内首家专业信用保证保险公司—阳光渝融信保公司，份额逐步上升但持续亏损，后业务规模较行业逐步收窄；
- 人保财险信保业务起步较晚但规模增长迅速，随着风控的相对提升和业务的扩展，17-19 年两年保费收入均实现翻倍增长，但随着信用风险的逐步增加尤其是疫情以后的加剧暴露，19Q4 公司逐步收紧业务削减承保计划。
- 此外大地、太保及众安等均在信保业务上占据不小的市场份额。

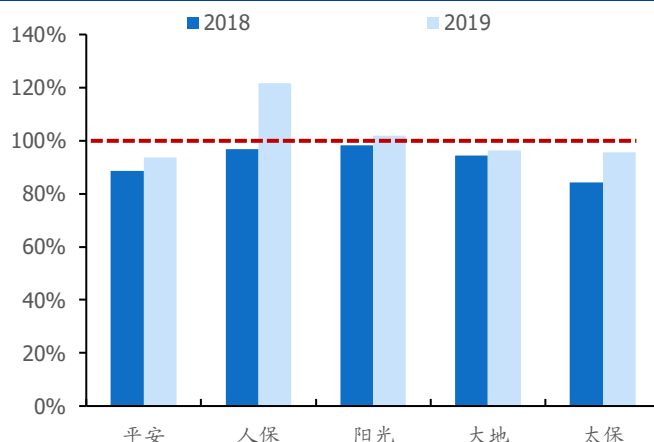
但随着行业风险的逐步增加，2019 年主要公司的保证保险综合成本率均有不同程度的提升；疫情加剧风险的暴露，2020Q1 信保业务行业赔付达 161 亿元，同比大约上升 50%。

图表 20：我国保证保险各公司市占率情况



资料来源：保险年鉴，公司年报，国盛证券研究所

图表 21：主要公司保证保险综合成本率情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：阳光、大地为测算值；

人保财险信保业务受冲击较为明显，风险敞口虽逐步收窄，但预计仍需一年左右出清风险。2019 年公司信保业务综合成本率上升至 121.7%，20Q1 赔付支出增长预计与行业

整体水平相当。公司信保业务亏损部分主要为线上消费金融方面，亏损期限大致为2年左右，因此未来看仍需要一年左右风险才能逐步出清，但风险敞口高峰已逐步过去，且未来随着对业务更为严格的限制，新业务整体质量预计将有明显改善。

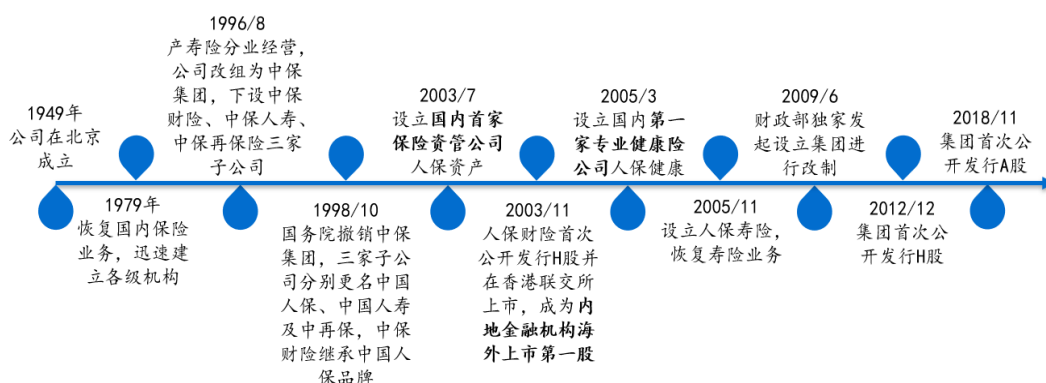
三、转型高质量发展，打造卓越的保险金融集团

3.1 保险主业突出，多元业务协同

中国人保创立于1949年10月，是新中国第一家全国性保险公司，由财政部控股，目前已成长为国内领先的大型综合性保险金融集团，在2019年《财富》杂志刊发的世界500强中排名第121位。

中国人保作为保险业“共和国长子”，公司的发展基本上见证了我国保险行业自新中国成立以来七十余年的历程。2003、2005年公司设立国内首家保险资管公司以及首家专业健康险公司，同时2003年子公司人保财险也在香港联交所上市，成为内地金融股海外上市第一股。

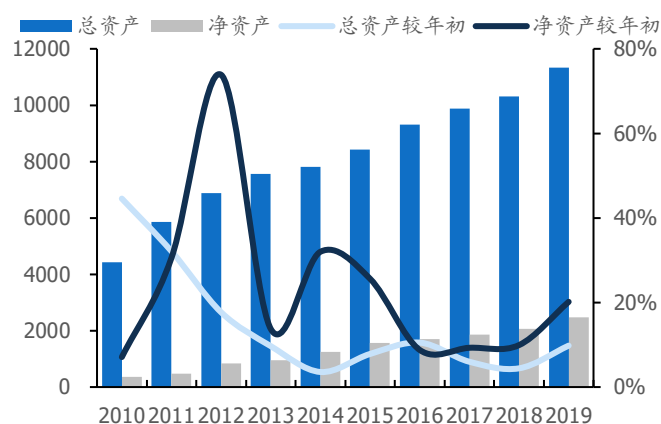
图表 22：中国人保发展历程



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

长周期上公司规模及利润不断提升：公司在长周期上资产规模不断提升，至2019年总资产突破万亿元达到1.13万亿，净资产规模达到2468.39亿元，全年归母净利润达224.01亿元。

图表 23: 中国人保资产情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 24: 中国人保利润情况 (亿元)

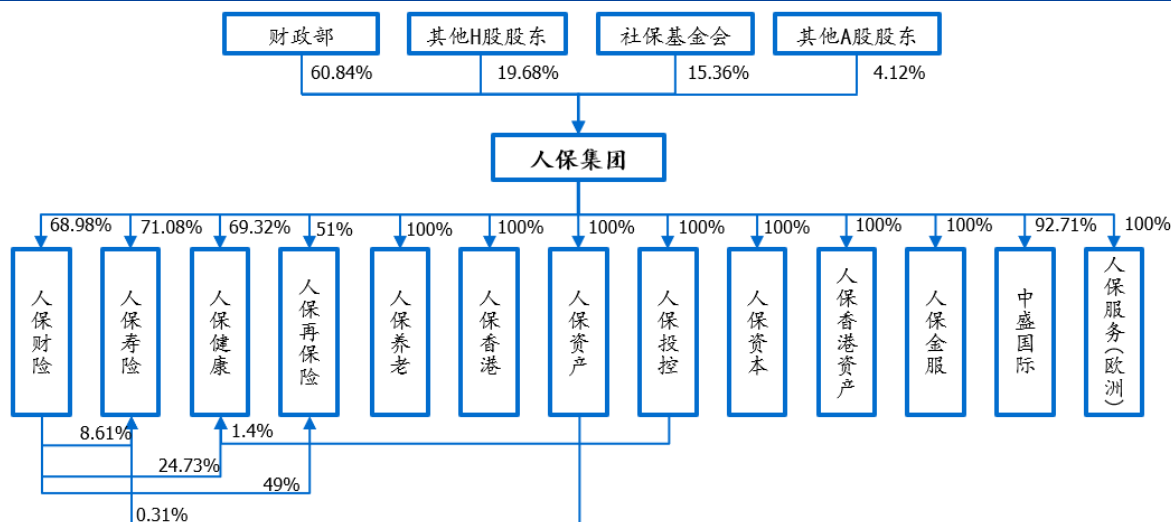


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司拥有保险版块的全牌照, 并在资产管理、金融科技以及银行、信托等版块进行积极布局。

- **保险业务板块**, 公司拥有人保财险、人保寿险、人保健康、人保再保险、人保香港和人保养老。其中, 人保财险在中国境内主要经营财产险业务, 人保寿险和人保健康经营寿险和健康险业务, 人保再保险经营再保险业务, 人保香港在中国香港经营财产险业务, 人保养老开展企业年金、职业年金等业务。

图表 25: 中国人保股权结构



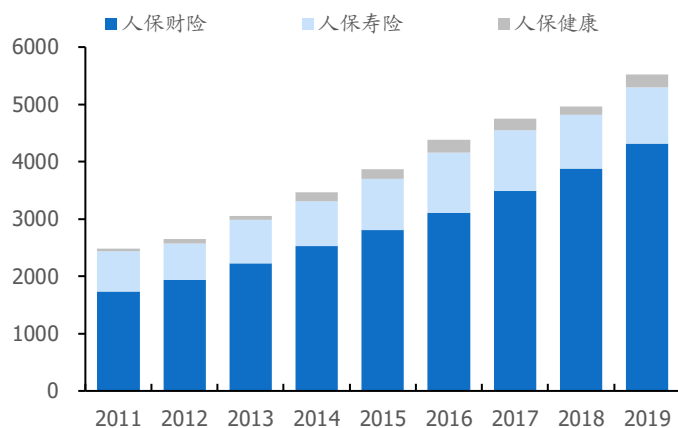
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- **资产管理业务板块**, 公司拥有人保资产、人保投控及人保资本。其中, 人保资产对集团内大部分保险资金进行集中化和专业化运用管理, 人保投控开展以不动产投资为核心的专业化投资, 人保资本开展债权投资和股权投资等另类投资业务。
- 公司专业化**金融科技业务**以人保金服为代表, **保险经纪业务**由中盛国际开展。
- 公司还在银行、信托等**非保险金融领域**进行了战略布局。截至 2019 年底, 公司对兴业银行直接持股 0.85%, 间接持股 12.05%; 对华夏银行间接持股 16.66%; 并直

接持有中诚信托 32.92% 股权。

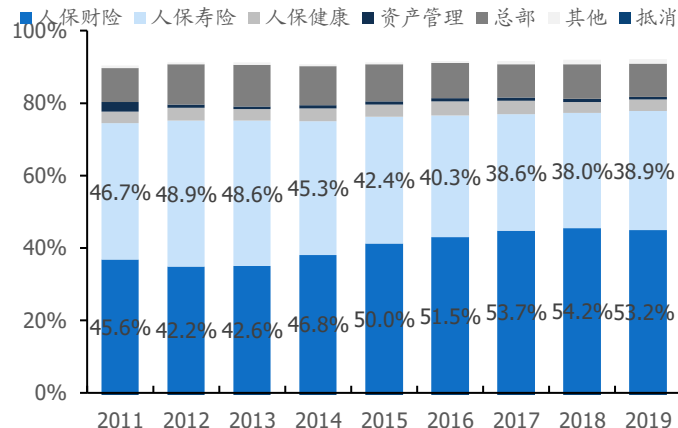
财险业务仍然是公司保费收入及资产构成的最主要部分：虽然公司在金融领域进行了相对全面的布局，但主业仍然突出，保险尤其是财险业务仍然是公司资产及保费的最主要构成部分。近年来公司保费收入中 70% 以上来自于财险业务，总资产构成中 人保财险 稳定在 50% 以上。

图表 26：中国人保保费收入及构成情况（亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 27：中国人保分板块资产构成情况

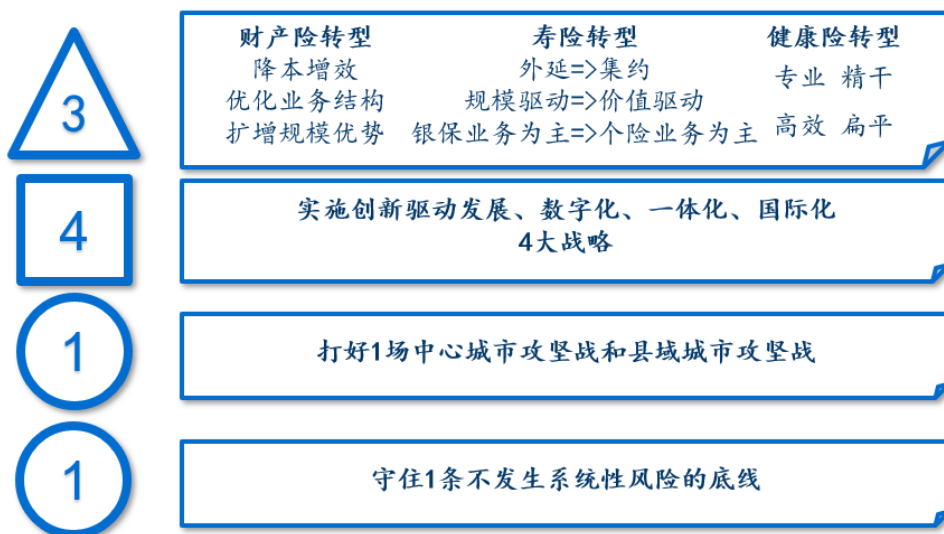


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.2 坚定推进“3411”工程，转型提供增长新动能

2017 年 12 月 缪建民 先生任职人保集团董事长，2018 年 6 月首次对外提出人保集团向 高质量发展 转型的“3411”工程，包括 3 家保险公司转型、推进实施 4 大战略、打好 1 场中心城市攻坚战、守住 1 条不发生系统性风险的底线。

图表 28：中国人保“3411”工程概况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

我们认为“3411”工程是一场能够给公司全面注入增长新动能的转型工程，财险业务在保持行业绝对龙头地位及核心竞争力的同时，寿险及健康险业务将逐步比肩行业第一梯队，成为估值提升的一大驱动力。

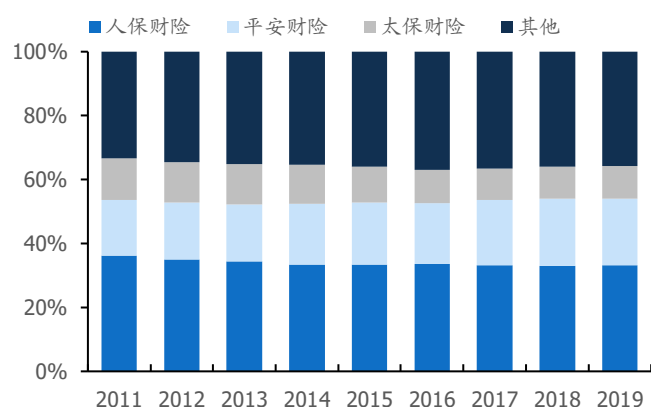
- 有别于一般保险公司的转型，“3411”工程是一次全面且彻底的转型：此次转型工程涉及了集团下属的各个子公司，尤其是产险、寿险及健康险三家保险子公司，并针对每一子公司都提具体的发展目标、达成指标。
- 转型路径清晰且细致，并在各细项指标上有明确的计划及详细的方案措施，公开以获得市场及投资者的跟进：整体转型方向上，人保财险在巩固车险行业领先地位的同时，开拓非车险市场，持续提高非车险业务占比，非车业务目标占比 60%；坚持降本增效，目标综合成本率 95%；人保寿险进行价值转型，渠道重心从银行保险向个人保险转换，做优期缴；人保健康进行专业化转型，集中资源进行健康管理建设。
- 从当前时点的跟进情况看，公司转型进度完成良好，主要指标均按转型预期发展。

四、财险业务龙头地位优势牢不可破

4.1 财险业务雄踞亚洲第一，国内龙头地位稳固

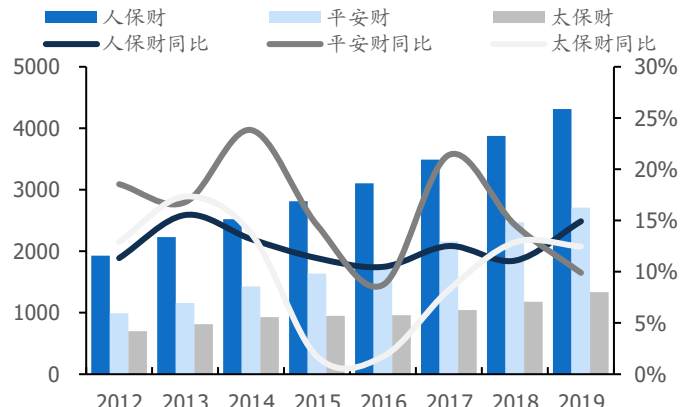
人保财险市场份额稳居国内首位：2019 年全年公司实现保费收入 4316.44 亿元，市场份额为 33.1%，保费规模位居亚洲首位、全球第三。中国产险市场集中度较高，前三大财险公司市场份额稳定在 65%左右。人保财险多年来保费规模维持行业首位，且占比大于第二、三位之和，近年来保费增速稳定维持在两位数。

图表 29：财险公司原保费市场份额情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

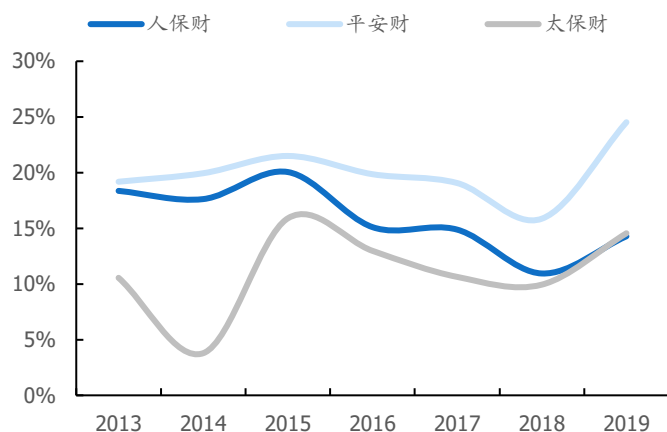
图表 30：三大财险公司保费收入及同比增速情况（亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

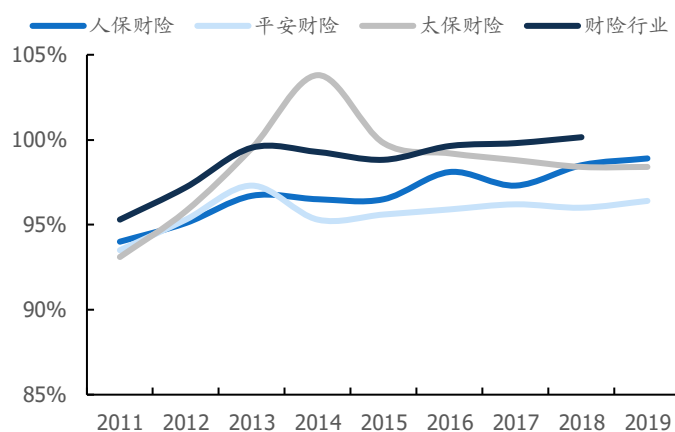
人保财险的盈利能力行业领先，费用结构更能体现出公司成本优势：公司 ROE 长周期基本保持在 15%以上，位列行业第一梯队且显著高于行业水平。2019 年公司综合成本率为 98.9%，持续实现承保盈利，且从费用率和赔付率的拆分角度更能体现公司的成本优势，公司综合费用率在近年来维持在 35%以内，明显低于平安财险及太保财险，对费用支出的管控能力较同业更为优秀。

图表 31: 三大财产保险公司 ROE 情况



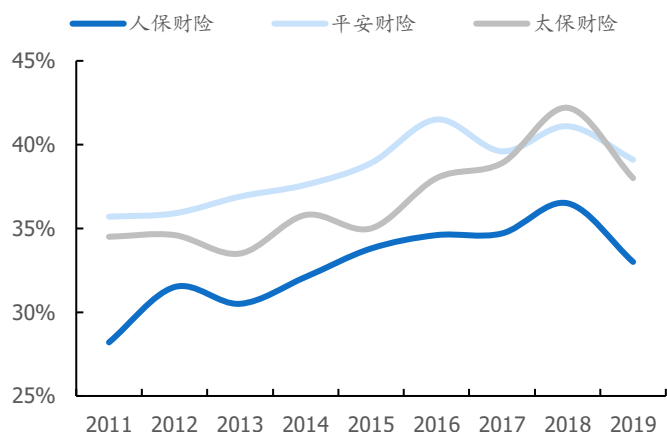
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 32: 人保财险综合成本率持续优于行业



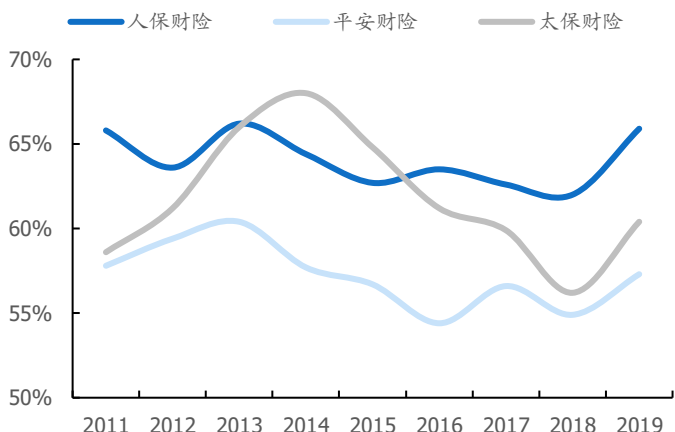
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 33: 三大财产保险公司费用率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

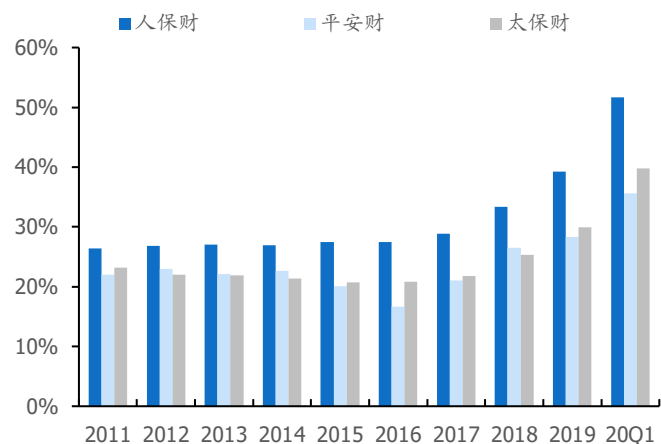
图表 34: 三大财产保险公司赔付率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

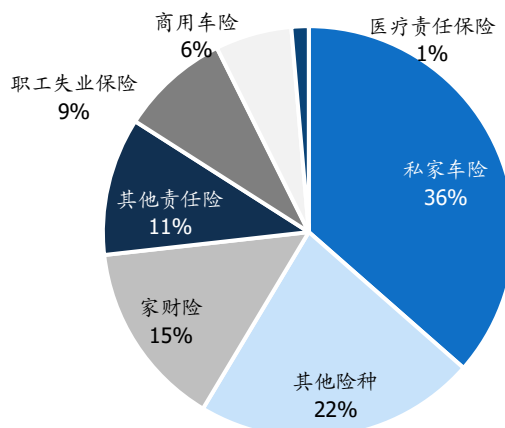
险种结构持续优化, 非车险占比领先于其他行业龙头: 公司非车险保费收入占总保费收入的比例由 2011 年的 26.4% 上升至 2019 年的 39.3%, 20 年增长更为明显。非车险占比高于其他行业龙头公司, 提升保费增速的同时, 有效分散单一险种的赔付风险, 拓展细分险种的市场空间并树立优势。对标美国等成熟保险市场国家, 车险保费 (含私家车及商用车) 占比大约占财险整体的 40%, 主要为产险不同险种发展阶段差异导致。“3411”工程下人保财险险种结构中长期对标海外发达市场, 逐步提升非车险占比达到 60%, 在车险市场保费增速整体承压的基础上挖掘新业务增长点, 开拓非车险蓝海市场。

图表 35: 人保财险车险业务占比领先



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 36: 美国 2018 年财险业务结构



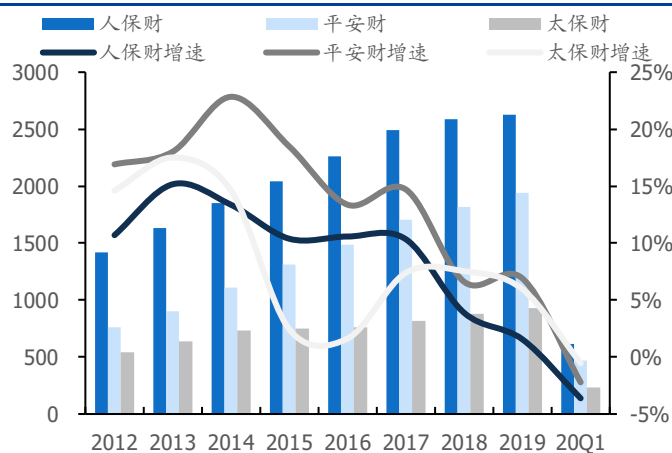
资料来源: NAIC, 国盛证券研究所

完善的服务网点布局形成了公司在财险领域的长期壁垒: 公司当前县级服务网络覆盖基本为 100%, 乡镇级网络覆盖率达 98%, 全国拥有约 1.4 万个分支机构。财险业务经营对机构网点的要求更高, 一方面是监管对财险异地承保进行严格的监管; 另一方面由于涉及线下的核保、查勘等活动, 网点遍布更为广泛将在流程、效率及客户体验方面带来优势; 此外, 财险业务还涉及一些政策性险种, 如农险、大病保险等, 网点更为普及、实力更强的公司优势更为明显。

4.2 车险费改持续深化, 公司积极应对

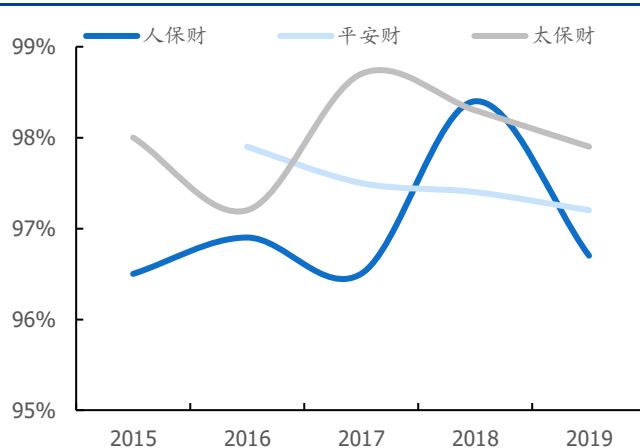
人保车险保费增速随行业下滑, 但仍保持行业优势: 2018 年随着车险市场竞争的加剧, 公司车险综合成本率有所抬升, 但行业监管趋严之下 19 年以来已有所下降; 公司 2019 年车险保费收入 2629.28 亿元, 市占率 32%, 保费增速虽然随行业趋势整体放缓, 但在行业中仍具备优势, 并保持较好的盈利水平。

图表 37: 车险保费收入及同比增速 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 38: 财险公司车险综合成本率情况

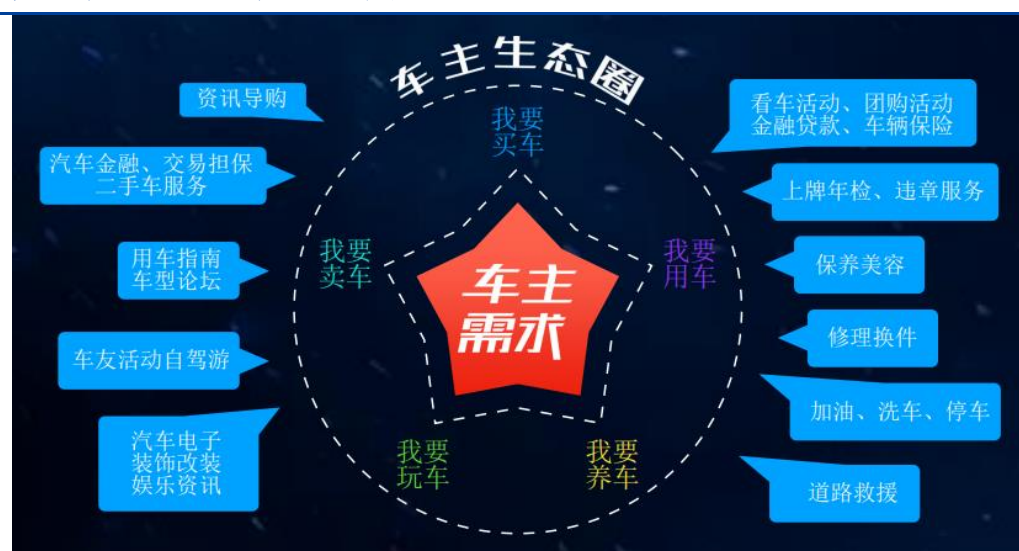


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

车险费改持续推进及保费整体增速下滑的背景下，公司采取了一系列举措积极应对：

- **加强资源管控和渠道合作：**公司强化直销直控渠道建设，推动渠道向客户为中心转型。增量业务方面发挥存量渠道优势，存量业务方面加强营销服务的专业化建设，提升服务品质。
- **加强续保及转保流程管理：**通过对过程跟踪及节点管控，提高优势业务的续保及转保率，优化转续保流程。
- **数字化赋能转型发展：**利用“中国人保”APP推进客户线上化，通过车险GIS智能调动系统、自动理算工厂、移动查勘定损系统等提升理赔效率。
- **开发个性化、精细化的车险定价模型，**搭建“全国+分省”模型主体结构，大幅提升定价效率。
- **利用客户群优势，加强车主生态圈布局：**公司把握汽车消费新趋势，利用超过6000万车主客户的资源优势，积极构建车主生态圈，推出“驾安配”实现配件一站式采购，支持车险降低成本、提升服务，加强车主客户的粘性，提升续保率。

图表 39：中国人保积极加强车主生态圈布局

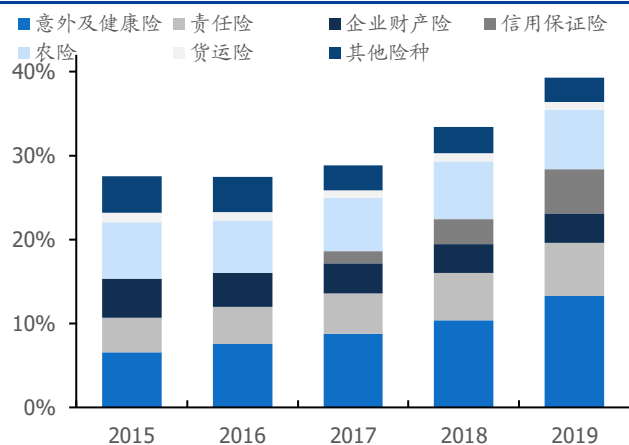


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.3 非车险种提升盈利能力，提供保费增长空间

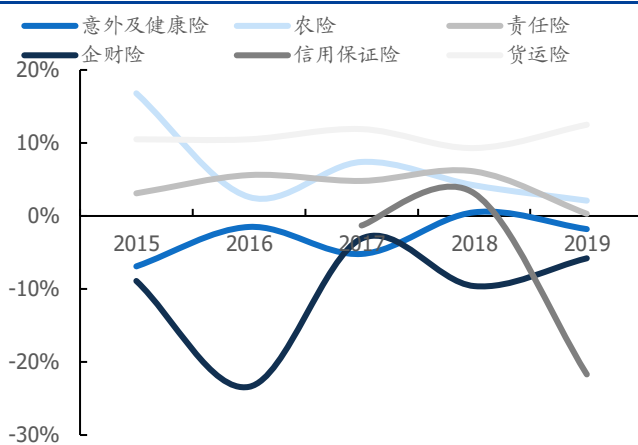
非车险保费快速增长的背景下，险种多样化将有助于公司保费收入和盈利能力的提升：险种结构的多元化有助在车险保费增速放缓的情况下，提升整体保费收入增速。2019年财险行业中健康险、保证险、责任险、意外险、农险保费增速分别为47.7%、30.8%、27.5%、26.4%、17.4%，均表现出强劲的增长势头。2019年人保财险非车险占比达39.3%，其中农险、货运险等险种承保利润率分别为2.1%、12.5%，具备较好的盈利水平。

图表 40: 人保非车险保费收入的险种构成



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 41: 人保分险种承保利润率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

即便疫情有短期影响,但在政策支持、市场潜力和人保财险先发优势的共同作用下,农险、意外伤害及健康险、责任险等非车险种保费收入有望在 2020 年实现 15%以上的增速。

➤ 政策引导下农险市场空间广阔,公司具备绝对优势

政策积极引导农险发展,补偿水平提升和非大宗农产品承保率提升存在巨大空间:近年来,财政部不断加大对农业保险支持力度。2018 年,中央财政拨款农业保险保费补贴资金 199 亿元,为 1.95 亿户次农户提供保险额度 3.46 万亿元,农业保险市场原保费收入 572.65 亿元。目前我国农业保险超过 90%为政策性险种,各级财政补贴占总保费大约 80%,其政府补贴同样具备全球的普遍性。2019 年 10 月,财政部、农业农村部、银保监会、林草局联合印发了《关于加快农业保险高质量发展的指导意见》,根据指导意见提出的目标,2022 年我国农业保险保费收入需达到 840 亿元,相当于年均增长 10%以上。

图表 42: 《关于加快农业保险高质量发展的指导意见》重要内容

项目	内容
基本原则	政府引导;市场运作;自主自愿;协同推进。
主要目标	到 2022 年,基本建成农业保险体系,稻谷、小麦、玉米 3 大主粮作物农业保险覆盖率达到 70%以上,收入保险成为我国农业保险的重要险种,农业保险深度(保费/第一产业增加值)达到 1%,农业保险密度(保费/农业从业人口)达到 500 元/人。 到 2030 年,农业保险持续提质增效、转型升级,总体发展基本达到国际先进水平。
政府参与	政府不参与农业保险的具体经营,通过给予必要的保费补贴、大灾赔付、提供信息数据等支持。
机构布局	经营政策性农业保险业务的保险机构,应当在县级区域内设立分支机构。制定全国统一的农业保险招投标办法,加强对保险机构的规范管理。
试点推广	开展地域优势特色农产品保险;开展“农业保险+”,推进农业保险与信贷、担保、期货(权)等金融工具联动,通过农业保险的增信功能,提高农户信用等级,缓解农户“贷款难、贷款贵”问题。

资料来源: 财政部, 国盛证券研究所

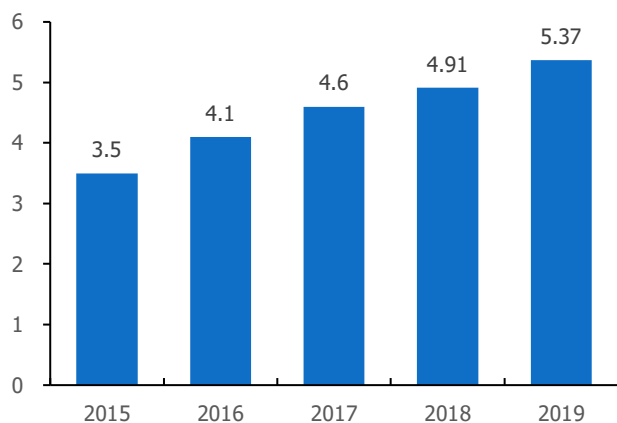
人保机构网点布局具备绝对优势：政策性农险对财险公司县域的分支机构及公司规模提出极高要求，人保财险近年来农险市场份额近半，在中国农险市场中占据主导地位。公司积极创新农险险种，并加大集团客户及新型农业主体等客户资源挖掘力度，预计未来增长仍将领先于市场。

➤ 大病保险虽保本微利，但为公司经营带来巨大潜在客群

积极参与医保体系建设，承担社会责任：2018年国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革 2018年下半年重点工作任务》，将居民基本医保人均财政补助标准提高 40 元，其中一半用于商业保险经办的大病保险责任险，使得整体大病保险保费出现明显增长。公司积极承担社会责任，大病保险保费市场份额过半。

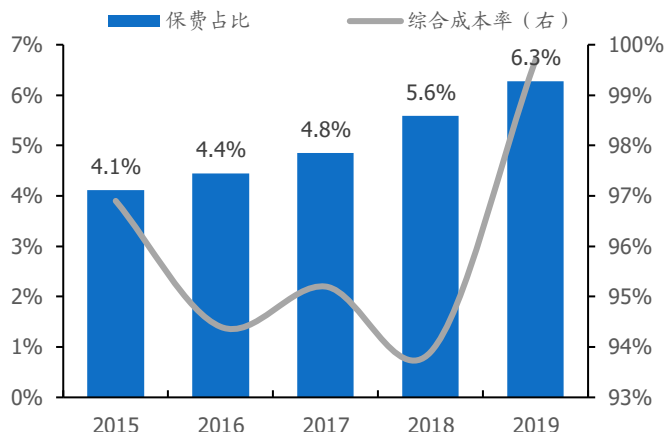
大病保险虽保本微利，但带来巨大的潜在客群：公司意外伤害及健康险 2015 年-2018 年保费收入年复合增速为 29.6%，2019 年受益于大病保险的政策支持，保费收入增速达 38.4%；疫情之下线上短期健康险需求显著增长，2020 年前 4 月累计增速同样达到 18.0%。**大病保险财政投入高且逐年递增**，虽然作为政策性险种坚持保本微利，但服务超过 5 亿人次，给公司带来巨大的潜在客群。人保财险巩固大病保险业务，大力拓展社保护理、社保扶贫、医疗救助、补充工伤等新领域业务，积极推动以个人及家庭健康保险、企事业补充医疗保险为代表的商业健康险业务发展。

图表 43：人保集团大病保险服务人力情况（亿人次）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 44：人保责任险保费占比及综合成本率情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

➤ 责任险占逐步提升，且实现较好的盈利水平

责任险在公司总保费中的占比逐年提升，并且大多数年份维持 95% 左右的综合成本率，保持较高的盈利水平，主要包括雇主责任险、公众责任险、产品责任险及职业责任险，体现保险公司的社会管理职能。政府制定的行业法律法规是责任保险增品扩面的核心驱动力，特别是受强制性安排的安全生产责任保险、环境污染责任保险等险种渗透率将不断提高。同时，科技变革也将带来新的责任保险需求，随着我国法律制度的不断完善和各行业科技变革推进，责任保险渗透率提升和产品创新并举。公司层面加强创新开发，同时做好产品合规管理，深入推进“保险+科技+服务”的商业模式，责任险方面取得较快的增速。

图表 45: 我国责任保险法律框架

时间	法律法规	内容
2008.10	《中华人民共和国消防法》	国家鼓励和引导生产、储存、运输和销售易燃易爆危险品的公共场所和公司购买 <u>火灾公共责任保险</u> ;鼓励保险公司承保火灾公共责任保险。
2012.12	《中华人民共和国老年人权益保护法》	国家鼓励 <u>养老保险机构</u> 购买责任保险,并鼓励保险公司承保责任保险。
2013.4	《中华人民共和国旅游法》	国家根据 <u>旅游</u> 活动的风险程度,对旅行社,住宿,旅游运输,高风险旅游项目等经营者实行责任保险制度。
2013.6	《中华人民共和国特种设备安全法》	国家鼓励投保 <u>特种设备安全责任保险</u> 。
2014.4	《中华人民共和国环境保护法》	国家鼓励投保 <u>环境污染责任保险</u> 。
2014.8	《中华人民共和国劳动安全法》	国家鼓励生产经营单位购买 <u>安全生产责任保险</u> 。
2015.4	《中华人民共和国食品安全法》	国家鼓励食品生产经营企业参加 <u>食品安全责任保险</u> 。
2017.12	《安全生产责任保险实施办法》	在全国范围内将 <u>安全生产责任险</u> 的适用范围从原有四大行业扩展至九大行业并要求 <u>强制承保</u> ,同时鼓励其他行业也使用该险种管理风险。
2018.5	《环境污染强制责任保险管理办法(草案)》	完善环境污染损害赔偿机制,在环境高风险领域建立 <u>环境污染强制责任保险</u> 制度。

资料来源:财政部,国盛证券研究所

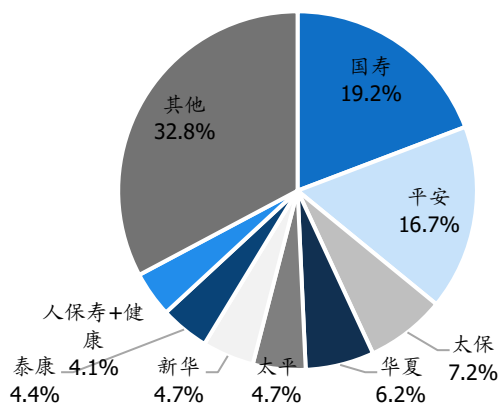
五、寿险转型聚焦价值,健康险专业性领先

寿险及健康险业务当前并非公司的强项,但在转型之下寿险发展方向明确,聚焦价值,加大个险业务发展,推动期缴占比提升,且公司新业务价值增速逐步领先同业,并预计这一趋势预计仍将延续。公司整体寿险及健康险板块将有望逐步对标优质上市同业,成为未来阶段集团估值的提振因素。

5.1 寿险业务逐步追赶同业,边际改善明显加速

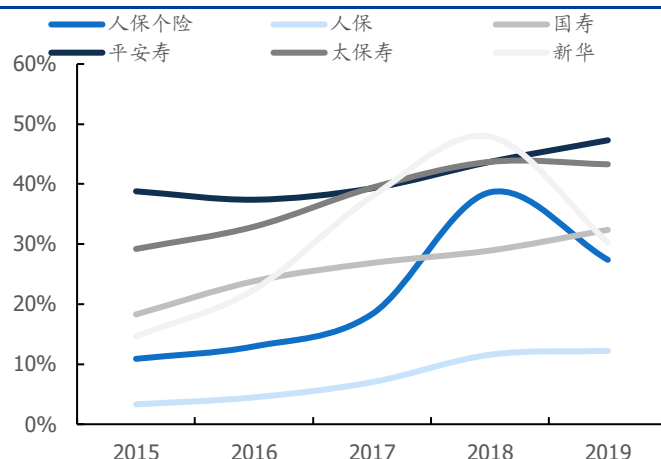
人保寿险市场份额略高于 4%,整体业务体量及质量与上市险企整体存在一定距离:2019 年中国人保寿险及健康险总保费收入 1205.55 亿元,行业市占率为 4.1%,较上市同业仍然存在一定的差距。且作为衡量寿险质量的核心指标新业务价值率的角度看,人保寿险 2019 年整体价值率仅为 12.2%,而同业基本在 30%以上,包括渠道结构、期限结构及险种结构仍然有改善空间,但个险渠道新业务价值率超过 25%,且近年来有较为明显的提升。

图表 46: 2019 年中国人身险原保险保费收入市场结构



资料来源: 银保监会, 国盛证券研究所

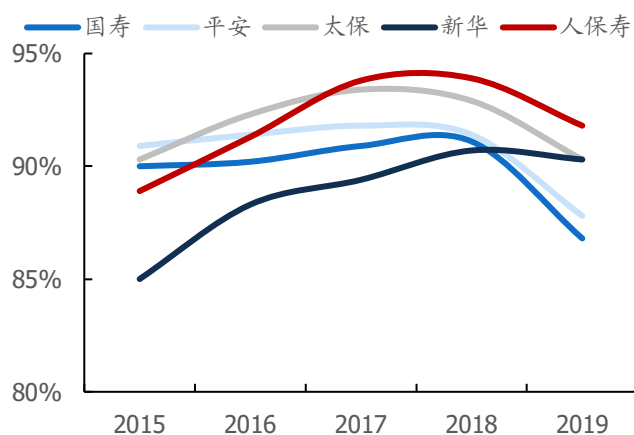
图表 47: 人保及上市同业整体价值率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

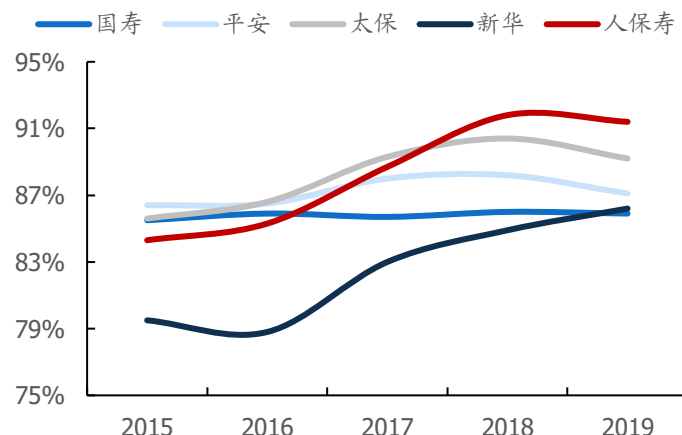
保单继续率指标优于同业, 存量保单维护管理具备优势: 2019 年公司 13 个月及 25 个月保单继续率分别为 91.8%、91.4%, 两者均位居上市险企首位, 反映公司在存量保单维护方面具备优势, 持续较高的继续率同样会使得公司在内含价值计算过程中经营偏差更易产生持续的正向贡献。

图表 48: 人保寿险 13 个月保单继续率与同业比较



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 49: 人保寿险 25 个月保单继续率与同业比较



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

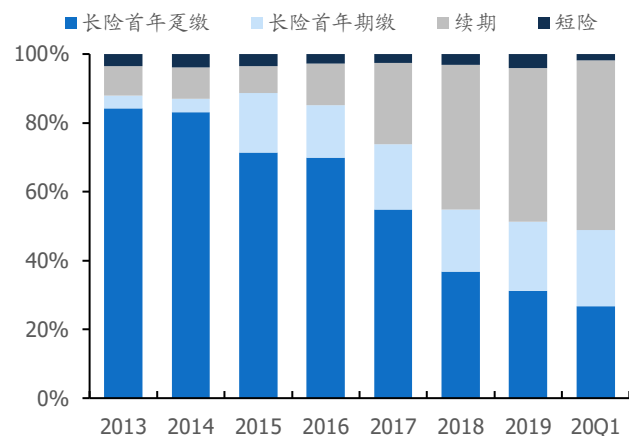
5.2 寿险做强期缴及个险, 转型发展方向明确

2018 年起人保寿险聚焦价值转型, 核心推动三个转变: 从外延向集约, 从规模驱动向价值驱动, 从银保业务为主向个险业务为主。

考核指标由规模向价值转变, 做强期缴: 2013-2020Q1, 长险首年期缴保费占全年保费收入的比例由 4.0% 上升至 22.0%, 长险首年趸交比例由 84.3% 下降至 26.7%。人寿保险按照高质量发展转型要求, 优化业务结构, 主动大幅压缩中短存续期业务规模。目前已经取消对寿险总保费考核, 只考核新单期交, 2022 年目标趸交保费收入占比降至 10% 以下。

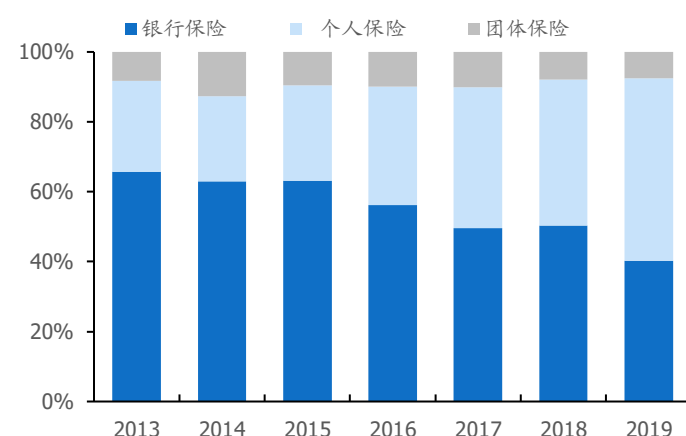
渠道重心由银保向个险转换，推进大个险渠道建设：人保寿险推进大个险战略，强化个险销售队伍建设，提升销售产能。2011-2020Q1，个险渠道保费收入比例由12.9%提高到52.2%，银保渠道收入比例由85.3%下降至40.2%。2019 队伍建设预计投入超 20 亿元，2022 年目标实现全系统销售规模总人力 60 万人，月均有效人力 20 万人。

图表 50: 人保寿险年期缴及续期占比持续提升



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

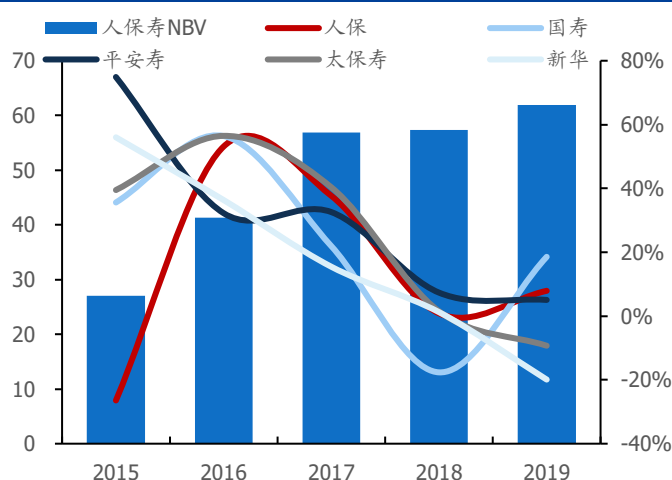
图表 51: 人保寿险分渠道保费占比情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

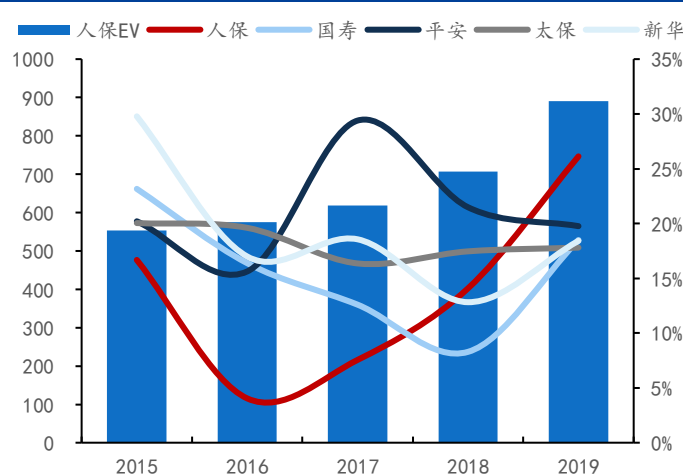
从数据层面的反馈看，公司转型效果在 2019 年已经开始逐步显现，预计 2020 年核心指标增速仍然优于上市同业整体：以负债端的新业务价值指标看，2015 年由于偿二代的切换，公司存量保单质量原因使得切换后的价值受到明显的负面影响，此后新业务价值增速稳居上市险企的中上水平，随着 2018 年寿险明确转型，2019 年人保寿险新业务价值增速 7.9%，不考虑发病率假设调整则达 17.2%，位居上市同业前列；内含价值增速方面，2018 年公司增速明显提升，随着转型的推动 2019 年增速位居上市险企首位。我们预计两项指标在 20 年仍然有望保持行业领先水平，逐步缩小与上市险企差距，成为公司估值提升的重要因素。

图表 52: 人保 NBV 与上市险企同业增速情况 (亿元)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 53: 人保 EV 与上市险企同业增速情况 (亿元)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

5.3 健康险集中资源进行专业化建设

人保健康“政府委托业务”“商业健康保险”“健康管理”三大业务板块相互促进、协同发展的新格局逐步成型，坚持“专业、精干、高效、扁平”的发展导向进行改革。

业务拓展方面，停止分支机构扩张，重心从渠道建设转向专业性建设：健康险公司集中资源招募具有医疗专业背景的人才，支持健康管理发展。人保健康深度参与国家多层次医疗保障体系建设，探索出政府委托业务发展路径，政府委托业务规模持续增长，强化医疗保险经办方和医疗服务付费方的角色定位，不断扩大保障覆盖面和市场影响力，积累医疗费用管控经验和客户资源；在团险渠道着力为企事业单位提供集健康保障和健康管理为一体的员工综合健康保障计划，专业特色不断彰显。同时大力发展线上业务，积极探索专业健康险公司互联网化转型，人保健康 2019 年全年互联网渠道实现健康险保费 72 亿元，同比增长 303.9%，积累客户 2800 万人，并积极拓展与支付宝等渠道平台合作。

人保健康通过“健康保险+健康管理”的融合，在提高保险产品附加值、增强客户粘性的同时，积极改善客户健康状况、减少理赔支出，与保险主业初步形成了良性互动格局。人保健康与超过 8000 家医疗机构、60 万名医生、18.2 万家药店建立合作关系，人民健康 APP 实现社保项目对接，买药、挂号、体检档案上传打通，目标到 2021 年注册用户达到 1 亿，活跃用户数达到 500 万左右。

图表 54：人保健康专业化发展的主要目标

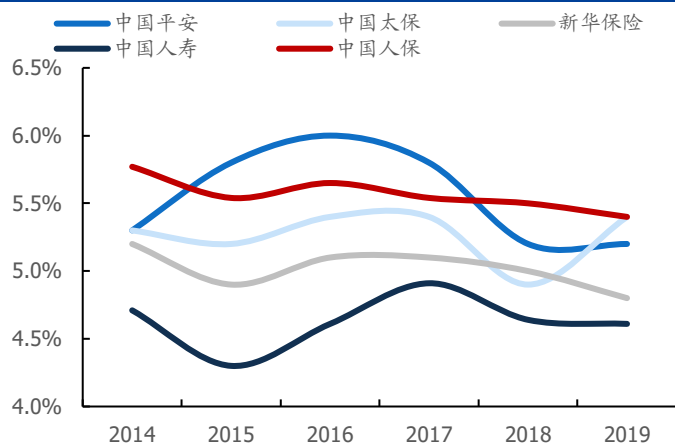


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

六、投资收益同业领先，长股投优势明显

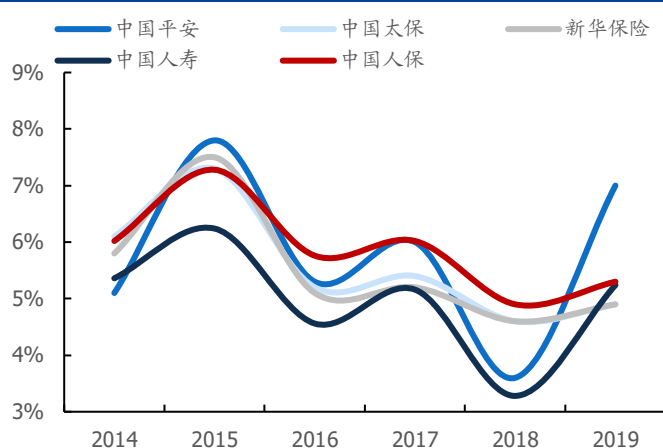
中国人保投资收益长期位居同业前列：2019 年公司实现总投资收益率 5.4%、净投资收益率 5.3%，在上市险企整体中处于前列。近 5 年来公司平均总投资收益率及净投资收益率分别为 5.85%、5.53%，均位列同业前列，公司在收益率方面具备显著优势，也使得公司在内含价值价值方面可以将长期投资收益率假设定为高于同业的 5.25%。

图表 55: 上市险企总投资收益率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 56: 上市险企净投资收益率情况

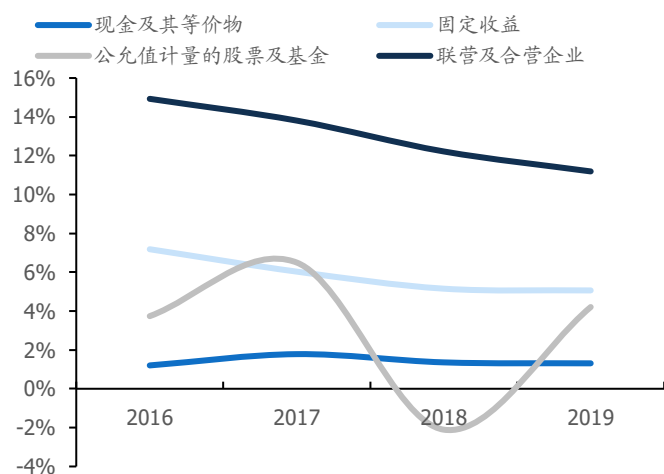


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

资产配置长期相对稳定, 相对注重资产流动性: 公司投资资产规模持续增长, 2019 年底总投资资产达到 9782.12 亿元。资产配置方面长期保持稳健, 与寿险主体相比, 公司对资产流动性要求相对较高, 现金及其等价物占比大约为 7-9%, 高于寿险主体大约 5 个百分点; 同时由于保费期限较短, 资产端配置相对具备灵活性。

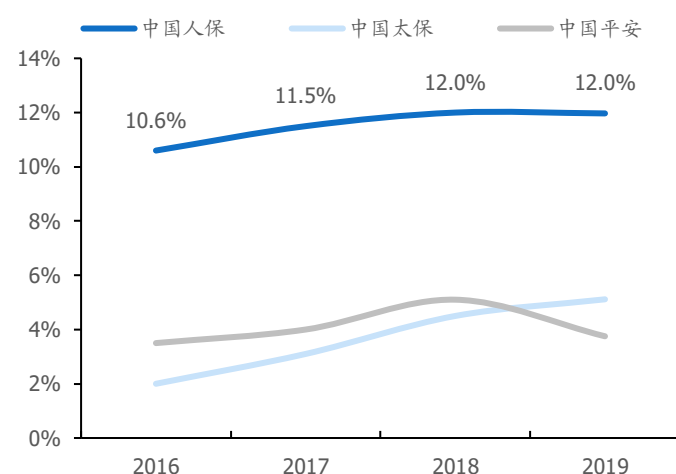
较高的长期股权投资占比提升公司投资收益水平, 并带来业务层面协同: 2017-2019 人保联营及合营企业的当期投资收益率高于固定收益、股票等其他资产。人保在 2015 年增加了对兴业银行的投资, 在 2016 年新增了对华夏银行的投资, 长期股权投资总资产超过千亿并采用权益法核算, 近年来年化投资收益率超过 10%, 带动整体收益率水平的提升, 且在银保业务方面产生协同效应。

图表 57: 人保大类资产收益率情况 (当期投资收益/平均账面价值)



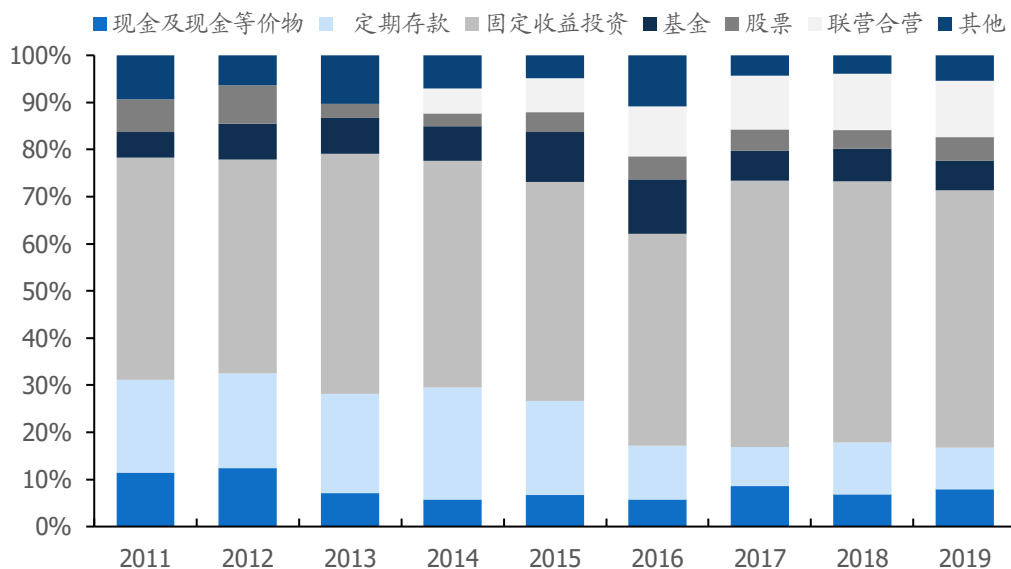
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 58: 人保长期股权投资比重高于其他高投资收益率险企



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 59: 中国人保投资资产配置情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

七、盈利预测及投资建议

由于投资收益的增长以及手续费税收政策调整带来的一次性返还, 2019 年公司净利润达 66.6%; 而 2020 年由于公司利润基数较高、投资收益增速下滑且所得税项目存在较为明显的差异, 我们预计公司 2020-2022 年净利润增速分别为 0.2%、19.8%、17.9%; 预计 2020-2022 年公司净资产增速分别为 6.2%、8.0%、8.5%, 仍然能够维持 12% 以上的 ROE 水平。

图表 60: 中国人保盈利预测分拆表 (百万元)

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	555,515	598,606	655,304	710,988
已赚保费	501,423	539,030	587,542	634,546
投资收益	49,722	55,689	63,485	71,738
公允价值变动收益	527	237	261	287
其他业务收入	3,843	3,651	4,016	4,418
营业支出	525,719	561,130	610,457	657,516
退保金	49,345	48,513	42,303	44,418
赔款支出(减摊回)	274,427	296,466	331,374	360,422
提取保险责任准备金	39,006	51,747	52,879	53,936
保单红利支出	1,975	2,426	2,938	3,173
营业税金及附加	2,117	2,695	2,938	3,173
手续费及佣金支出	66,448	70,074	77,556	84,395
业务及管理费用	82,584	78,159	85,194	92,009
其他业务支出	7,749	8,085	11,751	12,691
资产减值损失	2,068	2,965	3,525	3,300
营业利润	29,796	37,476	44,848	53,472
利润总额	29,780	37,368	44,760	53,385
所得税	-1,915	5,605	6,714	8,542
净利润	31,695	31,763	38,046	44,843
减: 少数股东损益	9,294	9,314	11,156	13,150
归母净利润	22,401	22,449	26,889	31,694

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

估值方面, 我们对公司采取分部估值。

财险业务板块, 考虑到 2020 年公司利润的不确定性有所增加, 我们预计 20 年净资产增速为 12%, 即 2020 年预计公司财险业务板块净资产为 1983 亿元。

由于中国人保是 A 股唯一以财险业务为主体的标的, 对财险板块的估值我们参考全球大型上市财险公司情况, 当前海外股市仍海外大型财险公司估值主要分布在 1.2-1.5 倍之间, 考虑到公司相对更快的保费增速以及近年平均 15% 以上的 ROE 表现, 我们给予公司财险板块 1.4 倍的 PB 估值。

图表 61: 全球主要上市财险公司估值情况

公司名	上市地	注册地	总市值	2019 年 已赚保费	2019 年 保费增速	近三年 复合增速	2019 年 ROE	近三年平均 ROE	PB
丘博保险	纽交所	瑞士	4,312	2,183	5.8%	3.1%	8.4%	8.0%	1.16
前进保险	纽交所	美国	3,275	2,525	18.9%	17.4%	32.4%	25.6%	3.33
好事达保险	纽交所	美国	2,272	2,691	7.4%	4.9%	20.5%	15.2%	1.44
旅行者集团	纽交所	美国	2,119	1,972	6.2%	5.0%	10.7%	10.1%	1.18
MARKEL	纽交所	美国	960	352	8.9%	9.5%	17.8%	6.9%	1.39
艾奇资本	纳斯达克	百慕大	945	404	12.4%	14.4%	15.6%	10.3%	1.26
辛辛那提金融	纳斯达克	美国	738	391	10.2%	6.2%	22.6%	13.3%	1.29
BERKLEY W R	纽交所	美国	780	463	5.8%	2.0%	11.8%	11.4%	2.00
RSA 保险集团	伦交所	英国	394	567	-2.2%	-1.4%	8.7%	5.7%	1.08
人保财险			中国	3,955	14.9%	13.5%	20.5%	15.8%	

资料来源: 公司公告, 彭博, 国盛证券研究所 注: 市值及 PB 截至 6 月 4 日数据;

寿险及健康险板块我们采取内含价值估值的方式, 2019 年板块内含价值为 1005 亿元, 预计 2020 年全年投资收益率略有承压, 新业务价值短期增速趋缓, 但预计仍较同业有所优势, 全年内含价值增速预计为 22%, 即 2020E 预计公司寿险及健康险业务内含价值为 1226 亿元。

估值层面我们仍然从 1 倍内含价值出发, 考虑上市险企目前整体 P/EV 在 0.6-1.0 倍之间, 以及公司整体寿险质量及市场规模仍然与上市同业存在一定差异, 但当前持续边际改善显著且新业务价值增速明显优于上市同业整体, 寿险转型未来有望成为公司估值提升的动力, 我们给予公司该板块 0.6 倍的估值; 长期假设方面, 公司在长期内含价值测算时的假设较内地上市同业略微激进, 包括略高于上市同业的投资收益率假设 (5.25%) 以及略低于上市同业的贴现率假设 (10%), 但考虑到公司长期以来优于同业的投资收益率, 我们不对假设的差异进行估值调整。

资管等其他业务板块, 预计 20 年净资产增速为 16%, 即 2020 年公司资管等其他业务板块净资产为 247 亿元, 我们给予 0.8 倍的估值。

整体看, 公司各板块 2020 年的合理估值水平加总为 3511 亿元, 考虑到公司整体金融集团的属性, 但仍然是以财险业务为主体和核心, 我们对整体给予 10% 的估值折价。

图表 62: 中国人保估值测算 (亿元)

	估值指标	19 年规模	20E YoY	估值倍数	板块估值
财险业务	净资产	1770.61	12%	1.3	2578.01
寿险及健康 业务	内含价值	1005.18	22%	0.6	735.79
资管等其他 业务	净资产	212.92	16%	0.8	197.59
分部市值合计					3511.39
集团折价					10%
对应目标价	7.15	对应市值			3160.25

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

测算公司 2020 年合理市值为 3160.25 亿元，对应目标价为 7.15 元，较当前仍有 14% 的空间。

公司财险业务行业龙头地位稳固，具备规模与盈利的显著优势，成本控制能力及险种结构布局使得优势保持，全面覆盖的机构网络也树立较高竞争壁垒；寿险业务在转型下加速发展，有望逐步对标行业第一梯队公司，成为估值的溢价项；此外公司长期保持优于同业的收益率水平，分部估值下（财险 1.3 倍 PB、寿险及健康险 0.6 倍 P/EV、资管等其他 0.8 倍 PB 估值）我们认为公司的合理市值为 3160 亿元，给予 2020 年公司目标价 7.15 元，较当前仍有 14% 的空间，首次覆盖予以“增持”评级。

风险提示

- 1)、行业竞争加强风险：随着车险费改的推进，财险公司在车险领域的短期竞争可能会继续加强，且短期行业盈利空间有可能下降；
- 2)、赔付不确定性风险：公司赔付可能会存在巨灾损失的风险，使得赔付端存在不确定性；
- 3)、投资收益下降风险：权益市场下行会对公司投资端造成影响，利率下行也可能使得公司新配固收类资产收益率下降；
- 4)、信保业务风险出清不及预期：公司当前信保业务持续亏损，如未来亏损金额较大或风险延续，可能会对综合成本率及利润产生负面影响。

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所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：021-38934111

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